



# Konzultációs anyag a BÉT kategóriarendszerének átalakításáról

2018. február





## Tartalom

Vezetői összefoglaló .....	3
A felülvizsgálat céljai .....	3
A felülvizsgálat metodikája, a vitaanyag felépítése .....	3
Következő lépések .....	4
A BÉT jelenlegi gyakorlata.....	5
Kategoriaszabályok – bevezetési kritériumok .....	5
Részvénykategória-felülvizsgálat, átsorolás .....	5
A jelenlegi kategóriarendszerrel kapcsolatban felmerült hiányosságok, kritikák .....	8
Nemzetközi gyakorlat .....	10
Piacszegmentáció .....	10
IPO követelmény .....	10
Szponzorok, kijelölt tanácsadók .....	11
A prémium szegmensek további belépési kritériumai .....	11
A standard szegmensek belépési kritériumai.....	13
Folyamatosan fenntartandó (forgalomban tartási) követelmények – felülvizsgálat, átsorolás, törlés	13
Összegzés: BÉT vs nemzetközi gyakorlat .....	14
Javaslatok a BÉT kategóriarendszerének átalakítására .....	15
A Prémium kategóriát érintő javaslatok.....	15
A kapitalizációs küszöbérték leszállítása .....	16
A nyilvános tranzakciós követelmény eltörlése .....	16
Szponzor kötelező igénybe vétele.....	16
A Prémium kategória felülvizsgálati rendszerének módosítása .....	19
A Standard kategóriát érintő módosítások .....	21
A nyilvános tranzakciós követelmény eltörlése .....	22
Kvantitatív bevezetési minimumparaméterek felállítása .....	22
Felülvizsgálat, a nemteljesítő Standard kategóriás kibocsátók kezelése .....	23
A T kategória megszüntetése.....	24
Összefoglalás .....	27
Mellékletek .....	29





## Vezetői összefoglaló

### A felülvizsgálat céljai

A BÉT Igazgatósága 2016. márciusában jóváhagyta a tőzsde 2016-2020 között megvalósítandó piacfejlesztési stratégiáját. A **stratégia részét képezi a piaci struktúra átalakítása, a szabályozott piaci szegmentáció átgondolása, nemzetközi best practice-hez való igazítása.**

Az új piaci struktúra lényege, hogy a szabályozott piacon megmaradjanak, illetve nagyobb számban jelenjenek meg a tőzsdei szereplésre mind méretükben, mind életciklus szempontjából legalkalmasabb, érettebb kibocsátók. Emellett a BÉT létrehoz egy **új, moduláris rendszerben működő KKV piacot, amely a kis- és közepes vállalkozások számára nyújt testreszabott tőkepiaci megjelenési és forrásbevonási lehetőséget.** Az első modul, a multilaterális kereskedési rendszerként (MTF) működő XTend 2017 szeptemberétől várja a KKV kibocsátókat.

A BÉT egyúttal zászlajára tűzte stratégiájában a **listázott kibocsátói kör „minőségének” növelését,** melyen keresztül **erősödhet a tőzsde reputációja,** biztosítható **a befektetői érdekek hatékonyabb védelme,** kialakulhat egy **biztonságosabb piaci környezet.** Meggyőződésünk, hogy ezen célok elérésének egyik sarokköve lehet **a BÉT jelenlegi szabályozott piaci struktúrájának, kategóriarendszerének felülvizsgálata,** hogy a tőzsdei jegyzési kritériumok a fenti célkitűzéseknek jobban megfeleljenek.

Az uniós szabályozások terén és a gyakorlatban is egyre egységesebbé, átjárhatóbbá váló európai tőkepiaci struktúra fényében egyre fontosabbá válik a **versenyképesség** biztosításának, megtartásának kritériuma is, hogy a BÉT továbbra is az első számú választás legyen a tőkepiacra készülő hazai kibocsátók szemében, és a külföldi, de erős magyar jelenléttel rendelkező cégek is minél nagyobb számban megjelenjenek itt. Ezért nem téveszthető szem elől, hogy **a piacra lépési kritériumok reálisak, teljesíthetők, egyértelműek,** ugyanakkor kellően **rugalmasak legyenek.**

### A felülvizsgálat metodikája, a vitaanyag felépítése

Az Xtend elindulásával úgy gondoljuk, időszerűvé vált, hogy a piacfejlesztési stratégia megvalósításának következő lépéseként **felülvizsgáljuk a BÉT szabályozott piacán a részvényekre jelenleg alkalmazott kategóriarendszert, a belépési és a folyamatosan teljesítendő kritériumokat, valamint az egyes kategóriák közötti átjárás módozatait.** Az azonnali piac többi termékcsoportját (pl. a befektetési jegyeket, strukturált termékeket, hitelpapírokat) jelen vizsgálat és a tervezett változások nem érintik.

Ennek érdekében első lépésként összefoglaljuk a BÉT jelenlegi gyakorlatát, és számba vesszük a felmerült hiányosságokat, kritikákat; valamint felmérjük számos uniós szabályozott piac jelenlegi gyakorlatát, hogy képet kaphassunk a jelenlegi európai best practice-ről.

A fenti vizsgálatok eredőjeképpen **javaslatokkal élünk a BÉT jelenlegi kategóriarendszerének átalakítására, és felkérjük a piaci szereplőket, hogy véleményezzék azokat.**



Javaslataink sarokkövei az alábbiak:

- A Prémium és Standard kategóriákban jelenleg kötelező **nyilvános tranzakciós követelmény eltörlése**;
- **A belépéskori minimum kapitalizációs küszöb leszállítása a Prémium kategóriában**;
- **Szponzorok igénybe vételének kötelezővé tétele a Prémium kategóriában**;
- **Kvantitatív kritériumok bevezetése a Standard kategóriában**;
- **A folyamatosan fenntartandó (forgalomban tartási) kritériumok harmonizálása a belépési kritériumokkal**;
- **A T kategória megszüntetése**.

A javaslatokhoz fűzött **kérdésekkel** – melyeket a vitaanyag végén összegyűjtve is az olvasók rendelkezésére bocsátunk – igyekszünk támogatást nyújtani a visszajelzések megfogalmazásához.

Ugyanakkor hangsúlyozni szeretnénk, hogy célunk a piaci szereplők véleményének, javaslatainak megismerése, egy konstruktív párbeszéd elindítása. Ezért arra bátorítjuk Önöket, hogy osszanak meg velünk bármilyen, a fent javasolt módosítási irányokon kívül eső javaslatot, illetve természetesen azt is, ha véleményük szerint a BÉT továbbra is a jelenlegi gyakorlatát kövesse az egyes szempontok tekintetében.

## Következő lépések

Örömmel vennénk, ha megfontolnák a vitaanyagban felvetett elképzeléseket, és – a főszövegben megjelenő, majd a **7. mellékletben** összegyűjtött kérdések segítségével – megfogalmaznák számunkra visszajelzésüket.

Kérjük, véleményüket, javaslatukat legkésőbb **2018. március 5-ig** küldjék meg részünkre a **kibtag@bse.hu emailcímre**.

Amennyiben személyesen óhajtják megosztani velünk gondolataikat, a konzultációs időszak alatt örömmel állunk rendelkezésükre.

A konzultációs időszak lezárulta után elemezzük visszajelzéseiket, és a kikristályosodó javaslatokat a BÉT igazgatósága elé terjesztjük.





## A BÉT jelenlegi gyakorlata

### Kategóriaszabályok – bevezetési kritériumok

Jelenleg egy BÉT-re bevezetendő részvénykibocsátó három szabályozott piaci kategóriába, a Részvények Prémium, a Részvények Standard, illetve a Részvények T kategóriába kérelmezheti felvételét, valamint a multilaterális kereskedési rendszerként (MTF) működő KKV piacra, az Xtendre.

Bizonyos általánosan érvényes alapvető bevezetési követelményeken túl az egyes kategóriákban a következő oldalon található **1. táblázatban** felsorolt **bevezetési kritériumoknak** kell megfelelniük a kibocsátóknak, illetve bevezetendő értékpapírjaiknak.

A Prémium és Standard kategóriákban kötelező **nyilvános tranzakciós követelményt** a BÉT **2012-ben vezette be**; egyidejűleg **létrehozta a T kategóriát**, ahol nyilvános tranzakció nélkül, vagyis **technikai bevezetéssel** léphetnek piacra a kibocsátók.

### Az átsorolás esetei, részvénykategória-felülvizsgálat

A BÉT-en az egyes részvénykategóriák közötti mozgásnak az alábbi esetei és fő szabályai vannak:

#### 1. A lejjebb sorolás esetei

##### a. Rendszeres felülvizsgálat a Prémium kategóriában

A BÉT **félévenkénti kategória-felülvizsgálat** keretében vizsgálva dönti el, hogy a Prémium kategóriában jegyzett kibocsátók a legfelső szegmensben elvárható megfelelő mérettel és forgalommal rendelkeznek-e ahhoz, hogy továbbra is ott maradjanak.

A BÉT-en jelenleg a részvénykategóriába sorolásánál **kettős rendszer** létezik. A **Prémium kategóriás kibocsátók esetében a bevezetést követően** a BÉT nem ellenőrzi a bevezetési kritériumoknak való folyamatos megfelelést, hanem két másik kritériumot vizsgál. Az egyik paraméter, a kapitalizációs kritérium alapvetően megfeleltethető a bevezetéskorinak; a likviditást ugyanakkor a bevezetéskori közközhányad-paraméterektől teljesen különböző mutatóval méri a tőzsde.

A részvénytársaság akkor felel meg a Prémium bentmaradási követelményeknek, ha a vizsgált féléves időszakban **átlagos kapitalizációja** (vagyis az értékpapír forgalommal súlyozott tőzsdei átlagára szorozva a bevezetett darabszámmal) **meghaladta az 5 milliárd forintot, és legalább 90%-os forgalomgyakorissággal** rendelkezik (vagyis a tőzsdénapok minimum 90%-ában volt üzletkötés a vizsgált értékpapírra).





1. táblázat: Bevezetési kritériumok a BÉT részvénytőzsdén

	SZABÁLYOZOTT PIAC			MTF
	Prémium kategória	Standard kategória	T kategória	Xtend
<b>Bevezetendő részvénytőzsdei sorozat mérete</b>	Árfolyamértéken legalább 5 milliárd forint	Nincs követelmény	Nincs követelmény	Nincs követelmény
<b>Bevezetendő részvénytőzsdei sorozat közkezdénye</b>	- A bevezetésre kerülő sorozat legalább 25 %-a közkezdényben van; vagy - Legalább kétmilliárd forint árfolyamértékű részvény közkezdényben van; vagy - Az értékpapír-sorozatok bevezetésekor legalább 500 tulajdonos tulajdonában van.	Nincs követelmény	Nincs követelmény	Nincs követelmény
<b>Működés elvárt historikája</b>	Három teljes befejezett, auditált év	Nincs követelmény	Nincs követelmény	Nincs követelmény
<b>Nyilvános tranzakció</b>	Kötelező Legalább 100 millió forint összérték* Egyéves türelmi idő	Kötelező Legalább 100 millió forint összérték*	Nincs követelmény	Nincs követelmény
<b>Bevezetési dokumentum</b>	Tájékoztató	Tájékoztató	Tájékoztató	Információs dokumentum 5 millió euró kibocsátási összérték alatt
<b>Részvényfajta</b>	Csak tőzsrészvénytőzsdei sorozatok vezethetők be	Nincs követelmény	Nincs követelmény	Nincs követelmény
<b>Felelős Társaságirányítási Jelentés</b>	Bevezetéskor is közzé kell tenni (majd a bevezetést követően évente, az éves jelentéssel együtt)	Bevezetéskor nem kötelező (csak a bevezetést követően évente, az éves jelentéssel együtt)	Bevezetéskor nem kötelező (csak a bevezetést követően évente, az éves jelentéssel együtt)	Bevezetéskor nem kötelező (csak a bevezetést követően évente, az éves jelentéssel együtt)
<b>Számviteli standard</b>	IFRS	IFRS	IFRS	MSZ vagy IFRS
<b>Kijelölt tanácsadó</b>	Nincs követelmény	Nincs követelmény	Nincs követelmény	Kötelező (bevezetéskor és a forgalomban tartás alatt folyamatosan)

\* Nem számítanak bele a kibocsátó és a 25%-ot meghaladó tulajdonosok érdekkörébe tartozó személyek (kapcsolt vállalkozások és közeli hozzátartozók) közötti tranzakciók





**A szabályzat által meghatározott feltételeknek meg nem felelő értékpapírokat – bizonyos türelmi idő után – a tőzsde a Standard kategóriába sorolja vissza.<sup>1</sup>**

**b. Átsorolás Prémiumból T kategóriába**

A tőzsde akkor sorolja át a Prémium kategóriás kibocsátót a T kategóriába, **ha a kibocsátó a bevezetés utáni egyéves türelmi idő alatt nem hajtott végre nyilvános tranzakciót.**

**c. Átsorolás Prémiumból Standard kategóriába csődeljárás vagy szankció miatt**

**Ha a Prémium kategóriás kibocsátó ellen csődeljárás indul, a tőzsde átsorolja részvényeit a Standard kategóriába. Ha a kibocsátó nem teljesíti a Bevezetési és Forgalomban Tartási Szabályokban foglalt kötelezettségeit, a szankcionálás egyik formája lehet a Standard kategóriába való átsorolás.**

**d. Átsorolás Prémiumból Standard kategóriába a kibocsátó kérelmére**

**A Prémium kategóriás kibocsátó maga is kérelmezheti részvényei átsorolását a Standard kategóriába, ha többé már nem tud vagy nem kíván megfelelni a Prémium kategória támasztotta szigorúbb követelményrendszernek.**

**2. A feljebb lépés esetei**

**a. Átlépés Standardból Prémium kategóriába**

A Standard vagy T kategóriából Prémium kategóriába való fellépés a **kibocsátó kérelmére** történhet. A BÉT ez esetben is a **kettős kritériumrendszert** használja: az átlépés feltétele ugyanis az, hogy a kibocsátó a kérelem benyújtása előtti minimum két teljes féléves felülvizsgálati időszakban teljesítse a felülvizsgálati kritériumokat, vagyis az 5 milliárd forintos átlagos kapitalizációt és a 90%-os forgalomgyakoriságot.

Emellett, ha nem állnak rendelkezésre az ezt bizonyító publikált információk, egy **átfogó elemzés** keretében szükség lehet a **hároméves historika** bemutatására. A kibocsátónak közzé kell tennie tulajdonosai számát és közkez-kapitalizációja mértékét is, de ezekre a BÉT nem határoz meg küszöbértéket.

**b. Átlépés T-ből Prémium kategóriába**

Ebben az esetben az a. pontban bemutatott kritériumokon túl szükség van egy **nyilvános tranzakció** végrehajtására is.

**c. Átlépés T-ből Standard kategóriába**

A T-ből Standard kategóriába való átlépés feltétele a **nyilvános tranzakció** végrehajtása.

---

<sup>1</sup> A BÉT akkor sorolja át az adott részvényt a Standard kategóriába, ha az kevesebb, mint két éve szerepel folyamatosan a Prémium kategóriában, és két egymást követő vizsgálati időszakban nem felel meg; illetve, ha a részvényt több, mint két éve szerepel folyamatosan a Prémium kategóriában, és három egymást követő vizsgálati időszakban nem felel meg.



### 3. Elkülönítés

Mindhárom kategória esetén a **súlyos szabályzat- és kötelezettségzegés** szankcionálásának egyik lehetséges módja a **kibocsátó részvényeinek elkülönítése**. Ekkor a kibocsátó legalább 6 hónapra **kikerül eredeti kategóriájából**, átkerül az „Elkülönített részvények” kategóriájába. A szankció letelte után az elkülönítés előtt Standard vagy T kategóriás részvények eredeti kategóriájukba kerülnek vissza; a korábban a Prémium szegmensben lévő papírok viszont csak a Standard kategóriába kerülhetnek vissza.

## A jelenlegi kategóriarendszerrel kapcsolatban felmerült hiányosságok, kritikák

A BÉT jelenlegi kategóriarendszerével szemben számos kritikát fogalmaztak meg a piaci szereplők, és a tőzsde saját alkalmazási tapasztalatai is rávilágítanak néhány hiányosságra.

Gyakran felvetődik általános kritikaként, hogy a magyar piac méretéhez képest **indokolatlanul sok a három szabályozott piaci kategória**, túlságosan elaprózza azt. S ahogy az alábbiakban részletesebben is kifejtjük, **az egyes kategóriák nem elég hatékonyan mutatják a kibocsátók közti „minőségbeli” különbségeket**.

A piaci szereplők **a BÉT kategóriaszabályait** indokolatlanul **bonyolultnak**, helyenként **átláthatatlannak** találják. Itt példaként gyakran felmerül a nyilvános tranzakciók tekintetében a 100 millió forintos összérték számítása, valamint az, hogy a BÉT csak a Prémium kategóriában engedélyezi az egyéves türelmi időt. **A Prémium kategóriában** a bevezetési és folyamatosan betartandó **kettős kritériumrendszer indokoltsága is megkérdőjelezhető**: a nemzetközi gyakorlatban nem jellemző ez a megoldás. A **forgalomgyakorosság** kritériuma pedig életszerűtlen, könnyen kijátszható, így kevésbé tükrözi a papír valós likviditását – különösen igaz ez azokra a papírokra, amelyeknek nem a BÉT a főpiaca.

Az **IPO követelmény** a bevezetés óta eltelt években **kevésbé váltotta be a hozzá fűzött reményeket**. A BÉT eredeti szándéka szerint ez egy „komolysági” szűrő, amely azt hivatott biztosítani, hogy csak olyan kibocsátók léphessenek a Prémium és Standard kategóriákba, amelyek képesek végigvinni egy IPO folyamatot, közben alávétve magukat a szükséges átvilágításnak és értékelésnek, és amelyeket ebben professzionális tanácsadók – befektetési vállalkozások, auditcégek, jogi irodák stb. – támogatnak.

A tapasztalat azonban azt mutatja, hogy **az IPO megléte nem szolgál megfelelő garanciául** arra, hogy csak a szabályozott piaci megjelenésre valóban érett cégek léphessenek a BÉT parkettjére. Maga az IPO procedúrája ugyanakkor **jelentős idő- és erőforrásigényével, költségességével** aránytalan terheket ró az aspiráns kibocsátókra, nem egy céget vissza is tartva a tőzsdére lépéstől. Ez egyfajta **piaci kudarcnak** tekinthető, és **negatív hatással van a BÉT versenyképességére** is – annál is inkább, mert ahogy látni fogjuk, az európai gyakorlatban egyedülálló a BÉT IPO követelménye.





Míg a Prémium kategóriában számos egyéb követelményt is teljesíteniük kell a kibocsátóknak, amelyek biztosítékkal, értékmérőül szolgálhatnak a befektetők és a tőzsde szemében, a **Standard kategóriában a bevezetési IPO követelmény az egyetlen szűrő** – ez pedig nem feltétlenül képes elégséges támpontot adni annak megítélésében, hogy a kibocsátó valóban a szabályozott piacra való-e. Ezért **felmerült az igény, hogy a BÉT a Standard kategóriában is vezessen be kvantitatív és/vagy kvalitatív kritériumokat**.

Az IPO-követelmény korlátozott hatékonysága egyszersmind a **T kategória létjogosultságát is kérdésessé teszi**. Önmagában a nyilvános tranzakció piacra lépéskori megléte vagy hiánya korlátozottan képes csak előre jelezni, hogy az adott kibocsátó a későbbiekben milyen teljesítményt nyújt: képes-e a transzparens és szabályos tőzsdei működésre, korrektül bánik-e a befektetőivel, megfelel-e annak a prudens képnek, amit a tőzsde képviselni törekszik.

Az új stratégia kialakításakor, annak piaci egyeztetése során a **Tőzsdei Tanácsadó Testület** is felvetette annak ötletét, hogy a **BÉT vizsgálja meg jelenlegi kategóriarendszere átalakításának, esetleg szigorításának lehetőségeit**.

**2016 májusában a BÉT igazgatósága elé került egy előterjesztés, mely a fenti irányelvek mentén javaslatokat fogalmazott meg a BÉT kategóriarendszerének átalakítására. Az előterjesztés kvantitatív bevezetési minimumkritériumok (250 millió forintos minimum kapitalizáció, 10%-os minimum közkézhányad és legalább egyéves működési historika) meghatározását javasolta a Standard kategóriában, a jövőre nézve pedig a T kategória megszüntetését indítványozta az új belépők tekintetében (de az adott helyzetben ezt nem tartotta időszerűnek). Az Igazgatóság elfogadta az előterjesztést.**

Piaci szereplőkkel történt további egyeztetéseket követően azonban a **BÉT 2017 októberében a határozat hatályba lépésének átmeneti elhalasztását és további hatásvizsgálatokat javasolt az Igazgatóságnak**. A javasolt új szabályrendszer elsősorban az időközben bekövetkezett jogszabályi változások hatására élénkebb tőkepiaci érdeklődést mutató szabályozott ingatlanbefektetési társaságok (SZIT-ek) piacra lépését nehezítette volna, mindamellet, hogy fenntartotta volna a korábbi, nehezen áttekinthető és versenyképtelen fő szabályokat. **Az igazgatóság elfogadta a halasztást.**



## Nemzetközi gyakorlat

Kézenfekvőnek gondoljuk, hogy a BÉT kategóriarendszerének bármilyen módosításához a nemzetközi gyakorlatban már megjelent és bizonyított megoldásokból induljunk ki. A nagymértékben harmonizált uniós tőkepiaci szabályozást szem előtt tartva pedig logikus, hogy az Európai Unió területén működő tőzsdéket vizsgáljuk meg közelebbről.

A nemzetközi best practice feltérképezéséhez az alábbi európai tőzsdék piacszegmentációját és kategóriaszabályait vizsgáltuk: **London Stock Exchange (LSE)**, **Varsói Értéktőzsde (GPW)**, **Wiener Börse (WBAG)**, **Prágai Értéktőzsde (PSE)**, **DBAG – Frankfurti Értéktőzsde (FWB)**, **Euronext Group**. Ehelyütt az általános tendenciákat igyekszünk megragadni; a pontos paramétereket az **1. és 2. melléklet** tartalmazza.

Bizonyos követelményekre a jelen vitaanyagban nem fókuszálunk, mert – javarészt éppen az uniós jogharmonizáció eredményeképpen – alapvetően egységesnek tekinthető az európai gyakorlat, így a BÉT nem vizsgálja ezek módosítását. Ezen paraméterek – a teljesség igénye nélkül – a bevezethető részvénytípus, a prospektusszabályok, a transzparencia-követelmények és tájékoztatási kötelezettségek, a számviteli standard, a nyelvhasználat stb.

### Piacszegmentáció

A vizsgált tőzsdéken leggyakrabban **kétosztatú szabályozott piaccal** találkozhatunk, vagyis **prémium és standard szegmensen**. A két kategória szétválasztása részben kvantitatív kritériumok mentén történik, de a prémium szegmensekben gyakran előírnak egyéb követelményeket is, pl. szponzorok kötelező igénybe vételét.

A Euronexten kizárólag a kapitalizáció alapján határoznak meg három szegmenst (Compartment A, B, C). Bécsben mátrix-struktúrával találkozunk: egyrészt törvényi szinten elkülönül az Official Market mint hivatalos tőzsdei jegyzés, és a Second Regulated Market; másrészt a tőzsde saját szabályozása alapján megkülönböztet Prime, Mid és Standard piacot.

**Egyik tőzsdén sem találoztunk** ugyanakkor a BÉT-éhez hasonló, **a technikai – azaz IPO végrehajtása nélküli – bevezetéssel piacra lépő kibocsátóknak fenntartott külön kategóriával**.

### IPO követelmény

Ahogy említettük, **egyedül a BÉT Prémium és Standard kategóriájában jelenik meg explicit belépési követelményként a nyilvános tranzakció**. London, Varsó és a Euronext esetében konkrétan nevesítik a zártkörű kibocsátást és a technikai bevezetést mint piacra lépési opciókat. Az IPO megléte vagy hiánya sehol máshol nem befolyásolja, hogy a kibocsátó melyik kategóriába kerülhet.

**Az uniós piacokon a legtöbb „IPO” tulajdonképpen részvények intézményi körben történt zártkörű kibocsátását követő szabályozott piaci bevezetése**. Az USA-ban valóban általában van



initial public offering, bár ott sem kötelező; az amerikai gyakorlatban „direct listing”-nek nevezett technikai bevezetés ritkább. De az ottani gyakorlat egy az európaítól alapjaiban eltérő értékpapírtörvényen alapul, ezért a BÉT számára az EU-s gyakorlat az irányadó.

## Szponzorok, kijelölt tanácsadók

**Szinte minden tőzsdén megjelenik a szponzor vagy kijelölt tanácsadó igénybe vételének kötelezettsége** (az egyszerűség kedvéért a továbbiakban ezekre a „szponzor” gyűjtőfogalmat használjuk), vagyis, hogy a tőzsdeaspiráns kibocsátónak le kell szerződnie egy, a felügyelet vagy a tőzsde által engedélyezett és listázott befektetési szolgáltatóval vagy vállalatfinanszírozási tanácsadóval, aki végigkíséri a bevezetési folyamatot, és ezért bizonyos mértékben felelősséget is vállal.

Frankfurtban és a Euronexten minden tőzsdére lépő cégnek szponzort kell fogadnia, míg Londonban csak a Premium piacon, Bécsben csak a Mid marketen kötelező, Varsóban pedig csak IPO esetén. A nem szabályozott piaci részvénykibocsátóknál is gyakran követelmény a kijelölt tanácsadó, például a londoni AIM-en – ezt az elemet Budapest is átvette az Xtenden.

A vizsgált piacokon a **szponzorok feladatkörei** a következők:

- Mindenhol megjelennek a **bevezetési korigi tipikus feladatok**: pl. tőzsdeképesség felmérése, due diligence, prospektus elkészítésében való részvétel, tanácsadás, kapcsolattartás a tőzsdével és a felügyelettel.
- A szponzornak gyakran **nyilatkozatban kell felelősséget vállalnia**, hogy a kibocsátó megfelel a kötelezettségeinek, a beadott dokumentumok helytállóak, teljesek. Londonban a szponzornak többek között arról is meg kell bizonyosodnia, hogy a kibocsátó menedzsmentje tisztában van a forgalomban tartási (különösen a transzparenciát érintő és tájékoztatási) kötelezettségekkel, és képes azt ellátni; hogy megfelelő eszközök és folyamatok állnak a menedzsment rendelkezésére, hogy folyamatosan nyomon követhesse a cég pénzügyi pozícióját és kilátásait; hogy a menedzsment a bevezetési kérelméhez nyilatkozatot tesz arról, hogy a kibocsátó működő tőkéje a tőzsdei jelenléttel járó kötelezettségek teljesítését lehetővé teszi.
- A szponzor esetenként **bevezetés után** is támogatja a kibocsátót: Bécsben 1 évig, Londonban bizonyos **tranzakciók, események** esetén szükséges egy szponzor (pl. reverse takeover, kategóriaváltás), illetve, ha a felügyelet vélelmezi, hogy a kibocsátó nem felel meg a forgalomban tartási kötelezettségeinek.

## A prémium szegmensek további belépési kritériumai

Az összes görcső alá vett piac prémium kategóriája definiálja az alábbi mennyiségi kritériumokat:

1. **Minimum piaci kapitalizáció:** Ami a tartalmat illeti, a leggyakoribb a bevezetett sorozat (várható) kapitalizációja, esetleg ennek hiányában saját tőke, de előfordul a teljes kapitalizáció



(Varsó, Euronext) és a bevezetendő részvények össznévértékének használata is. Az értékeket tekintve gyakori az 1 millió euró vagy a körüli küszöb, de megjelennek a BÉT-éhez hasonló magasabb küszöbértékek is, pl. Varsóban (15 millió euró) és a Euronexten (1 milliárd ill. 150 millió euró).

- 2. Közkézhányad:** A prémium szegmensekben minden piacon 25% a főszabály, de ez több tőzsdén, akárcsak Budapesten, kiváltható meghatározott közkez-kapitalizáció biztosításával vagy közkézen lévő részvénydarabszámmal.
- 3. Működési historika:** Itt is egységesen 3 évvel találkozunk. A jogelődök tekintetében több tőzsde is fenntartja a mérlegelési jogot; Londonban konkrétan előírják, hogy a kibocsátó jelentkezéskori üzleti tevékenységének minimum 75%-ára legyen meg a 3 éves historika.

Mindhárom fenti kritérium esetében gyakran megfogalmazódnak **mentességi, diszkrecionális lehetőségek**: a kapitalizációs kritérium esetében ilyen a megfelelő piac/forgalom megléte; a közkézhányad tekintetében pedig az, ha a tőzsde megítélése szerint megfelelő számú részvény van kellő mértékben közforgalomban.

A mennyiségi kritériumok azonban, akármennyire szigorúak és átláthatók is, önmagukban nem feltétlenül szavatolják a befektetővédelmet, a jó minőségű kibocsátói viselkedést. Ezért számos tőzsde alkalmaz prémium szegmensében kvalitatív(abb) belépési kritériumokat is:

- **Működő tőkéről szóló nyilatkozat:** London és Varsó prémium szegmenseiben követelmény, hogy a kibocsátó elegendő működő tőkével rendelkezzen a bevezetést követő 12 hónapra.
- **Az Egyesült Királyságban** számos olyan, elsősorban a vállalatirányítást érintő követelmény él (részletesen ld. az UKLA Listing Rules 6. fejezetét), amelyet más tőzsdéken nem láttunk visszaköszönni, és a hazai viszonyok között nem is tartjuk őket életszerűnek, ezért részletesen nem térünk ki rájuk.
- **Minőségi tényezők:** előfordul, hogy a tőzsde kevésbé számszerűsíthető, az egyedi megítélésnek nagyobb teret adó tényezőket is vizsgál piacra lépéskor. Varsóban mérlegelik a jelentkező pénzügyi helyzetét, növekedési kilátásait, vezetőségét, a felügyelőbizottság kompetenciáját, a kibocsátás feltételeit, valamint a kereskedés várható biztonságát. Prágában arról bizonyosodik meg a tőzsde, hogy a kibocsátó kész információt megosztani; transzparens struktúrával és pénzügyi folyamatokkal, egyértelmű tervekkel és célokkal, stratégiával, teljesítmény-indikátorokkal, valamint ambiciózus és professzionális menedzsmenttel rendelkezik.
- **Felelős vállalatirányítási nyilatkozat:** Belépéskor csak a BÉT kéri a corporate governance (CG) nyilatkozat beadását; a WBAG-n belépéskor a kibocsátónak el kell köteleznie magát az osztrák CG ajánlások mellett. Jellemzőbb azonban az, hogy csak a folyamatos tájékoztatási követelmények részeként, évente kell beadni a CG jelentést (a comply or explain elvnek megfelelően) – a prémium szegmensekben mindenhol, de néhány tőzsde esetében a standard szegmensben is.

## A standard szegmensek belépési kritériumai

Erre a szegmensre is igaz, hogy a vizsgált piacok közül egyedül a BÉT-en kötelező piacra lépéskor a nyilvános tranzakció.

A BÉT-nek az a gyakorlata, hogy a tőzsde semmilyen kvantitatív küszöbértékhez nem köti a standard szegmensbe való bekerülést, szintén egyedülálló Európában. A vizsgált piacokon az alábbi kvantitatív kritériumokat találtuk:

- 1. Minimum piaci kapitalizáció:** Az a tipikus, hogy az adott tőzsde ugyanakkora küszöbértéket követel meg a prémium és a standard szegmensében is. Kivételt képez Bécs és a Euronext – ez utóbbinál a teljes kapitalizáció az egyetlen megkülönböztető tényező a három kategória (Compartment A, B és C) között.
- 2. Közkézhányad:** Itt is az a gyakoribb, hogy a standard kategóriában ugyanúgy 25% a küszöbérték, mint a prémiumban. Ennél alacsonyabb küszöböt Varsóban (15%), Bécsben (725.000/125.250 EUR névértéken) találunk; a Euronexten a tagtőzsdék akár 5%-ig levihetik ezt a küszöböt, ha elegendő számú azonos osztályba tartozó részvény van kellő mértékben a közforgalomban, és a közkezen forgó részvények értéke minimum 5 millió euró.
- 3. Működési historika:** A legtöbb standard kategóriában is 3 év a minimumelvárás; Bécs 1 évet kér, Varsó pedig a BÉT-hez hasonlóan nem vár el historikát.

## Folyamatosan fenntartandó (forgalomban tartási) követelmények – felülvizsgálat, átsorolás, törlés

Több piac szabályzatában szerepel általánosan megfogalmazott követelményként, hogy a **bekerülési feltételeknek folyamatosan meg kell felelni, de kevés konkrét szabállyal** találkoztunk a tekintetben, hogy az adott tőzsde a mennyiségi kritériumok közül pontosan mely paramétereket vizsgálja és hogyan. Londonban a brit felügyelet bevezetési szabályzata (UKLA Listing Rules) a 25%-os közkézhányad-követelményt említi példaként.

A BÉT-éhez hasonló **időszakos felülvizsgálatra** két tőzsdén találtunk példát. Bécsben félévente ellenőrzik a közkéz-kapitalizációt a vizsgálat előtti 60 tőzsdenap adatai alapján. A Euronexten évenként vizsgálják a teljes kapitalizációt, szintén a megelőző 60 tőzsdenapot nézve.

A BÉT-re jellemző **kettős kritériumrendszer**, vagyis, hogy más paramétereket vizsgál bevezetéskor és felülvizsgálatnál, **nem jellemző megoldás**.

A kategória-követelményeknek való **meg nem felelés esetén** a tőzsdék általában mérlegelik, hogy **töröljék vagy átsorolják** az adott részvényt. Szintén **törlés, átsorolás alapját képezheti a jelentősen megváltozott üzleti működés, pl. összeolvadás, szétválás, reverse takeover** (London, Varsó) – Londonban ilyenkor a kibocsátónak újra kezdeményeznie kell részvényeinek listázását, szponzor igénybevételeivel.



## Összegzés: BÉT vs nemzetközi gyakorlat

A fenti körképet összegezve tehát az alábbi összehasonlító megállapításokat tehetjük a BÉT kategóriarendszeréről:

- A Prémium vs Standard felosztás az általános modellt követi, de a T kategória egyedülálló;
- A BÉT nyilvános tranzakciós követelménye példa nélküli a nemzetközi gyakorlatban;
- A Prémium kategória kvantitatív követelményei alapvetően megfelelnek a nemzetközi best practice-nek, a kvalitatív tényezők tekintetében (pl. szponzorok, minőségi szempontok, tulajdonosokra, függetlenségre, menedzsmentre stb. vonatkozó követelmények) azonban elmarad attól;
- Csak a BÉT-en hiányoznak a Standard kategóriában a kvantitatív követelmények;
- A kategória-felülvizsgálat a nemzetközi átlagnál szabályozottabb és átláthatóbb, ugyanakkor a hatékonysága, életszerűsége megkérdőjelezhető; a kettős kritériumrendszerre máshol nincs példa.





## Javaslatok a BÉT kategóriarendszerének átalakítására

Az alábbiakban bemutatjuk, hogy a BÉT jelenlegi gyakorlata és annak tapasztalatai, a hatályos szabályozás, valamint a nemzetközi gyakorlat tanulmányozása alapján **melyek azok az irányok, amelyek mentén véleményünk szerint érdemes átalakítani a BÉT kategóriarendszerét és annak szabályait.** Ezen irányokhoz **konkrét módosítási javaslatokkal** is szolgálunk, hogy megkönnyítsük a párbeszédet és az együtt gondolkodást. Ám ehelyütt is hangsúlyozni szeretnénk, hogy nyitottak vagyunk ezen javaslatok módosítására, és örömmel megfontolunk minden egyéb elképzelést is.

### A Prémium kategóriát érintő javaslatok

A Prémium kategória jelenlegi bekerülési kritériumait, azok lehetséges módosítását az alábbi premisszák, célkitűzések mentén értékeltük:

- A BÉT célja, hogy **emelje mind a Prémium kategóriás kibocsátók számát, mind a kategória színvonalát** – ez a **kritériumok racionalizálásával, célzottabbá, hatékonyabbá tételével** érhető el.
- **A küszöbértékek, az egyes kritériumok közötti hangsúlyok illeszkedjenek az európai piacokon használtakhoz.** Ahogy bemutattuk, a BÉT kapitalizációs követelménye nemzetközi összehasonlításban meglehetősen magas; ugyanakkor a folyamatosan fenntartandó kritériumok kevésbé tükrözik a papírok valós likviditását, valamint azt, hogy a nyilvános működéshez elegendő papír forog-e közkézen.
- A fenti megfontolások alapján a BÉT azt tartaná előre mutatónak, ha **a Prémium kategóriában a hangsúly elmozdulna a méretbeli (kapitalizációs) követelménytől a likviditási és közkézhányad-paraméterek irányába.**

Ezen premisszák, célok alapján **a bekerüléskori kapitalizációs küszöb csökkentését javasoljuk.** Mivel a többi bekerüléskori kvantitatív küszöbérték: a különböző **közkézhányad-opciók** (százalékos érték, közkéz-kapitalizáció, tulajdonosság), valamint a **működési historika** teljes mértékben harmonizál a nemzetközi trendekkel, ezeket **változatlanul hagynánk.**

**Az IPO követelményt eltörölnénk,** ugyanakkor szükségesnek látjuk, hogy a mennyiségi kritériumokat a **kibocsátóra és menedzsmentjére vonatkozó minőségi elvárások** is megtámogassák. Véleményünk szerint ezen elvárások biztosításának célravezető módja, ha **kötelezővé tesszük szponzorok igénybe vételét legalább a bevezetési folyamat során, valamint akár később is, pl. bizonyos tranzakciók esetén.**

Ami a forgalomban tartási követelményeket illeti, véleményünk szerint **célszerű lenne a vizsgált kritériumokat harmonizálni a bekerülési kritériumokkal,** a félévenkénti felülvizsgálat gyakorlatának megtartásával. Így azok a cégek maradhatnak a BÉT Prémium kategóriájában, amelyek folyamatosan valós likviditást és elegendő közkézhányadot tudnak felmutatni.



## A kapitalizációs küszöbérték leszállítása

Az európai gyakorlat, valamint a BÉT célkitűzéseinek szem előtt tartásával javaslatunk az, hogy **a bekerüléskori kapitalizációs küszöb 5 milliárd forintról 2,5 milliárd forintra csökkenjen**. Ezzel a BÉT hatékonyan motiválhatná a közepes méretű, de kellő mértékben közkézen lévő, elegendő befektetői aktivitásra számot tartó kibocsátók listázását, megkönnyítené piacra lépésüket, és a jelenlegi Standard kategóriás cégek egy részét is ösztökélheti, hogy megcélazzák a Prémium kategóriát.

- 1. kérdés:** *Egyetért-e azzal, hogy a BÉT Prémium kategóriájában a kapitalizációra vonatkozó belépéskori küszöbértéket leszállítsa? Ha egyetért, megfelelőnek tartja-e ennek mértékét?*
- 2. kérdés:** *Egyetért-e azzal, hogy a közkézhányadra és működési historikára vonatkozó jelenlegi küszöbértékek megfelelőek? Ha Ön szerint ezek módosításra szorulnak, kérjük, adjon javaslatot, és indoklással támassza alá azt.*

## A nyilvános tranzakciós követelmény eltörlése

Az **IPO kötelezettség** 2012-es bevezetését alátámasztó célkitűzésekkel – komolysági szűrő, befektetővédelmet szolgáló belépési korlát, professzionális tőkepiaci szereplők bevonása a bevezetési folyamatba – a BÉT továbbra is maximálisan azonosul. Ugyanakkor az **ötéves alkalmazási tapasztalat** megítélésünk szerint **felemás képet mutat**: ez a kötelezettség a fenti célokat nem az elvárt mértékben segítette elő, miközben jelentős terheket rótt a kibocsátókra, rontotta a BÉT versenyképességét, és csökkentette a hazai tőkepiac vonzerejét.

Az európai gyakorlatot áttekintve úgy ítéljük meg, **a fenti célokat hatékonyabban szolgálná, ha a BÉT eltörlőné az IPO követelményt**, és egyéb, a nemzetközi gyakorlatban már bizonyított eszközöket alkalmazna.

- 3. kérdés:** *Egyetért-e azzal, hogy a BÉT a Prémium kategóriában eltörlje a nyilvános tranzakciós követelményt? Kérjük, ossza meg velünk érveit.*

## Szponzor kötelező igénybe vétele

**A BÉT** – hasonlóan a más országokban bevált gyakorlathoz – **a Prémium szegmensben kötelezővé tenné szponzorok igénybe vételét**.

**Szponzorok** olyan gazdasági társaságok (pl. **befektetési szolgáltatók, tanácsadó cégek**) lehetnek, akik megfelelő tapasztalattal rendelkeznek a tőkepiaci tranzakciók vonatkozásában, és **szponzori**







**jogosultságot szereztek.** Ezen jogosultságot a BÉT ítelné oda transzparens, szabályzatba foglalt kritériumok alapján, vizsgálva a jelentkező tőkepiaci múltját, referenciáit, menedzsmentje és alkalmazottai szakmai tapasztalatát, és azt, hogy megfelelő rendszerekkel és kontrollokkal rendelkezik-e feladatai magas színvonalú ellátásához.

A szponzorok **szerződést** kötnek a kibocsátóval, de a BÉT-tel is. A **szponzorok listáját** a BÉT elérhetővé teszi a honlapján.

Hogy a szponzorok pontosan **mikor** kell, hogy támogassák a kibocsátókat, a nemzetközi gyakorlat alapján az alábbi **opciók** adódnak:

1. **Folyamatos jelenlét** a listázási szándék kinyilvánításától kezdve
  - a. A bevezetés után bizonyos ideig, például 1 évig, vagy
  - b. A forgalomban tartás teljes időtartama alatt
2. **Eseti jelenlét**
  - a. Csak a bevezetési folyamat során, vagy
  - b. Bevezetéskor és később is, bizonyos események (pl. kategóriaváltás), tranzakciók (pl. rábocsátás, reverse takeover, jelentős akvizíciók, tevékenységváltás, esetleg zártkörű tranzakciók) esetén

A fenti opciókhoz kapcsolódva – a nemzetközi példákat alapul véve – a szponzorok az alábbi feladatköröket tölthetnék be:

1. **A szponzor végig támogatja a kibocsátót a tőzsdére lépés folyamatában:**
  - a. Megbizonyosodik a cég tőzsdeképességéről;
  - b. Részt vesz az átvilágításban, a tájékoztató elkészítésében;
  - c. Folyamatos tanácsadást nyújt a bevezetési folyamat során, szükség szerint képzéssel is támogatja is a menedzsmentet, illetve a bevezetés és a tőzsdei jelenlétben érintett alkalmazottakat;
  - d. Elsődleges kommunikációs kapocsként szolgálnak a kibocsátó és a BÉT között.
2. A szponzor **írásban, nyilatkozatok aláírásával is felelősséget vállal** a BÉT felé, hogy:
  - a. A kibocsátó a szponzor legjobb tudomása szerint alkalmas arra, hogy megfeleljen a tőzsdei szabályoknak és kötelezettségeknek;
  - b. A szponzor tájékoztatta a kibocsátó menedzsmentjét a tőzsdei szabályokról, forgalomban tartási (különösen a transzparenciát érintő és tájékoztatási) kötelezettségekről, valamint hogy a szponzor megítélése szerint a cég megfelelő folyamatokkal és kontrollokkal rendelkezik ezen kötelezettségek teljesítéséhez;
  - c. A szponzor legjobb tudomása szerint olyan folyamatok és kontrollok állnak az igazgatóság és a menedzsment rendelkezésére, amelyek képesek arra, hogy mindenkor aktuális és valós képet mutassanak a kibocsátó pénzügyi folyamatairól;

- d. A szponzornak nincs tudomása arról, hogy a kibocsátó nem felel meg a Prospektus Rendelet szerint értelmezett működőtőke-követelménynek.
3. A **Standardból Prémium kategóriába lépésnél** is kötelező lenne egy szponzor igénybe vétele.
4. A bevezetést követően a **BÉT jelentősebb tranzakciók lebonyolításához** is előírhatja a szponzor kötelező igénybe vételét. Ilyen tranzakciók lehetnek például, amikor a kibocsátó olyan akvizíciót hajt végre, amely méretét, értékét tekintve jelentős súlyt képvisel a cég könyveiben, és/vagy amely alapvetően megváltoztatja a kibocsátó tevékenységi körét; amikor a kibocsátóban olyan cég szerez meghatározó részesedést, amely ilyen módon kikerülheti a bevezetési procedúrát (**reverse takeover**).
5. A szponzor a **bevezetés után bizonyos ideig** – praktikusán egy évig – minden Prémium kategóriás kibocsátót támogasson a tőzsdei jelenléttel együtt járó kötelezettségek megfelelő teljesítésében.

A 2017 novemberében elindult Xtenden a Kijelölt Tanácsadók sok tekintetben a fent bemutatottakhoz hasonló szerepet töltenek be. Ott elsősorban a cégek kisebb méretéből, fiatalabb életkorából fakadó magasabb kockázati szint indokolta alkalmazásukat. A Prémium kategóriában a szponzorok bevonása pedig elsősorban a szegmens mint kiemelt minőségű befektetés megbízhatóságát erősítené.

Várakozásaink szerint a Prémium kategóriában a szponzori modell az IPO követelménynél hatékonyabban kihasználná a befektetési szolgáltatói jelenlétet, hiszen **sokkal szélesebb spektrumon és hosszabb időtávon működne együtt a kibocsátó és a szponzor:**

- A szponzori rendszer **minden tőzsdei bevezetést támogatna**, vagyis kiterjedne a technikai bevezetésekre is.
- **A kibocsátó több és sokrétűbb segítséget kapna** a tőzsdeképessé váláshoz és a tőzsdei jelenléthez, ezáltal „**minőségibb**” befektetéssé válhatnak a papírjai.
- Ez a szorosabb együttműködés nagyobb biztosítékot jelent a befektetők számára is, így a **befektető-védelem magasabb szinten valósulhatna meg, nőne a befektetői bizalom** – és ez a hatás nem korlátozódna a bevezetés folyamatára, hanem a későbbi olyan tranzakciók során is érvényesülne, ahol potenciálisan sérülhetnek a befektetők érdekei (pl. reverse takeover esetén).
- **A befektetési szolgáltatók** lehetőséget kapnának rá, hogy **folyamatosabban jelen lehessenek a tőzsdei kibocsátók életében**, ezáltal mélyebben integrálódva a hazai tőkepiacba. E modell előnye a piac számára az is, hogy a befektetési szolgáltatók így jobban érdekeltek lesznek abban, hogy az általuk támogatott cégek tőzsdeképesek, transzparenssek legyenek, szabályosan működjenek: ugyan jogi felelősségvállalást nem vár el a BÉT a szponzoroktól, reputációs érdekük fűződik az általuk támogatott kibocsátók megfeleléséhez. Reményeink szerint a befektetési szolgáltatók számára **presztízsértékkel** is járna a szponzorok listáján való szereplés.
- Mindezen kedvező hatások pedig **emelnék a magyar tőkepiac és a tőzsde hitelességét, presztízsét, vonzerejét is.**

Az új modell előnyei véleményünk szerint jócskán meghaladják a vele szemben támasztható **aggályokat**, de azért ez utóbbiak is említést érdemelnek. **A kibocsátók vonakodhatnak attól, hogy nagyobb rálátást adjanak folyamataikra a szponzoroknak, a befektetési szolgáltatók pedig attól, hogy felelősséget vállaljanak a kibocsátó tekintetében.** A szponzori rendszer ugyanakkor hosszabb távon éppen ezen ellenállások, attitűdök piaci szintű megváltoztatását is elősegítheti.

- 4. kérdés:** *Egyetért-e azzal, hogy a BÉT a Prémium kategóriában szponzor igénybe vételét tegye kötelezővé? Kérjük indokolja meg esetleges nemleges válaszát is.*
- 5. kérdés:** *Amennyiben a szponzori rendszer létjogosultságával alapvetően egyetért, megfelelőnek tartja-e a szponzorok BÉT által javasolt kiválasztási alapelveit?*
- 6. kérdés:** *Amennyiben a szponzori rendszer létjogosultságával alapvetően egyetért, az Ön véleménye szerint a szponzor milyen elvek mentén jelenjen meg a kibocsátó életében (folyamatos és/vagy eseti alapon)? Válaszától függően Ön szerint a szponzorok a felsorolt feladatkörök közül melyeket töltsék be? Javasol-e bármilyen változtatást ezekben?*
- 7. kérdés:** *Az Ön meglátása szerint a fentiekben javasolt módosítások elégségesek lennének-e a BÉT Prémium kategóriája belépési kritériumait illetően annak érdekében, hogy a BÉT hatékonyabb, vonzóbb, a befektető-védelmet magasabb szinten biztosító piaccá váljon? Amennyiben Ön szerint további kritériumok beépítése lenne indokolt, kérjük, tegyen erre javaslatokat, és támassza alá azokat.*

## A Prémium kategória felülvizsgálati rendszerének módosítása

**A BÉT-es részvénykategória-felülvizsgálati módszertant** a vizsgált európai tőzsdék viszonylatában összességében **kidolgozottabbnak, transzparenssebbnek, praktikusabbnak** találtuk, mint a gyakran megfogalmazott, de kevésbé specifikált folyamatos fenntarthatósági követelményt. Úgy gondoljuk, hogy a **félévenkénti felülvizsgálat megfelelően** naprakész képet tud adni arról, hogy egy adott kibocsátó valóban a Prémium kategóriába való-e, és a BÉT részéről is tartható gyakorlat. A szigorúan vett folyamatos vizsgálat, bármilyen metodikát is használnánk, véleményünk szerint nem életszerű, szükségtelen, és aránytalan pluszterheket róna a BÉT-re.

**Méltányosnak** találjuk azt is, hogy **a meg nem felelt kibocsátókat csak bizonyos türelmi idő után soroljuk le a Standard kategóriába.**



**Az átlagkapitalizáció vizsgálata szintén megfelel a nemzetközi gyakorlatnak, és olyan információk alapján végezhető, amelyek a BÉT saját rendszereiből megbízhatóan rendelkezésre állnak. Ugyanakkor szükséges, hogy a küszöbértéket harmonizáljuk a javasolt alacsonyabb bevezetési kapitalizációs követelménnyel: a felülvizsgálatok során elvárt **5 milliárd forintos minimum átlagkapitalizációs értéket 2,5 milliárd forintra módosítanánk.****

A másik félévente vizsgált kritériumot, a **forgalomgyakoriságot** érdemes alaposabban górcső alá venni. E kritérium használatának az a tagadhatatlan előnye, hogy szintén a BÉT saját adatbázisában rendelkezésre álló információk alapján végezhető. Hátránya, hogy mivel elegendő akár naponta egyetlen részvényre egyetlen kötetet kötni ahhoz, hogy az adott nap pozitív előjellel számítson be a mutató értékébe, **a forgalomgyakoriság nem tükrözi a papír valódi likviditását, nem hordoz információt a befektető-védelem megvalósulásának mértékéről, és könnyen manipulálható.** Ráadásul a BÉT-en tapasztalható kettős kritériumrendszerre egyik vizsgált tőzsdén sem találtunk példát.

Ezért a BÉT megvizsgálta annak a lehetőségét, hogy **egységesítse a bevezetési és felülvizsgálatkor használt paramétereket, vagyis a kategória-felülvizsgálat során is a 25%-os közkézhányad teljesülését ellenőrizze, ennek nem teljesülése esetén pedig a kétmilliárd forintos közkez-kapitalizációt, illetve a legalább 500 tulajdonos meglétét.** Ez a megoldás jobban illeszkedne a nemzetközi gyakorlathoz, és némiképp egyszerűsítene a BÉT gyakran bonyolultnak talált kategóriarendszerét.

A közkézhányadok meghatározásához szükséges tulajdonosi megfeleltetéseket a BÉT a félévenkénti index-felülvizsgálatokhoz minden Prémium kategóriás kibocsátótól megkéri. Ez lehetne a kategória-felülvizsgálatok során is a közkézhányad-értékek meghatározásának forrása, s így a kibocsátók számára ez nem jelentene pótlólagos terhet.

Egy ilyen lépés **hatásvizsgálatához** megnéztük, hogy a BÉT Prémium kategóriájának jelenlegi 16 kibocsátója az elmúlt öt évben megfelelt volna-e a felülvizsgálatokon (az adatsorokért ld. a **3. mellékletet**). Azt találtuk, hogy egy kibocsátó volt csak végig a 25%-os küszöb alatt, egy másik az időszak második felében nem felelt volna meg a felülvizsgálatokon, néhányan pedig egy-egy alkalommal maradtak volna alul. Ugyanakkor a 25%-os közkézhányadot el nem érő kibocsátók közkez-kapitalizációja és részvényeseinek száma minden esetben meghaladja a kétmilliárd forintot és/vagy az 500 főt, így végeredményben jelenleg **minden jelenlegi Prémium kategóriás kibocsátó megfelelne az új felülvizsgálaton is.** A jelenlegi kibocsátóknak tehát nem jelentene sokszorú változást az új felülvizsgálati kritérium.

Gondolni kell azonban arra a lehetőségre is, hogy ez a helyzet az új szabályok életbe lépéséig esetleg megváltozhat. Ezért a BÉT a jelenlegi Prémium kategóriás kibocsátóknak **egy év türelmi időt** biztosítana az új követelménynek való megfelelésre.

A fenti módosításokhoz igazítanánk azokat a kritériumokat is, amelyeket akkor vizsgálunk, **amikor egy kibocsátó kezdeményezi átlépését a Standard (illetve átmenetileg a T) kategóriából a Prémium kategóriába.** Vagyis **az átlagkapitalizációs kritérium küszöbértéke itt is 5 milliárdról 2,5 milliárd forintra csökkenne, a forgalomgyakoriság helyett pedig ez esetben is a 25%-os közkézhányad / kétmilliárd forint közkez-kapitalizáció /500 tulajdonos meglétét vizsgálnánk,** amelyeket változatlanul legalább az előző két felülvizsgálatra vonatkozóan kell teljesítenie a kibocsátónak.



Továbbra is fontos, ezért változatlanul megmaradna a hároméves működési historika megkövetelése és szükség szerint annak bemutatása átfogó elemzés keretében.

A felülvizsgálathoz hasonlóan a **Standard (esetleg T) kategóriából Prémiumba lépni készülő kibocsátók esetében is egyéves türelmi időt adnánk az új kritériumok teljesítésére** – ennek lejártáig tehát a kibocsátók a régi kritériumok alapján is kérelmezhetik átlépésüket a Prémium kategóriába.

**8. kérdés:** *Az Ön véleménye szerint szorul-e átalakításra a BÉT jelenlegi kategória-felülvizsgálati rendszere, akár a gyakoriságot, akár a vizsgált kritériumokat tekintve? Kérjük, válaszát indokolja.*

**9. kérdés:** *Hogyan ítéli meg a BÉT által részletesebben vizsgált módosítási lehetőséget, miszerint a forgalomgyakoriság helyett a közkézhányadot ellenőrizzük a féléves felülvizsgálatok során, illetve a Standardból Prémium kategóriába átlépni kívánó kibocsátók esetében?*

**10. kérdés:** *Amennyiben a BÉT bevezeti ezt a módosítást, egyetért-e azzal, hogy a jelenlegi kibocsátók egy év türelmi időt kapjanak az új felülvizsgálati kritériumok teljesítése tekintetében? Kérjük, válaszát indokolja.*

## A Standard kategóriát érintő módosítások

A Prémium szegmenssel ellentétben a **BÉT Standard kategóriája követelményeiben jócskán elmarad a vizsgált európai tőzsdéktől, ezért itt nagyobb horderejű módosításokat tartunk indokoltnak.** Ebben a szegmensben különösen releváns célkitűzés a **minőségbiztosítás**, vagyis a szabályozott piacra még nem érett vagy oda kevésbé való kibocsátók kiszűrése. Miután 2017 szeptemberétől elérhetővé vált a BÉT junior piaca, az MTF-ként üzemelő Xtend, a BÉT már alternatívát is tud ajánlani azoknak a cégeknek, akik szeretnék élvezni a nyilvános tőkepiac nyújtotta előnyöket, de méretük, érettségük vagy egyéb okok miatt még nem igazán a szabályozott piacon van a helyük.

Ezért a Standard kategóriában is célravezetőnek tartanánk **menyiségi kritériumok bevezetését a minimum kapitalizációra, közkézhányadra és historikára vonatkozóan.** Az eddigi **nyilvános tranzakciós követelményt** ebben a kategóriában is **eltörölnénk.** A Prémium kategóriához hasonlóan itt is felmerül a szponzorok alkalmazásának és a **felülvizsgálatnak a kérdése**, és az, hogy ha a Standard kategóriát is bevonjuk a felülvizsgálati körbe, **hogyan kezeljük majd a nemteljesítő kibocsátókat.**



## A nyilvános tranzakciós követelmény eltörlése

**Az IPO követelménnyel kapcsolatban a Prémium kategóriánál megfogalmazott aggályok természetesen a Standard szegmensre is érvényesek.** Sőt, mi több, mivel itt jellemzően kisebb, szűkösebb emberi és anyagi erőforrásokkal rendelkező cégekről beszélünk, a nyilvános tranzakciós folyamattal járó többletterhek itt még jobban sújtják a kibocsátókat, így potenciálisan még több aspiránst tántorít el a tőzsdére lépéstől, vagy készteti arra, hogy más ország piacát válasszák. Így a **Standard kategóriában is el szeretnénk törölni az IPO követelményt.**

**11. kérdés: Egyetért-e azzal, hogy a BÉT a Standard kategóriában eltörölje a nyilvános tranzakciós követelményt? Kérjük, ossza meg velünk érveit.**

## Kvantitatív bevezetési minimumparaméterek felállítása

**Hatékonyabbnak és életszerűbbnek gondoljuk, hogy – a nemzetközi gyakorlathoz igazodva – itt is inkább kvantitatív küszöbértékeket alkalmazzunk.** Törekvésünket alátámasztja, hogy a BÉT igazgatósága 2016 májusi határozatában már elfogadta ezen küszöbértékek bevezetését – a koncepció ezen részét a piaci szereplők a későbbiekben sem vitatták.

Figyelembe véve a BÉT jelenlegi kibocsátói körét, azt a célkitűzést, hogy hosszabb távon javuljon a budapesti kibocsátói pool minősége, valamint az európai piacokon alkalmazott határértékeket, **az alábbi küszöbértékek bevezetését javasoljuk a BÉT Standard kategóriájában:**

- **250 millió forintos minimum bevezetési árfolyamérték;**
- **10%-os minimum közkézhányad, ennek hiányában 100 millió forint minimum közkezkapitalizáció, vagy legalább 100 tulajdonos;**
- **Legalább egyéves működési historika.**

Ami a **kapitalizációs kritériumot** illeti, a vizsgált európai piacok standard kategóriáiban egymillió euró vagy valamivel az alatti a jellemző küszöbérték. Ezért a 250 millió forintos kapitalizációs küszöb véleményünk szerint reális elvárás a magyar piacon.

A jelenleg a Standard kategóriás kibocsátók mindegyike teljesíti a 250 millió forintos kapitalizációs minimumot – ez a javasolt küszöbérték tehát belesimul a BÉT jelenlegi kibocsátói körébe.

A **közkézhányad** vizsgálata már jóval árnyaltabb képet mutat. Négy lehetséges százalékos értéknél ellenőriztük, hogy a jelenlegi közkézhányadok alapján a 15 Standard kategóriás kibocsátóból hányan felelnének meg e kritériumnak (a hosszabb idősoros megfelelési vizsgálatért ld. az **4. mellékletet**):





Minimum közkézhányad	Megfelelő Standard kategóriás kibocsátók száma
5%	13
10%	11
15%	9
20%	7

Látható tehát, hogy már egy 10%-os küszöb is a kibocsátók mintegy negyedét érintené, a 20%-ot pedig csak a kibocsátók fele tudná teljesíteni. Ha azonban a százmillió forintos közkez-kapitalizációs opciót és a minimum 100 tulajdonost is vizsgáljuk, egyetlen kibocsátó nem felelne csak meg az új kritériumnak (a részletes adatokat ld. az **5. mellékletben**).

Tekintetbe véve egyrészt a tőzsde távlati célját, miszerint csak elegendő közkézhányaddal rendelkező kibocsátók legyenek a szabályozott piacon, másrészt szem előtt tartva, hogy az új kritérium ne támasszon irreális elvárást a BÉT jelenlegi Standard kategóriás kibocsátói köre számára, **a BÉT 10%-os küszöböt tartana célravezetőnek, ennek hiányában pedig a százmillió forintos közkez-kapitalizációt, illetve a legalább 100 tulajdonost.**

**A jelenlegi Standard kategóriás kibocsátóknak egyéves türelmi időt biztosítunk az új kritériumoknak való megfelelésre. Ha egy kibocsátó egy év után sem felel meg az új kritériumoknak, a BÉT az elkülönített részvények közé sorolja át a papírokat.** Amennyiben a későbbiekben a kibocsátó megfelel a kritériumoknak, a következő felülvizsgálatkor kérheti visszasorolását a Standard kategóriába.

**Úgy gondoljuk, hogy ezen új kritériumrendszer az IPO követelménynél alkalmasabb „komolysági küszöb” lenne, életszerűbb annál, és megfelelné a nemzetközi legjobb gyakorlatnak.**

**12. kérdés: Egyetért-e azzal, hogy a BÉT a Standard kategóriában a kapitalizációra, a közkézhányadra és a működési historikára vonatkozó minimumkritériumokat vezessen be? Ha igen, megfelelőnek találja-e a javasolt küszöbértékeket?**

**13. kérdés: Megfelelőnek tartja-e a jelenlegi kibocsátók tekintetében javasolt eljárást (egyéves türelmi idő, utána meg nem felelés esetén elkülönítés)?**

## Felülvizsgálat, a nemteljesítő Standard kategóriás kibocsátók kezelése

Amennyiben bevezetjük a fent javasolt kvantitatív kritériumokat, természetesen felmerül a kérdés, hogy **a Standard kategóriát is bevonjuk-e a félévenkénti felülvizsgálati körbe**, vagy esetükben csak bevezetéskor kérjük számon e paramétereket.

Egyrészt természetesen logikus lenne, ha a Standard kategóriában is rendszeresen felülvizsgálánk a bekerülési kritériumokat. **A nemteljesítő kibocsátók kezelése a Standard esetében ugyanakkor problematikusabb**, mint a Prémium szegmensnél, hiszen – amennyiben megszüntetjük a T kategóriát – nincs olyan „teljes értékű” alsóbb szabályozott piaci szegmens, ahová átsorolhatnánk őket. Ugyanakkor az elkülönítés lehetőségének rendelkezésre állásával elkerülhető, hogy a nemteljesítő cégeknek el kelljen hagyniuk a szabályozott piacot törléssel vagy kivezetéssel, amelyet mind jogi, mind méltányossági szempontok miatt aggályosnak tartanánk.

Ezért a javaslatunk az, hogy **a Standard kategóriát is vonjuk be a félévenkénti felülvizsgálati körbe a Prémium kategóriához hasonló szabályok mentén**. Azaz egyrészt a 250 millió forintos átlagkapitalizáció meglétét vizsgáljuk, másrészt a 10%-os közkézhányad, ennek hiánya esetén a 100 millió forintos közkéz-kapitalizáció, illetve a minimum 100 tulajdonos meglétét ellenőrizzük.

**A nemteljesítő kibocsátók esetében ugyanazokat a türelmi időket alkalmaznánk, mint a Prémium kategóriában. A türelmi idő lejárta után a nemteljesítő kibocsátókat elkülönített részvényként kezelnénk, ahonnan – a feltételek újbóli teljesítése esetén – legközelebb a következő felülvizsgálatkor kerülhetne vissza a kibocsátó a Standard kategóriába.**

*14. kérdés: Az Ön meglátása szerint – amennyiben a BÉT bevezeti az új kvantitatív belépési kritériumokat a Standard kategóriában – végezz-e a tőzsde itt is rendszeres felülvizsgálatot? Amennyiben egyetért, megfelelőnek találná-e a felvázolt metodikát?*

*15. kérdés: Megfelelőnek tartja-e a nemteljesítő kibocsátók kezelésére javasolt eljárást (türelmi idő után elkülönítés)?*

*16. kérdés: Az Ön meglátása szerint a fentiekben javasolt módosítások elégségesek lennének-e a BÉT Standard kategóriája kritériumait illetően annak érdekében, hogy a BÉT hatékonyabb, vonzóbb, a befektető-védelmet magasabb szinten biztosító piaccá váljon? Amennyiben Ön szerint további módosítások lennének indokoltak, kérjük, tegyen erre javaslatokat, és támassa alá azokat.*

## A T kategória megszüntetése

Ami a BÉT harmadik szabályozott piaci kategóriáját, a **T kategóriát** illeti, annak **megszüntetését javasoljuk**, az alábbi fő érvekre támaszkodva:

- **Itt van a legtöbb olyan cég, amelynél felmerülnek kételyek**, mennyiben képesek teljesíteni a BÉT szabályozott piacára vonatkozó követelményeket;
- **A T kategória negatív megítélése, imidzse**, amely e szekció „jobb minőségű”, szabályosan működő kibocsátóira is rávetül;



- **A vizsgált tőzsdék egyikén sem találtunk hasonló kategóriát;**
- **Ha megszűnik az IPO követelmény, indokolatlanná válik** egy külön kategória fenntartása a technikai bevezetéssel piacra lépő kibocsátóknak, és feleslegesen növeli a piacszegmentációt.

A T kategória megszüntetésétől számos **pozitív hozadékot** várunk. A lépésnek **piactisztító hatása** lehet, hiszen a technikai bevezetéssel tőzsdére lépő, de egyébiránt tőzsdeérett cégek a Standard vagy Prémium kategóriába kerülnek. Azon cégek számára, amelyek nem akarják vagy nem képesek teljesíteni a Standard kategória feltételeit, az elkülönítőbe kerülnek, vagy választhatják az Xtend piacra való belépést is<sup>2</sup>. **Egyszerűbbé, átláthatóbbá** válna a BÉT kategóriarendszere.

**A jelenlegi T kategóriás kibocsátók közül azokat, amelyek megfelelnek a Standard kategória új követelményeinek, átvetnének a Standard kategóriába. A meg nem felelőknek ez esetben is egy év türelmi időt adnánk, és ha akkor sem teljesítik a követelményeket, elkülönítenénk őket.**

Javaslatunk hatásainak pontosabb megítéléséhez itt is elvégeztük azt a **hatásvizsgálatot**, hogy a T kategóriás cégek milyen arányban felelnének meg az újonnan bevezetendő Standard kategóriás bevezetési kritériumoknak (a részletes adatokat ld. a **6. mellékletben**). A 7 jelenlegi T kategóriás kibocsátó közül már az 5%-os közkezhányad-küszöböt is csak négyen teljesítenék, a 10, 15 és 20%-osat csak hárman. Három kibocsátó sem a százmillió forintos alternatív közkezhányad-kapitalizációs, sem a minimum 100 tulajdonosra vonatkozó követelményt sem tudná megugrani; egyikük emellett a 250 millió forintos minimum piaci kapitalizációs követelményt sem. A jelenlegi Standard kategóriával ellentétben tehát **a T kategóriás kibocsátók mintegy felét érintené hátrányosan, ha az új Standard kategóriás követelményeket kérnék rajtuk számon**. A jelenlegi három elkülönített részvény ugyanakkor megfelelne a Standard kategória új kritériumainak.

A T kategóriás cégek nagyobb hányadát fogja tehát várhatóan érinteni az elkülönítés – ennek kedvezőtlen reputációs hatásai lehetnek az adott cégekre (hiszen az elkülönítés miatt akkor is a szabályszerű kibocsátókkal kerülnek egy kategóriába, ha egyébiránt szabályszerűen működtek), amely hátrányosan érintheti azok befektetőit is, árazási diszkont formájában. A lehetőség ugyanakkor nyitva áll ezen cégek előtt, hogy törekedjenek a Standard kategóriába való átlépésre, vagy – ha ez nem megvalósítható – kezdeményezzék kivételüket, és akár az Xtenden folytassák tovább nyilvános tőkepiaci életüket (ez esetben a Tpt. értelmében a kibocsátónak vételi kötelezettsége áll fenn a részvényeire, amennyiben az arra jogosult részvényesek eladási ajánlattételi lehetőséggel élnek).

**17. kérdés: Egyetért-e azzal, hogy a BÉT szüntesse meg a T kategóriát?**

**18. kérdés: Ha támogatja a T kategória megszüntetését, megfelelőnek tartja-e a jelenlegi T kategóriás kibocsátók tekintetében javasolt eljárást (megfelelés esetén átvétel a Standard kategóriába, ennek hiányában egyéves türelmi idő, majd elkülönítés)? Van-e olyan további szempont, amelyet megfontolásra ajánlana?**

---

<sup>2</sup> Az Xtend piacra való átlépés menete a következő: szükség van először egy tőzsdei kivételre az erre vonatkozó szigorú szabályok mellett, majd ezzel párhuzamosan a bevezetési folyamatra az Xtend piacra történő regisztráció érdekében.



**19. kérdés: Ennek alternatívájaként megfelelőbbnek tartaná-e, ha az új Standard kategóriás követelményeknek meg nem felelő T kategóriás kibocsátókat a BÉT ne elkülönítse, hanem törölje a szabályozott piacról? Kérjük, válaszát indokolja.**



## Összefoglalás

Az előzőekben bemutatott javaslatokat a BÉT kategóriarendszerének átalakítására az alábbi táblázatokban foglaljuk össze:

### Prémium kategória

	Jelenlegi szabályok	Javasolt szabályok
<b>Bevezetendő részvénytársaság mérete</b>	Árfolyamértéken min. 5 mrd Ft	<i>Árfolyamértéken min. 2,5 mrd Ft</i>
<b>Nyilvános tranzakció</b>	Kötelező Min. 100 M Ft összérték 1 éves türelmi idő	<i>Nem kötelező</i>
<b>Szponzorok</b>	-	<b>Kötelező</b> <i>- Bevezetéskor: támogatás, nyilatkozatok</i> <i>- Kategóriaváltáskor</i> <i>- Bizonyos tranzakcióknál</i> <i>- Bevezetés után 1 évig</i>
<b>Felülvizsgálat</b>	Félévente - Min. 5 mrd Ft átlagos kapitalizáció - Min. 90% forgalomgyakoriság	Félévente <i>- Min. 2,5 mrd Ft átlagos kapitalizáció</i> <i>- Min. 25% közkézhányad; ha ez nem teljesül, 2 mrd Ft közkezeztetésű kapitalizáció, vagy min. 500 tulajdonos</i>
<b>Átsorolás Standardból Prémium kategóriába</b>	Kibocsátó kérelmére - Min. 5 mrd Ft átlagos kapitalizáció - Min. 90% forgalomgyakoriság	Kibocsátó kérelmére <i>- Min. 2,5 mrd Ft átlagos kapitalizáció</i> <i>- Min. 25% közkézhányad; ha ez nem teljesül, 2 mrd Ft közkezeztetésű kapitalizáció, vagy min. 500 tulajdonos</i>
<b>Jelenlegi kibocsátók kezelése (felülvizsgálatnál)</b>	-	<i>1 év türelmi idő után lesznek érvényesek rájuk az új kritériumok</i>

## Standard kategória

	Jelenlegi szabályok	Javasolt szabályok
Bevezetendő részvénytársaság mérete	Nincs követelmény	<b>Árfolyamértéken min. 250 M Ft</b>
Bevezetendő részvénytársaság közkezdényhányada	Nincs követelmény	- Min. 10% közkezdényhányad, vagy - Min. 100 M Ft közkezdény-kapitalizáció, vagy - Min. 100 tulajdonos
Működés elvárt historikája	Nincs követelmény	<b>1 teljes befejezett, auditált év</b>
Nyilvános tranzakció	Kötelező Legalább 100 M Ft összérték	<b>Nem kötelező</b>
Felülvizsgálat	-	<b>Félévente</b> - 250 M Ft átlagos kapitalizáció - 10% közkezdényhányad; ha ez nem teljesül, 100 M Ft közkezdény-kapitalizáció, vagy min. 100 tulajdonos <b>Tűrelmi idő</b> <b>Nemteljesítő kibocsátók elkülönítése</b>
Jelenlegi kibocsátók kezelése	-	<b>1 év tűrelmi idő</b> <b>Nemteljesítő kibocsátók elkülönítése</b>

## T kategória – megszűnik

	Jelenlegi szabályok	Javasolt szabályok
Jelenlegi kibocsátók kezelése	-	<b>1 év tűrelmi idő</b> <b>A teljesítő kibocsátók átvétele a Standard kategóriába</b> <b>Nemteljesítő kibocsátók elkülönítése</b>



## Mellékletek

### 1. melléklet: A prémium kategóriába tartozó részvények bevezetési követelményei egyes európai tőzsdéken

Fontosabb bevezetési kritériumok piaconként	BÉT Prémium kategória	London SE Premium Listing	Warsaw SE Main Market	Wiener Börse Official Market - Prime Market	Wiener Börse Second Regulated Market - Prime Market	Wiener Börse Mid Market Official / Second Regulated	Prague SE Prime market	Frankfurt SE Prime Standard	Euronext Group Regulated Market Compartment A, B, C
<b>Minimum piaci kapitalizáció</b>	5 Mrd HUF	700.000 GBP A bevezetendő részvényeket tekintve Saját részvények nélkül FCA alacsonyabbat is elfogadhat, ha megfelelő az értékpapír piaca	1 M EUR A bevezetendő részvénytörzset tekintve; ha ez nem mérhető fel, a saját tőke ÉS 60 M PLN / 15 M EUR A kibocsátó összes részvényét tekintve Kivétel, ha már más piacon be vannak vezetve, akkor 48 M PLN / 12 M EUR + A bevezetendő részvénydarabszám * várható piaci ár > 1 M EUR	2,9 M EUR A bevezetendő részvények össznevértéke	725.000 EUR A bevezetendő részvények össznevértéke	2,9 M EUR / 725.000 EUR A bevezetendő részvények össznevértéke	1 M EUR A bevezetendő részvénytörzset előre látható kapitalizációja; ha ez nem mérhető fel, a saját tőke A hatóság eltekinthet ettől, ha biztosítva látja a megfelelő piacot	1,25 M EUR	Compartment A: 1 mrd EUR fölött Compartment B: 150 M EUR és 1 mrd EUR között Compartment C: 150 M EUR alatt  Teljes kapitalizáció
<b>Minimum közkezhányad</b>	25% VAGY 2 Mrd Ft közkezhányad VAGY 500 tulajdonos	25% (folyamatosan) Az FCA ettől eltekinthet, HA: - A közkezhányad > 100 M GBP - Nagyszámú, azonos osztályú részvény közkezhányad	25% A bevezetendő részvénytörzset tekintve VAGY min. 500.000 db részvény van közkezhányad, min. 17 M EUR összértékben A tőzsde ettől eltekinthet, HA - Biztosítva látja a kellően likvid kereskedést, VAGY - Más piacon elegendő részvény van közkezhányad	25% közkezhányad ÉS min. 20 M EUR piaci kapitalizáció, VAGY Kevesebb mint 25% közkezhányad ÉS min. 40 M EUR piaci kapitalizáció VAGY 10.000 db	25% közkezhányad ÉS min. 20 M EUR piaci kapitalizáció, VAGY Kevesebb mint 25% közkezhányad ÉS min. 40 M EUR piaci kapitalizáció VAGY 2.500 db	725.000 EUR / 181.250 EUR Névértéken VAGY 10.000 db / 2.500 db	25% A tőzsde ettől eltekinthet, HA - Biztosítva van a problémamentes kereskedés (?) - Bevezetés után várhatóan gyorsan eléri a 25%-ot - EU-n kívüli piacon elegendő részvény van közkezhányad	25% 10.000 db	25% Az adott részvénytörzset által képviselt jegyzett tőkére vetítve A tagtőzsde alacsonyabb arányt (de min. 5%-ot) is meghatározhat, HA - elegendő számú azonos osztályba tartozó részvény van a kellő mértékben a közforgalomban, ÉS - a közkezhányad forgó részvények értéke min. 5 M EUR (jegyzési árral számolva)
<b>A vállalat fennállásának minimum ideje</b>	3 év	3 év A kibocsátó üzleti tevékenységének min. 75%-ára Az FCA eltekinthet ettől, ha biztosítva látja a befektetők informáltságát, ÉS egyértelműen indokolt a Premium listing	3 év DE indokolt esetben és elegendő információ megléte esetén a tőzsde ettől eltekinthet	3 év Jogelődöket a WBAG figyelembe veheti	3 év Jogelődöket a WBAG figyelembe veheti	3 év / 1 év	3 év DE indokolt esetben és elegendő információ megléte esetén a tőzsde ettől eltekinthet	3 év	3 év DE indokolt esetben és elegendő információ megléte esetén a tőzsde ettől eltekinthet, és/vagy egyéb követelményeket támaszthat (pl. magasabb kapitalizáció)





Fontosabb bevezetési kritériumok piacoként	BÉT Prémium kategória	London SE Premium Listing	Warsaw SE Main Market	Wiener Börse Official Market - Prime Market	Wiener Börse Second Regulated Market - Prime Market	Wiener Börse Mid Market Official / Second Regulated	Prague SE Prime market	Frankfurt SE Prime Standard	Euronext Group Regulated Market Compartment A, B, C
<b>Kibocsátható részvénytípus</b>	Tőzsrészcsevény	Tőzsrészcsevény (nem pénzügyi vállalatok – commercial companies) Nyílt- és zártvégű bef. Alapok jegyeit csak ide lehet bevezetni	n.a.	Tőzsrészcsevény	Tőzsrészcsevény	Tőzsrészcsevény	Tőzsrészcsevény	n.a.	Tőzsrészcsevény Elsősébségi részvényt (nem minden esetben) IDR
<b>Nyilvános tranzakció</b>	Igen	Nem kötelező Lehet technikai bevezetés (Introduction) VAGY Zártkörű kibocsátás (Placing) is	Nem kötelező Ha nincs -> "ordinary procedure" A bevezetés akkor számít nyilvános felajánlásnak, ha a bevezetendő értékpapírok min. 10%-át érinti, vagy ha a nyilvános felajánlás összege min. 4 M PLN	Nem egyértelmű	Nem egyértelmű	Nem egyértelmű	n. a.	n. a.	Nem kötelező Nevesítve a 3 féle bevezetési mód: IPO Private placement Technikai bevezetés
<b>Sponsor</b>	Nincs Befektetési vállalkozás opcionálisan igénybe vehető	Igen	Csak ha nyilvános felajánlás is van -> sponsoring exchange member	Nem	Nem	Capital Market Coach Bevezetésekor és még 1 évig kötelező	n. a.	Capital Market Partner	Listing Agent Bef. Szolgáltató, csak a klasszikus funkciókkal
<b>Jövedelmezőségi és működőfőke-követelmények</b>	-	A vállalat rendelkezik elég működő tőkével a következő 12 hónapra FCA adhat mentességet	A vállalat rendelkezik elég működő tőkével a következő 12 hónapra	-	-	-	-	-	-
<b>A vállalat eszközeire vonatkozó követelmények</b>	-	A vállalat eszközeinek a többsége a vállalat irányítása alatt állt az előző 3 évben A vállalat jelenlegi eszközeinek min. 75%-ára meg kell hogy legyen a 3 éves historika	-	-	-	-	-	-	-
<b>Soft tényezők, amiket a tőzsde mérleget</b>	-	-	- Pénzügyi helyzet - Növekedési kilátások - Vezetők, FB kompetenciája - Kibocsátás feltételei - Kereskedés biztonsága	-	-	-	- A kibocsátó kész információt megosztani - Transzparens struktúra és pénzügyi folyamatok - Egyértelmű tervek, célok, stratégiák, teljesítmény-indikátorok - Nemzetközi számviteli standardok - Ambíciózus és professzionális menedzsment	-	-





## 2. melléklet: A standard kategóriába tartozó részvények bevezetési követelményei egyes európai tőzsdéken

Fontosabb bevezetési kritériumok piaconként	BÉT Standard kategória	London SE Standard Listing	Warsaw SE Parallel Market	Wiener Börse Official Market - Standard Market	Wiener Börse Second Regulated Market - Standard Market	Prague SE Standard market	Frankfurt SE General Standard
<b>Minimum piaci kapitalizáció</b>	-	700.000 GBP Saját részvények nélkül FCA alacsonyabbat is elfogadhat, ha megfelelő az értékpapír piaca	60 M PLN / 15 M EUR Kivétel, ha már más piacon be vannak vezetve, akkor 48 M PLN / 12 M EUR	2,9 M EUR A bevezetendő részvények össznévértéke	725.000 EUR A bevezetendő részvények össznévértéke	1 M EUR A bevezetendő részvényt sorozat előre látható kapitalizációja; ha ez nem mérhető fel, a saját tőke A hatóság eltekinthet ettől, ha biztosítva látja a megfelelő piacot	1,25 M EUR
<b>Minimum közkézhányad</b>	-	25% (a közkézhányadot a vállalat köteles folyamatosan fenntartani) Ha nagyon nagy a kapitalizáció, ettől az FCA egyedileg eltekinthet	15% A bevezetendő részvényt sorozatot tekintve ÉS 100.000 db minimum 4 M PLN / 1 M EUR értékű részvény	725.000 EUR Névértéken Ha külföldi hivatalos piacon elegendő a papír közkézhányada, a tőzsde ettől eltekinthet 10.000 db Ha névérték nélküli a részvény	181.250 EUR Névértéken 2.500 db Ha névérték nélküli a részvény	25% A tőzsde ettől eltekinthet, HA - Biztosítva van a problémamentes kereskedés (?) - Bevezetés után várhatóan gyorsan eléri a 25%-ot - EU-n kívüli piacon elegendő részvény van közkézen	25% 10.000 db
<b>A vállalat fennállásának minimum ideje</b>	-	3 év Mentesség lehetséges	-	3 év DE indokolt esetben és elegendő információ megléte esetén a tőzsde ettől eltekinthet	1 év Mentesség lehetséges	3 év DE indokolt esetben és elegendő információ megléte esetén a tőzsde ettől eltekinthet	3 év



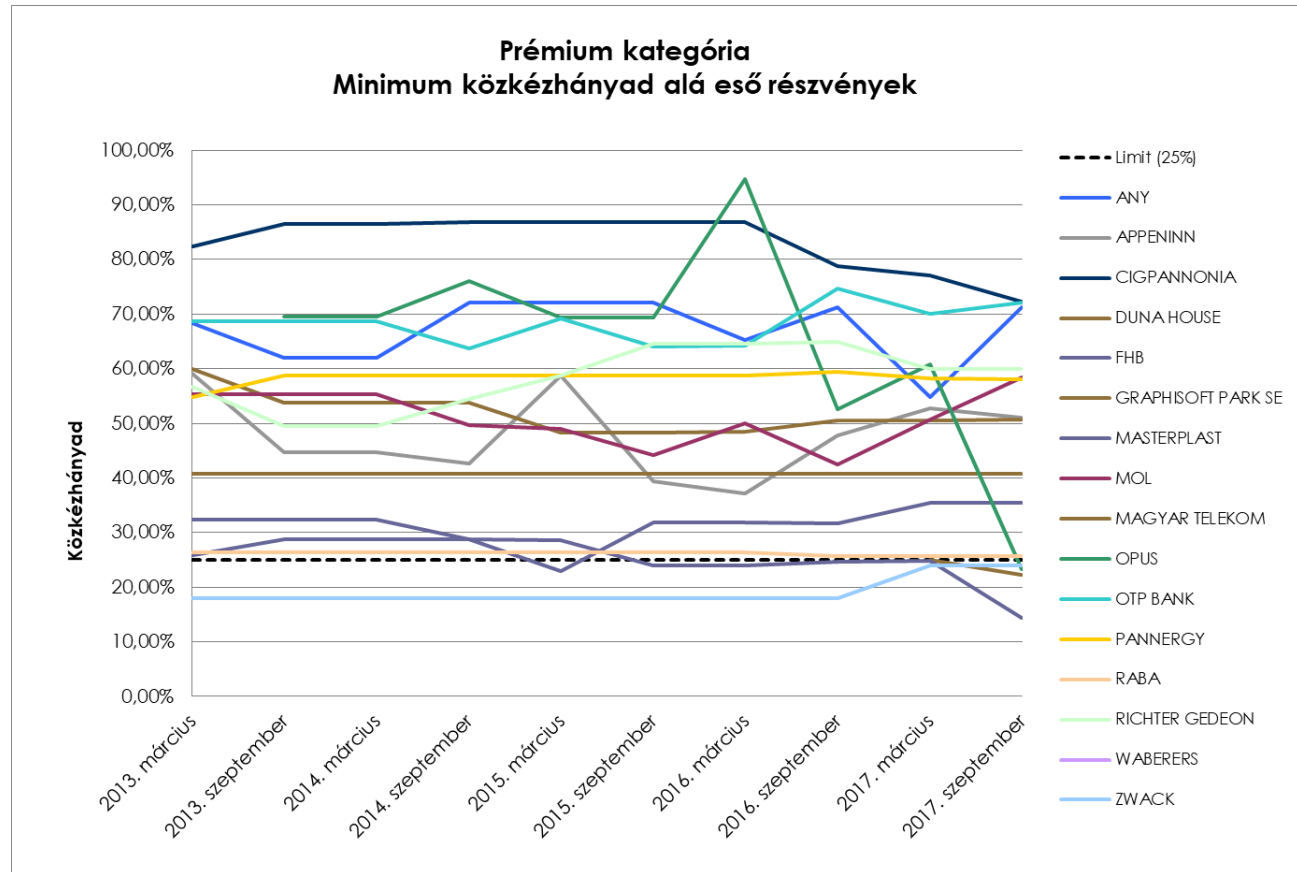


Fontosabb bevezetési kritériumok piacokként	BÉT Standard kategória	London SE Standard Listing	Warsaw SE Parallel Market	Wiener Börse Official Market - Standard Market	Wiener Börse Second Regulated Market - Standard Market	Prague SE Standard market	Frankfurt SE General Standard
<b>Kibocsátható részvénytípus</b>	-	Törzsrészvény és elsőbbségi részvény	n.a.	Törzsrészvény és elsőbbségi részvény	Törzsrészvény és elsőbbségi részvény	n.a.	n.a.
<b>Nyilvános tranzakció</b>	Igen	Nem kötelező Lehet technikai bevezetés (Introduction) VAGY Zártkörű kibocsátás (Placing) is	Nem kötelező Ha nincs -> "ordinary procedure" A bevezetés akkor számít nyilvános felajánlásnak, ha a bevezetendő értékpapírok min. 10%-át érinti, vagy ha a nyilvános felajánlás összege min. 1 M PLN	Nem egyértelmű, kell-e	Nem egyértelmű, kell-e	n. a.	n. a.
<b>Sponsor</b>	Nincs Befektetési vállalkozás opcionálisan igénybe vehető	-	Csak ha nyilvános felajánlás is van -> sponsoring exchange member	-	-	n. a.	Capital Market Partner
<b>Soff tényezők, amiket a tőzsde mérlegel</b>		-	- Pénzügyi helyzet - Növekedési kilátások - Vezetők, FB kompetenciája - Kibocsátás feltételei - Kereskedés biztonsága	-	-	-	-

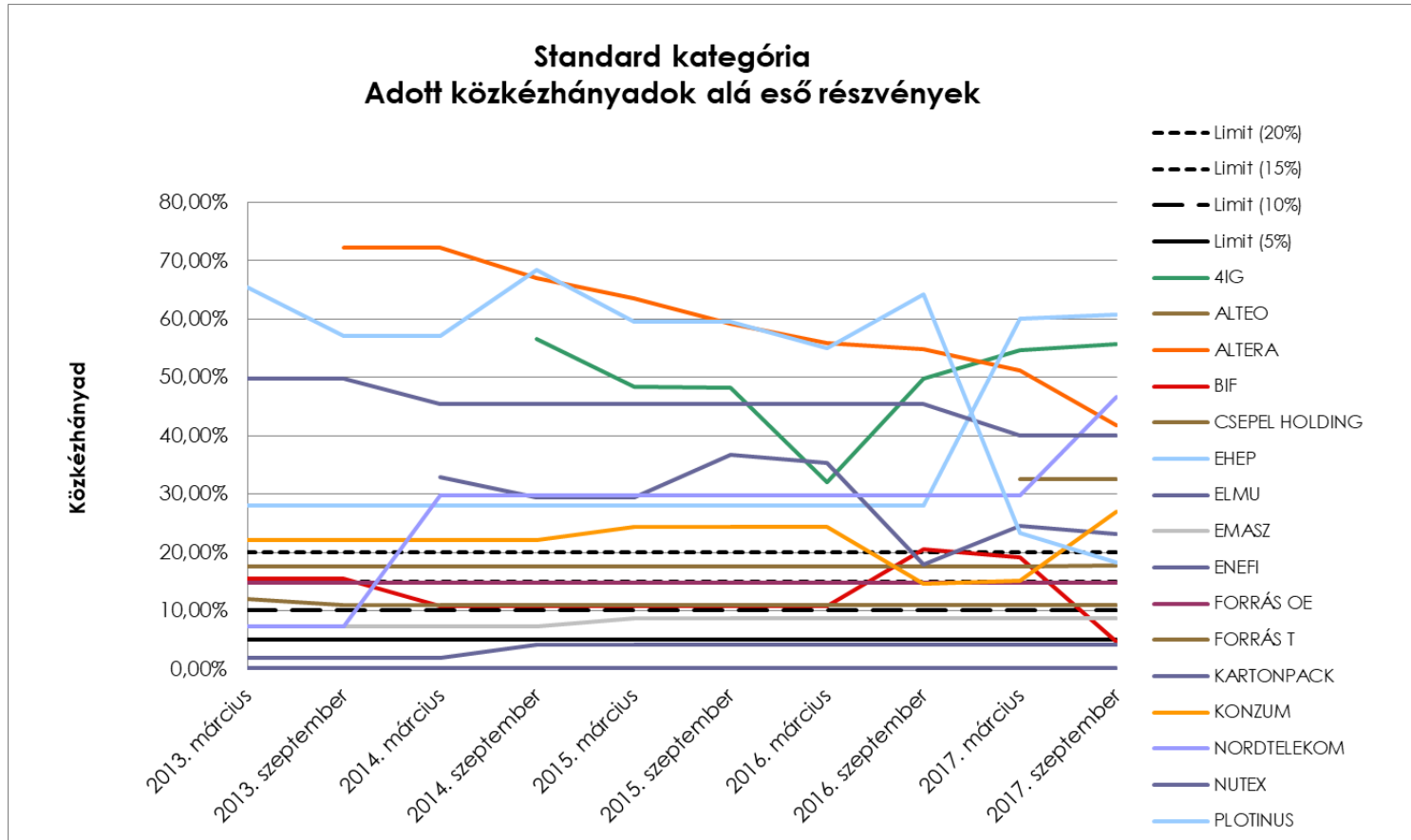




**3. melléklet: A Prémium kategóriába tartozó részvények közkézhiányának változásai az elmúlt 3 évben és egy 25%-os folyamatos megfelelés megkövetelésének lehetséges hatásai a kibocsátókra**



**4. melléklet: A Standard kategóriába tartozó részvények közkezhányadának változásai az elmúlt 3 évben és egy új, bevezetendő közkezhányad-limit hatása a kibocsátókra**





## 5. melléklet: A Standard kategóriába tartozó részvényekre vonatkozó új kapitalizációs és közkézhányad-követelmények bevezetésének hatásai (2018. január 26-i adatok alapján)

Standard kategória	Piaci kapitalizáció M Ft	Közkezhányad %	Közkezhányad értéke M Ft
<b>Küszöbérték</b>	<b>250</b>	<b>10,00%</b>	<b>100</b>
4iG Nyrt.	3 948	52,44%	2 070
Alteo Nyrt.	11 727	34,05%	3 993
ALTERA Nyrt.	2 206	59,15%	1 305
Budapesti Ingatlan Nyrt.	42 881	9,62%	4 125
Csepel Holding Nyrt.	2 175	17,79%	387
EHEP Nyrt.	545	60,80%	331
ELMŰ Nyrt.	161 580	4,18%	6 754
ÉMÁSZ Nyrt.	74 430	8,78%	6 535
ENEFI Energiahatékonysági Nyrt.	5 706	81,88%	4 672
FORRÁS NyRt. (B)	5 000	14,81%	741
FORRÁS NyRt. (A)	7 000	11,03%	772
<b>KARTONPACK Nyrt.</b>	3 031	0,20%	6
KONZUM Nyrt.	60 494	27,67%	16 739
NORDTELEKOM Nyrt.	3 803	38,01%	1 446
PLOTINUS HOLDING Nyrt.	3 163	18,41%	582
<b>Piaci kapitalizáció miatt esne ki a Standard szegmensből</b>			
<b>Közkezhányad miatt esne ki a Standard szegmensből</b>			





## 6. melléklet: A Standard kategória új kapitalizációs és közkézhányad-követelményei bevezetésének hatásai a jelenlegi T kategóriás és elkülönített részvényekre (2018. január 26-i adatok alapján)

T kategória	Piaci kapitalizáció M Ft	Közkezhányad %	Közkezhányad értéke M Ft
<b>Küszöbérték</b>	<b>250</b>	<b>10,00%</b>	<b>100</b>
Finext	560	3,62%	20
FuturAqua	1 674	60,94%	1 020
Kulcs-Soft	5 670	3,73%	211
Örmester	322	6,50%	21
OTT1	8 102	79,94%	6 477
SET GROUP	2 272	60,49%	1 374
UBM Holding	99	0%	-
<b>Elkülönített részvények</b>	<b>Piaci kapitalizáció M Ft</b>	<b>Közkezhányad %</b>	<b>Közkezhányad értéke M Ft</b>
<b>Küszöbérték</b>	<b>250</b>	<b>10,00%</b>	<b>100</b>
EST MEDIA	2 856	94,70%	2 705
KEG	449	72,55%	326
NUTEX Nyrt.	308	69,81%	215

Piaci kapitalizáció miatt esne ki a Standard szegmensből\*

Közkezhányad miatt esne ki a Standard szegmensből\*

\* ha Standard kategóriás részvény lenne



## 7. melléklet: Kérdések

1. kérdés: *Egyetért-e azzal, hogy a BÉT Prémium kategóriájában a kapitalizációra vonatkozó belépéskori küszöbértéket leszállítsa? Ha egyetért, megfelelőnek tartja-e ennek mértékét?*
2. kérdés: *Egyetért-e azzal, hogy a közkézhányadra és működési historikára vonatkozó jelenlegi küszöbértékek megfelelőek? Ha Ön szerint ezek módosításra szorulnak, kérjük, adjon javaslatot, és indoklással támassa alá azt.*
3. kérdés: *Egyetért-e azzal, hogy a BÉT a Prémium kategóriában eltörölje a nyilvános tranzakciós követelményt? Kérjük, ossza meg velünk érveit.*
4. kérdés: *Egyetért-e azzal, hogy a BÉT a Prémium kategóriában szponzor igénybe vételét tegye kötelezővé? Kérjük indokolja meg esetleges nemleges válaszát is.*
5. kérdés: *Amennyiben a szponzori rendszer létjogosultságával alapvetően egyetért, megfelelőnek tartja-e a szponzorok BÉT által javasolt kiválasztási alapelveit?*
6. kérdés: *Amennyiben a szponzori rendszer létjogosultságával alapvetően egyetért, az Ön véleménye szerint a szponzor milyen elvek mentén jelenjen meg a kibocsátó életében (folyamatos és/vagy eseti alapon)? Válaszától függően Ön szerint a szponzorok a felsorolt feladatkörök közül melyeket töltsék be? Javasol-e bármilyen változtatást ezekben?*
7. kérdés: *Az Ön meglátása szerint a fentiekben javasolt módosítások elégségesek lennének-e a BÉT Prémium kategóriája belépési kritériumait illetően annak érdekében, hogy a BÉT hatékonyabb, vonzóbb, a befektetővédelmet magasabb szinten biztosító piaccá váljon? Amennyiben Ön szerint további kritériumok beépítése lenne indokolt, kérjük, tegyen erre javaslatokat, és támassa alá azokat.*
8. kérdés: *Az Ön véleménye szerint szorul-e átalakításra a BÉT jelenlegi kategória-felülvizsgálati rendszere, akár a gyakoriságot, akár a vizsgált kritériumokat tekintve? Kérjük, válaszát indokolja.*
9. kérdés: *Hogyan ítéli meg a BÉT által részletesebben vizsgált módosítási lehetőséget, miszerint a forgalomgyakoriság helyett a közkézhányadot ellenőrizzük a féléves felülvizsgálatok során, illetve a Standardból Prémium kategóriába átlépni kívánó kibocsátók esetében?*
10. kérdés: *Amennyiben a BÉT bevezeti ezt a módosítást, egyetért-e azzal, hogy a jelenlegi kibocsátók egy év türelmi időt kapjanak az új felülvizsgálati kritériumok teljesítése tekintetében? Kérjük, válaszát indokolja.*



11. kérdés: *Egyetért-e azzal, hogy a BÉT a Standard kategóriában eltörölje a nyilvános tranzakciós követelményt? Kérjük, ossza meg velünk érveit.*
12. kérdés: *Egyetért-e azzal, hogy a BÉT a Standard kategóriában a kapitalizációra, a közközhányadra és a működési historikára vonatkozó minimumkritériumokat vezessen be? Ha igen, megfelelőnek találja-e a javasolt küszöbértékeket?*
13. kérdés: *Megfelelőnek tartja-e a jelenlegi kibocsátók tekintetében javasolt eljárást (egyéves türelmi idő, utána meg nem felelés esetén elkülönítés)?*
14. kérdés: *Az Ön meglátása szerint – amennyiben a BÉT bevezeti az új kvantitatív belépési kritériumokat a Standard kategóriában – végezzen-e a tőzsde itt is rendszeres felülvizsgálatot? Amennyiben egyetért, megfelelőnek találná-e a felvázolt metodikát?*
15. kérdés: *Megfelelőnek tartja-e a nemteljesítő kibocsátók kezelésére javasolt eljárást (türelmi idő után elkülönítés)?*
16. kérdés: *Az Ön meglátása szerint a fentiekben javasolt módosítások elégségesek lennének-e a BÉT Standard kategóriája kritériumait illetően annak érdekében, hogy a BÉT hatékonyabb, vonzóbb, a befektető-védelmet magasabb szinten biztosító piaccá váljon? Amennyiben Ön szerint további módosítások lennének indokoltak, kérjük, tegyen erre javaslatokat, és támassza alá azokat.*
17. kérdés: *Egyetért-e azzal, hogy a BÉT szüntesse meg a T kategóriát?*
18. kérdés: *Ha támogatja a T kategória megszüntetését, megfelelőnek tartja-e a jelenlegi T kategóriás kibocsátók tekintetében javasolt eljárást (megfelelés esetén átvétel a Standard kategóriába, ennek hiányában egyéves türelmi idő, majd elkülönítés)? Van-e olyan további szempont, amelyet megfontolásra ajánlana?*
19. kérdés: *Ennek alternatívájaként megfelelőbbnek tartaná-e, ha az új Standard kategóriás követelményeknek meg nem felelő T kategóriás kibocsátókat a BÉT ne elkülönítse, hanem törölje a szabályozott piacról? Kérjük, válaszát indokolja.*