

Dr. Bodnár Melinda:

Új uniós javaslatok a kkv-k tőzsdére lépésére és feltőkésítésére

Az EU Bizottság 2022 decemberében tette közzé a kis- és középvállalkozások (kkv-k) tőkepiacokhoz való hozzáféréseinek könnyítését célzó újabb javaslatcsomagját, az ún. „Listing Act”-et. A tőkepiaci unió (Capital Markets Union - CMU) kulcsfontosságú célja a finanszírozási források elérhetőbbé tétele az uniós vállalkozások, különösen a kkv szektor intézményei számára. A Bizottság felismerte, hogy a jelenlegi nyilvános jegyzési folyamat nehézkes és költséges, ezért a követelmények egyszerűsítése érdekében számos szabályozási módosítást javasol. A cél a kkv-piacok láthatóságának javítása, a kkv-k költségeinek és szabályozásból eredő terhének csökkentése, a befektetővédelem és a piac integritásának megőrzése mellett.

A Listing Act javaslatcsomag összhangban van a CMU azon alapvető céljával, amely zászlajára tűzte az uniós vállalkozások piaci alapú finanszírozási forrásokhoz való hozzáféréseinek a javítását. A bizottsági javaslatban foglaltak szerint a Listing Act kiemelt célkitűzése a vállalkozások ösztönzése a tőzsdére lépésre és a tőzsdén maradásra, mivel a nyilvános piacokon való jegyzéssel a vállalatok diverzifikálhatják befektetői bázisukat, csökkenthetik a banki finanszírozástól való függésüket, valamint könnyebben és olcsóbban férhetnek hozzá további finanszírozási forrásokhoz. A Bizottság a javaslatcsomaghoz fűzött hatásvizsgálatában kitér arra, hogy az átfogó jogszabálycsomag várhatóan évente mintegy 167 millió euró megtakarítást eredményez az adminisztratív költségek terén a kibocsátók, köztük a kkv-k számára.

A Listing Act egyrésztől három, hazánkban is közvetlenül alkalmazandó uniós rendelet, a Prospektus [rendelet](#), a Piaci visszaélésekről szóló [rendelet](#) (MAR) és a Pénzügyi eszközök piacairól szóló [rendelet](#) (MiFIR) módosítására tesz javaslatot, másrésztől magában foglalja a Pénzügyi eszközök piacairól szóló [irányelv](#) (MiFID II) módosítását, továbbá a Tőzsdei jegyzésről szóló [irányelv](#) hatályon kívül helyezését. Végezetül a Listing Act egy új irányelv megalkotására is javaslatot tesz a részvényeiket a kkv-tőkefinanszírozási piacokon történő kereskedésre bevezetni kívánó vállalatok szavazatszóbsági részvénystruktúráiról. A következőkben a Listing Act javaslatcsomag kulcsfontosságú módosításait mutatjuk be.

A Prospektus rendeletet érintő főbb módosítások

A Prospektus rendelet mentességet ad a tájékoztató közzétételére vonatkozó kötelezettség alól az ugyanazon szabályozott piacra már bevezetett értékpapírokkal helyettesíthető értékpapírok szabályozott piacra történő bevezetése esetén, feltéve, hogy az újonnan bevezetett értékpapírok egy 12 hónapos időszak alatt az ugyanarra a szabályozott piacra már bevezetett értékpapírok kevesebb, mint 20 százalékát képviselik.

Az eredeti bizottsági javaslat módosítaná ezt a szabályt annak meghatározása érdekében, hogy ez a mentesség az értékpapírra vonatkozó nyilvános ajánlattételre és az érintett értékpapírok szabályozott piacra történő bevezetésére egyaránt vonatkozzon. Ennek érdekében kiterjeszti a fenti mentességet azokra a vállalatokra is, amelyek értékpapírjait az érintett értékpapírokra vonatkozó nyilvános ajánlattételt vagy azok piaci bevezetését megelőző legalább 18 hónapban

folyamatosan forgalmazták kkv-tőkefinanszírozási piacon, és a küszöbértéket 20-ról 40 százalékra emeli. A legutóbbi svéd elnökségi javaslat azonban arra tett javaslatot, hogy a 40 százalékos küszöbérték 30 százalékra módosuljon.

A szabályozott piacra vagy kkv-tőkefinanszírozási piacra már bevezetett értékpapírokkal helyettesíthető értékpapírokat kibocsátó társaságok a javaslat értelmében nem lesznek kötelesek tájékoztatót készíteni és közzétenni. Ehelyett ezeknek a vállalatoknak egy újonnan bevezetni kívánt, rövid összefoglaló dokumentumot kell közzétenniük a nyilvánosság számára és benyújtaniuk az illetékes nemzeti hatósághoz, azaz Magyarországon az MNB-hez.

Az új mentesség azonban nem vonatkozna az olyan értékpapírok másodlagos kibocsátására, amelyek nem helyettesíthetők a kereskedésre már bevezetett értékpapírokkal. Olyan társaságok másodlagos kibocsátásaira sem, amelyek pénzügyi nehézségekkel küzdenek, vagy amelyek jelentős átalakuláson mennek keresztül. Ilyen esetekben a javaslat értelmében a kibocsátók kötelesek lesznek egy rövidített, ún. „uniós rábocsátási tájékoztatót” (*EU Follow-on prospectus*) összeállítani és közzétenni. Az új tájékoztatótípus felváltja és egységesíti a másodlagos kibocsátás esetén alkalmazandó egyszerűsített közzétételi szabályokat és az uniós helyreállítási tájékoztatót. Fontos hangsúlyozni, hogy ez a rendszer azokra a másodlagos kibocsátásokra vonatkozna, amelyek nem tartoznak mentesség hatálya alá (mert például hiányzik a helyettesíthetőség kritériuma).

A határokon átnyúló ajánlattételek előmozdítása érdekében az eredeti bizottsági javaslat harmonizálta és 12 millió euróra emelte volna azt a küszöbértéket, amely alapján a kis méretű, értékpapírra vonatkozó nyilvános ajánlattételek mentesülnek a tájékoztató közzétételének kötelezettsége alól.

A jelenlegi szabályozás szerint most 8 millió euró az az értékhatár, amely alatt a tagállamok dönthetnek úgy, hogy mentességet adnak a tájékoztató készítése alól (Magyarország esetén ez a küszöbérték 1 millió euró). A svéd elnökség által elért kompromisszumos szövegjavaslat értelmében azonban két küszöbértéket alakítottak ki 12 millió, illetve 5 millió eurós értékben, amelyek közül a tagállamok szabadon választhatnak, hogy melyiket kívánják alkalmazni.

Változna a MAR is

A MAR rendelkezéseit érintő, a Bizottság által javasolt módosítások többek között a bennfentes információ nyilvános közzétételéhez, a bennfentesek jegyzékéhez, az ún. „piaci tapogatózásra” (*market sounding*) vonatkozó követelményekhez kapcsolódnak.

A javaslat értelmében létrejönne egy olyan mechanizmus, amely lehetővé tenné meghatározott kereskedési helyszíneket felügyelő illetékes hatóságok számára egyes megbízási adatok megosztását egymással, hogy ezáltal feltárhassák a határon átnyúló piaci visszaélési eseteket. Mindemellett a Bizottság lehetővé tenné az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) számára együttműködési platformok létrehozását az illetékes nemzeti hatóságokkal és az azonnali piacokat felügyelő állami szervekkel annak érdekében, hogy a piacok integritásával vagy azok megfelelő működésével kapcsolatos aggályok esetén megerősítse az információcserét.

Belenyúlnának a MiFID II-be

A Bizottság véleménye szerint a kkv-kra vonatkozó befektetési kutatások száma és minősége jelentősen csökkent, emiatt az ezen vállalatok iránti befektetői érdeklődés is rendkívül alacsony. A MiFID II és a kapcsolódó jogszabályok értelmében korábban ún. „szolgáltatás szétválasztási szabályokat” vezettek be. Ezek értelmében a kutatás és végrehajtás szolgáltatások árazását szét kell választani, kivéve az 1 milliárd euró alatti piaci kapitalizációjú kibocsátókra vonatkozó kutatást.

A Bizottság eredeti javaslatának az indokolása szerint az unió számára úgy tűnik, hogy a szétválasztási szabályok elérték a célkitűzések egy részét, így többek között az összeférhetetlenségek megfelelőbb kezelését, a kutatáshoz kapcsolódó költségek átláthatóságának javítását. Az uniós álláspont szerint ugyanakkor ezek a szabályok nem járultak hozzá a független befektetési kutatási szolgáltatók növekedéséhez. Éppen ellenkezőleg: a szétválasztási szabályok bevezetését követően a nagyobb kutatási szolgáltatók alacsony árai miatt a független kutatás fenntarthatatlanná vált. A kkv-k kutatási lefedettségének növelése érdekében ezért a Bizottság a szétválasztási szabály alóli mentesség küszöbértékének a növelését javasolta, 10 milliárd eurós értékhatár meghatározásával. A svéd elnökségi javaslat szerint a szétválasztási szabályok azonban teljesen törülésre kerülnének, azaz a végrehajtási szolgáltatásokhoz és kutatáshoz kapcsolódó költségeket nem kellene szétválasztani.

A javaslat bevezetné továbbá a kibocsátó által támogatott kutatást (*issuer-sponsored research*). Ennek során részben vagy egészben a kibocsátó finanszírozza a befektetési vállalkozás részére végzett kutatást. Az eredeti javaslat szerint az ilyen kutatási anyagokat a piacműködtető vagy az illetékes hatóság által kidolgozott, vagy jóváhagyott magatartási kódex (*code of conduct*) alapján kellett volna előállítani, két évente felülvizsgálni, és online közzétenni. A svéd elnökség azonban az ESMA-ra telepítené a harmonizált magatartási kódex kidolgozását szabályozástechnikai standard formájában. Noha az eredeti bizottsági javaslat szerint kibocsátóknak lehetőségük lett volna ezen kutatásokat az – uniós vállalatok és befektetési termékekkel kapcsolatos nyilvános pénzügyi és fenntarthatósággal kapcsolatos információkhoz hozzáférést biztosító – [ESAP](#)-on (*European Single Access Point*) is közzétenni, a legutóbbi svéd elnökségi módosítás ezt a kérdéskört az ESAP szabályozás kereteire bízta.

Az uniós kkv-k tőzsdére lépésének és tőkéhez jutásának megkönnyítésével kapcsolatos javaslatcsomag, a Listing Act immár megtette az uniós jogalkotási folyamat kezdő lépéseit. A szövegjavaslatra vonatkozó tanácsi általános megközelítés elfogadását követően megkezdődnek az Európai Parlamenttel való tárgyalások. Néhány javaslatot érintően várhatóan markánsan ütközni fognak a tagállami álláspontok, így az uniós társjogalkotók közötti párbeszéd során a vázolt javaslatok még jelentősen módosulhatnak.

Vitathatatlan, hogy az unió versenyképességének egyik alappillére az uniós tőkepiacok hatékonyságának a fejlesztése és a nyilvános tőzsdéi bevezetés vonzerejének az elősegítése, mindez azonban nem valósulhat meg a befektetővédelem maradéktalan érvényesülése és a tagállami tőkepiacok sajátosságainak a figyelembevétele nélkül.

* A szerző a Magyar Nemzeti Bank vezető szabályozási szakértője

„Szerkesztett formában megjelent 2023. július 11-én a napi.hu oldalon.”