

Árfolyam-stabilizáció az IPO során

Dr. Kecskés András PhD

Egyetemi adjunktus

Pécsi Tudományegyetem – Állam és Jogtudományi Kar

I. Bevezetés

Az IPO (*initial public offering* – IPO) kezdeti, nyilvános részvénykibocsátás, amikor is először¹ kerülnek egy részvénytársaság részvényei nyilvános értékesítésre.² Amellett, hogy e folyamat újonnan kibocsátott részvények nyilvános forgalomba hozatalával is megtörténhet, az is előfordulhat, hogy a korábban már zárt körben kibocsátott részvényeket tulajdonosaik nyilvános ajánlattétel útján értékesítik. Hazánkban nyilvános ajánlattételnek az értékpapírokra vonatkozó, egyedileg előre meg nem határozott befektetők részére közzétett értékesítési ajánlatot tekintjük, amely *elegendő információt ad az ajánlat feltételeiről és az értékpapírokról*, így tehát lehetővé teszi a befektetők számára az értékpapír megvásárlására vonatkozó döntés meghozatalát.³

Ebben az esetben *első alkalommal* kerül sor a vállalat részvényeinek nyilvános értékesítésére a befektetők számára, ezért a feladat összetett az ügyletben közreműködő befektetési vállalkozások és a kibocsátó számára, hogy meghatározzák a részvények későbbi valós piaci értékét minél pontosabban tükröző ársávot.

Az ügylet lebonyolítását szervező befektetési vállalkozásnak már a tranzakcióra való felkészülés szakaszában készen kell állnia arra, hogy információkat adjon az ajánlat árazása kapcsán. Ezért a tőzsdei bevezetést tervező társaság első értékelésére már akkor sor kerül, amikor a befektetési vállalkozások versenybe szállnak a tranzakció szervezéséért és a vezető forgalmazói pozícióért. Részt képezi a versenynek, hogy a vállalat vagy az értékpapírokat értékesítő részvényes számára előzetes értékelést készítenek a társasággal kapcsolatban.⁴ Később ezt az értékelést pontosíthatják, mert a befektetési vállalkozás a tranzakció előkészítése során folyamatosan jut egyre több információ birtokába a vállalatról. A kezdeti nyilvános kibocsátás során értékesített részvények ára a kibocsátó és a tranzakcióban forgalmazóként részt vevő befektetési vállalkozások közötti konszenzus eredménye, mely nagyban támaszkodik a befektetői keresletre és az annak értékelésére vonatkozó információkra, tehát az úgynevezett *roadshow*-k⁵ tapasztalataira. További feladatot jelent a stabil másodlagos piaci árfolyam és likviditás biztosítása a tranzakcióban közreműködő befektetési vállalkozások számára. Ez a tanulmány e rendkívül speciális

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

² 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. old.

³ Lásd TOMORI, Erika, *Értékpapírhoz és a tőkepiac szabályozása* (Közép-európai Brókerképző Alapítvány, Budapest, 2008) 168. old.

⁴ Lásd BARONDES, Royce de R., *NASD Regulation of IPO Conflicts of Interest - Does Gatekeeping Work?* Tulane Law Review (2005/4) 872-873. old.

⁵ A kezdeti nyilvános részvénykibocsátást megelőző körülbelül két hétben a kibocsátó vállalat vezetése ún. *roadshow*-t folytat a jelentős intézményi és a különösen tehetős magánbefektetők megnyerése érdekében. Lásd: HURT, Christine, *What Google Can't Tell Us About Internet Auctions (And What It Can)*, University of Toledo Law Review (2006/2) 405. old.; SJOSTROM, William K. Jr., *Going Public Through an Internet Direct Public Offering: A Sensible Alternative for Small Companies?*, Florida Law Review (2001/3) 538-539. old.

tevékenység módszertani elemeibe és jogi szabályozásába igyekszik bevezetni az olvasót a továbbiakban.

II. A rövid távú alulárzás és a hosszú távú túlárzás

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során értékesített részvények másodlagos piaci teljesítményével kapcsolatban két, egymással ellentétes jelenséget kell kiemelnünk. Mindkettő remekül tükrözi vissza a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során megállapított ár gyakori pontatlanságát. Az újonnan kibocsátott részvényeknek gyakori jellemzője, hogy rövidtávon alulárzóak. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során értékesített részvények árfolyama az első kereskedési nap zárásáig átlagosan több mint 10%-ot emelkedik a kibocsátási árhoz képest. A tudományos elemzések és az üzleti szféra gyakorlati álláspontjai összecsengnek, mikor ama magyarázatot kínálják a jelenségre, hogy a másodlagos piacon kialakult árfolyam mutatja *a részvény valós értékét*. Innen juthatunk arra a következtetésre, hogy *a kezdeti nyilvános részvénykibocsátások alulárzzák az értékpapírokat*.⁶ Az Egyesült Államokban az 1980-tól 2001-ig terjedő időszakban a kezdeti nyilvános részvénykibocsátások átlagosan 22%-al voltak alulárzva, habár ezt jelentősen befolyásolta az akkor keletkezett szisztematikus értékpiacon túlárazottság (*dotcom* buborék) is,⁷ amellyel összefüggésben *Jay R. Ritter*, a gainsville-i Floridai Egyetem professzora külön utal arra, hogy a folyamat tetőpontján, valamikor 1999 és 2000 között tetőzött az alulárzás mértéke is,⁸ elérve a 70-80%-os szintet).⁹

Ez a jelenség már fél évszázada igen jól dokumentált folyamatnak számít, nemcsak az Egyesült Államokban,¹⁰ de a világ más tőkepiacain is.¹¹ Egy kezdeti nyilvános részvénykibocsátás általában 15-20%-kal¹² zár magasabb árfolyamon az első kereskedési nap végén, mint amit megállapítottak a tranzakció árazása során. Ugyanakkor ez a mérték piaconként és ágazatonként időről-időre különbözik.¹³

Visszakanyarodva korábbi gondolatmenetünkhöz, *Roger G. Ibbotson* és *Jay R. Ritter* közösen végzett kutatásaik során tizenkilenc országban vizsgálták meg és dokumentálták az alulárzás jelenségét. Franciaország esetében alacsony, csupán 4,2%-os szintet ért el.¹⁴ Az Egyesült Királyságban ugyanakkor 9,7, Németországban 21,5, Japánban 31,9, Svédországban 40, Dél-Koreában 79, Malajziában pedig 149,3 százalékot tett ki. Az

⁶ Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, University of Pennsylvania Law Review (2007/május) 1210-1212. old.

⁷ Lásd ANAND, Anita Indira, *Is the Dutch Auction IPO a Good Idea?*, Stanford Journal of Law, Business and Finance (2005-2006/2) 251. old.

⁸ Lásd RUEDA, Andres, *The Hot IPO Phenomenon and the Great Internet Bust*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law (2001/1) 23, 46. old.; BARONDES, Royce de R., *NASD Regulation of IPO Conflicts of Interest - Does Gatekeeping Work?* Tulane Law Review (2005/4) 898. old.

⁹ Lásd HURT, Christine, *What Google Can't Tell Us About Internet Auctions (And What It Can)*, University of Toledo Law Review (2006/2) 404. old.; GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008.) 27. old.; 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) 617. old.

¹⁰ Lásd SHER, Noam, *Underwriter's Civil Liability for IPO's: An Economic Analysis*, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law (2006/2) 409. old.

¹¹ Lásd ALEXANDER, Janet Cooper, *The Lawsuit Avoidance Theory of Why Initial Public Offerings are Underpriced*, University of California Los Angeles Law Review (1993/1) 18. old.

¹² Lásd BARONDES, Royce de R., *NASD Regulation of IPO Conflicts of Interest - Does Gatekeeping Work?* Tulane Law Review (2005/4) 867. old.

¹³ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008.) 27. old.

¹⁴ Lásd TURKI, Adel L., BARRY, Christopher B., *Initial Public Offerings by Development Stage Companies*, The Journal of Small & Emerging Business Law (1998/1) 103-104. old.

alulárzás súlyozott mértéke az Egyesült Államokon kívül 14,1%, volt a kutatás szerint. Összehasonlítva, ez az érték az Egyesült Államokban 16,4%.¹⁵

Ebből arra következtethetünk, hogy a kibocsátó illetve a vállalat eredeti részvényesei jelentős hozamtól esnek el a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során. Hogy pontosan mennyitől is, azt úgy számolhatjuk ki, ha a kibocsátási árat levonjuk az első kereskedési nap záró árfolyamából, és az így kapott eredményt megszorozzuk a kibocsátott részvények számával. Az úgynevezett *greenshoe-opció* (lásd részletesen később az V. pontban) hatását figyelmen kívül hagyva ezen az úton nagyjából megbízható képet nyerhetünk.¹⁶ Mindezek alapján arra az eredményre juthatunk, hogy 1980-tól 2001-ig csak az Egyesült Államokban, összesen mintegy 100 milliárd dollárt vesztek a kibocsátók az alulárzás következtében az első kereskedési napon.¹⁷ Ez önmagában is megindokolja, hogy figyelmünket miért kell e jelenség irányába fordítanunk.

Tim Loughran és *Jay Ritter* ugyanakkor rámutatott egy párhuzamos, ám kevésbé ismert problémára is: a kezdeti nyilvános részvénykibocsátások hosszú távon túlárzottak.¹⁸ Az újonnan kibocsátott részvények alulteljesítik a már korábban bevezetett vállalatok részvényeit,¹⁹ ha mindkét befektetési lehetőséget néhány éves távlatban (például öt éven keresztül) nyomon követjük.²⁰ A rövid távú alulárzásnál e jelenség befektetési szempontból még fontosabb lehet, hiszen egy folyamatos vagyonejtőlódást idéz elő a részvényt megvásárló befektetőktől a kibocsátó irányába.²¹ A kezdeti nyilvános részvénykibocsátásba történő befektetés a nemzetközi tapasztalatok alapján helytelen választás hosszú távon más részvényekhez viszonyítva. Ez az állítás két okból is helyállónak tűnik. Egyrészt a kezdeti nyilvános részvénykibocsátásokat általában szisztematikus piaci konjunktúra idején hajtják végre, vagyis optimális körülmények között, így az ekkor kialakult árat tükrözik. Továbbá az újonnan kibocsátott részvények alulteljesítik a piacon jelenlévő érettebb vállalatok papírjait.

Loughran és *Ritter* kutatásaik során az 1970-1990-ig terjedő időszakban két különböző befektetési stratégiát vizsgáltak. Arra a megállapításra jutottak, hogy a kezdeti nyilvános részvénykibocsátások idején a piacok átlagosan 22,7%-al haladták meg átlagos teljesítményüket.²²

Loughran és *Ritter* kutatásainak eredményeiből más következtetést is levonhatunk, nevezetesen az is kimutatható, hogy a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során bevezetett részvények hosszú távon alulteljesítik a már érettebb vállalatok papírjait.²³ A

¹⁵ Lásd ALEXANDER, Janet Cooper, *The Lawsuit Avoidance Theory of Why Initial Public Offerings are Underpriced*, University of California Los Angeles Law Review (1993/1) 62. old.

¹⁶ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008.) 27. old.

¹⁷ Lásd ANAND, Anita Indira, *Is the Dutch Auction IPO a Good Idea?*, Stanford Journal of Law, Business and Finance (2005-2006/2) 251. old.

¹⁸ 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) 603-604. old.

¹⁹ Ezt támasztja alá egy másik kutatás is, mely az Egyesült Államokban az 1968-1987-ig történt kezdeti nyilvános részvénykibocsátások teljesítményét vizsgálta. Ennek kapcsán kiderült, hogy az újonnan kibocsátott részvények éves átlagban 2%-os hozamot biztosítottak az első öt évben, ha az első kereskedési nap záróértékéhez viszonyítjuk őket. Lásd ALEXANDER, Janet Cooper, *The Lawsuit Avoidance Theory of Why Initial Public Offerings are Underpriced*, University of California Los Angeles Law Review (1993/1) 23. old.

²⁰ Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, University of Pennsylvania Law Review (2007/május) 1214. old.

²¹ Lásd SHAYNE, Jonathan A., SODERQUIST, Larry D., *Inefficiency in the Market of Initial Public Offerings*, Vanderbilt Law Review (1995/4) 965-966. old.

²² Lásd SHAYNE, Jonathan A., SODERQUIST, Larry D., *Inefficiency in the Market of Initial Public Offerings*, Vanderbilt Law Review (1995/4) 967-968. old.

²³ Lásd TURKI, Adel L., BARRY, Christopher B., *Initial Public Offerings by Development Stage Companies*, The Journal of Small & Emerging Business Law (1998/1) 105-106. old.

kutatás szempontjából érett vállalatnak azok a társaságok minősültek, amelyek már legalább öt éve nyilvános részvénytársaságként működtek, és azóta nem bocsátottak ki újonnan részvényeket. A felhasznált adatok az 1970-1990-ig terjedő időszakból származtak. A kutatás során a kezdeti nyilvános részvénykibocsátást követő első kereskedési nap zárása után követték nyomon a papírokat, alapvetően egy öt éves időszakon keresztül. Kimutatták, hogy a kezdeti nyilvános részvénykibocsátások során befektetett összesen 117,6 milliárd dollár csak 157,4 milliárd dollárra nőtt a releváns időszakok alatt. Ezalatt az idő alatt ugyanabban a mennyiségben és ugyanabban az időszakban a piacon lévő, már érett részvényekbe hipotetikusán befektetett pénzeszközök 196,4 milliárd dollárra növekedhettek volna (Ezt az eredményt 1991-es dollárárfolyamon kell értelmezni.)²⁴

Ebből következik, hogy a szóban forgó periódusban, ha az első kereskedési nap záróárfolyamán vásároltunk volna részvényeket, akkor ezek a velük egy időben kapható érett papírokhoz képest 24,8%-al túlértékelték lettek volna. Hasonló eredményre vezettek a *Jay Ritter* által elvégzett, 2002-ig kiterjesztett kutatások is.²⁵ A 24,8%-os túlértékelést pontosíthatjuk azzal, hogy az első kereskedési napot követően a kezdeti nyilvános kibocsátásból származó részvényeket jegyzési áron megvásárlók komoly hozamot könyvelhettek el. Ennek az árfolyam-emelkedésnek az átlagos mértéke e vonatkozó kutatás szerint 10,9%. Ha ezzel csökkentjük a kapott eredményt, úgy kiderül, hogy a túlárazás mértéke 24,8% helyett csak körülbelül 14%. Azt a következtetést viszont kétségtelenül levonhatjuk, hogy a kezdeti nyilvános részvénykibocsátások során forgalomba hozott papírok hosszú távú teljesítményüket tekintve túlárazottak.²⁶ Összességében ugyanis akkor hajtják végre e tranzakciókat, mikor a piac 22,7%-al felülmúlja átlagos teljesítményét. Ehhez a jelentősen túlárazott piachoz képest pedig még további 14%-os a részvények túlárazása. Az első elem kiegészíti a másodikat, és a minta alapján azt a következtetést lehet levonni, hogy a papírok kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során elért kibocsátási ára kb. 38%-kal meghaladja a részvények hosszú távú piaci értékét. Természetesen más kutatások is készültek e témakörben, ám azok nem követték nyomon öt éves periódusban a teljesítmény alakulását. A rövidebb időszakokat felölelő elemzések esetében az újonnan kibocsátott részvények továbbra is alulárázottságot mutatnak. Ez azonban nem képezi le a piac tökéletlen működésének valódi (hosszabb távon jobban megragadható) mértékét.²⁷ Ezért indokolt óvatosan eljárni az újonnan kibocsátott részvények vásárlása során.²⁸ Ahogy *Benjamin Graham*, a közismert professzionális befektető és tőzsdeguru *Warren Buffett* korábbi mentora és munkaadója²⁹ megjegyezte: „az új kibocsátásokat kedvező piaci

²⁴ Lásd SHAYNE, Jonathan A., SODERQUIST, Larry D., *Inefficiency in the Market of Initial Public Offerings*, *Vanderbilt Law Review* (1995/4) 970. old.

²⁵ Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, *University of Pennsylvania Law Review* (2007/május) 1216-1217. old.

²⁶ Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, *University of Pennsylvania Law Review* (2007/május) 1216-1217. old.

²⁷ Lásd SHAYNE, Jonathan A., SODERQUIST, Larry D., *Inefficiency in the Market of Initial Public Offerings*, *Vanderbilt Law Review* (1995/4) 970-972. old.

²⁸ Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, *University of Pennsylvania Law Review* (2007/május) 1214. old.

²⁹ *Ben Graham* az 1920-as években vált ismertté. Míg ebben az időszakban a világ nagy része az értékpapírpiaci befektetéseket egy óriási rulett-játéknak fogta fel, ő olyan részvények után kutatott, melyek annyira olcsónak bizonyultak, hogy szinte teljesen kockázatmentes befektetést jelentettek. 40 éves korában *Ben Graham* kiadta *Security Analysis (Részvényelemzés)* című könyvét, mely a tőkepiaccal foglalkozó legjelentősebb művek egyike. Ebben az időszakban (az 1929-es összeomlást követő évek) a részvényekbe való befektetés meglehetősen kockázatos volt. Ekkor jött elő *Graham* a valós (fundamentális) üzleti érték elvével – mely egy társaság igazi üzleti értékének mérését jelentette, mely teljesen független volt részvényeinek árfolyamától. A valós értéket használva a befektetők el tudják dönteni, hogy mit ér egy

körülmények között értékesítik, ami kedvező az eladónak és ebből következően kevésbé kedvező a vevőnek.”³⁰

III. A másodlagos piaci árfolyam-stabilizáció

A részvények értékesítését és tőzsdei bevezetést követően kerül sor az úgynevezett árfolyam-stabilizáció³¹ időszakára. A forgalmazóval kötött megállapodásnak ugyanis gyakran képezi részét, hogy a forgalmazó olyan tranzakciókat hajt végre, melyek stabilizálják vagy fenntartják a részvények árfolyamát a nyilvános piacon, az egyébként érvényesülő árfolyam felett.³² E tevékenység segítségével az újonnan bevezetett papír árfolyama keretek között tartható, miáltal nem csökken egy meghatározott szint alá. Különösen fontos a kibocsátók és a forgalmazók szempontjából, hogy az árfolyam ne essen a kibocsátási ár alá.

Az árfolyam-stabilizáció meghatározásához idézhetjük az amerikai tőzsd felügyelet (*Securities and Exchange Commission*) definícióját, amely szerint a stabilizáció „részvények vásárlása abból a korlátozott okból, hogy megelőzzék, vagy gátolják a nyitó tőzsdei árfolyam esését, hogy elősegítsék a részvényeknek a nyilvánosság számára történő szétosztását.” A stabilizáció tehát a részvényárfolyam fenntartására irányul és mint ilyen, általában a részvények kibocsátását követő rövid perióduson (pl. 30 napon) belül engedélyezett.

A kezdeti nyilvános kibocsátást követően jelentős a kereskedési aktivitás, amely emeli az árfolyam ingadozásainak lehetőségeit. A stabilizációval ugyanakkor hatékonyan megelőzhető, lassítható vagy feltartóztatható az újonnan kibocsátott részvények árfolyamának esése. Alapvetően csak a forgalmazási konzorcium egy tagja jogosult stabilizációt végrehajtani a többi tag nevében is. A stabilizációból származó bármely

társaság, - és ennek megfelelően tudják meghozni üzleti döntéseiket. Következő könyvét, a *The Intelligent Investor –t* (Az intelligens befektető) Warren Buffett egyenesen úgy ünnepelte, mint „a legjelentősebb könyv, melyet valaha is a befektetésekről írtak”.

Az egyszerű de mélyreható befektetési alapelveitől Ben Graham eszmei figurává vált a 21 éves Warren Buffett szemében. A Columbia egyetemen végzett tanulmányai során Warren Buffett volt az egyetlen diák, aki A+ (csillagos ötös) osztályzatot kapott Graham óráin. Ugyanakkor kellemetlenül érintette, hogy mind Ben Graham, mind édesapja azt tanácsolta neki, hogy ne dolgozzon a diploma megszerzését követően a Wall Street-en. A teljesen eltökélt Buffett felajánlotta, hogy ingyen dolgozik Graham cégének, - ugyanakkor Graham ezt elutasította. Warren Buffettet le sújtották a fejlemények. Hazatért Omahába, és az apja brókercégnél kezdett dolgozni, illetve kisebb értékű befektetései voltak ezekben a kezdeti években. Az Omahai Egyetemen esti órákat tartott. Ugyanakkor a dolgok szerencsére kedvező fordulatot vettek. Ben Graham felhívta az ifjú brókert, hogy dolgozzon neki. Warren Buffettnek végre megadatott a lehetőség, amire régóta várt. Buffett New York-ba költözött, és napjait a Standard & Poor's jelentéseinek áttanulmányozásával töltötte, befektetési lehetőségek után kutatva. Ebben az időszakban kezdett el jelentkezni Graham és Buffett filozófiájának különbsége. Buffet-t az kezdte el érdekelni, hogy miként működik a társaság – mi tette kiválóbbá versenytársainál. Graham ugyanakkor egyszerűen csak számokat akart, míg Buffet-t leginkább a társaság vezetése érdekelt, mint a fő tényező egy befektetői döntés meghozatalához. Graham ezzel szemben a csak a mérlegeket és az eredménykimutatásokat vette alapul, és keveset foglalkozott a vállalati vezetéssel (corporate governance). A New York-ban töltött évek alatt Buffet személyes tőkét 9 800 dollárról 140 000 dollárra növelte (de ez mai értéken kb. 1 millió dollárnak felel meg). Ezzel a tőkével hazatért Omahába, és belekezdett saját üzleti vállalkozásaiba.

Elérhető (2011. május 13.): <http://beginnersinvest.about.com/cs/warrenbuffett/a/aawarrenbio.htm>,

³⁰ Lásd SHAYNE, Jonathan A., SODERQUIST, Larry D., *Inefficiency in the Market of Initial Public Offerings*, Vanderbilt Law Review (1995/4) 972. old.

³¹ Lásd SHER, Noam, *Underwriter's Civil Liability for IPO's: An Economic Analysis*, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law (2006/2) 429-430. old.

³² Lásd DRAHO, Jason, *The IPO Decision – Why and How Companies Go Public* (Edward Elgar Publishing, Northampton, 2005) 254. old.

hozam vagy veszteség a forgalmazási konzorcium tagjai között kerül szétesztásra, mégpedig a forgalmazási megállapodásban foglaltaknak megfelelően.³³

Általában a vezető forgalmazó stabilizálhatja az árfolyamot a forgalmazási konzorcium megbízásából a részvények forgalomba hozatala után. Erre jelenthet megfelelő módszert, ha példának okáért fenntart egy vételi ajánlatot a részvényekre jegyzési áron. Ez megakadályozza, hogy a részvényárfolyam a jegyzési ár alá csökkenjen, még akkor is, ha a kereslet gyenge. Mivel azonban az értékpapírt a valós piaci fogadtatásánál kívánatosabbnak tünteti fel, ezért motiválja a további vásárlókat. Az eljárás az árfolyam bizonyos fokú manipulálását jelenti,³⁴ viszont képes megakadályozni egy komoly árfolyamcsökkenést okozó piaci pánikot.³⁵

IV. Az árfolyam-stabilizáció okai

Számtalan indoka van annak, hogy a forgalmazók miért stabilizálják az újonnan kibocsátott részvények árfolyamát a másodlagos piacon. Egyik részről, minél magasabb áron kereskednek a kibocsátó részvényeivel, annál valószínűbb, hogy a kibocsátó a jövőben további részvénykibocsátást hajt végre. Így ha a forgalmazók a legutóbbi nyilvános kibocsátást megfelelően stabilizálták és magas árat tudtak elérni, akkor ez hozzájárul az újabb részvénykibocsátások valószínűségéhez. Ezzel párhuzamosan nagyobb esélyt kínál a forgalmazónak az ügyletben való közreműködés újbóli elnyerésére és az ehhez kapcsolódó jutalék megszerzésére. Az árfolyam-stabilizáció lehetővé teszi továbbá a résztvevő befektetési vállalkozások reputációjának megőrzését az ügyfelek körében. A részvényeket átvevő befektetők láthatják, hogy befektetésük jól teljesít, legalábbis rövidtávon.

A forgalmazók kiválasztásánál fontos szempont a másodlagos piacon nyújtott árfolyam-stabilizáció várható sikere. Például egy jelentős presztízzsel rendelkező forgalmazó képes nyugodt piacot biztosítani a vállalat részvényeinek a kibocsátás után.³⁶ Jellemzően a kevésbé elismert forgalmazók közreműködésével elvégzett tranzakciók csekélyebb támogatást kapnak a másodlagos piacokon és így a részvények illikviddé válhatnak. Ez a későbbi részvénykibocsátásokat megdrágíthatja és növelheti a tőkeköltséget.³⁷

Másrészt a forgalmazók is felelősséggel tartoznak (vagy tartozhatnak) a kibocsátási tájékoztató tartalmáért. A különböző államok értékpapíri jogi szabályozása alapján a kibocsátó és vezető tisztségviselői felelősséggel tartoznak a kibocsátási tájékoztatóban (vagyis *prospektusban*) szereplő információk pontosságáért és teljességéért. Az ajánlatban közreműködőket (például a befektetési vállalkozásokat) továbbá egy ettől elkülönült felelősség is terhelheti, nevezetesen hogy kellő gondossággal megvizsgálják a kibocsátási tájékoztatóban foglalt információk pontosságát. Ezért minősül általánosnak, hogy a befektetési vállalkozások és jogi tanácsadók *due diligence* vizsgálatot folytatnak le a vállalat üzleti tevékenységével kapcsolatban. Tartalmát tekintve, e vizsgálat kiterjed a kibocsátási tájékoztatóban szereplő minden állásfoglalás pontosságára, illetve bármely más

³³ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008.) 205. old.

³⁴ Lásd SHAYNE, Jonathan A., SODERQUIST, Larry D., *Inefficiency in the Market of Initial Public Offerings*, *Vanderbilt Law Review* (1995/4) 978. old.

³⁵ Lásd DRAHO, Jason, *The IPO Decision – Why and How Companies Go Public* (Edward Elgar Publishing, Northampton, 2005) 255. old.

³⁶ 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) 588. old.

³⁷ 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) 602. old.

olyan információra, mely a befektetési döntés szempontjából fontos lehet.³⁸ Ezért a nagy presztízzsel rendelkező befektetési vállalkozások (befektetési bankok) jelenléte hatékony marketingeszköz lehet a vállalat értékpapírjainak értékesítésekor. Így a *due diligence* vizsgálat kapcsán már nem csak mint az ügylet szervezői és a részvények forgalmazói működnek közre, hanem ezen túlmenően szerepvállalásukkal igazolják, hogy a kibocsátási tájékoztató tartalma megfelel a valóságnak.³⁹

Az Európai Unióban közösségi szinten az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról és a *2001/34/EK irányelv módosításáról szóló 2003/71/EK irányelv* rendezi a kibocsátási tájékoztatóval kapcsolatos felelősség kérdését. Az irányelv *6. cikkében* olvasható szabályok értelmében a tagállamok biztosítják, hogy a tájékoztatóban adott információért való felelősség az esettől függően legalább a kibocsátót vagy annak igazgatási, irányító vagy felügyeleti szerveit, az ajánlattevőt, a szabályozott piacra történő bevezetést kérő személyt, vagy adott esetben a kezest terhelje. A felelős személyeket egyértelműen azonosítani kell nevükkel és beosztásukkal, illetve jogi személyek esetén nevükkel és létesítő okirat szerinti székhelyükkel. A tájékoztatónak tartalmaznia kell e személyek azon nyilatkozatát is, miszerint legjobb tudomásuk szerint a tájékoztatóban foglalt információk összhangban állnak a tényekkel és abból nem maradt ki olyan lényeges tény, ami várhatóan érintené annak pontosságát.⁴⁰ A tagállamok biztosítják továbbá, hogy a polgári jogi felelősségre vonatkozó törvényeik, rendeleteik és közigazgatási rendelkezéseik a tájékoztatóban adott információért felelős személyekre is vonatkozzanak. Az Európai Unió tagállamai szintén biztosítják, hogy senkit ne terhelhessen polgári jogi felelősség kizárólag a kibocsátási tájékoztató összefoglalója alapján, beleértve annak bármely fordítását, kivéve, ha az félrevezető, pontatlan vagy nem áll összhangban a tájékoztató más részeivel.⁴¹

Az Európai Unióban így közösségi szinten biztosítva van a nem megfelelő közzétételért való felelősség érvényesítésének lehetősége a magánszemélyek részére. Ez a felügyeletiek által képviselt közjogi kontroll mellett ösztönzőleg hathat a szabályozás követésére. Ellentétes irányba mutat ugyanakkor, hogy az Unióban a polgári jogi felelősség rendszere tagállamonként különböző, tekintve mind a felelősség alapját (szándékosság vagy gondatlanság), az okozatosság szerepét, a jogorvoslat alapját (törvényi jog vagy *common law* természetű szabályozások) és a keresetindításra jogosult személyek körét. Ez a sokszínűség egyfelől kockázatot jelent a kibocsátók számára egy több európai államot érintő részvénykibocsátás esetén. Ez ahhoz vezethet, hogy a különböző szabályozásoknak való megfelelés érdekében (és a lehetséges jogi kockázatok elkerülése végett) a kibocsátási tájékoztatók egyre részletesebbé válnak, és így egyre kevésbé lesznek hasznosak a kisbefektetők számára. Másfelől a gyakorlatban a magánjogi felelősségen alapuló keresetek ritkák, köszönhetően a befektetési kultúra (és részvényesi demokrácia) hiányosságainak és a csoportos keresetindítási lehetőség korlátozott jelenlétének. Ezért kevés kockázatot jelent a kibocsátási tájékoztatók tartalmával kapcsolatos polgári jogi felelősség harmonizálásának elmaradása⁴² a kibocsátók számára.⁴³

³⁸ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 108. old.

³⁹ Lásd SJOSTROM, William K. Jr., *Going Public Through an Internet Direct Public Offering: A Sensible Alternative for Small Companies?*, Florida Law Review (2001/3) 537. old.

⁴⁰ 2003/71/EK irányelv 6. cikk (1)

⁴¹ 2003/71/EK irányelv 6. cikk (2)

⁴² Ezt kimondottan tartalmazza a 2003/71/EK irányelv 25. cikk (1) bekezdése, mikor kimondja, hogy a tagállamok büntetőjogi szankciók kiszabására vonatkozó joguk és polgári jogi felelősségi rendszerük sérelme nélkül, nemzeti jogszabályaikkal összhangban biztosítják, hogy a felelős személyekkel szemben megfelelő közigazgatási intézkedéseket lehessen hozni vagy közigazgatási szankciókat lehessen alkalmazni, amennyiben az ezen irányelv végrehajtása során elfogadott rendelkezéseket nem tartják be. A tagállamok biztosítják, hogy ezen intézkedések hatékonyak, arányosak és visszatartó hatásúak legyenek.

Magyarországon a tőkepiaci törvény szintén rendezi a kibocsátási tájékoztató tartalmából eredő felelősséget. E szerint az értékpapír tulajdonosának a tájékoztató félrevezető tartalmával és az információ elhallgatásával okozott kár megtérítéséért a kibocsátó, a forgalmazó (forgalmazási konzorcium esetében a vezető forgalmazó), az értékpapírban foglalt jogokért kezességet (garanciát) vállaló személy, az ajánlattevő vagy az értékpapír szabályozott piacra történő bevezetését kezdeményező személy felel. A tájékoztatóban pontosan, egyértelműen azonosítható módon meg kell jelölni annak a személynek a nevét (megnevezését), a forgalomba hozatalban betöltött szerepét, valamint lakcímét (székhelyét), aki a tájékoztató vagy annak valamely részének tartalmáért felel. A tájékoztatóban foglalt minden információra, illetőleg az információ hiányára is ki kell terjednie valamely személy felelősségvállalásának.⁴⁴ A tájékoztatót valamennyi felelős személy köteles külön aláírt felelősségvállaló nyilatkozattal ellátni. A nyilatkozatnak tartalmaznia kell, hogy a tájékoztató a valóságnak megfelelő adatokat és állításokat tartalmaz, illetve hogy nem hallgat el olyan tényeket és információkat, amelyek az értékpapír, valamint a kibocsátó és az értékpapírban foglalt kötelezettségért kezességet (garanciát) vállaló személy helyzetének megítélése szempontjából jelentőséggel rendelkeznek.⁴⁵ E személyeket a tájékoztató, illetőleg a hirdetés közzétételétől számított öt évig terheli a felelősség, mely érvényesen nem zárható ki és nem korlátozható.⁴⁶ Szükséges azonban kiemelni, hogy felelősség nem állapítható meg a hazai szabályozás alapján sem kizárólag a kibocsátási tájékoztató részét képező összefoglaló alapján (ideértve annak bármely nyelvre lefordított változatát is). Kivételt képez ez alól, ha az összefoglaló félrevezető, pontatlan vagy a tájékoztatóban foglalt információk nem megfelelő információt tartalmaz.⁴⁷ A szabályozás elemzése alapján megállapítható, hogy hazánkban – a korábbi szabályozástól eltérően – a kibocsátók és a közreműködők felelőssége a tőkepiaci törvény szerint nem egyetemleges, hanem megállapodásuktól függő. A törvény értelmében azonban minden információért (illetve azok hiányaért) is kell valakinek vállalnia a felelősséget. Ha azonban a kibocsátók és a közreműködők felelőssége nem egyetemleges, akkor a tőkepiaci törvény 38. § (4) bekezdése alapján a befektetők szempontjából az értékpapír forgalomba hozatala a szokásostól eltérő kockázatúnak minősül. Ekkor a Felügyelet kötelezi a forgalmazót és a kibocsátót, az ajánlattevőt, vagy az értékpapír szabályozott piacra történő bevezetését kezdeményező személyt, hogy e tény a kibocsátási tájékoztató elején, valamint kereskedelmi kommunikációjában feltűnő módon tüntesse fel.⁴⁸

Az Egyesült Államokban hasonló felelősséget állapítanak meg az 1933-as *Securities Act* rendelkezései.⁴⁹ Ennek 11. szakasza kimondja, hogy a kibocsátó és bármely más olyan szakember, aki részt vett a részvénykibocsátásban (beleértve a forgalmazót is), felelős⁵⁰ a bejegyzési nyilatkozatban (az Egyesült Államokban a kibocsátási tájékoztatónak ez az elnevezése) található bármely lényeges tényre vonatkozó téves állításért vagy annak

⁴³ Lásd MOLONEY, Niamh, *EC Securities Regulation* (Oxford University Press, Oxford, 2008) 164-166. old.

⁴⁴ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 29. § (1)

⁴⁵ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 29. § (2)

⁴⁶ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 30. §

⁴⁷ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 29. § (3)

⁴⁸ Lásd TOMORI, Erika, *Értékpapírijog és a tőkepiac szabályozása* (Közép-európai Brókerképző Alapítvány, Budapest, 2008) 176-177. old.

⁴⁹ Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, University of Pennsylvania Law Review (2007/május) 1194-1195. old.

⁵⁰ Lásd BAUMGART, Kari Millan, *Lights, Camera, Capital: Considerations in Taking a Film Company Public*, Duquesne Business Law Journal (2004/tavaszi) 190. old.

elhallgatásáért.⁵¹ Az Egyesült Államokban a jegyzésvezető (*underwriter*) ugyanis úgy tudja elkerülni a részvényjegyzők irányában fennálló felelősségét, ha megfelelő vizsgálatot (*reasonable investigation*) folytat le⁵² a közzeendő dokumentumokban található, lényeges tényekre vonatkozóan (hogyan kiszűrje az esetleges téves állításokat, vagy a tények elhallgatását).⁵³ A felelősséget elkerülheti azzal is, hogy – ha nem ért egyet a bejegyzési nyilatkozatban foglalt információkkal – megtagadja a tranzakció folytatásában való közreműködést.⁵⁴

Amíg viszont a részvény árfolyama a jegyzési ár fölött marad, a felelősség kérdése nem merülhet fel, mivel nem érte kár a befektetőt. Így az árfolyam-stabilizáció a prospektusfelelősség kivédésének eszköze is lehet.⁵⁵

V. A *Greenshoe*-opció

A *Greenshoe*-opció, a meghirdetett mennyiségen felüli értékpapírok eredeti árfolyamon történő vásárlását biztosító opció. A stabil piac érdekében a vezető forgalmazó gyakran túlallokálja a részvényeket (vagyis több részvényt értékesít, mint ami valójában a tranzakció során rendelkezésre áll és meghirdetésre került) a befektetők számára. Ezáltal *short pozíciót*⁵⁶ vesz fel a piacon⁵⁷, mivel olyan részvényeket értékesít, amelyekkel nem is rendelkezik. Az ehhez szükséges értékpapírokat általában úgy biztosítja, hogy részvénykölcsön-szerződést köt a vállalat részvényeseivel, illetve opciós jogot szerez a papírokra. Azért hogy biztosítsák a vezető forgalmazó és a konzorcium számára a maximális rugalmasságot a másodlagos piaci árfolyam-stabilizációhoz, elterjedt, hogy a kibocsátó opciós jogot ad a konzorciumnak részvények megszerzésére. Ezt nevezzük tehát *greenshoe*-opciónak. Az elnevezés a „*The Green Shoe Manufacturing Company of Lexington*” cipőgyár nevéből származik, melynek 1963 februárjában lezajlott részvénykibocsátása úttörő volt az említett vonatkozásban. A megoldás akkor került először alkalmazásra, és lehetővé teszi a forgalmazási konzorcium számára, hogy további részvényeket szerezzen meg (általában a kibocsátás 10, maximum 15%-ának megfelelő mértékben)⁵⁸ a kibocsátótól, vagy egy már jelenlévő részvényesétől a tranzakciót követő meghatározott időszakon (általában 30 napon) belül a jegyzés során alkalmazott áron és feltételek mellett. Ha az árfolyam emelkedik az adott időszakon belül, a vezető forgalmazó gyakorolja a *greenshoe*-opciót, megveszi a részvényeket jegyzési áron és zárja pozícióját. Ha gyengül az árfolyam, akkor a *greenshoe*-opciót nem gyakorolják, és a vezető

⁵¹ Securities Act of 1933 Section 11. (a) Elérhető: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

⁵² Lásd SHER, Noam, *Negligence Versus Strict Liability: The Case of Underwriter Liability of IPO's*, DePaul Business & Commercial Law Journal (2006/3) 493. old.

⁵³ Securities Act of 1933 Section 11. (b) Elérhető: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

⁵⁴ 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) 584. old., Securities Act of 1933 Section 11. (b) Elérhető: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

⁵⁵ Lásd SHAYNE, Jonathan A., SODERQUIST, Larry D., *Inefficiency in the Market of Initial Public Offerings*, Vanderbilt Law Review (1995/4) 980. old.; DRAHO, Jason, *The IPO Decision – Why and How Companies Go Public* (Edward Elgar Publishing, Northampton, 2005) 255. old.

⁵⁶ Lásd a 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 5. § (1) 112. pontját. Ez alapján *rövid pozíció*: minden olyan pozíció, amely esetében az érdekeltség az alapul szolgáló eszköz árváltozását tekintve, árcsökkenés hatására értéknövekedésben nyilvánul meg.

⁵⁷ Lásd SHER, Noam, *Negligence Versus Strict Liability: The Case of Underwriter Liability of IPO's*, DePaul Business & Commercial Law Journal (2006/3) 479. old.

⁵⁸ Lásd RUEDA, Andres, *The Hot IPO Phenomenon and the Great Internet Bust*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law (2001/1) 32-33. old.

forgalmazó részvényeket vásárol vissza a piacról,⁵⁹ hogy így zárja *short pozícióját*. Ezzel keresletet keletkeztet, amely árfolyam-emelkedést eredményez. Ha a *greenshoe-opciót* gyakorolják, akkor az eladott részvények száma, és a tranzakció során a társaságba bevont források értéke növekszik. Így a résztvevő befektetési bankok jutaléka is emelkedik.⁶⁰

A *short pozíció* zárása során a vezető forgalmazó egy fontos időbeli problémával szembesül. Amikor az ajánlatot beárazza és a részvényeket lejegyzik, még nincs tisztában a másodlagos piac alakulásával. Nem tudhatja, hogy úgy fogja a *short pozíciót* zárni, hogy részvényeket vásárol vissza a piacról, vagy pedig úgy, hogy gyakorolja a *greenshoe-opciót*. Ugyanakkor a részvényeket el kell juttatnia a befektetőknek a tranzakció zárásáig. Hogy megoldja ezt a problémát, itt kap szerepet az opciós megállapodáson túlmenően a korábban már említett részvénykölcsön-szerződés. A vezető forgalmazó ugyanis hogy eljuttathassa a befektetőknek a papírokat, gyakran kölcsönvesz részvényeket a kibocsátótól vagy már meglévő részvényeseitől. Ezt a későbbiekben visszaadhatja akár a másodlagos piacon megvásárolt részvényekből,⁶¹ akár a *greenshoe-opció* gyakorlásával. Egyes esetekben – általában másodlagos részvénykibocsátások során – a konzorcium fedezetlen *short pozíciót* vesz fel. Ebben az esetben a vezető forgalmazó úgy értékesít több részvényt, mint ami a rendelkezésére áll, hogy közben nem veszi igénybe a *greenshoe-opciót*.⁶²

Magyarországon a részvénykölcsön-szerződés (értékpapírkölcsön-szerződés) esetében, ha a kölcsönbe vevő az értékpapír-kölcsönzésre vonatkozó szerződésben vállalt esedékességkor az értékpapírt visszaszolgáltathatni nem tudja, akkor a kölcsönbe adó részére fizetendő pénzbeli kártérítés legkisebb összegeként a kölcsönbe adás, illetőleg az esedékesség napjának árfolyamai közül a magasabbat kell figyelembe venni.⁶³

A *greenshoe-opció* növeli a befektetői bizalmat és segít maximalizálni az ajánlatból származó bevételeket.

VI. Az árfolyam-stabilizáció jogi szabályozása

Tekintetbe véve, hogy a kezdeti nyilvános részvénykibocsátások túlárazottnak tekinthetők hosszú távon (és ennek alapján magasabb áron értékesítik őket valós piaci értéküknél), a stabilizáció nem teljesen ártalmatlan gyakorlat. Éppen ezért e tevékenységre szigorú szabályok vonatkoznak.

Az Európai Unióban a bennfentes kereskedelemről és piaci manipulációról szóló 2003/6/EK irányelv célja a bennfentes kereskedelem és a piaci manipuláció formájában megvalósuló piaci visszaélés megelőzése. Rendelkezései értelmében a tagállamok mindenkinek kötelesek megtiltani a piaci manipulációt.⁶⁴

Ez alól azonban kivételeket fogalmaz meg a Bizottság 2273/2003/EK rendelete.⁶⁵ A 2003/6/EK irányelv 8. cikkének értelmében ugyanis az irányelvben meghatározott tilalmak nem alkalmazhatók a részvény-visszavásárlási programok keretében bonyolított, saját részvényekre vonatkozó ügyletekre, sem a pénzügyi eszközök stabilizálására, feltéve, hogy

⁵⁹ Lásd SHER, Noam, *Underwriter's Civil Liability for IPO's: An Economic Analysis*, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law (2006/2) 445. old.

⁶⁰ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 205-206. old.

⁶¹ Lásd SHER, Noam, *Underwriter's Civil Liability for IPO's: An Economic Analysis*, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law (2006/2) 445. old.

⁶² Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 207. old.

⁶³ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 169. §

⁶⁴ 2003/6/EK irányelv 5. cikk

⁶⁵ 2273/2003/EK rendelet (2003. december 22.) a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a visszavásárlási programokra vonatkozó mentességek és a pénzügyi eszközök stabilizálása tekintetében történő végrehajtásáról

az ilyen ügyleteket az irányelv 17. cikk (2) bekezdésében megállapított eljárásnak megfelelően elfogadott végrehajtási intézkedésekkel összhangban hajtják végre.

A rendelettel előírt mentességek azonban csak a visszavásárlási és stabilizálási tevékenységek céljához közvetlenül kapcsolódó magatartásra vonatkoznak. A visszavásárlási és stabilizálási tevékenységek céljához közvetlenül nem kapcsolódó magatartást ezért úgy kell tekinteni, mint minden más olyan tevékenységet, amely a 2003/6/EK irányelv hatálya alá tartozik és amely közigazgatási intézkedések vagy szankciók tárgya lehet, ha az illetékes hatóság megállapítja, hogy a kérdéses tevékenység piaci visszaélést valósít meg.

A 2273/2003/EK rendelet értelmében stabilizáció az érintett értékpapírok⁶⁶ bármilyen vásárlása vagy vásárlására vonatkozó ajánlattétel, vagy bármilyen kapcsolódó egyenértékű eszközökkel⁶⁷ folytatott ügylet, amelyet befektetési társaságok vagy hitelintézetek végeznek az ilyen érintett értékpapírok jelentős összegű kibocsátásával⁶⁸ összefüggésben, kizárólag az ilyen érintett értékpapírok piaci árfolyamának védelme céljából, előre meghatározott időtartam alatt, az ilyen értékpapírokra nehezedő eladási nyomás miatt.⁶⁹

Az Európai Unióban stabilizáció kizárólag korlátozott időtartamban végezhető.⁷⁰ Részvények és más, részvényekkel egyenértékű értékpapírok tekintetében ez az időszak a nyilvánosan meghirdetett első kibocsátás esetén az érintett értékpapírokkal a szabályozott piacon történő kereskedés megkezdésének napján kezdődik, és legkésőbb 30 naptári nappal ezután ér véget.⁷¹

Amikor a nyilvános kibocsátás olyan tagállamban történik, amely engedélyezi a kereskedést a szabályozott piacon történő kibocsátás kezdete előtt, akkor a fent említett időszak az érintett értékpapírok végleges árfolyama megfelelő közzétételének napján kezdődik, és legkésőbb ezután 30 naptári nappal ér véget. Ennek feltétele, hogy az ilyen kereskedést annak a szabályozott piacnak az esetleges szabályai szerint hajtják végre, amelyen az érintett értékpapírok forgalomba hozatalát engedélyezik, ideértve a közzétételre és a kereskedésről szóló beszámolásra vonatkozó szabályokat is.⁷²

A stabilizáció vonatkozásában a kibocsátóknak, az ajánlattevőknek vagy az ilyen személyek nevében vagy tőlük függetlenül stabilizációt végző szervezeteknek a kibocsátási

⁶⁶ A 2273/2003/EK rendelet 2. cikk (6) bekezdése értelmében érintett értékpapírok az értékpapír-befektetési szolgáltatásról szóló 93/22/EGK irányelvben meghatározott átruházható értékpapírok, amelyeknek a szabályozott piaci bevezetését engedélyezték, vagy amelyeknek az ilyen piaci forgalmazására vonatkozóan engedélykérelmet nyújtottak be, és amelyek jelentős összegű kibocsátás tárgyai.

⁶⁷ Kapcsolódó egyenértékű eszköznek kell tekinteni a 2273/2003/EK rendelet 2. cikk (8) bekezdése értelmében a következő eszközöket (beleértve azokat is, amelyeknek a szabályozott piaci forgalomba hozatalát nem engedélyezték, vagy amelyeknek az ilyen piaci forgalomba hozatalára irányuló kérelmet nem nyújtottak be, feltéve hogy az érintett illetékes hatóságok jóváhagyták az ilyen pénzügyi eszközökkel folytatott ügyletekre vonatkozó átláthatósági követelményeket): az érintett értékpapírok jegyzésére, megszerzésére vagy elidegenítésére vonatkozó szerződések vagy jogok; az érintett értékpapírokra épülő származtatott pénzügyi eszközök; amikor az érintett értékpapírok átváltható vagy cserélhető, hitelviszonyt megtestesítő eszközök, azok az értékpapírok, amelyekre az ilyen átváltható vagy cserélhető hitelviszonyt megtestesítő eszközöket esetlegesen átváltják vagy cserélik; az érintett értékpapírok kibocsátója vagy kezeze által kibocsátott vagy garantált eszközök, amelyeknek a piaci árfolyama várhatóan lényegesen befolyásolja az érintett értékpapírok piaci árfolyamát, vagy fordítva; amikor az érintett értékpapírok részvényekkel egyenértékű értékpapírok, az ilyen értékpapírok által képviselt részvények (és bármilyen más, az ilyen részvényekkel egyenértékű értékpapír).

⁶⁸ A 2273/2003/EK rendelet 2. cikk (9) bekezdése értelmében jelentős összegű kibocsátás az érintett értékpapírok nyilvánosan bejelentett első vagy másodlagos kibocsátása, amely mind az értékesítésre felkínált értékpapírok értékében, mind pedig az alkalmazott értékesítési módszerekben eltér a szokásos kereskedéstől.

⁶⁹ 2273/2003/EK rendelet 2. cikk (7)

⁷⁰ 2273/2003/EK rendelet 8. cikk (1)

⁷¹ 2273/2003/EK rendelet 8. cikk (2)

⁷² 2273/2003/EK rendelet 8. cikk (2)

tájékoztatóban kell információt közzétenni az értékpapírok kibocsátási időszakának megnyílása előtt. Minden stabilizációs ügyletet, illetve az arra vonatkozó megbízást kötelesek nyilvántartásba venni.⁷³ A stabilizációs időszak végétől számított egy héten belül pedig a következő információkat kötelesek megfelelően közzétenni: azt a tényt, hogy történt-e stabilizáció vagy nem; a stabilizáció kezdetének napját; azt az időpontot, amikor stabilizációra utoljára sor került; azt az árfolyam-intervallumot, amelyen belül stabilizációra került sor, minden olyan napra vonatkozóan, amelyen stabilizációs ügyletet végeztek.⁷⁴

Részvények vagy részvényekkel egyenértékű más értékpapírok kibocsátása esetén az érintett értékpapírok stabilizációja semmilyen körülmények között sem hajtható végre a kibocsátási árfolyam fölötti árfolyamon.⁷⁵ Ahhoz továbbá, hogy a stabilizáció a rendelet értelmében mentesüljön a bennfentes kereskedelemről és piaci manipuláció tilalmáról szóló irányelv hatálya alól, egyéb követelményeket is szükséges betartani. Így az érintett értékpapírokból a meghirdetett mennyiség túllépésére kizárólag a jegyzési időszakban és csak a kibocsátási árfolyamon kerülhet sor.⁷⁶ Az a pozíció, amely a meghirdetett mennyiségen felüli értékpapírok eredeti árfolyamon történő vásárlási opciójával (*greenshoe-option*) nem fedezett befektetési társaságnál vagy hitelintézetnél a meghirdetett mennyiség túllépéséből adódik, nem haladhatja meg az eredeti kibocsátás 5 %-át.⁷⁷ A részvények eredeti árfolyamon történő megvásárlására vonatkozó opciót a jogosultak csak akkor gyakorolhatják, ha az érintett értékpapírokból nagyobb mennyiséget értékesítettek, mint amennyit meghirdettek.⁷⁸ Az opció nem haladhatja meg az eredeti kibocsátás 15 %-át (így az Európai Unióban a *greenshoe-opció* maximális nagysága a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során kibocsátott papírok 15%-a lehet).⁷⁹ A további részvények eredeti árfolyamon történő megvásárlására vonatkozó opció gyakorlása időtartamának meg kell egyeznie a 2273/2003/EK rendelet 8. cikkében előírt stabilizációs időszakokkal.⁸⁰ Az opció gyakorlásának részleteit azonnal közzé kell tenni a megfelelő részletekkel együtt, ideértve különösen az opció gyakorlásának időpontját és az érintett értékpapírok számát és jellegét.⁸¹

Hatályos magyar tőkepiaci törvényünk a 202. §-ában szabályozza a piacbefolyásolást. Ennek alapján piacbefolyásolásnak minősül olyan ügylet kötése vagy ügylet kötésére megbízásadás, amely hamis vagy félrevezető jelzéseket ad vagy adhat az adott pénzügyi eszköz keresleti vagy kínálati viszonyairól, árfolyamáról.⁸² Szintén ide tartozik az olyan ügylet kötése vagy ügylet kötésére való megbízásadás, amely az adott pénzügyi eszköz árfolyamát mesterséges vagy rendellenes szinten rögzíti.⁸³ Piacbefolyásolásnak minősül továbbá az olyan ügylet kötése vagy ügylet kötésére adott megbízás, amely színlelt, illetve amelyben bármilyen más formájú megtévesztéshez, manipulációhoz folyamodnak.⁸⁴ Ide sorolható még a megalapozatlan, félrevezető, hamis információ közlése, híresztelése, nyilvánosságra hozása vagy nyilvános közlése, feltéve, hogy az információt terjesztő

⁷³ 2273/2003/EK rendelet 8. cikk (4)

⁷⁴ 2273/2003/EK rendelet 8. cikk (3)

⁷⁵ 2273/2003/EK rendelet 10. cikk (1)

⁷⁶ 2273/2003/EK rendelet 11. cikk a)

⁷⁷ 2273/2003/EK rendelet 11. cikk b)

⁷⁸ 2273/2003/EK rendelet 11. cikk c)

⁷⁹ 2273/2003/EK rendelet 11. cikk d)

⁸⁰ 2273/2003/EK rendelet 11. cikk e)

⁸¹ 2273/2003/EK rendelet 11. cikk f)

⁸² 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 202. § a)

⁸³ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 202. § b)

⁸⁴ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 202. § c)

személy az információ hamis vagy félrevezető mivoltának tudatában van vagy az adott helyzetben elvárható gondossággal eljárva tudatában kellett volna lennie.⁸⁵

A hazai szabályozás ugyanakkor a piacbefolyásolás tilalma alóli kivételek között nevesíti, hogy nem minősül bennfentes kereskedelemnek és piacbefolyásolásnak a részvény-visszavásárlási program keretében történő ügyletkötés, és a pénzügyi eszközök árfolyamának stabilizálása érdekében kötött ügylet, ha azt a Bizottság 2273/2003/EK rendeletében szabályozott – fent ismertetett – módon hajtják végre.⁸⁶

Az árfolyam-stabilizációs tevékenység megfelelő transzparenciájának biztosítása érdekében (ha a kibocsátó vagy az eladni kívánó részvényes túljegyzési opciót biztosított, illetve egyébként javasolt, hogy az ajánlattétel keretén belül árstabilizáló intézkedések legyenek hozhatók) a 809/2004/EK rendelet értelmében a részvény-értékpapírjegyzékben szükséges közzétenni azt a tényt, hogy stabilizációs intézkedések bevezethetők, de azok nem tekinthetők biztosnak és bármikor megszüntethetők. Szintén be kell mutatni a stabilizációs időszak lehetséges kezdetét és végét, illetve a stabilizációs intézkedésekért felelős személyeket minden egyes joghatóságra (kivéve, ha a közzététel időpontjában nem ismertek). A befektetők számára közölni kell, hogy a stabilizációs ügyletek következtében az egyébként várhatónál magasabbak lehetnek a piaci árak.⁸⁷

VII. Következtetések

Annak tükrében, amit az árfolyam-stabilizációról fent megtudtunk, megállapíthatjuk, hogy a nyilvános részvénykibocsátás során a gazdasági vonatkozásai igen jelentősek, emiatt indokolt rendszeres és hatékony alkalmazása. Másfelől fontos, hogy az alapját képező tőkepiaci műveletek megfelelő keretek között menjenek végbe, különös tekintettel a törvényesség szempontjára.

A befektetői érdekek az árfolyam-stabilizáció végrehajtásával egyidejűleg nem sérülhetnek, hiszen ez a későbbiekben az érintett részvény árfolyamát csökkenthetné és a piac iránti általános bizalmat is csökkenthetné. Ezzel együtt a folyamatok méréséből levonható következtetések (kezdeti alulárázottság és hosszú távú túlárázottság) csak szisztematikus tendenciák statisztikai eszközökkel történő mérésére szolgálnak és nem tekinthetők pontos indikátornak konkrét értékpapírok árfolyamprognózisa esetén, hiszen ebben az esetben más tényezők nagyobb hatást fejthetnek ki (például ágazati turbulencia).

Summa summarum, e tanulmány tárgyát képező elemzés célja, hogy kimutassa a helyes arányok és keretek lényeges szerepét, melyeket az értékpapír-árfolyamokat befolyásoló piaci ügyletek alkalmazása szempontjából kiemelten fontosnak tartunk. Megsértésüket részlegesen összefüggésbe hozhatjuk az ezredfordulót követő nagy tőkepiaci krízisek kiindulásával. Az árfolyam stabilizálásra irányuló bármilyen ügylettípus csak megfelelően szabályozott piacon megfelelő transzparencia mellett lehet sikeres és hosszú távon csak ésszerű célokat valósíthat meg.

⁸⁵ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 202. § d)

⁸⁶ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 203. § (3)

⁸⁷ 809/2004/EK rendelet III. Melléklet 6.5.

