

RENNER CSILLA*:

A jegyzési elsőbbségi jog biztosításának előnyei és hátrányai

A jegyzési elsőbbségi jog témaköre talán egyszerűnek tűnhet, alkalmazása ugyanakkor alapos mérlegelést igényel mind a társaság vezetése, mind a jogosultak részéről. A jogszabályok szűkszavú rendelkezéseire is tekintettel érdemes megvizsgálni, milyen előnyök, illetve hátrányok származhatnak belőle, milyen tájékoztatási kötelezettség terheli általa a társaságot vagy mit jelent a felhígulás kockázata és milyen esetben tudja azt csökkenteni ezen jog biztosítása.

A Polgári Törvénykönyv (Ptk.) rendelkezése szerint az alaptőke pénzbeli hozzájárulás ellenében történő felemelése esetén a részvényesek, valamint az átváltoztatható, illetve jegyzési jogot biztosító kötvények tulajdonosai a részvények átvételére elsőbbségi joggal rendelkeznek. Az elsőbbségi jog gyakorlására jogosultak sorrendjét és a rendelkezésre álló időtartamot – amely nem lehet kevesebb tizenöt napnál – az alapszabályban kell szabályozni. A megszerezhető részvények névértékéről, illetve kibocsátási értékéről, a jog érvényesítésére nyitva álló időszak kezdő- és záró napjáról és a jog gyakorlásának módjáról a részvénytársaság köteles – az alapszabályban meghatározott módon – tájékoztatni a részvényeseket. De mire is szolgál ez a rendelkezés?

A felhígulás kockázata

A szakmai zsargonban felhígulásnak nevezett jelenség új részvények kibocsátásához kapcsolódik. A részvénytársaság már meglévő tulajdonosai számára kockázatot jelenthet, ha a korábban kibocsátott részvények mennyiségéhez képest a saját tulajdoni részesedésük mértéke lecsökken. Ez olyan, a befektetőt kedvezőtlenül érintő következményekkel járhat, mint az osztalékból kapott részesedés és a befolyás mértékének csökkenése.

Az elővásárlási jogok segítségével a részvénytulajdonosok megvédhetik érdekeiket, megakadályozva részesedésük akaratlan felhígulását. Lényegében lehetőségük nyílik tulajdoni hányaduk mértékének fenntartására.

Új részvények forgalomba hozatala esetén – szintén a fentebb írt okok miatt – az átváltoztatható, illetve jegyzési jogot biztosító kötvények tulajdonosai is élhetnek jegyzési elsőbbségi jogukkal.

Zártkörű forgalomba hozatal vs. nyilvános ajánlattétel

Mivel a jogszabály nem tesz különbséget, így a jegyzési elsőbbségi jog nyilvános ajánlattétel és zártkörű forgalomba hozatal esetén is megilleti a részvényeseket, illetve az átváltoztatható és a jegyzési jogot biztosító kötvények tulajdonosait.

Az új részvények zártkörű forgalomba hozatalával történő alaptőke-emelést elrendelő közgyűlési határozatban meg kell jelölni azokat – az előzetesen kötelezettségvállaló nyilatkozatot tett – személyeket, akiket a közgyűlés feljogosít a részvények átvételére azzal a feltétellel, hogy az arra jogosultak jegyzési elsőbbségükkel nem élnek. Emellett meg kell határozni az egyes személyek által átvehető részvények számát is. Tehát a kötelezettségvállaló nyilatkozatot tett befektető csak abban az esetben juthat hozzá az új részvényekhez, ha a jegyzési elsőbbségi joggal rendelkező részvény- vagy kötvénytulajdonosok azokat előzetesen nem jegyzik le.

A Ptk. fentiekben bemutatott rendelkezése még zártkörű forgalomba hozatalt említ, amely a tőkepiacról szóló törvény fogalomrendszerében 2019 decembere óta tartalmi változáson esett át. A rendelkezés megalkotásakor a jogalkotói szándék a zártkörű forgalomba hozatalnak a korábban hatályos szabályrendszer szerint meghatározott eseteire történő vonatkoztatása volt, amely esetek az uniós Prospektus rendelet (EU 2017/1129 rendelet) időközben hatályba lépett rendelkezései szerint jelenleg leginkább a tájékoztató készítés alól mentességet élvező esetköröknek feleltethetők meg.

Új részvények nyilvános ajánlattétele esetén a társaság – nem ismerve pontosan a tényleges keresletet – a felajánlott részvények magasabb darabszámának meghatározására törekedhet, ezzel biztosítva a lehető legtöbb új tőke bevonását. Ebben az esetben az elsőbbségi jogok gyakorlása nem feltétlenül okoz tényleges előnyt az arra jogosultak számára, hiszen ugyanolyan feltételekkel tudnak részt venni a jegyzésben, mint akárki más. Emiatt a jegyzési elsőbbségi jog kizárása nem biztos, hogy sérti a meglévő tulajdonosok érdekeit.

Akkor jelenthet viszont valódi kedvezményt gyakorlója számára, ha a felajánlott részvények darabszáma jelentősen limitált. Ebben az esetben kisebbségi érdekeket védhet a felhígulás kockázatának mérséklésével vagy akár annak megakadályozása által, hogy a többségi részvényesek maguknak alacsonyabb árfolyamon több részvényt juttathassanak. Utóbbihoz ugyanakkor az is szükséges, hogy a többségi részvényesek ne tudják befolyásuk által ezen jog gyakorlását eleve kizárni.

A tőkebevonás saját befektetői körben történő megvalósítása ugyanakkor a társaság érdekeit is szolgálhatja, így a jegyzési elsőbbségi joggal rendelkezők számára – a névértéket meghaladó, a tőzsdei árfolyamnál azonban alacsonyabb mértékű – diszkont árfolyamon is biztosíthatják az új részvények jegyzését.

Diszkont ár biztosítása az elsőbbségi jegyzés során

A társaság jellemzői és a piaci hangulat egyaránt meghatározza, hogy a menedzsment a kibocsátás, illetve a jegyzési elsőbbségi jog biztosítása során diszkont ár alkalmazása mellett dönt-e. Ennek meghatározása önmagában is – valamint a kiváltott piaci reakciók által is – kedvezőtlenül hathat az értékpapír árfolyamára. Így bár a jegyzési elsőbbségi joggal rendelkezők ekkor alacsonyabb áron juthatnak új részvényhez, az árfolyamra gyakorolt hatás számukra is hátrányos lehet. A meglévő részvényesek a jegyzési elsőbbségi jog megnyílását – a várható felhígulás és a vételi nyomás miatt – eleve negatív eseményként élhetik meg. A diszkont ár biztosítása amellett, hogy kedvező feltételeket teremt a jegyzéshez, tovább fokozza a vételi nyomást azáltal, hogy – esetleges árfolyamcsökkenést kiváltó hatása miatt – kizárólag kedvezőtlenül érinti azon részvényest, aki jegyzési elsőbbségi jogával nem él. A társaság vezetői az árfolyamra gyakorolt negatív hatása ellenére dönthetnek emellett abból a megfontolásból, hogy az engedményekből fakadó eredmény kompenzálni képes a negatív piaci reakciókat.

Részvényesek tájékoztatása és tájékoztató készítési kötelezettség

A jogosultak számára előnyt jelent, hogy a jegyzési elsőbbség biztosítása kapcsán – az alapszabályban meghatározottak szerint – biztosan értesülnek a társaság részesedésében és befektetőiben bekövetkező változásokról.

Emellett nyilvános ajánlattétel esetén – néhány jogszabályi kivétellel – a tájékoztató engedélyeztetésének és közzétételének kötelezettsége is terheli a kibocsátót. A vonatkozó európai uniós szabályozás a 'nyilvános ajánlattétel' fogalmát rendkívül tágan határozta meg, abba beletartozik a személyeknek szóló közlés bármilyen formában és bármilyen eszközzel, amely elegendő információt ad az ajánlattétel feltételeiről és a felajánlott értékpapírokról ahhoz, hogy lehetővé tegye a befektetőknek az értékpapírok megvásárlására vagy jegyzésére vonatkozó döntés meghozatalát.

A fentiek szerint a jegyzési elsőbbségi jog biztosítása céljából történő felajánlás is nyilvános ajánlattételnek minősülhet és amennyiben a konkrét esetben ténylegesen is annak minősül, úgy a kibocsátó pusztán a jegyzési elsőbbségi jog biztosítására hivatkozással nem mentesül automatikusan a tájékoztató készítési kötelezettség alól. Azonban ez esetben sem kell tájékoztatót készíteni a közzététel alól felmentést adó jogszabályi feltételek teljesülése esetén. Ilyen körülmény lehet például, ha a felajánlás százötvennél kevesebb lakossági befektető számára történik, ha a részvény névértéke legalább százezer euró vagy ha kizárólag minősített befektetők vehetnek részt a jegyzésben. További tájékoztató közzétételi kötelezettség terheli a részvénytársaságot részvényei szabályozott piacra történő bevezetése kapcsán is, amely esetben a Prospektus rendelet szintén megfogalmaz mentesítő körülményeket.

A jegyzési elsőbbségi jog biztosítása céljából történő felajánlás nem tartozik automatikusan a tájékoztató közzététele alól – a Prospektus rendelet által meghatározott – mentesítő körülmények közé.

A jegyzési elsőbbségi jogok hátrányai

A társaság működése során szükségessé válhat külső források bevonása. A potenciális befektetőket ugyanakkor elrettentheti annak lehetősége, hogy az értékesítés megghiúsul a részvényesek védelmére tekintettel, miközben nekik már időt és erőforrást kell fordítaniuk a részesedés vásárlásával kapcsolatos tárgyalásokra is. Negatív üzenete lehet ugyanakkor annak is, ha a társaság meglévő részvényesei lemondanak jegyzési elsőbbségi jogukról, mivel ők az általános feltételezések szerint naprakészebben ismerik a társaság működését, mint a kívülállók. A fentiekben bemutatott kedvezőtlen hatások is azt mutatják, hogy az elsőbbségi jogok biztosítása a társaság befektetési lehetőségeinek szűküléséhez vezethet. Összességében tehát a befektetők és a társaság vezetésének közös érdeke e jogok kizárásával kapcsolatos – az adott szituációban megfelelő – döntés meghozatala.

Szintén nehézséget okozhat a társaság számára, ha kizárólag a jegyzési elsőbbségi jog biztosításából fakadóan terheli tájékoztató közzétételi kötelezettség. Az ezzel járó idő- és költségráfordítás mellett érdekes körülmény merülhet fel a zártkörűen működő részvénytársaságok esetén. A Ptk. szerint ezen társaságok részvényei – a részvénytársaság működési formájának megváltoztatásához kapcsolódó forgalomba hozatalt kivéve – olyan módon hozhatók forgalomba, ami a tőkepiacról szóló szabályok szerinti tájékoztató készítési kötelezettséget nem von maga után és nem jelent tőzsdei bevezetést sem. Előfordulhat tehát az az eset, amikor egy zártkörűen működő részvénytársaság egyetlen, a tájékoztató közzététele alól mentességet élvező esetnek sem tud megfelelni az elsőbbségi jog biztosítása céljából tett

ajánlattétel során, ugyanakkor zártkörű működési formájából fakadóan részvények ajánlattételéhez kapcsolódó tájékoztató közzétételére sem jogosult, azt csak működési formája megváltoztatásával, nyilvános részvénytársasággént tehetné meg.

Jegyzési elsőbbségi joggal a részvényesek kizárólag pénzbeli vagyoni hozzájárulás által történő tőkeemelés esetén élhetnek, nem pénzbeli vagyoni hozzájárulással (apport) történő tőkeemelés során nincs erre lehetőség. Az apport tárgyát kizárólag az apportáló tudja biztosítani, mások – így a meglévő részvényesek – részvétele a jegyzésben nem lehetséges. Ezáltal ebben az esetben a felhígulás megakadályozását célzó részvényesi érdek érvényesítésére a jegyzési elsőbbségi jog nem ad lehetőséget.

Nemzetközi kitekintés

Az Egyesült Királyságban jelentős gyakorlat és részletes szabályrendszer alakult ki a témában. Létrehoztak egy ún. Pre-Emption Groupot, amely tőzsdén jegyzett társaságokat, befektetőket és közvetítőket képviselve iránymutatásokat – alkalmazásukat folyamatosan nyomon követve – fogalmaz meg az elsőbbségi jegyzési jog kizárásával kapcsolatban. Tavalyi nyilatkozatában azt tanácsolta a befektetőknek, hogy a COVID-19 vírushelyzet okán eseti alapon mérlegeljék a 20%-os éves tőkeemelési limit lehetővé tételét a társaságok számára jegyzési elsőbbségi jog biztosítása nélkül. A tőzsdén jegyzett társaságnál alapesetben ez a korlát az alaptőke évi 5%-a, amely további 5%-kal növelhető akvizíció vagy egyéb tőkebefektetés megvalósítása céljából.

Az országban az elsőbbségi jogok nem alkalmazhatók nem pénzbeli hozzájárulás biztosítása, munkavállalói részvényprogram vagy bónusz juttatások, valamint finanszírozási nehézségekkel küzdő vállalkozások esetén.

A felelősségi szabályok is egyértelműek: az elsőbbségi jogok és az ahhoz kapcsolódó tájékoztatási szabályok megsértésével okozott károkért a kibocsátó és a jóváhagyó tisztségviselők két évig felelnek. Ha a társaság vezetői felhatalmazást kapnak tőkeemeléssel kapcsolatos döntések meghozatalára, határozati javaslatot tehetnek az elsőbbségi jegyzési jogok kizárására vonatkozóan. Ebben az esetben a körülményekről nyilatkozatot kell tenniük, amelyben többek között bemutatják javaslatuk indokait is. Az a személy, aki tudatosan vagy meggondolatlanul jóváhagyja, vagy megengedi bármely félrevezető, hamis vagy megtévesztő információ felvételét egy ilyen nyilatkozatba, bűncselekményt követ el, szabadságvesztéssel és pénzbírsággal sújtható.

Érdekesség még a hazai szabályokhoz és gyakorlathoz képest, hogy jogszabály az elsőbbségi jegyzési jogot is részvényjellegű értékpapírként (equity security) definiálja és maga a jegyzési jog is kereskedés tárgyát képezheti.

** Magyar Nemzeti Bank munkatársa*

„Szerkesztett formában megjelent a Tőzsdefórum.hu portálon 2021. július 28-án.”