

Dr. Halász Vendel, PhD hallgató, PTE-ÁJK

Dr. Kecskés András, egyetemi adjunktus, PTE-ÁJK

Ajánlati struktúra a kezdeti nyilvános részvénykibocsátásoknál

I. Bevezető

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátást tervező vállalat vezetésének döntenie kell a részvénykibocsátás, valamint a tőzsdei bevezetés helyéről.¹ Ha egy cég kellően nagy, jól működik, nyereséget termel és a hagyományos gazdasági tevékenységi körrel foglalkozik (az un. *old economy* része), akkor általában a hazai (meghatározó) értéktőzsde magasabb kategóriájába kerül bejegyzésre (a Budapesti Értéktőzsde esetében ez a Részvények „A” kategória)² és részvényeit hazai befektetők számára értékesíti. Ha viszont egy vállalat különösen jelentős, és rendkívül magas a tőkeigénye, akkor általában bár a hazai tőkepiacon vezeti be elsősorban részvényeit, nemzetközi szinten (akár globális ajánlat keretében) is értékesíti azokat, és ezáltal széles befektetői kört céloz meg. Kisebb, fiatalabb, és spekulatívabb kibocsátók papírjai a hazai piac alacsonyabb követelményeket támaztó kategóriájába (a Budapesti Értéktőzsde esetében ez a Részvények „B” kategória) kerülnek bejegyzésre, melyet tipikusan e kibocsátói kör számára hoznak létre.

A fenti esetekben ugyanakkor a vállalat honosságának megfelelő, hazai joghatóság alá esik a nyilvános részvénykibocsátási tranzakció, és szintén ezen állam felügyeleti hatósága (hazánkban a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete) az illetékes. A kérdés akkor válik bonyolultabbá, ha a társaság kizárólagosan egy külföldi tőzsdén kívánja bevezetni részvényeit, vagy több nyilvános kibocsátást tervez két vagy több tőkepiacon.

Az ajánlat struktúrája nagyban függ a vállalat méretétől és a kibocsátó céljaitól. A kisebb értékű kibocsátásokat (nagyságrendileg 25 millió euróig általában) a hazai befektetők számára értékesítik. A 125 millió eurót meghaladó részvénykibocsátásokat pedig csak kellően jelentős tőkepiacok esetében lehetséges egy államon belül értékesíteni. A nagyobb értékű kibocsátások tehát komolyabb marketingtevékenységet igényelnek, mely több piacra is kiterjed.³

¹ Lásd DR GÜNTHER, Klaus, *Germany: Going Public – Taking a Family Business Public*, International Legal Practitioner (1997/június) 56. old.

² Lásd GILLIS, Duane K., *Hungary: Going Public – Taking a Family Business Public*, International Legal Practitioner (1997/június) 64. old.

³ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 48-49. old.

II. Forgalmazási terv

A tranzakció kezdete előtt a vállalat vezetésének döntenie kell arról, hogy mely befektetőknek (befektetői csoportoknak) allokálja az értékpapírokat. A megcélzott befektetőkről és piacokról, a szétszórta tervezett részvényekről forgalmazási terv készül. Amennyiben az ajánlat egyidejűleg két vagy több országra terjed ki, akkor az érintett piacok vonatkozásában a forgalmazási terv gyakran ennek megfelelően elkülöníti a tranzakció tárgyát képező részvények bizonyos részét, szeletét. Ezek az ún. *tranche*-ok. A *tranche*-ok tehát az adott befektetői kör, piacok vonatkozásában elkülönített részvényeket jelentik. Ezen belül lehet intézményi és kisbefektetői körnek szánt *tranche*-ról beszélni,⁴ melyekhez eltérő árképzés társulhat. Szintén gyakori a kibocsátó munkavállalói számára elkülönített *tranche*. Erre vonatkozóan a 809/2004/EK rendelet értelmében a prospektusban (részvény-értékpapírjegyekben) szükséges információkat szolgáltatni.⁵ A forgalmazási terv elkészítése során dönteni kell arról is, hogy miként kezeljék az esetleges túljegyzést. A prospektusban (részvény-értékpapírjegyekben) erre vonatkozóan fel kell tüntetni a túljegyzést és a további részvények megvásárlását engedélyező záradékot.⁶

III. Részvényallokáció

A legtöbb kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során a kibocsátó fenntart egy bizonyos számú részvényt „bennfentes” személyek számára. Ilyenek például a kibocsátó vállalat tulajdonosainak, vezetőinek családtagjai, barátai, vagy éppen a vállalat munkavállalóinak hozzátartozói, ismerősei. Ezek a személyek elsőbbségi bánásmódban részesülnek a részvények kiosztása során (baráti és családi részvénytörzsi programok). Mivel egy kisbefektetőnek meglehetősen nehéz közvetlenül a forgalmazótól részvényeket jegyezni (a részvények megszerzése gyakran csak a másodlagos piacon sikerül számukra),⁷ ezért egy magas kezdeti hozammal kecsegtető kibocsátás esetén nagy a sorban állás ezért a lehetőségért.⁸

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során a befektetői közösség részéről azonban elvárható, hogy az elsőbbségi bánásmód átláthatóan valósuljon meg. Így a 809/2004/EK

⁴ Lásd ESPINASSE, Philippe, *IPO – A Global Guide* (Hong Kong University Press, Hong Kong, 2011) 124. old.

⁵ 809/2004/EK rendelet III. Melléklet 5.2.

⁶ 809/2004/EK rendelet III. Melléklet 5.2.5.

⁷ Lásd RUEDA, Andres, *The Hot IPO Phenomenon and the Great Internet Bust*, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* (2001/1) 40-43. old.

⁸ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 196. old.

rendelet előírja, hogy a részvény-értékpapírjegyzéknek tartalmaznia kell az allokáció során egyes befektetői vagy rokoni csoportoknak (ideértve a baráti és családi programokat) biztosított, előre meghatározott elsőbbségi bánásmódot, az ajánlattételnek az elsőbbségi bánásmód számára fenntartott százalékát és az adott osztályba vagy csoportba történő bekerülés feltételeit.⁹ Szintén ki kell fejteni a kisbefektetők és a kibocsátó alkalmazottai közötti allokáció módját vagy módjait ezen szeletek túljegyzése esetén,¹⁰ illetve hogy az allokáció során a jegyzések vagy jegyzési ajánlattételek kezelése függ-e attól, hogy azt melyik vállalkozáson keresztül tették.¹¹ Amennyiben a kibocsátónak tudomása van róla, szintén jelezni kell, hogy a főrésztulajdonosok vagy a kibocsátó igazgatási, irányító és felügyelő szervének tagjai szándékoznak-e értékpapírt jegyezni, illetve vannak-e olyan személyek, akik az ajánlattételben megjelölt mennyiség több mint öt százalékát kívánják lejegyezni.¹²

IV. *Spinning* (preferenciális részvényallokáció)¹³

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátások esetében a vezető forgalmazónak gyakran jelentős befolyása van a részvényallokáció módjára (különösen, ha a könyvépítés módszerét alkalmazzák a tranzakció során).¹⁴ Hazánkban ez kiegészül azzal a korlátozással a tőkepiaci törvény szabályozása alapján, hogy az allokáció során a forgalomba hozatali eljárás első három napja alatt, az értékpapír megszerzésére vonatkozó nyilatkozatot tett személyek azonos elbánás alá esnek, függetlenül attól, hogy nyilatkozatukat mely időpontban tették meg.¹⁵

A vezető forgalmazói szerepet betöltő befektetési vállalkozás általában olyan szinten határozza meg a papírok árát, ahol a kereslet még meghaladja a kínálatot, és így lehetősége van saját belátása szerint szétosztani a részvényeket.¹⁶ Ezzel kapcsolatban felmerült a gyanú a szabályozó és felügyeleti hatóságok oldaláról, hogy egyes befektetési bankok a kellően attraktív kibocsátásokból származó papírok egy részét a felfelé mutató piaci trendek idején (amikor szinte garantálható az azonnali jelentős hozam) az ügyfeleiknek számító társaságok vezető tisztségviselőinek juttatták, hogy azok továbbra is fenntartsák velük az üzleti

⁹ 809/2004/EK rendelet III. Melléklet 5.2.3. d)

¹⁰ 809/2004/EK rendelet III. Melléklet 5.2.3. c)

¹¹ 809/2004/EK rendelet III. Melléklet 5.2.3. e)

¹² 809/2004/EK rendelet III. Melléklet 5.2.2.

¹³ Lásd GRIFFITH, Sean J., *Spinning and Underpricing – A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings*, Brooklyn Law Review (2004/2) 586. old.

¹⁴ Lásd HURT, Christine, *What Google Can't Tell Us About Internet Auctions (And What It Can)*, University of Toledo Law Review (2006/2) 405. old.

¹⁵ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 48. § (1)

¹⁶ Lásd LEVY, Ely R., *The Law and Economics of IPO Favoritism and Regulatory Spin*, Southwestern University Law Review (2004/2) 202. old.

kapcsolatot.¹⁷ A befektetési bankok a folyamatos megbízásokból profitáltak ennek köszönhetően, míg az ügyfeleknek számító vállalatok vezető tisztségviselői magas haszonra tettek szert.¹⁸ E vállalati vezetők ugyanis alacsony áron juthattak hozzá a részvényekhez, és magasabb áron értékesíthették azokat a másodlagos piacon tapasztalható kezdeti árfolyamemelkedés következtében a kisbefektetőknek. Ebben az esetben lehetséges, hogy mire ezen befektetők felismerték, hogy a vállalatnak csekély kilátása van a jövőbeli növekedésre, már olyan részvényért fizettek, amely árfolyamcsökkenést fog elszenvedni a piacon.¹⁹ Érdekes példa lehet ebben a vonatkozásban a *Goldman Sachs* nagy presztízsű befektetési bankház. Egyes álláspontok szerint ugyanis ő is alkalmazta a *spinning* gyakorlatát.²⁰ Így jól értékesíthető, a kezdeti nyilvános részvénykibocsátásból származó részvényeket juttatott az ügyfelének számító vállalatok vezető tisztségviselőinek. A felmerült gyanú szerint ilyen részvényallokáció során szereztek papírokat a *Yahoo*, az *eBay*, a *WorldCom*, az *Enron* és az *eToys* vállalatok vezetői saját értékpapírszámlájukra. A *Goldman Sachs* ezzel kapcsolatban ugyanakkor kifejtette, hogy nem volt preferenciális elbánás a vállalati vezetők vonatkozásában más ügyfelekhez képest.²¹

Lehetséges az is, hogy a rendszeres ügyfeleknek számító befektetők, brókercégek vagy azok vezetői jutnak a *spinning* gyakorlatának köszönhetően a részvényekhez, mégpedig magasabb jutalékokért vagy későbbi megbízásokért cserébe.²²

V. Részvénykibocsátás a belföldi tőkepiacra

A belföldi tőkepiacon megvalósuló kezdeti nyilvános részvénykibocsátás tekinthető a vállalatok esetében a kiindulási alapnak. A legkisebb vállalatok számára (15 millió euró alatti tervezett piaci kapitalizációval) a részvények értékesítésének a kisbefektetőkre, illetve a kisebb volumenű befektetésekre szakosodott befektetési vállalkozásokra kell fókuszálnia. A jelentősebb intézményi befektetők e részvények másodlagos piacát túlságosan illikvidnek

¹⁷ GRIFFITH, Sean J., *Spinning and Underpricing – A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings*, Brooklyn Law Review (2004/2) 593-597. old.

¹⁸ Lásd GRIFFITH, Sean J., *Spinning and Underpricing – A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings*, Brooklyn Law Review (2004/2) 624-625, 628-629. old.

¹⁹ Lásd KENNEDY, Phillip Ballard, *Investment Banking Conflicts: Research Analysts and IPO Allocations*, North Carolina Banking Institute (2003.) Vol.7. 224-225. old.

²⁰ Lásd GRIFFITH, Sean J., *Spinning and Underpricing – A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings*, Brooklyn Law Review (2004/2) 597-598. old.

²¹ Lásd KENNEDY, Phillip Ballard, *Investment Banking Conflicts: Research Analysts and IPO Allocations*, North Carolina Banking Institute (2003.) Vol.7. 227-228. old.

²² Lásd LEVY, Ely R., *The Law and Economics of IPO Favoritism and Regulatory Spin*, Southwestern University Law Review (2004/2) 203. old.

ítélik. A nagyobb volumenű ajánlatok viszont jobban megoszlanak az intézményi és a kisbefektetők között: átlagosan az intézményi befektetők kapják meg a részvények kétharmad részét, míg az egyéni befektetők a fennmaradó egyharmadot. A hazai piac képessége a részvények felvételére változó. Nyilvánvalóan az Egyesült Államokban egy vállalat a hazai tőkepiacról is képes akár 1 milliárd dolláros tőkebevonást végrehajtani részvénykibocsátással, míg egy kisebb állam esetében ez nem lehetséges. Általános jelenség ugyanakkor, hogy a vállalatok 90%-a csupán a hazai tőzsdén jegyezteti be magát.²³

VI. Hazai nyilvános részvénykibocsátás és nemzetközi zártkörű kibocsátás

Ha a részvényértékesítést kiterjesztik külföldi piacokra is, akkor két fontos kérdést kell áttekinteni. Egyrészt, hogy a társaság milyen struktúrában valósítsa meg a kibocsátást: hajtson-e végre egy vagy több nyilvános részvénykibocsátást más államokban vagy akár az Egyesült Államokban. A második döntés pedig az, hogy megszervezzék a kibocsátás értékesítését, kiválasztva hogy milyen és hány *tranche*-ot vonjanak be.²⁴

A legegyszerűbb módja annak, hogy kiterjesszük az ajánlatot egy nemzetközi befektetői körre, ha a hazai nyilvános részvénykibocsátást kombináljuk egy nemzetközi szintű zártkörű kibocsátással, mely alapvetően intézményi befektetőket céloz meg. Az európai kibocsátók esetében a „nemzetközi” jelző az Egyesült Királyság és Svájc tőkepiacait jelentheti elsősorban. Az Egyesült Államokban végrehajtott kezdeti nyilvános részvénykibocsátások általában ezt a struktúrát követik, mivel a kibocsátás 10-20%-át nem amerikai befektetőknek értékesítik.²⁵

VII. Hazai nyilvános részvénykibocsátás + nemzetközi zártkörű kibocsátás + a *Securities and Exchange Commission 144a* szabályán alapuló zártkörű kibocsátás az Egyesült Államokban

A témában folytatott kutatások arra utalnak, hogy a részvénykibocsátások során az amerikai befektetők jelenléte alacsonyabb szintű alulárzottságot eredményez. A legegyszerűbb módja az amerikai intézményi befektetők elérésének az ún. *Securities and Exchange Commission Rule 144a*²⁶ szerinti zártkörű kibocsátás az Egyesült Államokban. Az egyszerűség abban

²³ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 49. old.

²⁴ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 50-51. old.

²⁵ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 51. old.

²⁶ General Rules and Regulations, Securities Act of 1933, § 230.144a; Elérhető (2011. február 16.): <http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text->

rejlük, hogy ekkor nem szükséges benyújtani a kibocsátónak *prospektust*²⁷ a *Securities and Exchange Commission* részére, és nem kell összeegyeztetnie a pénzügyi beszámolóit a *GAAP*-el (ez az Egyesült Államokban használt könyvvizsgálati előírás, a *General Accepted Accounting Principles*). Ezért 1991-es bevezetése óta²⁸ a *Rule 144a* alapján történő részvénykibocsátás a nemzetközi kibocsátók által leginkább alkalmazott zártkörű kibocsátási módszer az Egyesült Államokban. A hagyományos, *Rule 144* alapján zajló zártkörű kibocsátásoknál azért is előnyösebb, mert ebben az esetben van lehetőség – legalábbis korlátozott mértékben – másodlagos piac kialakítására.²⁹

A *Rule 144a* alapján a részvények minősített intézményi befektetőknek értékesíthetők.³⁰ Ezek kellően nagyok, és megfelelő szakmai kifinomultsággal rendelkeznek, hogy jól informált döntést hozzanak. Ezért nem szorulnak az amerikai tőzsdefelügyelet által alkalmazott közzétételi kötelezettségek védernyőjére. A minősített intézményi befektető meghatározása az Egyesült Államok értékpapírijogában is meglehetősen komplikált. A továbbértékesítési lehetőséget pedig – mint fent említettük – korlátozza a szabályozási rezsím, így csak meghatározott személyeknek lehet eladni a *Rule 144a* alapján megszerzett értékpapírokat. Így e szabály alapján az értékpapírt megszerző befektetőnek egyet kell értenie azzal, hogy a megszerzett papírokat csak a kibocsátónak, vagy olyan személynek értékesíti, akiről megalapozottan gondolja, hogy a *Rule 144a* alapján minősített intézményi befektető. Továbbértékesíthetők még a papírok a minősített intézményi befektetők egymás közti kereskedelmét szolgáló piacon is. Lehetséges továbbá az ún. *Regulation S* alapján nem amerikai befektetők számára a papír értékesítése. Így szintén átruházhatóak a papírok *offshore* hátterű amerikai befektetőknek.

A *Securities and Exchange Commission Regulation S*³¹ (mely gyakorlatilag a *Securities and Exchange Commission* § 230.901-905)³² a *Rule 144a* szabályozásával egyidőben került bevezetésre, és a *Securities and Exchange Commission* ezzel korlátozta hatáskörét. Így az csak az Egyesült Államokban honos amerikai személyekre terjed ki. Korábban joghatósága

[idx?c=ecfr&sid=3970176628ca576fa4ab23a432b5b22a&rgn=div8&view=text&node=17:2.0.1.1.12.0.32.29&idno=17,](http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr&sid=3970176628ca576fa4ab23a432b5b22a&rgn=div8&view=text&node=17:2.0.1.1.12.0.32.29&idno=17)

²⁷ Lásd RUEDA, Andres, *The Hot IPO Phenomenon and the Great Internet Bust*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law (2001/1) 41. old.

²⁸ Lásd ESPINASSE, Philippe, *IPO – A Global Guide* (Hong Kong University Press, Hong Kong, 2011) 128. old.

²⁹ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 52. old.

³⁰ Lásd RUEDA, Andres, *The Hot IPO Phenomenon and the Great Internet Bust*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law (2001/1) 41-42. old.

³¹ Lásd SHALLECK, Alan B., *Going Public Using a Regulation S Stock Offering on the Dubai International Financial Exchange*, *Nanotechnology Law & Business* (2008/1) 76. old.

³² Elérhető (2011. február 16.): [http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr&sid=769a4318f6549a673a860af73765609c&tpl=/ecfrbrowse/Title17/17cfr230_main_02.tpl,](http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr&sid=769a4318f6549a673a860af73765609c&tpl=/ecfrbrowse/Title17/17cfr230_main_02.tpl)

kiterjedt az amerikai állampolgárok részére az Egyesült Államokon kívül tett ajánlatokra is. Hogy a szabályozás nyújtotta kiskapuból előnyt lehessen kovácsolni, a kibocsátónak, a tanácsadóinak és a közreműködő befektetési vállalkozásoknak két feltételnek kell megfelelnie. Először is fontos, hogy az ajánlatnak „*offshore* tranzakciónak” kell lennie. Ehhez szükséges, hogy a kibocsátó és a tranzakcióban közreműködő befektetési vállalkozás alapos okból bízjon abban, hogy a részvényeket megszerző *offshore* a tranzakció időpontjában, tehát nem tartózkodik az Egyesült Államok területén.³³ A második feltétel megtiltja a közvetlen értékesítési törekvéseket az Egyesült Államokban az ajánlat idején.³⁴ A *Regulation S* ugyanakkor szintén kivételt biztosít az 1933-as *Securities Act* 5. szakaszában meghatározott előírások alól,³⁵ melyek a bejegyzési nyilatkozat (ez a *prospektus* megfelelője az Egyesült Államokban) közzétételéhez kapcsolódnak.

A hagyományos zártkörű forgalomba hozatal lehetőségét az Egyesült Államokban az ún. *Securities and Exchange Commission Rule 144*³⁶ jelenti, melyet azonban leginkább hitelpapírok amerikai és külföldi kibocsátói használnak. Az ez alapján kibocsátott értékpapírok vásárlói leggyakrabban biztosítótársaságok, akik lejáratukig tartják meg a kötvényeket. A szabályozás alapján a megszerzett értékpapírokat legalább egy évig tilos elidegeníteni, és az így kibocsátott papírokon felirat található, mely szerint nem értékesíthetők a köz számára.³⁷

Egy zártkörű kibocsátáshoz megkívánt dokumentáció meglehetősen egyszerű az Egyesült Államokban is, és alapvetően két részből áll. Egyik a közzétételi rész, melyet a zártkörű forgalomba hozatal kapcsán készített információs memorandum képez. Ezt a *Securities and Exchange Commission* számára ugyan el kell juttatni, de nem vizsgálja meg vagy véleményezi azt. A közzététel szintje különbözik egyes értékpapírok esetén, ugyanakkor meg kell felelnie az 1934-es *Securities and Exchange Act* csalásellenes rendelkezéseinek. Ez alkalmazandó ugyanis az Egyesült Államokban a zártkörű forgalomba hozatal esetében is. Így a kibocsátó nem mentes minden tekintetben a *Securities and Exchange Commission* felügyelete alól. A dokumentáció másik fele pedig a kibocsátó és a részvényszerző közötti megállapodás. Ez tartalmazza az ajánlat feltételeit, az értékpapírok leírását, és azon

³³ Lásd SHALLECK, Alan B., *Going Public Using a Regulation S Stock Offering on the Dubai International Financial Exchange*, *Nanotechnology Law & Business* (2008/1) 77. old.

³⁴ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 133-134. old. Lásd még SHALLECK, Alan B., *Going Public Using a Regulation S Stock Offering on the Dubai International Financial Exchange*, *Nanotechnology Law & Business* (2008/1) 80. old.

³⁵ Elérhető (2011. február 16.): <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>,

³⁶ General Rules and Regulations, *Securities Act of 1933*, § 230.144a; Elérhető (2011. február 16.): <http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/textidx?c=ecfr&sid=3970176628ca576fa4ab23a432b5b22a&rgn=div8&view=text&node=17:2.0.1.1.12.0.32.28&idno=17>,

³⁷ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 51. old.

megeősítést, hogy a papír megszerzője jelentős méretű pénzügyi intézmény, és nem áll szándékában azokat továbbértékesíteni.

VIII. Komplex nemzetközi részvénykibocsátási tranzakciók

a) *Hazai nyilvános kibocsátás + nemzetközi zártkörű kibocsátás + nyilvános részvénykibocsátás az Egyesült Államokban:* A komplex részvénykibocsátások következő szintje a fenti kombinációt jelenti. A nemzetközinek lehet szűkebb körű, vagy tágabb értelemben vett (globális) jelentése. Ha az egyesült államokbeli kezdeti nyilvános részvénykibocsátás is szerepel az ügyletben, akkor az amerikai jogászok és befektetési bankárok veszik át a tranzakció megtervezésének és a tranzakciós menetrend kialakításának feladatát. Mivel az Egyesült Államokban a nyilvános részvénykibocsátás szabályai rendkívül szigorúak és az európaiktól némiképp eltérőek, ezért amerikai jogászcsapat készíti el a *prospektust* (bejegyzési nyilatkozatot).³⁸

b) *Több nyilvános kibocsátás és nemzetközi zártkörű részvénykibocsátás:* A kibocsátó dönthet úgy, hogy több nyilvános értékpapírkibocsátást hajt végre, ha a várható kereslet megéri a többletköltségeket. Például a *Deutsche Post* 15 milliárd eurós kezdeti nyilvános részvénykibocsátása az Európai Unió minden tagállamában magában foglalt egy nyilvános ajánlatot, melyre az első alkalommal volt példa. Ha egy társaság papírjait egynél több tőzsdére vezetik be, akkor meg kell jelölni azt a helyet, ahol az elsőként bevezetésre kerül. Ekkor meg kell feleni ezen tőzsde szabályzatának, és a további tőzsdéken felmerült követelményeknek is.³⁹

c) *Nemzetközi nyilvános kibocsátás és bevezetés:* Lehetnek olyan helyzetek, hogy egy vállalat elkerüli a honos állam tőzsdéjét (legalábbis először), és egy másik államban levő tőzsdén vezetik be papírjait.⁴⁰ Ilyen volt például az MTS és a Wimm Bill Dann orosz vállalatok forrásbevonása az Egyesült Államokban történt részvénykibocsátással. Ezt követően a papírokat a New York Stock Exchange-re vezették be.⁴¹

³⁸ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 52. old.

³⁹ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings*, (Butterworth-Heinemann, 2008) 52. old.

⁴⁰ Lásd TURKI, Adel L., BARRY, Christopher B., *Initial Public Offerings by Development Stage Companies*, *The Journal of Small & Emerging Business Law* (1998/1) 107. old.

⁴¹ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 52-53. old.