



CONCORDE  
MB PARTNERS

IMAP

11. ÉVFOLYAM 85. SZÁM

2016

NOVEMBER-DECEMBER

INTERJÚ: VÉGH RICHÁRD, A BÉT VEZETŐJE  
KÉPZÉST INDÍT A BÉT  
GUY ÉS DORON DYMSCHIZ A DUNA HOUSE-BÓL  
EGY ÁR MINDENK FELETT...  
JOGI ELŐKÉSZÜLETEK  
A RÉSZVÉNYKIBOCSÁTÁSHOZ  
FELKÉSZÜLÉS AZ IFRS ÁTÁLLÁSRA  
A SÁRGA ÚTON HALADJ!  
MICHAŁ PAWŁOWSKI-VAL BESZÉLGETTÜNK

# cégérték

CÉGELADÁS  
TŐKEBEVONÁS  
FELVÁSÁRLÁS

© cégérték Cégeladási, -értékelési, -felvásárlási és tőkebefektetési magazin vállalkozóknak és cégbefektetőknek. | Kiadja a Concorde MB Partners  
Felelős kiadó: Concorde MB Partners | Postacím: 1051 Budapest, József Attila utca 1. Telefon: 06 1 336 2010 | Email: cegertek@cmbp.hu

REPÜLŐRAJT ELŐTT  
ÚJ PÁLYÁN  
A TŐZSDE





EGY ÉVE TÖRTÉNT, HOGY AZ MNB TÖBBSÉGI RÉSZESÉDÉST VÁSÁROLT A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDÉBEN (BÉT). AKKOR ERRŐL KÜLÖN CÉGÉRTÉK SZÁMBAN SZÁMOLTUNK BE. ÚJRA AKTUALITÁSA VAN ANNAK, HOGY A TŐZSDÉRŐL BESZÉLJÜNK, ÉS NEM CSAK A TRANZAKCIÓ SZÜLETÉSNAPIJA KAPCSÁN. AZ ELMÚLT HETEKBEN JELENTETTE BE A BÉT, HOGY KOOPERÁCIÓRA LÉPETT A LONDONI ÉRTÉKTŐZSDE ELITE PROGRAMJÁVAL, MELY KÖZÉPVÁLLALATOKAT KÉSZÍT FEL A TŐZSDÉRE. ENNEK ÉS A KÖZREMŰKÖDÉSÜNKKEL A KÖZELMÚLTBAN SIKERESEN LEZÁRULT KÖZPVÁLLALATI IPO KAPCSÁN GONDOLTUK AZT, HOGY ISMÉT TERÍTÉKRE VESSZÜK A TŐZSDE TÉMÁJÁT.

A BÉT vezetőinek és az MNB-nek, mint a fő tulajdonosnak feltett szándéka, hogy növelje a hazai tőkepiaci aktivitást. Ezt egyrészt nagyobb hazai vállalatok BÉT-re (is) való bevezetésével, másrészt pedig a közepeméretű magyar cégek tőzsdére csábításával akarják elérni. Még mindig nem látszik, hogy ebből a szándékból végül mi valósul meg – az eltelt egy év nem elég idő ahhoz, hogy fundamentális változás végigmenjen egy olyan bonyolult rendszerben, mint a tőkepiac. Ami viszont tagadhatatlan, az az, hogy 2016 őszén két komolyabb hazai középállalt is tőkét vont be a tőzsdén keresztül. És az is bizonyos, hogy a BÉT és az MNB további tőkepiac-fejlesztő szándéka önmagában is örömdetes fejlemény. Vannak ugyanis olyan magyar cégek, amelyeknek kifejezetten jól jönne a tőzsdéi tagság – persze csak akkor, ha vannak érdeklődő befektetők.

A Cégértékben nagyon sokat beszélünk azokról a helyzetekről, amikor a tulajdonos ki akar szállni az üzletéből. Sokan vannak viszont olyanok is, akik hosszú távon terveznek a saját cégükkel. Számukra a tőzsdéi jelenlét elméletileg több célból is hasznos lehet. Egyrészt lehetővé teszi a részleges kiszállást, vagyis a már felhalmozott érték egy részének készpénzre váltását jelentős részesedés, akár kontroll megtartása mellett. Másrészt friss tőkeforrást jelenthet azoknak, akik plusz pénzt szeretnének bevonni a vállalkozásukba. Harmadrészt a tőzsdéi jegyzés, a megfelelő szabályrendszer jelenléte esetén, garanciát jelent az átláthatóságra, ami pedig közvetlen értéknövelő tényező a cégeladáskor. Továbbá a tőzsde egyben presztízszt is jelent. A tőzsdéi cégeket mindenki jobban ismeri, mert nevük lényegesen többet forog

a sajtóban, így aztán nekik könnyebb jó munkaerőt toborozni, vevőkkel vagy szállítókkal új üzleti kapcsolatot kialakítani, vagy éppen az iparági szervezetben befolyást szerezni. Végül, de nem utolsósorban, a fenti hasznok eredőjeképpen a tőzsdei társaságokat általában magasabb áron értékelik, mint a tőzsdén kívüli hasonló cégeket. A befektetők ugyanis értékelik a likviditást – annak lehetőségét, hogy adott esetben tulajdonrészük gyorsan piacra dobható.

Természetesen tőkebevonásra nem a tőzsde az egyetlen, sokszor nem is a legkedvezőbb lehetőség. Nagyon sokan lesznek, akik inkább EU-s támogatást vesznek igénybe, mások pedig csendestársakat keresnek majd, ha forrást szeretnének bevonni a vállalatukba. Ráadásul a tőzsdei megjelenés nincsen ingyen. A tőzsdei bevezetéssel a tulajdonos egyben azt is vállalja, hogy a cégével kapcsolatban sok információt közkinccsé tesz. Minden vevő és versenytárs láthatja majd, hogy milyen nyereségszinten, milyen bérköltség mellett működik a társaság. Ez nagyon sokakat elijeszt. Ahhoz ugyanis biztos piaci pozíció és stabil versenyhelyzet kell, hogy egy cég ilyen mély betekintést adjon könyveibe – gyakorlatilag mindenki számára. Ráadásul az ismertség kétélű fegyver is lehet. Nemcsak a jó, hanem a rossz hírek is nagyon gyorsan terjedhetnek a vállalatról. És a tőzsdei bevezetés folyamatának vannak egyszeri költségei is és bizonyos működési költség-növekedést is okoz a tőzsdei jelenlét.

A Concorde MB Partners munkatársai egyedülálló tapasztalatokkal rendelkeznek tőzsdei bevezetések lebonyolításában társ-tulajdonosunkkal, a Concorde Értékpapír Zrt-vel, Magyarország legnagyobb forgalmú brókercégeivel együttműködve. Ennek egyik bizonyítéka a frissiben lezárt részvénykibocsátás és tőzsdei bevezetés, ami a Duna House-al, az egyik vezető hazai ingatlanos céggel kapcsolatos tranzakció volt és a Concorde szervezésében történt. Szakembereink úgy tartják, hogy fenti előnyök és hátrányok mérlegelése alapján, további magyar közép vállalatoknak is reális és racionális alternatíva lehet a tőzsdére lépés. Elsősorban azoknak, akik egyszerre rendelkeznek megfelelő mérettel, eredménytermelő képességgel, növekedési potenciállal és átlátható működéssel.

Egy jól működő tőzsde esetleges pozitív hatása azonban lényegesen nagyobb volna ennél. Mindenek előtt utat, igazodási pontot mutathatna a többi közép vállalat számára. Demonstrálhatná, hogy milyen számolási és teljesítménybeli sztenderdeknek kell egy-egy iparág vezető cégének megfelelnie. Ezzel párhuzamosan mindjárt támaszt is nyújtana a tőzsdén kívül cégek vállalati értékének meghatározásához.

Ez az a funkció, ami miatt a magyar közép vállalatok egészének szüksége lenne a jól működő tőzsdére. Ma ugyanis nincs ilyen támasz. Nincs olyan mérce, amihez hasonlítva könnyen megmondhatná a vállalkozó, hogy éppen hol is jár a vállalatépítés útján, és főleg, hogy mire kellene figyelnie ahhoz, hogy fenntarthatóan magas értéket tudjon teremteni.

Ennek hiányában helyenként ködös elképzelések élnek azzal kapcsolatban, hogy mi teszt valóban értékessé egy céget, hogy mi számít jó gyakorlatnak a vállalatvezetésben, és hogy végső soron mi érdekelhet egy vevőt. Pénzügyi világitótorony nélkül nagyon könnyű beleesni például az iparági szakemberek örök csapdájába, miszerint a beruházás önmagában értékteremtő és értéknövelő. Ezzel szemben a vállalatot vásárlók nagy része a sok beruházásban folytonos tőkeigényt, azaz egy potenciális értékcsökkentő tényezőt is lát. Vagy említhetnénk a márkaépítés notórius elhanyagolását, amely a magyar közép vállalatok egy nagyon jelentős részét érinti.

Pedig ha tudnák, hogy egy erős fogyasztói márkával rendelkező cég értéke bizonyos esetekben akár a gyenge márkájú duplája is lehet, akkor biztosan lényegesen többet költenének olyan, rövidtávon pénzkidobásnak tűnő tételre, mint a reklám vagy fogyasztói lojalitás ápolása.

Ez az a hiátus, amiben a BÉT által a Londoni Értéktőzsdével együtt meghonosított ELITE Program támogatást tud adni a hazai közép vállalatoknak: tapasztalatcserével, oktatással, nemzetközi tanulmányutakkal és tőzsdei és működési szemináriumokkal.

Van értelme tehát drukkolni a tőzsde felemelkedéséért, annál is inkább, mert a feladat óriási – a keresleti és kínálati oldalt párhuzamosan kell ösztönözni. Helyre kellene állítani a megíngott kisbefektetői bizalmat, kiszámíthatóvá tenni a szabályozási környezetet és ösztönzőket kellene adni a vállalatoknak a tőzsdére lépéshez. A befektetett energia ugyanakkor bőségesen megtérülhet – egy virágzó tőkepiac kitágítja a közép vállalatok lehetőségeit, illetve formálja szemléletüket.



**SZENDRŐI GÁBOR**  
PARTNER  
CONCORDE MB PARTNERS  
GABOR.SZENDROI@CMBP.HU



INTERJÚ:  
**VÉGH RICHÁRD**  
**A BÉT VEZÉRIGAZGATÓJA**

**Az elmúlt hónapokban mintha beindult volna a pezsgés a BÉT körül. Új kibocsátásokról, rekord közeli BUX indexről, fejlesztések soráról lehet hallani. Megtört volna a sokéves átok?**

Valóban, egyre több jel utal arra, hogy a BÉT hosszú idő után ismét betöltheti azt a funkciót, amiért valójában létrejött. Azaz a vállalatoknak forrásbevonási lehetőséget biztosít, a megtakarítással rendelkezőknek pedig befektetési lehetőségeket kínál. Külön öröm, hogy mindeközben a tőkepiaci klíma is támogató, az indexek világszerte csúcsközelben mozognak.

Az elmúlt fél évben például négy sikeres kibocsátás is történt: egy-egy kötvény (Wingholding) és jelzáloglevél (Erste), két további esetben pedig részvénykibocsátás (Alteo, Duna House). A csillagok kedvező állása mellett kulcsfontosságú, hogy hosszú évek után a BÉT-nek ismét van a piacfejlesztést fókuszba helyező hosszú távú stratégiája, így mi is minden erőnkkel azon dolgozunk, hogy a vállalatok számára reális finanszírozási lehetőséget jelentsen a tőzsde, és egyre inkább hozzájáruljon a magyar gazdaság növekedéséhez.

**HOSSZÚ ÉVEK UTÁN A BÉT-NEK ISMÉT VAN A PIACFEJLESZTÉST FÓKUSZBA HELYEZŐ HOSSZÚ TÁVÚ STRATÉGIÁJA, ÍGY MI IS MINDEN ERŐNKKEL AZON DOLGOZUNK, HOGY A VÁLLALATOK SZÁMÁRA REÁLIS FINANSZÍROZÁSI LEHETŐSÉGET JELENTSEN A TŐZSDE, ÉS EGYRE INKÁBB HOZZÁJÁRULJON A MAGYAR GAZDASÁG NÖVEKEDÉSÉHEZ.**

## A LONDONI TŐZSDÉVEL EGYÜTTMŰKÖDÉSBE ELINDÍTJUK AZ ELITE PROGRAMOT, MELYEK KERETÉBEN ÁTFOGÓ VÁLLALATFINANSZÍROZÁSI KÉPZÉSBEN VEHETNEK RÉSZT AZ ÉRDEKLŐDŐ CÉGVEZETŐK.

### Mi kell ahhoz, hogy a következő években a kibocsátások száma tovább növekedjék?

Az alacsony hozamszintnek és a bőséges uniós forrásoknak köszönhetően jelenleg számos kedvező forrás áll a magyar vállalatok rendelkezésére növekedési, beruházási terveik megvalósításához. Ez akár néhány éven belül is változhat, így a cégeknek alternatív források után kell majd nézniük, ha továbbra is versenyképesek kívánnak maradni. Mi mégis azt tapasztaljuk, hogy a vállalatvezetők többségének a fejében nincs ott a tőzsdei finanszírozás – mint lehetőség. Ezen mindenképpen szeretnénk változtatni. Szemléletváltásra van szükség, illetve a tőkepiaci, tőzsdei ökoszisztéma kialakítására. Mindehhez és a látványos eredményekhez természetesen hosszabb időre van szükség.

### Milyen lépéseket tesz a BÉT az említett ökoszisztéma kialakítása érdekében?

A tőzsde csapata rendszeresen találkozik potenciális kibocsátók tulajdonosaival és vezetőivel, és megismerteti őket a tőzsde stratégiai céljaival, tevékenységével és együtt gondolkodik velük azon, hogy milyen értéket tud adni a tőzsde az adott vállalkozásnak. Emellett nagyon szoros kapcsolatban vagyunk a piaci szereplőkkel, tanácsadókkal, befektetési szolgáltatókkal, mert azt gondoljuk, hogy csak összefogással tudjuk elérni, hogy a tőkepiaci finanszírozás és a tőzsde komolyabb szerepet tölthessen be a gazdaságban. A visszajelzések pozitívak, nyitottságot és együttműködést tapasztalunk minden irányból. A kormányzattal folytatott együttműködés első eredményei már a nyár folyamán kézzel foghatóvá váltak, hiszen számos olyan jogszabály-módosítás történt, melyek a tőkepiaci fejlesztését szolgálják. Természetesen az egyeztetések ezzel nem értek véget, jelenleg is több témában konzultálunk, melynek eredményéről reményeim szerint hamarosan értesülhetnek a piaci szereplők.

### A tervek között az egyik legnagyobb hangsúllyal az új kibocsátók bevonása szerepel. A potenciális kibocsátók felkeresésén kívül mivel tud a tőzsde még hozzájárulni, hogy ez a cél megvalósuljon?

Az egyik legfontosabb cél a szemléletformálás és az edukáció, hogy a KKV-k magabiztosan álljanak a forrásbevonás kérdéséhez, és a fejükben ott legyen reális lehetőségként a BÉT-en történő megjelenés. Ennek érdekében a nemzetközi tapasztalatokat is fel kívánunk használni, így a londoni tőzsdével

együttműködésben elindítjuk az ELITE Programot, melynek keretében átfogó vállalatfinanszírozási képzésben vehetnek részt az érdeklődő cégvezetők. A programban azoknak a vállalkozásoknak érdemes részt venniük, melyek a gyorsabb növekedés érdekében külső forrás igénybe vételét tervezik. A vállalatfinanszírozási program a vállalkozásokat felkészíti kockázati tőke, magántőke bevonására vagy sikeres tőzsdére lépésre, illetve segít a folyamat felgyorsításában. Ez a program például abban is segíthet az érdeklődőknek, hogy a tulajdonosi és vezetői pozíciót hogyan lehet elkülöníteni, és hogyan célszerű kialakítani a legfontosabb menedzseri funkciókat. A tapasztalatok azt mutatják, hogy sok családi vállalkozásban a további növekedésnek egy idő után az a gátja, hogy ezek a változtatások nem történnek meg.

### Lesznek-e változások a BÉT piacán annak érdekében, hogy a KKV-k számára könnyebb legyen a tőzsdei megjelenés?

Terveink szerint 2017-ben indul a BÉT új piaca a KKV-k számára. Ez jelentős könnyítéseket biztosít majd a megjelenéshez, így például ötmillió euró kibocsátási összérték alatt nem lesz szükség a felügyelet által elfogadott kibocsátási tájékoztatóra, elegendő lesz az információs dokumentum, amit a piacüzemeltető, azaz a BÉT hagy majd jóvá. Az ide bevezetett vállalatok a pénzügyi jelentéseiket egyszerűsített tartalommal publikálhatják, és nem utolsósorban a KKV piac díjai jelentősen alacsonyabbak lesznek a szabályozott piac díjainál. Mindezek mellett a kibocsátókat a bevezetési folyamat alatt és a nyilvános piaci jelenlét során – a KKV-kra szabott nemzetközi piacok gyakorlatának megfelelően – a tőzsde által jóváhagyott, a befektetőket és a tőkepiaci tranzakciókat jól ismerő kijelölt tanácsadók fogják segíteni. A potenciális kibocsátókkal és a tőkepiaci szereplőkkel folytatott egyeztetéseink során kapott visszajelzéseket, javaslatokat figyelembe vesszük, mert közös érdek, hogy az új piaci szegmens értéket adhasson mind a kibocsátóknak, mind a befektetőknek.



**NAGY KÁLMÁN**  
PARTNER  
CONCORDE MB PARTNERS  
KALMAN.NAGY@CMBP.HU



# VÁLLALAT- FINANSZÍROZÁSI KÉPZÉST INDÍT A BÉT

**EURÓPA LEGSIKERESEBB, VÁLLALATOKNAK SZÓLÓ TŐKEPIACI KÉPZÉSÉT HOZZA EL MAGYAR CÉGVEZETŐKNEK A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDE (BÉT), PARTNERSÉGBEN A LONDONI TŐZSDE ÉGISZÉ ALATT MŰKÖDŐ ELITE PROGRAMMAL. A NEMZETKÖZI ELEMEEKET IS TARTALMAZÓ KÉPZÉS A GYORSABB NÖVEKEDÉSHEZ SZÜKSÉGES SZEMLÉLETVÁLTÁST AMBICIONÁLÓ HAZAI CÉGVEZETŐKET SEGÍTI TERVEIK SIKERES MEGVALÓSÍTÁSÁBAN.**

A BÉT célja egy olyan átfogó tőkepiac- és tőzsdfejlesztési program megvalósítása, amelynek eredményeképpen közép- és hosszú távon a BÉT hozzájárul a magyar gazdaság növekedéséhez, és versenyképességének további javításához. A BÉT ennek érdekében indítja el a vállalatok külső finanszírozását támogató, nemzetközileg elismert ELITE Programot, amely egy átfogó, a vállalati pénzügyi kultúra fejlesztését, a vállalatvezetők szemléletformálását támogató képzés. A Program segít felkészülni a vállalkozásoknak a forrásbevonásra, legyen az akár kockázati tőke, magántőke vagy akár tőzsdei forrás, illetve szükség esetén segít a folyamat felgyorsításában.

## **KAPCSOLATI- ÉS TUDÁSTŐKÉT EGYARÁNT KÍNÁL AZ ÚJ KÉPZÉS**

A dinamikus bővülésre esélyes vállalkozások életében komoly probléma lehet a növekedéshez szükséges tőke hiánya. Ezeknél a cégeknél ugyanakkor sokszor nemcsak a hagyományos pénzügyi, hanem a kapcsolati-, illetve „tudástőke” (know-how) is hiányzik. Sikeresen működnek ugyan a legkülönfélébb iparágakban, azonban a hosszú távú stratégiai szemlélet kialakításához további, professzionális segítségre van szükségük. Miként léphetnek be új (kül)piacokra? Hogyan bővíthetném a termékkínálatot? Akvizícióval vagy saját erőből bővüljek? Milyen esetben vegyek fel

hitelt vagy vonjak be külső befektetőket? Hogyan öntsem terveimet, stratégiámat az üzleti és finanszírozási partnereim számára leginkább érthető formába? Ezeknek a kérdéseknek a megválaszolásához a pénzügyi értelemben vett forrásszerzés mellett a vállalat kapcsolati hálójának, és üzleti-finanszírozási know-how-jának a fejlesztése is szükséges.

Az ELITE Program elindításával a BÉT éppen ilyen problémákra kínál megoldást a vállalatoknak. A Program fő célja ugyanis, hogy olyan vállalatvezetési és finanszírozási ismereteket, illetve network-öt tegyen elérhetővé, amely nemzetközileg is versenyképessé teszi a vállalkozásokat, és megnyitja az utat a tőzsdei, valamint egyéb külső finanszírozási formák felé. A magyar tőzsde közreműködésével igénybe vehető ELITE Program segíthet például annak a felismerésében, hogy az üzleti partnerek, illetve a hitelezők és befektetők számára milyen formájú és tartalmú stratégia, üzleti terv, „pitch” lehet érdekes – figyelembe véve az egyes csoportok egyedi elvárásait.

## A HAZAI SAJÁTOSÁGOKHOZ IGAZÍTOTTÁK AZ EURÓPA-SZERTE BEVÁLT KÉPZÉST

Az ELITE Program meghonosításával a BÉT a hazai vállalatok számára egy Európában már befutott, és a hazai sajátosságokhoz igazított programot tesz elérhetővé.

A gyors növekedést ambicionáló hazai vállalatok vezetői változatos formában szerezhettek új ismereteket az előadóktól és a program többi résztvevőjétől. Az üzleti iskolák és iparági szereplők (egyetemek, bankok, befektetési szolgáltatók, corporate finance és más tanácsadók, könyvvizsgálók, ügyvédi irodák, stb.) együttműködésével folyó képzés tematikája a nemzetközi best practice-ek mellett figyelembe veszi a hazai sajátosságokat is, például a befektetők elvárásai, a piaci környezet, az adózás vagy jogi ismeretek vonatkozásában.

Az ELITE Program kiemelt figyelmet fordít a hosszú távú növekedéshez szükséges feladatok tárgyalására. Erre azért van szükség, mert a tapasztalatok alapján a napi teendők ellátása mellett sok vállalkozásnál kevés figyelem jut a nagyobb időtávot átfogó tervezésre. A Programban ezért olyan témákat dolgoznak fel a résztvevők, mint például a stratégiaalkotás, az innováció, a nemzetközi növekedés lehetőségei, a különféle szervezeti irányítási modellek, a tőkebevonási lehetőségek (hitel, uniós pályázat, kockázati tőke, magántőke, tőzsdei forrásbevonás), valamint a munkavállalók ösztönzése. A vállalatok a képzésben

## A PROGRAM FŐ CÉLJA, HOGY OLYAN VÁLLALATVEZETÉSI ÉS FINANSZÍROZÁSI ISMERETEKET, ILLETVE NETWORK-ÖT TEGYEN ELÉRHETŐVÉ, AMELY NEMZETKÖZILEG IS VERSENYKÉPESSÉ TESZI A VÁLLALKOZÁSOKAT, ÉS MEGNYITJA AZ UTAT A TŐZSDEI, VALAMINT EGYÉB KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSI FORMÁK FELÉ.

emellett tovább mélyíthetik pénzügyi ismereteiket, így foglalkoznak üzleti tervek készítésével, valamint megismerhetik a marketing, a kommunikáció és a PR eszközeit is – az egyes témák feldolgozása során természetesen mindvégig szem előtt tartva a mindennapokban felmerülő, valós problémákat.

A Program nemzetközi környezetben mozgó befektetői kör által validált üzleti terv összeállításával végződik, és eredményeként a vállalkozás értékteremtő folyamatai igazodhatnak a finanszírozási és üzleti partnerek igényeihez. A kétéves képzésen a cégvezetők közül 1-2 személy részvétele lehetséges, ugyanakkor a Program hatása hosszú távon, és a vállalkozás legkülönbözőbb tevékenységi köreit átfogóan érvényesülhet. A cél elsődlegesen a szemléletformálás és a kezdő lépések megtétele – a tőzsdei megjelenés nem elvárás, ugyanakkor a BÉT reményei szerint a résztvevők vállalatai előbb-utóbb akár a tőzsdén is megjelenhetnek.

Az ELITE Program tekintettel van a vállalatvezetők sűrű időbeosztására, így – ahol hatékonyan megvalósítható – a képzés online, az ELITE által speciálisan erre a célra fejlesztett platformon keresztül zajlik. Ugyanakkor a személyes részvételt igénylő londoni és budapesti eseményekre is mindenképpen érdemes ellátogatni, hiszen ezeken közvetlenebb formában nyílik lehetőség a tudás megszerzésére, és az üzleti kapcsolatok megalapozására, fejlesztésére.

A BÉT közreműködésével induló ELITE Program összességében a stratégiai szemléletet előtérbe helyező, és a nagyvállalati státusz eléréséért tudatosan tenni akaró vállalatvezetők képzése, fóruma és tanácsadója.



**MADLENA TAMÁS**  
ÜZLETFEJLESZTÉSI  
VEZÉRIGAZGATÓ-HELYETTES  
BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDE



## INTERJÚ GUY DYMSCHIZ-EL ÉS DORON DYMSCHIZ-EL, A DUNA HOUSE CSOPORT TÁRS-VEZÉRIGAZGATÓIVAL

FELPEZSDÜLT IDÉN ŐSSZEL A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDE, UGYANIS KÉT SIKERES KIBOCSÁTÁS IS TÖRTÉNT A PARKETTEN: AZ ALTEO JEGYZÉSÉT KÖVETŐEN A REGIONÁLIS JELENLÉTTTEL RENDELKEZŐ DUNA HOUSE CSOPORT RÉSZVÉNYEIT VÁSÁROLHATTÁK MEG AZ INTÉZMÉNYI- ÉS MAGÁNBEFEKTETŐK. A TRANZAKCIÓ SORÁN ÖSSZESEN 2,6 MILLIÁRD FORINT ÉRTÉKBEN KERÜLT SOR DH RÉSZVÉNYEK ÉRTÉKESÍTÉSÉRE, EZZEL 1,5 MILLIÁRD FORINT TŐKÉT VONT BE A TÁRSASÁG. A TŐZSDÉRELÉPÉS TAPASZTALATAIRÓL GUY ÉS DORON DYMSCHIZ URAKAT, A TÁRSASÁG TÁRS-VEZÉRIGAZGATÓIT KÉRDEZTÜK A KERESKEDÉS MEGKEZDÉSÉT JELZŐ CSENGETÉST KÖVETŐEN.

### MIÉRT DÖNTÖTTETEK A TŐZSDÉRE LÉPÉS MELLETT?

A tőzsdére menetel célja elsődlegesen az, hogy – sikeres magyar franchise rendszerként – a nemzetközi terjeszkedésünket finanszírozzuk és elkezdjünk felépíteni egy olyan tőzsdei jelenléttel, ami hosszútávon biztosítja a további tőkebevonás lehetőségét is. Ahogy vállalati vízióinkban is fogalmazunk, célunk „A nemzetközi ingatlanközvetítői piac meghatározó szereplőjévé válni, széleskörű szolgáltatásaink közül kiemelt hangsúlyt fektetve a pénzügyi megoldásokra.”

A tőzsde olyan bizalmi környezetet teremt a tőke mellett, amely ezt a törekvésünket tudja hosszútávon támogatni.

### MILYEN ELŐNYÖKET VÁRTOK A TŐZSDEI JELENLÉTTŐL? VAN ESETLEG OLYAN POZITÍVUM, AMIT MÁR MOST IS ÉREZTEK?

Az ingatlanforgalmazás során ügyfeleink sokszor legnagyobb vagyontárgyuk értékesítésével bíznak meg minket. Ez egy bizalmi viszonyon alapuló munka, hiszünk abban, hogy a velünk szembeni bizalmat



emelni tudja az, ha ügyfeleink azt látják, hogy főbb gazdálkodási adatainkat, működési struktúránkat megmutatjuk, amire a tőzsdei jelenlét kötelez minket. De a tőzsdére lépéssel már előzetesen is nyertünk: amikor tavaly nagyon közel kerültünk a bevezetéshez, ez adott döntő lökést abban, hogy megvásárolhattuk az irodaszám tekintetében piacvezető lengyel ingatlanforgalmazó társaságot, a Metro House-t. Akkor már több éve tárgyaltunk az átvételről, a korábbi tulajdonosoknak ugyanakkor a tőzsdei jelenlét jelentett újabb garanciát arra, hogy komolyak a szándékaink. Másrésztől a vételár egy részében részvénycserés megoldást alkalmaztunk a cégvásárláskor, így a lengyel partnernek is fontossá vált, hogy részvénycsomagjának a tőzsdei jelenlét tudja majd az értékét növelni, s egyben értékesítési lehetőséget is biztosít számára majd a jövőben.

#### **A DUNA HOUSE-T EGY TÖBB LÁBON ÁLLÓ NÖVEKEDÉSI SZTORIKÉNT MUTATTÁTK BE A KIBOCSÁTÁSI TÁJÉKOZTATÓBAN. MIK VOLTAK AZOK AZ ELEMEK, AMIK LEGINKÁBB MEGFOGÁK A BEFEKTETŐKET?**

Ez összetett kérdés. A több lábbon állás nyilván nagyobb stabilitást ad, de ezek mellett fontos, hogy mindegyik profitcenterünkben benne van a fejlődési lehetőség. Mindezt azonban annak fényében kell vizsgálni, amit az elmúlt évtizedben bizonyítottunk, akár a gazdasági válság, akár a jutalékplafon bevezetésének tekintetében. Mindkét komoly krízist sikerült növekedéssel megugrani, ami jelentős bizalmat ad ahhoz, hogy a többi lábunk esetében is képesek leszünk a növekedésre. Ezek együttes hatása az, ami a befektetők bizalmát elnyerhette.

#### **MIK VOLTAK A FELKÉSZÜLÉSI FOLYAMAT LEGNEHEZEBB RÉSZEI SZÁMOTOKRA? SZÜKSÉG VOLT JELENTŐS ÁTALAKÍTÁSOKRA A TRANZAKCIÓ ÉRDEKÉBEN?**

Jelentős átalakításokra nem volt szükség, hiszen szerencsére a vállalatcsoport méreteinél fogva eleve olyan folyamatokkal működött, ami alkalmas volt a felkészülésre. Természetesen a tőzsdei tájékoztató összeállítása kapcsán rengeteg többletmunka jutott az apparátusra és néhány külső, professzionális szakembert is alkalmaznunk kellett, de elmondhatjuk, hogy gördülékenyen zajlott a munka.

#### **AZ ÉRTÉKESÍTÉS SORÁN EGY SZÉLES FORGALMAZÓI KONZORCIUMRA TÁMASZKODTATOK A CONCORDE ÉRTÉKPAPÍR ZRT. VEZETÉSÉVEL. HOGYAN ALAKULT KI A FORGALMAZÓK KÖRE ÉS MIÉRT A CONCORDE-OT VÁLASZTOTTÁTK VEZETŐ FORGALMAZÓNAK?**

Számunkra fontos volt, hogy egy széles forgalmazói konzorciumot alakítsunk ki, mert az volt a célunk, hogy az erős intézményi láb mellett, egy erős lakossági jegyzést is el tudjunk érni. Ugyanezt a célt szolgálta a kedvezményes részvényjegyzési lehetőség is, amelynek



Schilling Dániel (CMBP), Molnár Gábor (DLA Piper), Doron Dymshiz (DH), Guy Dymshiz (DH), Máté Ferenc (DH), Tóth Zoltán (DH), Hollós Gábor (DLA Piper), Nagy Kálmán (CMBP)

során egy bizonyos részvény darabszámig 10% kedvezményt biztosítottunk a magánbefektetőknek. Végeredményben úgy érezzük, hogy nagy siker a több mint 1200 jegyző, akik részt vettek a nyilvános jegyzésben.

Egy IPO folyamatban kulcsfontosságú kérdés a fő forgalmazó kiválasztása. A felkészülési folyamat elején több piaci szereplővel találkoztunk és úgy éreztük, hogy a mi tranzakcióinkhoz a Concorde lenne a legmegfelelőbb partner. Egyik oldalról a jó hírnevet értékeltük bennük, ami a prudens működésből származik és nagyon fontos tényező egy tranzakció megítélésénél, másik oldalról pedig az ügyfélkört és az értékesítési erejüket, amik ahhoz szükségesek, hogy a jegyzésnél aktív értékesítéssel nagyszámú befektetőt tudjunk elérni. Visszatekintve úgy érezzük, hogy jól döntöttünk.

#### **HA MOST KEZDENÉTEK ÚJRA, VAN VALAMI, AMIT MÁSKÉPP CSINÁLNAK?**

Igazából nincs. Lehet, hogy furcsán hangzik, de még a tavalyi IPO kísérletet sem hagytuk volna ki, mert úgy gondoljuk, hogy bár nagyon kellemetlen volt akkor, visszatekintve mégis egy nagyfokú hitelességet adott nekünk. Idén meg tudtuk mutatni a befektetőknek, hogy amit tavaly ígértünk azt le is tudtuk rakni az asztalra. Ez a tény biztos, hogy segítette a mostani sikeres tranzakcióban.



**SCHILLING DÁNIEL**  
ÜGYVEZETŐ IGAZGATÓ  
CONCORDE MB PARTNERS  
DANIEL.SCHILLING@CMBP.HU

# EGY ÁR MINDENEK FELETT...

## MENNYIT IS ÉR PONTOSAN A CÉGEM, MENNYIÉRT TUDNÁM KÉSZPÉNZRE VÁLTANI?

Gyakran teszik fel a kérdést a tőzsdén még nem jegyzett vállalatok tulajdonosai, de valójában nem létezik egzakt válasz. A tulajdonos számára teljesen más a cégének értéke, mint amit a tanácsadó iránymutatásként kiszámít, vagy amit a tőzsde szakértői véleménye sugall, a tőkepiaci szereplőkről nem is beszélve. Az alábbiakban arra teszek kísérletet, hogy bemutatom a piac szemszögéből egy vállalat tőkepiaci debütálásának körülményeit, hogy milyen értékvezérlők határozzák meg a cég értékét. Ezután az elmúlt öt év legfontosabb régiós tranzakcióinak tanulságait foglalom össze röviden, megvizsgálva, hogy állam vagy magánbefektető értékesítette-e a részeseését és ezt milyen áron, illetve mennyire sikeresen tette.

Az elmúlt években busás hozamot lehetett elérni a régiós részvényekkel, köszönhetően az országok dinamikus növekedésének, adósságuk rendezésének, valamint az alacsony hozamkörnyezetnek. Sajnálatosan a jó befektetési ötleteket nagyon kevés régiós részvényen keresztül lehet megjátszani ahhoz képest, amilyen választék a tengerentúlon vagy akár az Európai Unió sarkán lévő ködös szigetországban kínálkozik.

Ezzel szemben számos érdekes és reményteljes start-up vállalat fedezhető fel nemcsak hazai színekben, hanem akár a szomszédos országokban, amelyek számára a növekedés folytatásához elengedhetetlen a friss tőke bevonása. Ennek fényében miért van olyan kevés IPO a régióban? Sajnos a legfőbb ok a kulturális különbség a régiókn és a fejlett országok között, hiszen a tengerentúlon társadalmi elismerés övezi mind a vállalatot, mind a tulajdonost, amennyiben cégét a tőkepiacra viszi, miközben a régióra inkább az a jellemző, hogy árgus szemekkel rendkívül gyanakvóan figyelik a befektetők a tulajdonosok minden mozdulatát. Természetesen ennek is történelmi és tapasztalati oka van. Bár a tankönyvek szerint a befektetők memóriája igencsak rövid, a nagy és látványos kudarcok maradandó rombolást okoztak a régiós befektetői szemléletben.

Hogyan lehet ezen változtatni és mi volt a fő ok, amiért rossz irányba mentek ezek a tranzakciók? Sajnos a befektetők bizalmát visszaszerezni nagyon lassú folyamat, és valahol igazságtalan is az éppen akkor

piacra lépést fontolgató tulajdonossal szemben, hogy más hibáit kell korrigálnia. Ugyanakkor az elmúlt évek igazolták, hogy jó üzleti modellel, valamint dinamikus és átlátható vállalatvezetéssel komoly eredményeket lehet elérni és lehet sikeres tranzakciót véghezvinni a régióknban.

A tranzakciók többsége az IPO árazásán megy félre. Mind a vevő mind az eladó érthető önérdékkövető stratégiával a számára lehető legoptimálisabb értéket igyekszik kialakítani a tranzakció során. Teljességgel érthető, hogy ha valaki kőkemény munkával, évtizedek alatt felépít egy vállalatot, akkor az adott cégcsoport számára sokkal értékesebb, mint egy idegennek, aki töredék információ alapján és a már említett „konzervatív idegenkedéssel” próbálja beértékelni a részvényt.

Egyre többször hallunk arról, hogy generációváltás elején vagyunk a hazai nagyvállalatok esetében és sok helyen gondot okoz, hogy nincs olyan tagja a családi vállalkozásnak, aki a megszokott színvonalon tovább tudná vinni a vállalatot. Természetesen jó lehetőséget ad az exit-re a tőkepiac, de az információs aszimmetria miatt nehezen összeegyeztethető a két fél árazása a jelenlegi környezetben – erre kitűnő példa volt a tavalyi év során a Waberer's cégcsoport értékesítése, amely végül a tőkepiacon kívül valósult meg.

Jelen piaci környezetben eléggé nehéz feladat ezt az árazási szakadékat áthidalni a magánkézben lévő vállalatok esetében, hiszen sokkal olcsóbban juthatnak hitelfelvétel útján forráshoz, mint tőzsdei bevezetéssel. Az állami IPOk többsége sokkal gördülékenyebben megy – könnyebben elmagyarázható a befektetők számára, hogy az állam miért adja el az üzletrészt, mint ha egy magánbefektető értékesíti részeseését. Az államok jelentős részének régióknban rendszeresen tőkészsükséglete van, mondjuk a költségvetési lyuk betöméséhez, így kedvezményesen, a fair értéke alatt is hajlandó lehet értékesíteni a vállalatot.

Véleményünk szerint úgy a legkönnyebb átvágni ezt a gordiuszi csomót, ha a vállalat tulajdonosa kiszállási stratégiáját három-öt év alatt valósítja meg és két lépcsőben. Az első lépcsőben az eladó félnek kell az

	Ország	Iparág	Kibocsátás éve	IPO árfolyam	Hozam az IPO óta*	Állami/magán
<b>FACC</b>	Ausztria	Repülőgépgyártás	2014	9.5	-42%	magán
<b>Buwog</b>	Ausztria	Ingatlan	2014	13.4	55%	magán
<b>Moneta</b>	Csehország	Bank	2016	68	25%	magán
<b>Kofola</b>	Csehország	Italgyártás	2015	512	-26%	magán
<b>Stock Spirit</b>	Csehország	Italgyártás	2013	235	-32%	magán
<b>Allior</b>	Lengyelország	Bank	2012	57	-23%	magán
<b>Work Service</b>	Lengyelország	HR-szolgáltatás	2012	6.0	71%	magán
<b>Norbi Update</b>	Magyarország	Élelmiszer	2014	990	-84%	magán
<b>Romgaz</b>	Románia	Energia	2013	30	-20%	állami
<b>Electrica</b>	Románia	Energia	2014	11.0	24%	állami
<b>Nuclearelectrica</b>	Románia	Energia	2013	11.2	-56%	állami

\*A hozamok sajtódevizában értendők és az osztalékhozamokat nem tartalmazzák. Forrás: Bloomberg

engedékenyebbnek lennie, bár közel sem olyan mértékben, mint egy állami tranzakció esetében, de valamilyen kedvezményt kell adnia a piacnak azért, hogy a részvényt való kereskedés elindulhasson és a befektetők bizalma is elkezdjen kiépülni. Miután a vállalat bizonyított és alátámasztotta ígéreteit, az eladó magasabb árszinten tudja értékesíteni maradék részvételét. A bizonytalanság egy új vállalat piacra lépésekor nagyságrendileg 10-20 százalék diszkontot eredményez az IPO során és még többet a kockázati tőke alapok esetében, amelyeknél a tulajdonosnak még az irányítás egy részét is át kell engednie. Ez a diszkont a tőkepiaci jelenléttel évről évre csökken, így minden más változatlansága mellett a vállalat értéke nő a tulajdonosai számára.

Az elmúlt pár év tranzakcióinak áttekintése tovább árnyalhatja a képet. A teljesség igénye nélkül összegyűjtöttük az elmúlt öt év legfontosabb régiós tranzakcióit, összesen egy tucatnyit. Látható, hogy a román tőkepiacon csakis az állam jelent meg eladóként, miközben a fejlettebb tőkepiacokon mind magán vállalatok tulajdonosai kínálták fel részvételüket értékesítésre. Természetesen az iparág specifikus trendek is megtámaszthatták vagy aláaknázhatták a részvények árfolyamait, így érthető, hogy a hozamcsökkenésben miért tudott a Buwog osztrák ingatlan vállalat árfolyama emelkedni, miközben a bankok 2012 környékén meglehetősen szenvedtek (Allior). Összességében látható, hogy eléggé vegyes a kép és átlagban 10% veszteséget ért el az a befektető, aki mindegyik részvényt megvásárolta az IPO óta vagyis kifejezetten figyelnie kell a befektetőknek melyik befutóra teszi meg tétjét.

Végignézve a tranzakciók végkimeneteleit nagyon jól látható az iparági trendek szűrése után, hogy a túlzó árazású tranzakciók szinte kivétel nélkül kudarcba fulladtak, miközben a diszkonton értékesített papírok erős árfolyam növekedést mutattak be az évek során. Negatív példa lehet a Kofola és a Stock Spirit esete, hiszen az EV/EBITDA mutatójuk, vagyis hogy hány évnyi eredmény tudja leképézni a jelenlegi cégértéket, rendre az iparági átlag felett volt, 8.5x illetve 11.4x. Így nem meglepő, hogy az árfolyamaik is heves zuhanáson mentek keresztül a kezdeti lelkesedést követően.

Ugyanakkor az IPO óta realizált vesztesége az „olcsóbb árazású” Kofola esetében volt a kevesebb, vagyis a túlárazott cégek között is a kevésbé drágábbal lehetett a veszteségfüggvényt jelentősen minimalizálni. Ezzel szemben nagyon pozitív példa a nemrég piacra vitt Moneta bank, amely esetében a GE adott el részvételéből több lépcsős struktúrában. Az iparághoz képest diszkonton lett értékesítve az első csomag, teret engedve az árfolyam emelkedésének, így az eladási korlátozás lejártával újabb adag került eladásra.

Könnyen összehasonlítható a Nuclearelectrica és az Electrica esete is, hiszen előbbit a román állam 5.4x EV/EBITDA mutató mellett vitte tőzsdére, majd miután az árfolyam felére esett, már nem követte el ugyanezt a hibát és egy évvel később az Electrica IPO 3.8x EV/EBITDA mutató mellett ment végbe sikeresen, hiszen az árfolyam azóta is stabilan emelkedik. Természetesen az államnak mindig könnyebb jelentősebb diszkontot adnia, mint a magántulajdonosoknak, ugyanakkor érdemes látni, hogy a túlzó árazások egyik esetben sem vezettek eredményre, erre legjobb és egyben legszomorúbb példa a Norbi Update esete volt a hazai tőzsdén, amely azóta már befejezte rövid tőzsdési pályafutását. Összefoglalva, a tőkepiac általában kételkedve fogadja az új vállalatokat, és mint a magánéletben a kapcsolat elején az óvatos ismerkedés a jellemző. Majd mikor már a kölcsönös bizalom kiépült, lehet számítani jobb megítélésre. Éppen ezért ajánlott a tranzakciókat akár több lépcsőben kialakítani, lehetőséget nyújtani a piacnak az bizalom megalapozására, hiszen így a nap végén a tulajdonos összességében magasabb árat tud majd realizálni a részvételéért.



**TUNKLI DÁNIEL**  
ELEMZŐ  
CONCORDE ÉRTÉKPAPÍR  
D.TUNKLI@CON.HU

# JOGI TEENDŐK

## A RÉSZVÉNYEK TŐZSDEI BEVEZETÉSÉVEL ÖSSZEFÜGGÉSBEN

A Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvény (a továbbiakban: új Ptk.) a részvények tőzsdéi bevezetését érintő módosításokat vezetett be. Eszerint az új Ptk. hatálybalépését követően nyilvánosan működő részvénytársaság már nem alapítható, bejegyzésére irányuló kérelem nem nyújtható be a cégbírósághoz. Továbbá, az új Ptk. már csak olyan részvénytársaságok nyilvános működését teszi lehetővé, amelynek részvényeit a tőzsdére bevezették, így a tőzsdéi bevezetés a nyilvános működés hatályosságának feltételévé vált. A módosítás értelmében tehát a tőzsdén való kereskedés megkezdésének a folyamata kissé átalakult, ugyanis amennyiben egy társaság ki kíván lépni a tőzsdére, zártkörű működésének ideje alatt kell kérelmeznie a részvények tőzsdéi bevezetését, melynek jóváhagyását követően fordulhat csak a cégbírósághoz a nyilvános működés cégjegyzékbe való bejegyzése iránt. Végül pedig, a tőzsdén való kereskedés megkezdésére a nyilvános működés bejegyzését követően, a részvénytársaság kérelmére lefolytatott külön eljárásban kiadott tőzsdéi engedély alapján kerülhet sor.

### **A TŐZSDÉRE VALÓ BEVEZETÉS ELŐKÉSZÍTÉSE**

Amennyiben az új részvények nyilvános forgalomba hozataláról, vagy korábban zártkörűen forgalomba hozott részvények nyilvánosan történő értékesítéséről szóló közgyűlési határozat megszületett, meg kell kezdeni a tőzsdéi bevezetéshez kapcsolódó előkészítő munkákat. A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (a továbbiakban: Tpt.) kötelezővé teszi a kibocsátó, illetve az értékesítési ajánlatot tevő személy számára, hogy a nyilvános forgalomba hozatal előkészítésével és

lebonyolításával befektetési szolgáltatót bíz meg – ellenkező esetben a részvények jegyzése, valamint az adásvételükre kötött szerződés semmis. A befektetési szolgáltatók, tipikusan tanácsadó bankok, fő feladatként a forgalomba hozatali és bevezetési folyamat előkészítését, szervezését, illetve a részvények értékesítését végzik. Mindemellett, az értékesítést segítő, szükség van egy részletesebb és összetettebb pénzügyi jelentést összeállító könyvvizsgálóra, az értékesítéshez kapcsolódó szerződések megkötésével megbízható jogi tanácsadókra, illetve az értékesítést népszerűsítő és bemutató marketing és PR tanácsadókra is.

A Tpt.-ben meghatározott kivételektől eltekintve, a részvények nyilvános forgalomba hozatala esetén a kibocsátó, illetve az ajánlattevő köteles kibocsátási tájékoztatót, valamint a 809/2004/EK rendelet (a továbbiakban: Rendelet) 31. cikkében meghatározott hirdetményt közzétenni. A kibocsátási tájékoztató egy olyan, elsődlegesen a befektetők számára készülő dokumentum, amely részletes iránymutatásul szolgál a kibocsátó pénzügyi, gazdasági, jogi és piaci helyzetével kapcsolatban, külön kiemelve a kockázati tényezőket. Egyik fontos eleme az összefoglaló, amely a befektetők döntéseinek meghozatalát elősegítő röviden és közérthetően tartalmazza a részvények lényeges jellemzőit és főbb kockázatait. Megbízható és valós képet ad az értékesíteni kívánt részvényekről, a kibocsátó gazdasági tevékenységéről, illetve az előző üzleti évek eredményeiről. Amennyiben azonban a tájékoztató tartalma félrevezető, a valóságnak nem megfelelő, avagy a befektetők számára lényeges információkat elhallgat, a kibocsátó, illetve az

ajánlattevő a részvény tulajdonosának okozott károkért a tájékoztató közzétételétől számított öt évig tartozik felelősséggel. E felelősség pedig érvényesen nem zárható ki és nem korlátozható.

A kibocsátási tájékoztató közzétételére csak a Magyar Nemzeti Bank (a továbbiakban: Felügyelet) mint felügyeleti szerv jóváhagyását követően kerülhet sor. A Felügyelet a tájékoztató beérkezésétől számított húsz munkanapon belül határoz a tájékoztató közzétételének engedélyezéséről értékpapír első alkalommal történő nyilvános forgalomba hozatala esetén, minden más esetben az eljárás időtartama tíz munkanap. Amennyiben a Felügyelet a tájékoztató közzétételét engedélyezi, azt legkésőbb a forgalomba hozatali eljárás kezdő időpontjáig közzé kell tenni. Ha viszont a Felügyelet a közzétételt nem hagyja jóvá, illetve ha a fent említett hirdetmény közzétételére nem került sor, a részvények jegyzése, valamint az adásvételükre kötött szerződés a Tpt. rendelkezéseinek értelmében semmis.

## A TŐZSDEI BEVEZETÉS LÉPÉSEI

A tőzsdei bevezetés következő állomása a Budapesti Értéktőzsde (a továbbiakban: BÉT) előtt, a részvények tőzsdei bevezetését kérelmező személy által kezdeményezett bevezetési eljárás, melyre a tájékoztató közzétételének Felügyelet általi engedélyezését, valamint a működési forma megváltoztatásáról szóló közgyűlési határozat meghozatalát követően kerülhet sor. A továbbiakban a részvények általános bevezetési eljárásának szabályai kerülnek összefoglalásra.

Az általános bevezetési eljárás során előterjesztendő bevezetési kérelem két fő részből áll: tartalmazza egyrészt a kérelemnek a BÉT honlapjáról letölthető formanyomtatványát, melyben rögzítésre kerülnek a kibocsátó és a bevezetésre kérelmezett értékpapír alapvető adatai, másrészt a BÉT Bevezetési és Forgalomtan Tartási Szabályokban előírt, a tőzsdei bevezetés feltételeinek fennállását igazoló mellékleteket. A mellékletek közé tartozik a kibocsátó nyilatkozata arról, hogy a bevezetendő értékpapír forgalomképes, illetve, hogy a kibocsátó a tőzsdei szabályokat magára nézve kötelezőnek tekinti, emellett elfogadja és betartja a KELER szabályokban foglaltakat. A mellékletek között kötelezően csatolandó továbbá a Felügyelet által engedélyezett kibocsátási tájékoztató,

illetve a nyilvános működést igazoló alapszabály vagy a nyilvános működést elhatározó közgyűlési határozat.

A bevezetési kérelem elbírálására nyitva álló határidő harminc tőzsdenap. A BÉT a kérelmet annak beérkezését követően közléteheti, majd a beérkezéstől számított tíz tőzsdenapon belül megvizsgálja, hogy a kérelem formanyomtatványa, illetve a kötelezően csatolandó egyéb dokumentumok megfelelően benyújtásra kerültek-e. Amennyiben hiányosságot észlel, tíz tőzsdenapos határidőn belül hiánypótlásra szólítja fel a kérelmezőt, a határidő letelte után pedig a rendelkezésére álló dokumentumok alapján dönt a bevezetési kérelemről.

## NYILVÁNOS ÉRTÉKESÍTÉS

Amennyiben a részvények tőzsdei bevezetésére, majd ezt követően a nyilvános működés cégjegyzékbe való bejegyzésére sor került, a társaság részvényei nyilvános jegyzési eljárás keretében értékesítésre kerülnek. A befektetők nyilvános jegyzési időszak alatt a felajánlott részvények adásvételére vonatkozó részvényjegyzési nyilatkozatot tehetnek a tájékoztatóban meghatározott módon, amellyel kötelezettséget vállalnak az általuk jegyezni kívánt részvények megszerzésére.

A jegyzési időszak leteltét követően a részvénytársaság a jegyzés eredményét bejelenti a Felügyeletnek, valamint a befektetők tájékoztatása érdekében azt hirdetményi formában is közzéteszi.

Végül, a nyilvános jegyzési eljárás eredményes lezárását követően a részvénytársaság külön eljárásban jogosult a részvényekkel való tőzsdei kereskedés megkezdésének kérelmezésére. A kérelem tárgyában a BÉT vezérigazgatója három munkanapon belül határoz, a kereskedés engedélyezése esetén határozatában megjelöli az első kereskedési nap időpontját. Az első kereskedési nap időpontja nem lehet későbbi a bevezetési nap időpontjától számított negyvenötödik napnál.

A tőkepiac élénkítését célzó kormányzati és tőzsdei kezdeményezésekre tekintettel vélhetően egyre több társaság találja majd meg a módot arra, hogy minél optimálisabban kihasználják a nyilvános működés előnyeit, ezért a jövőben további élénkítésre számíthatunk a tőzsdei bevezetések területén.



**DR. KIRCSI ANIKÓ**  
PARTNER  
CMS  
ANIKO.KIRCSI@  
CMS-CMCK.COM



**DR. GELENCSÉR GÁBOR**  
SENIOR TANÁCSADÓ  
CMS  
GABOR.GELENCSER@  
CMS-CMCK.COM

GYAKORLATI TUDNIVALÓK  
„ELSŐ IFRS ALKALMAZÓK” SZÁMÁRA

# FELKÉSZÜLÉS AZ IFRS ÁTÁLLÁSRA

**2016. JANUÁR 1-JÉTŐL JELENTŐS, MONDHATNI MÉRFÖLDKÖVET JELENTŐ VÁLTOZÁSOK KÖVETKEZTEK BE A HAZAI SZÁMVITELI SZABÁLYOZÁSBAN. EGYRÉSZT A SZÁMVITELI TÖRVÉNY EGYES PARAGRAFUSAI IS JELENTŐSEN MÓDOSULTAK, MÁSRÉSZT A PARLAMENT 2015. NOVEMBER 29-ÉN ELFOGADTA A 2015. ÉVI CLXXVIII. SZÁMÚ TÖRVÉNYT „A NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI BESZÁMOLÁSI STANDARDOK EGYEDI BESZÁMOLÁSI CÉLOKRA TÖRTÉNŐ HAZAI ALKALMAZÁSÁNAK BEVEZETÉSÉHEZ KAPCSOLÓDÓ, VALAMINT EGYES PÉNZÜGYI TÁRGYÚ TÖRVÉNYEK MÓDOSÍTÁSÁRÓL”, AMELLYEL LEHETŐVÉ TETTE A NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI ÉS BESZÁMOLÁSI STANDARDOK (INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS, RÖVIDEN IFRS) SZERINT KÉSZÜLT BESZÁMOLÓK EGYEDI BESZÁMOLÁSI CÉLOKRA TÖRTÉNŐ MAGYARORSZÁGI ALKALMAZÁSÁT.**

Magyarországon 2015. év végéig csak a tőzsdén jegyzett társaságok (cégcsoportok) összevont, azaz konszolidált éves beszámolóját kellett – azt viszont kötelező jelleggel – IFRS alapon összeállítani. A fenti törvény alapján 2016. január 1-jétől évről-évre fokozatosan (egészen 2018-ig) bővül a választhatóan, illetve kötelezően alkalmazók köre (a tőzsdei cégeknél maradványszámokra az egyedi beszámolókat is kötelezően IFRS alapon kell majd összeállítani).

## **AZ IFRS ÉS A HAZAI SZÁMVITEL KÜLÖNBSEGEI – „IFRS GYORSTALPALÓ”**

A legfontosabb különbség az IFRS és a magyar számvitel között a szabályozás elvi megközelítésében van. Az IFRS alapelveket fektet le és azok mentén, a gazdálkodónak jóval nagyobb szabadságot adva jelöli ki a szabályozás kereteit, míg a magyar számviteli törvény, ha úgy tetszik vaskalapos módon, konkrét előírásokat fogalmaz meg a gazdasági események elszámolására. Hosszasan lehetne sorolni az eltéréseket, amire e cikk terjedelmi korlátai miatt nem

vállalkozhatunk, csak két jellemző példa: a számviteli törvény melléklete tartalmazza a követendő mérleg és eredménykimutatás sémát, az IFRS szerinti beszámoló ellenben jelentős szabadsággal határozhatják meg a pénzügyi kimutatásaik szerkezetét, illetve jelentős elvi eltérést mutathat egyes gazdasági események besorolása az eredménykimutatás kategóriákba. Utóbbi azért lehet fontos, mert lehet, hogy ami a magyar számvitel szerint ráfordítás, az az IFRS-ben bevételből levonandó csökkentő tétel (például a skontó), eltérést okozva fontos árbevétel alapú mutatókban vagy akár az EBIT számításban.

## **FONTOS TEENDŐK AZ ÁTTÉRÉSHEZ – HAZAI SPECIALITÁSOK**

Az egyik fontos adminisztrációs teendő, hogy az áttérés időpontja előtt 90 nappal be kell jelenteni az áttérési szándékot a NAV felé (illetve az MNB felügyelete alá tartozó intézményeknek az MNB felé is). Erre a napra vonatkozóan könyvvizsgálóval kötelezően ellenőriztetni kell, hogy az áttérni kívánó vállalkozás felkészült az

IFRS-ek egyedi beszámolási célra történő alkalmazására. Az IFRS minősítéssel rendelkező kamarai tag könyvvizsgáló ellenőrzi, hogy a gazdálkodó alkalmaz-e IFRS minősítéssel rendelkező személyt a pénzügyi kimutatások összeállításához, rendelkezik-e jóváhagyott IFRS számviteli politikával, illetve rendelkezik-e az áttérés éve előtti üzleti év első napjára összeállított IFRS nyitómérleggel. Látható, hogy az áttérés időpontja előtt nem sokkal már rendkívül felkészültnek kell lennie a társaságnak.

Kiemelten fontos hazai sajátosság lesz az IFRS-ek egyedi beszámolási célra történő alkalmazására áttérők társasági adó (és helyi adó) kötelezettségének számítása, bevallása, adminisztrációja. A legfontosabb alapelv törvényhozói oldalról az volt, hogy az adózásnak függetlennek kell maradnia az alkalmazott számviteli rendtől. Az adóalap módosító tételek úgy változnak, hogy az államháztartást „ne érje kár” az esetleges tömeges áttérés következtében, azaz állandó és átmeneti szabályok bevezetésével biztosítható legyen az adóbevételek tervezhetősége és szinten tartása.

## EGYÉB FONTOS TEENDŐK AZ ÁTTÉRÉSHEZ – MEGFONTOLÁST ÉRDEMLŐ TÉNYEZŐK

Számos tényezőt érdemes megfontolni, amikor az IFRS-ek egyedi beszámolási célra történő alkalmazásáról készül a gazdálkodó döntést hozni. Érdemes az áttérés mellett döntenie annak a gazdálkodónak (tulajdonosának), ahol az anyavállalat felé már most is IFRS alapon összeállított riport csomagot kell küldeni, ahol a konszolidált éves beszámoló már most is IFRS-ek szerint kerül összeállításra vagy ahol egyéb tényezők – például külföldi tőkebevonás – miatt nemzetközi számviteli elvek szerint előállított pénzügyi információkra van szükség.

Megfontolandó tényezőt jelentenek az áttéréssel járó plusz terhek, erőfeszítések. Több, komplexebb információra van szükség az IFRS-ek szerinti pénzügyi kimutatások összeállításához, amely társterületek – HR (munkavállalói juttatások), jogi osztály (perek, szerződések), műszaki területek (tárgyi eszköz információi) összehangoltabb együttműködését igényli. A vezetői szintnek várhatóan nagyobb mértékben kell a beszámoló-összeállítási folyamatban részt vennie, hiszen a szükséges erőforrások (IT, humán) előteremtése mellett számviteli politikai

döntésekben és közzétételi kérdésekben kell véleményt nyilvánítani. Az IFRS beszámoló összeállítása végül jelentős többletidőt, naprakész IFRS szaktudást, valószínűleg IT fejlesztést, és természetesen IFRS szaktudással rendelkező könyvvizsgálót igényel majd.

A fenti nehézségekkel szemben számos előny és lehetőség is jár természetesen az IFRS-ekre történő áttéréssel. A már fent említett előnyök – például szükségtelen párhuzamos beszámolási kötelezettség – mellett más országok társaságaiéval összehasonlíthatóbbá és ezáltal transzparensbébbé válnak a pénzügyi adatok, a külföldi befektető vagy hitelező könnyebben tud döntést hozni a társaság finanszírozásáról, azaz előnyt fog jelenteni a befektetőkért folyó harcban, ha a hazai cég a nemzetközi számvitel nyelvén adja ki beszámolóját. Mi mindenkit arra biztatunk, hogy ha megfontolásra érdemes az IFRS-ekre történő áttérés a vállalkozása sajátosságait figyelembe véve, akkor a látható nehézségek ne tántorítsák el, inkább keressenek meg egy megfelelő szakértelemmel rendelkező tanácsadó céget, hogy a kezdeti nehézségek leküzdésében segítséget nyújtson.

## AZ ÖN IFRS TANÁCSADÓJA: BDO MAGYARORSZÁG

A BDO Magyarország Könyvvizsgáló Kft. felkészült szakemberei örömmel fogadnak bármilyen IFRS témájú kérdést, megkeresést. Munkatársaink szakirányú nemzetközi (ACCA, DipIFR) és hazai (okleveles könyvvizsgálói) képesítéssel, kamarai tag könyvvizsgálóink IFRS minősítéssel rendelkeznek, naprakész IFRS ismereteiket a nemzetközi BDO Hálózat angliai IFRS központjával fenntartott szoros kapcsolat, illetve a rendszeres belső és külső IFRS továbbképzések biztosítják.

A fentiekkel kapcsolatos kérdésért, megkeresésért várja a BDO Magyarország Könyvvizsgáló Kft. IFRS ügyekért felelős vezetője: Kékesi Péter



### KÉKESI PÉTER

KAMARAI TAG  
KÖNYVVIZSGÁLÓ  
AUDIT PARTNER,  
OPERATÍV IGAZGATÓ  
PETER.KEKESI@BDO.HU

BDO MAGYARORSZÁG  
WWW.BDO.HU



# A SÁRGA ÚTON HALADJ!

**A TŐZSDEI BEVEZETÉS TALÁN SOKAK SZÁMÁRA REJTÉLYES, CSAK A VASTAG SZIVAROKAT PÖFÉKELŐ BENNFENTESEK ÁLTAL ISMERT FOLYAMAT, AMELYTŐL JOBB TISZTES TÁVOLSÁGOT TARTANI. A VALÓSÁGBAN AZ ÚT SOK VÁLLALAT SZÁMÁRA VÉGIGJÁRHATÓ LENNE, AZONBAN KÉTSÉGTELEN, HOGY A SIKERHEZ AZ ÓZ DOROTHYJÁHOZ HASONLÓ ELTÖKÉLTSEGGEL, MEGFELELŐ ÚTITÁRSOK KÍSÉRETÉBEN KELL HALADNI A VÉGSŐ CÉLIG – MINDIG A SÁRGA KÖVEK NYOMÁN.**

Az alábbiakban – a teljesség igénye nélkül – kiemelem ennek az útnak néhány fontos mérföldkövét és kulcskérdését.

## **ÚTITÁRSOK KIVÁLASZTÁSA**

A tőzsdei bevezetésre való felkészülés során a vállalat legfontosabb kísérője a vezető szervezői szerepet ellátó befektetési bank, akinek legfontosabb feladatai a vállalat felkészítése a tranzakcióra, közreműködés a dokumentáció elkészítésében és engedélyeztetésében, végül a részvények értékesítése a befektetők számára. A reménybeli kibocsátó általában a vezető szervező bankot választja ki először, általában a releváns tranzakciós és iparági tapasztalatok, valamint értékesítési potenciál alapján. (Minden ellenkező híresztelés ellenére nemcsak az ész nélküli madárjjesztő, szív nélküli bádogember és a gyáva oroslán közül lehet választani.)

A vezető szervező – a kiválasztását követően – már támogatni tudja a kibocsátót a hasonló tranzakciókban

tapasztalt jogi és PR tanácsadók, a könyvvizsgáló, továbbá az értékesítési szindikátusban résztvevő további befektetési szolgáltatók kiválasztásában.

## **FELKÉSZÜLÉS**

A nyilvános létre való felkészülés során az elsődleges vezérelv a transzparencia, amelynek a vállalati működés minden szintjén érvényesülnie szükséges:

- **Tulajdonosi szerkezet:** a befektetők számára fontos, hogy a kibocsátásban való részvétellel kikre bízzák pénzüket, kikkel lesznek tulajdonostársak, így átláthatatlan háttérű offshore cégek nem lehetnek tőzsdei vállalatok nagytulajdonosai
- **Információk:** egy nyilvános vállalatnak befektetői tájékoztatásához rendszeresen kell publikálnia átlátható, érthető és összehasonlítható pénzügyi információkat, ehhez megfelelő számviteli és vezetői információs rendszerekkel, illetve szakértelemmel kell rendelkeznie



- **Vállalatirányítás:** a vállalatirányítás rendszerének a részvényesi érték növelését kell szolgálni úgy, hogy a részvényesek tulajdonrészük arányának megfelelő mértékben tudják befolyásolni a vállalat működését.

Ez elsősre talán kicsit riasztónak hangzik, de számos jól menedzselt vállalat már a tőzsdei bevezetés gondolatának megszületése előtt is nagyrészt ezen elvek szerint működik. A tranzakciót megelőzően ugyanakkor jellemzően ilyen esetekben is több, idő- és erőforrás-igényes lépést meg kell tenni. Ilyen lehet például IFRS konszolidált pénzügyi kimutatások elkészítése a tranzakciót megelőző három évre vonatkozóan, amely egyes helyzetekben az IFRS és a magyar szabályok különbségei miatt a szükséges számviteli munkán túlmenően üzleti kérdéseket is felvet.

## DOKUMENTÁCIÓ, ENGEDÉLYEZTETÉS

A nyilvánossá válás és tőzsdei bevezetés legfontosabb dokumentuma a tájékoztató, melynek tartalmát az Európai Unió irányelvei és rendeletei, valamint a magyar tőkepiaci törvény határozzák meg, azt a Magyar Nemzeti Bank engedélyezi.

A tájékoztatónak tartalmaznia kell mindazon jelentős információkat, amik a befektetőknek szükségesek lehetnek a befektetési döntésük meghozatalához – vagyis jogi nyelven valós és teljes képet kell mutatnia a kibocsátó működéséről.

A tájékoztató tartalmáért a kibocsátó és adott esetben az eladó részvényes, illetve a közreműködő befektetési szolgáltató öt évre felelősséggel tartoznak, azaz perelhető, ha jelentős információ kimaradt a dokumentumból, vagy az félrevezető volt és ebből a befektetőnek kára származik. Ilyen következmények mellett minden egyes szónak jelentősége van.

A tájékoztató elkészítéséhez a fentiek miatt részletes üzleti, jogi átvilágítás, az IFRS beszámolókhöz pedig megfelelő IFRS tanácsadó és könyvvizsgáló szükséges. Az összeállításához szükséges munka mértékét talán érzékelteti, hogy a Duna House néhány hete sikeresen zárult nyilvános forgalomba hozatalához készített tájékoztató például 301 oldal volt mellékletek nélkül.

## ÉRTÉKESÍTÉS

Az MNB által jóváhagyott tájékoztató publikálásával veszi kezdetét a folyamat érdemi szakasza, az értékesítés.

Ez rendszerint jogilag két, párhuzamosan lebonyolított tranzakció keretében valósul meg – a lakossági befektetők a nyilvános, míg az intézmények a zártkörű értékesítés keretében vásárolhatnak részvényeket. A megkülönböztetés oka az, hogy a nyilvános ügylet lebonyolításának részleteit a jogszabályok pontosan meghatározzák, míg zártkörű tranzakció esetében nagyobb a rugalmasság. Így például zártkörű ügylet esetén a kibocsátó diszkrecionálisan dönthet arról, hogy az egyes részvényigényléseket milyen arányban elégíti ki, míg a nyilvános keretében rögzített szabályok szerint, minden befektetőt egyenlően elbírálva kell eljárni.

A magánbefektetőket célzó PR és reklámkampány jellemzően 1–2 héttel a jegyzési időszak előtt indul.

(Esetenként ezt megelőzi egy image kampány, amely a vállalat ismertségét és elismertségét támogatja, még a tervezett ügylet említése nélkül.) Középméretű ügyleteknél a hangsúly a PR eszközökön és koncentrált reklám megjelenések alkalmazásán van – széleskörű kampányok, például TV reklámok egyrészt túl drágák, másrészt szükségtelenül széles célcsoportot érnek el.

A zártkörű értékesítéshez kapcsolódó marketing tevékenységet a vezető szervező befektetési bank végzi, illetve koordinálja. Elemző szakemberei a tájékoztatóban található nyilvános információk alapján elemzést készítenek a társaságról, mely az intézményi befektetők tájékozódását szolgálja. A kibocsátó menedzsmentje az ügynevezett roadshow során csoportos prezentációk, illetve kétoldalú megbeszélések keretében személyesen is találkozik az érdeklődő befektetőkkel, akiknek az objektív információk mellett a személyes benyomások is segítenek döntésük meghozatalában.

A nyilvános értékesítés jellemzően két hétig tart, a zártkörű értékesítés általában annak utolsó két-három napja. Az intézményi befektetők egy előre meghatározott, körülbelül 30% széles ársávban adják le részvényigénylésüket, míg a nyilvános értékesítés keretében a befektetők általában az ársáv tetejével megegyező maximális ár befizetésével jegyezhetnek részvényeket.

A két tranzakció egyidejű zárását követően a tényleges kereslet alapján születik döntés az értékesített részvények darabszámáról, allokációjáról és értékesítési áráról. A zártkörű értékesítés keretében az ár az ügynevezett könyvpítés módszerével kerül megállapításra: az ársávon belül egyes árszinteken beérkező jegyzések elemzését követően a kibocsátó és a vezető szervező úgy állapítják meg az árat és az értékesítendő részvények darabszámát, hogy azok a tranzakció sikere mellett támogassák a részvények másodpiaci áralakulását is. A nyilvános értékesítés részvényára megegyezik a zártkörű értékesítés keretében kialakuló árral – a maximális és a tényleges ár különbözete pedig természetesen visszafizetésre kerül.

## A VÉG ÉS A KEZDET

A részvényértékesítés pénzügyi elszámolásával a tranzakció ugyan lezárul, de az út még nem ér véget. A kibocsátó Smaragdvárost csak sikeres nyilvános működésével éri el – vagyis ha teljesíti azokat a stratégiai és pénzügyi célokat, amelyeket a tőzsdére lépéshez kapcsolódóan kitűzött, így részvényeinek árfolyama a piacot túlterjesztve nő. Így amikor a vállalatnak később ismét friss tőkére van szüksége növekedési céljai finanszírozásához, újabb tranzakció keretében sikeresen tud forrást bevonni elégedett befektetőitől.



**NAGY KÁLMÁN**  
PARTNER  
CONCORDE MB PARTNERS  
KALMAN.NAGY@CMBP.HU



INTERJÚ:

# MICHAŁ PAWŁOWSKI

## **Mióta foglalkozik középpiaci IPO-kkal Lengyelországban?**

Több mint egy évtizede foglalkozom tanácsadással, azonban a CMS tevékenysége a lengyel tőkepiacon sokkal korábbra datálódik. Néhány kollégám, többek között a korábbi partner, Andrew Kozolowski, valamint Lengyelország egyik legjobb és legkiemelkedőbb tranzakciós tanácsadó partnere, Dariusz Greszta ott voltak a Varsói Tőzsde első nyilvános kibocsátása idején, amely idén ünnepli a 25-ik évfordulóját. Nagyon büszke vagyok a tényre, hogy a csapatom mindig is ott volt a Varsói tőzsde legjobbjai között a sikeres IPO-k tekintetében – hat mid-market céget vezetünk tőzsdére 2015 eleje óta.

## **Van tőzsdei bevezetési tapasztalata más közép-kelet-európai piacokról is?**

Még csak néhány hónapja vezetem a közép-kelet-európai tőkepiaci tevékenységünket a CMS-nél és habár eddig még nem zártam IPO-t, néhány projekt, amelynek én is részese voltam rendelkezett régiós vonatkozással. Három a hat tavaly tőzsdére vezetett cégből (xtb, InPost, EnterAir) több országban is jelen van a közép-kelet-európai régióban.

## **Hogyan festett a mid-market IPO szektor Lengyelországban és a régióban a pénzügyi válság előtt és hogyan néz ki most?**

A befektetők hozzáállása és szemlélete természetesen megváltozott, most már sokkal alaposabban megfontolják a befektetési döntéseiket, mint annak előtte. Korábban nem volt szokatlan, ha egy cég

részvényeit, amelyek még nem voltak érettek egy IPO-ra (például vállalatirányítási okok miatt vagy éppen a belső források hiányából adódóan) a piac elnyelte, amely azonban később ahhoz vezetett, hogy a befektetők elvesztették az érdeklődésüket és idővel a pénzüket is az ilyen típusú társaságokkal szemben. A kapcsolt kockázatok elsősorban a kis- és középvállalati kibocsátókat aggasztják a leginkább (mindig is nekik okozott ez nagyobb fejfájást mintsem a blue-chip cégeknek) és néhány ilyen piaci szereplő nem megfelelő viselkedése sajnos hatással van az egész szegmens megítélésére is. Ez az egész régióra igaz általános megfigyelés, de Lengyelországban a Varsói Tőzsde történelmileg erős központi helyzetéből adódóan különösen érzékelhető volt.

### **Melyek a főbb okai a lengyel középvállalati szereplők tőzsdére lépésének?**

#### **Végül megtalálják a számításukat?**

Sok oka van annak, hogy egy cég a nyilvános értékpapír kibocsátás mellett dönt, de talán a legfontosabbak, ha: (i) tőkére van szüksége a növekedéshez, (ii) a már meglévő részvényesek pénzt kívánnak (cash-out-ot) terveznek, (iii) likviditás és (iv) nyilvánosság. Részt venni több száz találkozóon IPO jelöltekkel és azok részvényeseivel, elég körülményes ahhoz, hogy csak nyomós ok ellenében kezdjenek bele a folyamatba. A tőkepiacok támogatják a jó cégeket és nagyon kifizetődő tud lenni ez a szegmens, de ugyanakkor nagy igényeket is támaszt. Tanácsadóként a mi feladatunk az, hogy elmondjuk és megértessük a cégekkel a tőzsdére lépés árnyoldalait, legfőképpen az átláthatósági követelményeket. Mihelyt először csengetnek egy adott cégnek a tőzsdén, el kell fogadni a szigorú riportálási követelményeket és a befektetésekre vonatkozó irányelveket (investor relations' policy). Néha a cégvezetés nem szereti, hogy ilyen szellemben kell működtetni a társaságot, hiszen ez sokban különbözik a megszokott családi vállalkozás vezetési stílusától. A nyilvános társaságoknak sokkal több részvényesről kell gondoskodniuk, beleértve egy különösen sokat megkövetelőt – a pénzügyi felügyelő bizottságot.

### **A közép- vagy a nagyméretű elsődleges részvénykibocsátások macerásabbak?**

Habár tranzakciós érték alapján az ellenkezőjét várnánk, mégis általában a mid-market ügyletek a bonyolultabbak szemben a blue-chip típusúakkal. Ennek oka, hogy ezek a cégek jellemzően családi vagy egyéni vállalkozásként indulnak, ahol a napi szintű üzletkötések és a növekedés mindig fontosabb voltak, mint a vállalatirányítási elvek vagy a tőkepiaci elvárásoknak megfelelő belső struktúrák kiépítése. Ezen okokból kifolyólag az IPO-ra való felkészítés kicsivel több időt vesz igénybe, valamint a kisebb cégek a tőzsdére lépés után is több segítséget és tanácsadást igényelnek.

### **Mit tanulhatunk a mid-market tranzakciókból?**

A legfőbb tanulság, hogy ezek a folyamatok rendkívül komplexek elsősorban azért, mert a vállalatok persze nem állnak le napi szintű működéssel ezen időszak alatt, sőt, többnyire a mid-market cégek nagyobb fejlődést is mutatnak, mint a blue-chip-ek. A cégvezetésnek és a részvényeseknek meg kell érteniük, hogy a tájékoztató elfogadási eljárás időszaka alatt (amely jellemzően 2–3 hónapot vesz igénybe) a cégeknek a megszokottak szerint kell tovább működniük, nem pedig folyamatosan újabb változásokat eszközölni a szervezeten belül. Ellenkező esetben ez negatívan hathat vissza az ütemtervre. Amit fontos megjegyezni, hogy a mid-market vállalatok nagyon lojálisak, így a tanácsadó szemszögéből abszolút megéri időt és energiát fektetni ezen ügyfélkapcsolatok ápolásába.

### **Milyen tanácsot adna egy magyar középvállalat tulajdonosának, aki fontolgatja, hogy kilép a Budapesti Értéktőzsdére?**

Szubjektíven hangozhat, de a sikeres projekt kulcsa a megfelelő tanácsadó kiválasztásában rejlik, hiszen egy tapasztalt csapat képes hibátlanul végigvezetni a céget a reorganizációs időszakon és megtalálni a tranzakció legmegfelelőbb időzítését és struktúráját. Egy jó tanácsadó ugyanakkor mindig őszinte lesz az ügyfelével, ha úgy ítéli meg, hogy még korai a tőzsdére lépés. Minél hamarabb választják ki a tulajdonosok a tanácsadókat, annál egyszerűbben és jobban fog a projekt végigfutni. Mihelyst ez a döntés megszületett, a tanácsadók gondoskodnak minden szükségesről, így a vállalat vezetése visszatérhet a mindennapi ügyvitelhez.

### **Milyen tanácsot adna a Budapesti Értéktőzsde vezetésének, akik KKV szekció megnyitását tervezik?**

Személyes tanácsom az lenne, hogy minél többet fektessenek a leendő kibocsátók oktatásába és a piac promóciójába. Magyarország éppen beleesik a hatáskörömbé, mivel a CMS-nél én képviselem a közép-kelet-európai tőkepiacokat, így személyesen is érdekem, hogy a magyar tőkepiac minél jobban teljesítsen. Az Önök országa egyedülállóan képes felvenni a versenyt a Varsói Tőzsdével és egy kiemelkedő régiós platformmá válni. Az államigazgatásban meghozott eddigi jó döntések megerősítik, hogy a Budapesti Értéktőzsde fejlődése magasan rangsorolt a kormány prioritásai között. Nagyon szurkolok az Önök sikereiért.



**PAPP LÁSZLÓ**  
ÜGYVEZETŐ IGAZGATÓ  
CONCORDE MB PARTNERS  
LASZLO.PAPP@CMBP.HU



# A catalyst for growth.

A full-service programme designed to share best practices and increase growth opportunities through the understanding of financial markets. An innovative approach based on training and assisted access to the business and financial community, with the aim of preparing companies for the next stage of growth and investment.

**More than 400 of Europe's most exciting companies have joined the ELITE programme.**

To see how ELITE can fast-track your growth, visit [www.elite-growth.com](http://www.elite-growth.com) or email us at [elite@bse.hu](mailto:elite@bse.hu) and [elite@lseg.com](mailto:elite@lseg.com)

 @ELITE\_growth #weareELITE

In partnership with



BUDAPEST  
STOCK  
EXCHANGE