

ÚJ TULAJDONOSI PROGRAM
SZAKMAI ÉS TÁRSADALMI TANÁCSA

JAVASLAT (tervezet)

A Magyar Köztársaság Miniszterelnöke részére az
Új Tulajdonosi Program megvalósításának módjára

(Vitaanyag Társadalmi Egyeztetéshez)

Budapest, 2008. április 11.

A Magyar Köztársaság miniszterelnöke az Új Tulajdonosi Program előkészítésére Szakmai Társadalmi Tanácsot hozott létre. A Tanács feladata, hogy javaslatot dolgozzon ki a program főbb célkitűzéseire, a megvalósítás folyamatára és lehetséges megoldásaira, és azt vitassa meg a társadalom különböző csoportjainak képviselőivel, majd a végső változatot terjessze a Kormány elé. Jelen javaslat tervezet a Szakmai Társadalmi Tanács álláspontját tükrözi. Nem tekinthető ugyanakkor lezárt, egyes elemeiben változtathatatlan dokumentumnak.

A cél megvalósítása érdekében a Tanács nyitott minden konstruktív véleményre, javító szándékú javaslatra.

Mészáros Tamás
a Szakmai és Társadalmi Tanács
elnöke

1. Az **Új Tulajdonosi Program** a hazai polgárosodási folyamatot felgyorsítani kívánó, a **munkát, a tudást, valamint a tulajdont** a középpontba állító stratégia része. Lényege, hogy **állami vállalatok tulajdonrészeihez kívánja juttatni**, mégpedig kedvezményesen **a lakosságot**, lehetőséget teremtve ezzel számukra a vagyoni gyarapodáshoz. Ez a gyarapodás azonban csak saját rész biztosításával, a tulajdonnal való felelős gazdálkodással realizálódik, elősegítve ezzel a megfelelő megtakarítási; pénzügyi kultúra kialakulását. Fontos mellékkövetkezménye lesz a programnak a bevont vállalatok hatékonyság-növekedése, a Budapesti Értéktőzsde élénkítése.

Az Új Tulajdonosi Program Szakmai és Társadalmi Tanácsa egyetért a meghirdetett célokkal és azokat megvalósíthatónak tartja az alábbiakban felsorolt feltételek és követelmények teljesülése esetén:

- **A megvalósítás programszerű legyen.** A bekapcsolódni kívánók 2-3 évre előre kiszámítható módon, az egyes társasági kibocsátások ütemezésének ismeretében dönthessenek a részvétel mértékéről, idejéről, a szükséges megtakarításokról, illetve azok átcsoportosításáról.
- **A tulajdonossá válás lehetősége minél szélesebb lakossági rétegek számára nyíljon meg**, túllépve a már az eddigiekben is a hosszabb távú megtakarításokkal rendelkezők körén.
- **Az állami vállalatok részvényeihez való hozzájutás legyen kedvezményes**, azok hosszabb távú megtartása érdekében **alkalmazzunk különböző ösztönzőket, ugyanakkor a folyamat alapvető elemeinél a piaci megoldások domináljanak.**
 - a tranzakciók a tőzsdén keresztül valósuljanak meg
 - a lakosság számára kibocsátandó **részvények árfolyama a piaci áron** alapuljon
 - a programban való részvétel **önrész** megfizetésével valósuljon meg, az **ingyenes vagyonthoz jutás kizárt legyen**
 - a **kibocsátás során** a megfelelő árazás, valamint a lakosság bizalmának erősítése érdekében – egyébként megfelelően az EU diszkrimináció tilalmára vonatkozó szabályozásának – **jeljenek meg más befektetői körök is**
 - a **kedvezmények egységesen, csomagszerűen**, a program **teljes futamideje** alatt lényegileg **azonosak** legyenek
 - az új tulajdonos vállalja a **részvénytulajdonlással kapcsolatos kockázatokat.**
- **Az állam szerepe a megfelelő kínálat biztosítása.** Felelőssége, hogy tartósan jövedelmezően működő társaságok papírjai kerüljenek be a kínálatba. Ennek érdekében a program futamideje alatt un. **kínálat menedzselésre** van szükség, amely jogi, pénzügyi, szervezeti intézkedések sorozatával teszi alkalmassá a kijelölt társaságokat a **tőzsdére vitel követelményeinek való megfelelésre.**
- Az adott vállalatra, a kibocsátás periódusának piaci környezetére, a kereslet-kínálat alkalmazására figyelemmel **cégenként határozandó meg a társaságban megmaradó állami tulajdoni hányad.** Megjegyzendő, hogy az eddigi tapasztalatok szerint a lakosság befektetési bizalmát erősíti az állam, mint tulajdonostárs, míg az intézményi befektetők körében ez a preferencia nem érvényesül. A tulajdonosi struktúra eldöntése során kiemelkedő szempont a

társaság hosszú távú menedzselhetősége, a hatékonyság folyamatos javulását eredményező irányítás feltételeinek a megteremtése.

- A szakmai és Társadalmi Tanács a Magyar Nemzeti Vagyonkezelő Zrt. (MNV Zrt.) által **javasolt társaságokat alkalmasnak** tartja a programba való bevonásra, azok szabályozási környezete, pénzügyi-szervezeti helyzete a követelményeknek megfelelően átalakítható. Az elképzelt időhorizonton belüli sikeres kibocsátás megvalósításához azonban **nagyon határozott kormányzati intézkedésekre** és azok szisztematikus végrehajtására **van szükség**.
 - A Tanács a javasolt **kínálat mennyiségét viszont nem tartja elegendőnek** sem a program egyediségének bizonyításához, sem a várható kereslet kielégítéséhez. Felhívja a figyelmet arra, hogy a sikeres lebonyolítás egyik döntő feltétele a folyamatos kínálat biztosítása.
 - Szintén a Kormány, illetve a tulajdonosi képviseletet ellátó MNV Zrt. feladata, hogy minél több emberhez jussanak el a program üzenetei. Ezek közül kiemelkedően fontos, hogy a **tulajdonlással párhuzamosan a tulajdonosi szemlélet kialakítása is cél**. A projekt egészét úgy kell megkonstruálni, hogy az ösztönözze az **öngondoskodás** különböző formáinak elterjedését, járuljon hozzá a **megtakarítási hajlandóság, megfelelő pénzügyi-befektetési kultúra kidolgozásához**. Ennek marketing és reklám eszközei, oktatási feltételei kidolgozandók.
2. A program, mint a **kisbefektetők széles körét megcélzó, nyilvános, tőzsdei bevezetéssel egybekötött tőkepiaci tranzakciók sorozata**, céljait és méreteit tekintve egyedi a rendszerváltás óta eltelt időszakban, ugyanakkor nem előzmények nélküli. Egyes privatizációk során a múltban is került sor kisbefektetők bevonására, de nemzetközi kitekintésben is rendelkezünk hasznosítható tapasztalatokkal. Ezekből - a jelentős időbeli eltérésekből fakadó különbségek ellenére is – érdemes kiemelni néhány un. sikertényezőt (a részletes elemzést ld. Az 1/a és 1/b. sz. mellékletben):
- A bevont vállalati kört illetően a nagy, lehetőleg külföldi növekedési potenciállal és/vagy tartósan nyereséges gazdálkodással, szabályozott és ezért kiszámítható környezettel, konszolidált pénzügyi helyzettel rendelkezők részvényei voltak népszerűek és biztosították tulajdonosaik számára az elvárásokat.
 - Sikeres kibocsátás tőzsdei jelenlét nélkül nem igen működött, amely segített a helyes árazásban, lehetőséget nyújtott jónevű intézményi befektetők bevonására, amely erősítette a kisbefektetői bizalmat. Pozitív hatása volt az árfolyamkarbantartás különböző módzatainak, a tőzsdei likviditás biztosításának is.
 - Kiemelkedően fontos volt a tranzakció időzítése, a többlépcsős kibocsátás a várakozások révén fokozta az érdeklődést.
 - Egyrészt a megfelelő részvénytömeg és az „optimális” kedvezmény, valamint a célok szerinti allokációs mechanizmus alkalmazását, együtt a hatékony kommunikáció és marketing szükségességével.

3. A program a nemzetközi és hazai jogi keretek figyelembevételével hajtható végre (a jogi kereteket a 2. sz. melléklet foglalja össze):
- A tőke szabad áramlása, mint uniós alapelv tiltja a tagállamok, valamint harmadik országok közötti tőkemozgásokra vonatkozó korlátozást. A programból nem zárhatók ki a jogi személyek, illetve más EU-s országok állampolgárai.
 - Az uniós állampolgárok megkülönböztetésének tilalma mind országok között, mind egy országon belül zárja ki a diszkrimináció lehetőségét, ráadásul nem csak a részvényjegyzés vonatkozásában, hanem a kedvezmények nyújtása esetén is.
 - Nem hagyható figyelmen kívül a tiltott állami támogatásokra vonatkozó rendelkezés sem. Ez utóbbi többek között nem teszi lehetővé a kedvezmény miatt kieső vállalati bevétel állami kompenzálását.
 - Az EKSZ 58. cikke szerinti rendelkezés értelmében a diszkrimináció tilalma az arányosság és a szükségesség elveinek figyelembevételével a tagállamok között is helye lehet a korlátozásnak, különös tekintettel a pénzügyi szervezetek felügyeletére, a közrend és a közbiztonság védelmére.
 - A hazai jogrendben a programnak az alábbi jogszabályokat kell elsődlegesen szem előtt tartani:
 - 1992. évi XXXVIII. törvény az államháztartásról
 - 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról
 - 2006. évi IV. törvény a gazdasági társaságokról
 - 2007. évi CVI. törvény az állami vagyonról
 - Az értékesítésre vonatkozó jogi előírásokat részben a már idézett EU jogszabályok, a nyilvános forgalomba hozatal szabályai és az ezekhez is alkalmazkodó, ugyanakkor az értékesítési folyamat részletes lépéseit tartalmazó BÉT előírások tartalmazzák. Ez utóbbiak – többek között – az értékesítés, és ezen keresztül az egész program átfutási idejét meghatározzák (egy tranzakció átfutási ideje kb. 9 hónap).
4. A **program keresleti oldalát** a lakossági megtakarítások struktúrája, tradíciói, a várhatóan keletkező többlet jövedelmek, valamint a bevonható háztartások, egyének száma jelenti. Természetes módon hatnak a kibocsátáskori tényleges keresletre az ajánlott konstrukció és a döntéskori környezeti feltételek. Az alapkérdés az, hogy a háztartások megítélése szerint a konstrukció keretében ajánlott részvényvásárlás mennyiben jelent távlati (vagyongyarapodási) előnyöket az alternatív befektetési lehetőségekhez képest (részletes elemzést a 3. sz. melléklet tartalmaz).
- 2007 végén a háztartásoknak közel 24 ezer milliárd forintnyi pénzügyi követelése volt. Ennek a struktúráját elemezve programunk szempontjából az alábbiak érdemelnek kiemelését:
 - A **tőzsdei részvények értéke** 340 milliárd forint, a teljes eszközállománynak **mindössze 1,4%-a**.

- A **megtakarítások jelentős állománya** lényegében **nem igen mozdítható pénzügyi eszközökben volt**. Eközben természetesen léteznek olyan formák, amelyek – megfelelő konstrukció esetén átcsoportosításra kerülhetnek. Az újonnan képződő megtakarításokból évente, mintegy 200 milliárd addicionális forrás keletkezhet. Mindezt figyelembe véve a kereslet elvileg, potenciálisan akár **maximum 3000 milliárd is lehet**, amely lényegében már meglévő megtakarítás. Ebből **az összegből azonban csak mintegy 800 milliárd forint lehet nyitott a magas kockázatú részvény-befektetések iránt**, 2200 milliárd csak jelentősebb, esetleg a program céljaival kevésbé egyező kiegészítő kedvezmények és főleg védelmi garanciák mellett vonható be egy ilyen konstrukcióba.
 - 2007 végén a magyar háztartások 50%-ának, kb. 1,9 millió háztartásnak volt valamilyen megtakarítása. Ezek közül 260-270 ezer háztartás rendelkezik értékpapír befektetéssel. A megtakarítással rendelkezők aránya azokban a háztartásokban a legnagyobb, ahol a háztartásfő 30-40 év közötti, felsőfokú végzettségű, magas jövedelmű és a háztartásban vannak a munkaerőpiacon aktív felnőttek. Az értékpapírok aránya a megtakarításból ugyanezen esetekben a legmagasabb. Megfelelő kínálattal és konstrukcióval, illetve sikeres marketinggel a programban résztvevők köre bővíthető.
 - A 2008. év eleji törvényi változások minden bizonnyal a **nyugdíjpénztárak oldaláról új igényt támasztanak**, ami kifejezetten pozitív változásnak tekinthető, míg az eddigi privatizációs tapasztalatokból egyértelműen látszik, hogy „jó cég” tulajdonlása **jelentős külföldi intézményi befektetőket is érdekel**.
5. Az Új Tulajdonosi Program sikerének egyik feltétele az értéknövekedést biztosító, **megfelelő mennyiségű kínálat** (az MNV Zrt. javaslatát ld. a 4. sz. mellékletben). Ez ma nem áll rendelkezésre, ezért az Új Tulajdonosi Program keretében biztosítani kell a kínálat gondozását, amely az alábbi tevékenységekből áll.
- **Kiválasztás**

A program indulásakor az MNV Zrt. felmérést végzett a portfóliójában lévő vállalatok körében annak érdekében, hogy az induló kínálat meghatározható legyen. A program társadalmi megvalósítása érdekében (minél nagyobb számú részvényes) a kiválasztási folyamatot folytatni kell, szükséges kiterjeszteni az állami vállalatok tulajdonában lévő vállalatok körére is, illetve a kisebbségi részesedések esetében is indokolt megvizsgálni az értékesítés lehetőségét. A kiválasztási szempontok általában a következők lehetnek:

 - tőzsdeképesség (vagy annak gyors elérhetősége)
 - a szabályozási környezet gyors rendezhetősége
 - ismertség, népszerűség a lakosság körében
 - vonzó társasági jövőkép
 - **Felkészítés**

Az állami tulajdonban lévő vállalatok nyilvános kibocsátásra és tőzsdei bevezetésre történő felkészítése három területen szükséges:

- a kockázatok mérséklése érdekében a vállalatokra vonatkozó szabályozási környezet optimalizálása
- a tőkepiaci, tőzsdei szabályoknak történő megfelelés biztosítása
- belső vállalati felkészítés, amely többek között tartalmazza a hosszú távú vállalati stratégia kialakítását, vállalati politikák (például osztalékpolitika, vezetői és dolgozói érdekeltségi politika) felülvizsgálatát és ha szükséges módosítását, a tőkepiaci nyilvánosság biztosításához szükséges szervezetfejlesztést

- **Tranzakció**

Az értékesítést követően két feladatcsoport jelenik meg.

- A piaci árak indokolatlan ingadozásának mérséklése, a túlkereslet és a kínálati nyomás kezelésének finomszabályozása. Erre részben a tranzakció során kell felkészülni (eladott mennyiség adagolása, kínálatnövelés eszközei, a részvények tartására ösztönző kedvezményrendszer).
- A vállalat következetes, hiteles, átlátható tulajdonosi irányítása. Ennek hiányában a részvények leértékelődhetnek, árfolyamingadozásuk megnőhet, elbizonytalanítva a befektetőket, amely további erős kínálati nyomás alá helyezheti az árfolyamokat.

- **A tőzsde szerepe**

A részvények nyilvános forgalomba hozatalát követően a lehető leghamarabb bevezetésre kerülnek a Budapesti Értéktőzsdére, annak érdekében, hogy a tőzsde által biztosított, folyamatos részvényértékelés a kiskészvényesek számára is hozzáférhető legyen. Bár jogi és szabályozási értelemben is lehetséges lenne a nyilvános forgalomba hozatal (kiskészvényeseknek történő értékesítés) és a tőzsdei forgalmazás időben történő jelentős szétválasztása s így a kínálat gyorsabb ütemű létrehozása ez mégsem javasolt, mert az súlyosan veszélyeztetné a program sikerét (felerősödő spekuláció, kevesebb információ, lényegesen kisebb mértékű átláthatóság és ezek miatt kisebb befektetői érdeklődés).

- **Az induló kínálati csomag**

Az MNV Zrt. megvizsgálta a kezelésében lévő társasági és egyéb vagyonelemeket az Új Tulajdonosi Programba történő bevonásuk lehetősége szempontjából. (4. sz. Melléklet). Az átadott elemzés a Szerencsejáték Zrt., az Magyar Villamos Művek Zrt (MVM Zrt.), az Állami Autópálya Kezelő Zrt., a Magyar Posta Zrt. vizsgálatának eredményeit foglalja össze, kiegészítve egy ingatlanportfólió létrehozásának lehetőségével. Az MNV Zrt. szóbeli tájékoztatása alapján felmerült még az állami tulajdonban lévő öt víziközmű szolgáltató társaság és néhány az agrárportfólióba tartozó társaság lehetséges értékesítése.

Szerencsejáték Zrt.

A Szerencsejáték Zrt. alkalmas az Új Tulajdonosi Programba való bevonásra az alábbi feltételek megvalósulása esetén:

- A társaság eredményessége feljavítandó arra a szintre, amely alapján a teljes részvénytársaság piaci értéke várhatóan eléri a 100 milliárd forintos nagyságrendet.
- A Szerencsejáték Zrt. gazdálkodásának eredményességét nagymértékben a szabályozói környezet határozza meg, ezért az adózott eredmény lényeges javítását és így a társaság osztalékfizető képességének nagyságrendi növelését az elvonás mértékének megváltoztatásával lehet elérni. A speciális adók (a játékos és a társaság által átvállalt nyereség SZJA) a Szerencsejáték Zrt-re vonatkozó átlagosan 25%-os csökkentése lehetőséget teremtene a fenti célok elérésére.
- Az állami bevételekhez való hozzájárulás maximalizálására való elsődlegessége helyett az eredményesség szemléletű gazdálkodás kerüljön megfogalmazásra, mint tulajdonosi elvárás.
- Szükséges a stabil, kiszámítható, hosszú távon fenntartható és az EU-s irányelveknek is megfelelő szabályozási környezet létrehozása. Fontos, hogy a (megváltozott) szabályozói környezet hosszú távon is stabil maradjon. A szabályozási környezetet úgy kell kialakítani, hogy az elkerülhetetlen liberalizációt követően a társaság korábbi jövedelmezősége fenmaradjon.

Ezekkel a feltételekkel a Szerencsejáték Zrt. társadalmi funkcióit megőrizve javasolt a társaság 50% - 1 szavazatnyi részesedésének értékesítése.

MVM Zrt.

A társaság átláthatóan szervezett, jól elkülöníthető az egyes tevékenységek és a cégstruktúra alapján megfelelnek egy piacformán működésnek, azaz alkalmassá teszik a céget a tőzsdéi megjelenésre is. A csoport működésében bizonyosan vannak még jelentős hatékonyságjavulási lehetőségek.

A társaság működésének és felépítésének az újragondolása várhatóan jelentősen befolyásolja majd a működési struktúrát, ezért egyelőre nehéz meghatározni mikorra alakulhat ki egy valóban végleges és a befektetők számára is vonzó cégfelépítés.

A garanciális és szerződéses rendszer értelmében a szervezeti struktúra megváltoztatásánál ugyanakkor figyelembe kell venni, hogy az MVM Zrt. szerződéses állományához (erőművekkel és áramszolgáltatókkal kötött kereskedelmi szerződések), anyavállalati garancia kötődik, mely a szerződéseknek a kereskedő társaságra történő cedálásakor az erőművi és áramszolgáltatói társaságok tulajdonosainak (EdF, RWE, EON, Electrabel) határozott kérésére kerültek biztosításra az MVM anyavállalat által. Ezen garanciák készfizető kezesi garanciák és várhatóan az MVM anyatársaság vagyonának csökkenése esetén (társasági részesedések, vagyonelemek tulajdonos általi kivonása), a garanciális készfizető kezesi kötelezettség újragondolásának szükségességét vetnék fel a szerződő partnerek részéről.

A társaság alkalmas lehet az Új Tulajdonosi Programba történő bevonásra és vonzó befektetési lehetőséget jelenthet a befektetők részére, de a cégstruktúra

átrendezése jelentősen változtathat a társaság részvényének rövid időn belüli értékesíthetőségén.

Állami Autópálya Kezelő Zrt.

Szükséges a társaság üzleti modelljének átalakítása egy sikeres nyilvános tranzakció megvalósításához. Olyan üzleti modell kialakítása indokolt, amelyben a társaság egy hosszú távú (minimum 25 éves) szerződéssel rendelkezik az autópályák üzemeltetésére, fenntartására és fejlesztésére. A társaság részvényeinek értékesítése során érdemes lehet új részvényeket is kibocsátani a fejlesztések finanszírozására. Az üzleti modell kidolgozása előrehaladott állapotban van, de a szerződéses háttér részletes kidolgozása és véglegesítése előreláthatólag legalább további 6-9 hónapot fog igénybe venni, így a társaság kisebbségi részvénytársaságként értékesítése csak a jövő év során lehetséges. Amennyiben a használatarányos útdíj fizetési rendszer megvalósításával a Magyar Állam a társaságot bízza meg, akkor jelentősen növekedhet a társaság üzleti értéke, ezt a tranzakció megvalósításának ütemezésénél szükséges figyelembe venni.

Magyar Posta Zrt.

A Magyar Posta Zrt. az Új Tulajdonosi Programba való bevonásra az alábbi feltételek megvalósulása esetén alkalmas:

A szabályozásban (területi alapú szolgáltatóhely szabályozás, nem egyetemes postai szolgáltatások ÁFA körbe sorolása, egyetemes szolgáltatások árszerkezetének/szolgáltatás minőségének rugalmasabbá tétele, postai közreműködők bevonásának könnyítése) a társaság számára tartós, kiszámítható változásokat sikerül rövid időn belül elérni.

A szabályozás változásokkal összhangban folytatódik a szervezet karcsúsítása és a postahivatali pontok racionalizálása.

Sikerül a banki szolgáltatások és a logisztika területén komoly fejlesztéseket végrehajtani, amelynek révén a társaság számottevő piaci pozíciót tud megszerezni.

Sikeres nyilvános forgalomba hozatal és tőzsdei bevezetés csak javuló eredményesség esetén képzelhető el, de egy tőkeemeléssel nyilvános értékesítés segíthetne a banki és logisztikai szolgáltatások fejlesztési igényének finanszírozásában is. A magas munkavállalói létszám egyrésztől komoly terhet ró a társaságra, ugyanakkor az állami vagyongörbe szóló törvény alapján mérlegelhető a munkavállalói érdekeltség megteremtése.

Ingtatlanportfolió

Az MNV Zrt. ingatlan portfóliójáról még nem áll rendelkezésre részletes kimutatás, rövid idő alatt összeállítható azonban egy olyan portfólió, amely

folyamatos bérleti díj bevételt biztosító és / vagy nagy fejlesztési potenciállal rendelkező ingatlanokat foglal magában.

Az ingatlanportfolió értékesítésére alapvetően két lehetőség kínálkozik:

- Ingatlan kezelő és fejlesztő részvénytársaság alapítása, amelyben az állam többségi tulajdonban marad, de a kisebbségi részvénytársaság az Új Tulajdonosi Program részeként értékesíthető és a tőzsdére bevezethető. Ezzel a megoldással az államnak megmarad a kontrollja az ingatlanok felett a részvénytársaság többségi tulajdonosaként és a vezetőség kinevezésén keresztül is.
- A portfolió egy ingatlanbefektetési alapba történő bevonása és az alap befektetési jegyeinek értékesítése. A kialakítható portfolió ingatlanjait (akár több) fejlesztési ingatlan alapként lehetne strukturálni.

Mindkét esetben szükséges likvid eszközök (készpénz, tőzsdei részvények vagy állampapír) jutatása a működés biztosítására (alap esetén a befektetési jegyek visszaválthatóságának biztosítására is). Ennek mértéke az ingatlanalap esetén jóval magasabbnak kellene lennie (akár az alap eszközeinek 15-20%-át is ebben kellene tartania), míg a holding esetében legalább egy 3 éves biztonságos működést biztosító feltőkésítés lenne indokolt. Ezen kívül az ingatlan portfolióban megfelelő arány szükséges a bérletbe adott (azaz már jövedelemtermelő és kiszámítható cash-flow-val rendelkező) ingatlanoknak és a fejlesztésre váró, de magas megtérüléssel kecsegtető ingatlanoknak.

Viszonylag gyorsan kialakítható egy méretesebb, befektetési szempontból is vonzó ingatlanportfolió. Az Új Tulajdonosi Program céljai és a gyorsabb megvalósítás érdekében szükséges rugalmasság szempontja miatt részvénytársaság alapítása látszik célszerűbbnek.

Egyéb társaságok

A vízi közművek és az agrártársaságok (pl. Tokaj Kereskedőház) esetében írásos elemzés nem állt rendelkezésre. Az ismert információk alapján a legnagyobb vízi közmű (Dunántúli Regionális Vízmű Zrt.) mérete és tevékenységének jellege alkalmassá teszi az Új Tulajdonosi Programban történő részvételre. A többi vízi közmű esetében a társaságok esetleges összevonása, holding társasággá szervezése, befektetési alap létrehozása jelenthet megoldást a méretbeli problémára. Mindenképpen további alkalmassági vizsgálatok szükségesek a programban történő részvétel eldöntése érdekében.

A javasolt cégek saját tőkéje:

	<i>Mrd Ft</i>	saját tőke
ÁAK Zrt.		
MVM Zrt. (jelenleg)		362
MVM Zrt. (MAVIR kiszervezése után)		221
MAVIR		220
MP Zrt.		74,8
Sz Zrt.		16,8
Regionális Vízmű Zrt.-k		12,959
DRV Zrt.	7,223	
ÉDV Zrt.	1,851	
DMRV Zrt.	1,811	
ÉRV Zrt.	1,541	
TRV Zrt.	0,533	
MNV Zrt. ingatlanportfolója		-

- **Javaslat a kínálati csomag ütemezésére**

A hazai és nemzetközi tapasztalatokat, az MNV Zrt. elemzését, a tőkepiaci helyzetet, és a szabályozási környezetet figyelembe véve valamint az Új Tulajdonosi Programhoz hasonló értékesítések sikertényezőit és kockázatait elemezve a kínálat kialakítására és ütemezésére az alábbi javaslatot tesszük (azzal, hogy további elemzések illetve a piaci helyzet függvényében ettől eltérő ütemezés is indokolt lehet valamint az állami portfólió vizsgálata alapján további vállalatok is bekerülhetnek a programba):

6. A program lebonyolításának fontosabb kérdései

A Szakmai és Társadalmi Tanács nincs abban a helyzetben, hogy a program lebonyolításának pontos paraméterezésére konkrét javaslatot tegyen. Feladatának tekintette viszont, hogy elviekben, általánosságban, vagy alternatív módon állást foglaljon néhány alapvető kérdésben:

- Az **értékesítés formája összetett nyilvános kibocsátás** kedvezményes lakossági és kedvezmény nélküli intézményi befektetőknek. A tranzakciók a **Budapesti Értéktőzsdére történő bevezetéssel** bonyolódnak. Megjegyezzük, hogy ilyen típusú kibocsátás a szakmai tapasztalatok szerint minimálisan mintegy 100 millió euró (25-26 milliárd forint) részvény csomag kínálatot igényel. Lehetőség nyílik a társaság jelenlegi munkavállalói számára maximált mennyiségű és kedvezményű zártkörű kibocsátásra. A Tanács ezt a megoldást nem kifejezetten ezen programhoz kötődően tartaná célszerűnek. Hasonló módon, bár a siker érdekében elengedhetetlennek tartja a **társaság vezetésének ösztönzését**, ez semmiképpen sem jelenthet az értékesítéssel egyidejű vezetői kivásárlást.
- A **megcélzott új tulajdonosi kör a Magyarországon adózó lakosság**, korra való tekintet nélkül. Technikailag mindez az adószámmal rendelkezők körét jelenti, ami a regisztráció és nyilvántartás miatt szükséges a 16 év alatti lakosok számára is. (A potenciális kör értelemszerűen az Európai Unió teljes lakossága.)
- Az **értékesítési allokáció** során a lakossági csomag preferált, de az átjárási lehetőséget a lakossági és intézményi szféra között célszerű biztosítani. Külön megfontolandó tartalék csomag képzése túljegyzés esetére, vagy a kibocsátás utáni „ársimításra”, valamint a már említett munkavállalói kibocsátás.
- Az **értékesítési ár** a nemzetközi és hazai intézményi befektetők közreműködésével a könyvpítés módszerével történik. Ez a piaci ár lesz az alapja a lakossági részvények árának is.
- A kedvezmények tekintetében a Tanács egyértelműen állásfoglalt olyan, **standard kedvezménycsomag** kialakításában, amely
 - egyszerű, könnyen elmagyarázható, hatásai gyorsan kiszámíthatók
 - a megcélzott lakossági kört preferálja, paraméterezése az állampolgárra és nem a részvényekre történik
 - egységes, függetlenül a kibocsátás idejétől és a kibocsátó társaságtól
 - a keresletet és a kínálatot összehangolja, tompítja a spekulációs szándékokat
- A **lehetséges kedvezmények köre**, amelyek alternatívan is alkalmazhatók:
 - árkedvezmény – igénybe vehető kedvezménytömeg maximálása
 - részletfizetés – induló önrész, futamidő, kamat (kedvezmény)
 - kedvezményes hitelkonstrukció (részben hasonló a részletfizetéshez), ugyanakkor a tulajdonos állam korábban bevételhez jut)

- adókedvezmény – árfolyam nyereségadó kedvezmény, szja kedvezmény, járulékfizetési kedvezmény. Megjegyezzük, hogy amennyiben a program futamideje alatt sor kerül adóreformra, annak elemei beépítendőek.
 - kedvezményes tulajdonosváltás (pl. illetékmentes öröklés)
 - költségmentes számlavezetés
 - visszavásárlási garancia
- **Lehetséges korlátok**, valamint negatív ösztönzési elemek
 - kedvezményes részvény mennyiség maximálása
 - rövid lock-up (eladási tilalom)
 - eladási tilalom a vételár teljes kifizetéséig
 - idő előtti eladás esetén kedvezmény visszafizetési kötelezettség
- **A Tanács által preferált konstrukció**
 - egy lakos számára maximált értékesítési mennyiség (500-1000 ezer forint)
 - 5-10%-os árfolyamkedvezmény
 - részletfizetés 30-50% előleggel és 3-5 éves futamidővel
 - adókedvezmény(ek) érvényesítése a teljes kifizetésekor
 - bármilyen kedvezmény csak a teljes vételár kifizetése esetén jár (visszafizetési kötelezettség büntető kamattal)
- A Tanács megfontolhatónak tartja a kedvezményes tulajdonos váltás maximum 5 évre szóló kedvezményét. Kiváló lehetőséget lát az Új Tulajdonosi Program, valamint a Nyugdíj Előtakarékossági Számla konstrukciójának összekapcsolására. Emellett részletes elemzésre javasolja a Pénzügyminisztérium részére a hosszú távú befektetési számla megalakíthatóságát és a programba való bevonhatóságát.

7. Érdemes átgondolni az Új Tulajdonosi Program bevezetésének hatásmechanizmusait (5/a-5/b-5/c melléklet). Bár a számszerű értékek meghatározásakor a konkrét paraméterek ismeretére lesz szükség a hatások pozitív, vagy negatív előjele és hordereje prognosztizálható:

- A makrogazdasági hatások a program kedvezményeivel, a vállalatok hatékonyság-növekedésével, a tőkepiac élénkülésével, a tőzsde fejlődésével függenek össze.
 - a kedvezmények különböző módozatai, legyen szó árfolyamról, vagy éppen adókedvezményről, az EU-s elszámolási normák szerint ESA egyenleg rontó tényezők
 - ugyanakkor a társaságok jogi-pénzügyi-szervezeti környezetének rendezése, az új tulajdonosi struktúra várható irányítási szerepe miatt jelentős hatékonysági tartalékok kerülhetnek felszínre
 - Az újonnan tőzsdére kerülő, viszonylag nagyobb kapitalizációjú cégek megjelenése vonzóbb tőzsdei környezetet teremt, ennek következtében mind a többségi állami, mind a magántulajdonú cégek könnyebben

finanszírozhatják növekedésüket nyilvános alaptőke emelés által, így hozzájárulnak a gazdaság gyorsabb növekedéséhez.

- Az ÚTP részvényeinek hatására likvidebbé és nagyobbá váló BÉT vonzóbb lesz mind a külföldi befektetők, mind az esetlegesen a tőzsdére jövő régióbeli cégek számára. Ezáltal növekedhet Budapest ill. Magyarország pénzügyi központ szerepe.
 - Részletfizetési konstrukció esetén az ÚTP jótékony hatással lehet a rendszeres lakossági megtakarítás ösztönzésére, miután a részleteket a lakosság feltételezhetően jórészt folyó jövedelméből finanszírozza. A rendszeres lakossági megtakarítás pedig támogatja a pénzügyileg jártasabb, öngondoskodó polgárság kialakulását.
 - Mindezen pozitív hatás mellett nem lehet figyelmen kívül hagyni azon költségeket, amelyek a program végrehajtása során reálisan felmerülnek. Kompenzálásuk azonban várhatóan megvalósul a cégek hatékonyság-növekedése miatt.
- **A programba bevont társaságok** fejlődésének új útjai nyílnak meg:
 - A tőzsdei jelenlét egyik legfontosabb előnye, hogy a cég számára új finanszírozási forrást nyit. Nyilvános alaptőke-emelés vagy kötvénykibocsátás által a cég könnyen és gyorsan, jó feltételekkel juthat külső forráshoz. Míg egy bank csak szigorú feltételekkel ad hitelt, egy kockázati tőkés pedig túl nagy beleszólást követel, addig a kötvény-, vagy részvénytulajdonosok kevésbé szabnak feltételeket vagy szólnak bele a cég működésébe. Többségi állami tulajdonú cég esetében a cég gyakorlatilag költségek nélkül tud beruházási forrásokat bevonni, kiváltva ezzel az állami fejlesztési forrásokat, és ezeket széles tulajdonosi kontroll mellett hatékonyabban és átláthatóbban használja fel.
 - A nagyobb társadalmi ellenőrzés és részvényesi kontroll, valamint a menedzsment megfelelő ösztönzése (pl. részvényopciós program) hatékonyabb és eredményesebb gazdálkodást kényszerít ki. A menedzsment eredményhez kötött ösztönzésén keresztül sokkal könnyebben tud ellenállni esetleges politikai nyomásnak, amely rendszerint a cég eredményes működése ellen hat. A hatékonyság azáltal is növekszik, hogy a tőkepiaci jelenlét óhatatlanul a szakmailag legjobb, legfelkészültebb menedzsment kiválasztását teszi szükségessé.
 - A tőzsdei jelenlét hatalmas presztízst jelent, miután a tőzsdei híradások (internet, nyomtatott sajtó, TV, rádió) során a cég állandóan a figyelem középpontjában van. Egy nyilvános, tőzsdén forgó céggel kapcsolatos hírekről sokkal szívesebben számol be a média, mint egy kevésbé ismert, zárt társaságról, ezáltal a vállalati PR is sokkal egyszerűbbé válik. Ez a fajta nyilvánosság és népszerűség önmagában komoly reklámot jelent, és segíti a cég márkanéveinek erősítését.

- A program sikertényezője, hogy milyen hatást ér el a **lakosság** körében:
 - Az Új Tulajdonosi Program már rövid távon befolyásolhatja a háztartások pénzügyi megtakarításainak szerkezetét. Várhatóan jelentősen növekedni fog a hosszabb távon magasabb hozamot biztosító kategóriába való befektetések aránya, így hozzájárul a nagyobb arányú lakossági vagyongyarapodáshoz.
 - A lakosság részvényvásárlásai az alábbi módokon rendezhetik át a megtakarításokat:

Eszközök közötti átcsoportosítás: ez leginkább a befektetési jegyek illetve az állampapírok állományát csökkentheti. Az új tulajdonosi program állampapír keresletre gyakorolt hatása várhatóan ezzel együtt nem lesz jelentős, tekintve hogy pl. 2007 végén a lakossági részesedés a teljes állományon belül alig haladja meg a 7,5%-ot, illetve a tavalyi évben kb. 800 milliárd forintnyi állampapírt vásárolt a lakosság, így az esetlegesen kieső részt ehhez kell viszonyítani.

Hitelből történő finanszírozás: a részvényértékesítési program befolyásolhatja a lakosság eladósodottságát is, amennyiben a tulajdonosi programon keresztül elérhető hozam meghaladja a hitelköltségeket.

A fogyasztási kiadásaik átmeneti csökkentésével: bár a részvényvásárlás miatt kieső pénzügyi forrásokat a háztartások fogyasztási hitelfelvételük növelésével kompenzálhatják. Ez irányba mutathatnak a fogyasztási hitelek piacán kialakult jelenlegi folyamatok is. Ugyanakkor ebben az esetben a háztartások nettó pozíciója érdemben nem változik.

Rövid távon az Új Tulajdonosi Program érdemben nincs hatással a lakosság fogyasztási magatartására, valamint a reálgazdasági pályára.

Hosszabb távon viszont a lakosság a részvények eladásával jelentős árfolyamnyereségre tehet szert, ha a részvények értéke a társaságok hatékonyabb működése és az állami megrendelések hatására emelkedni fog. Amennyiben a részvényeket nem a lakossági szektor veszi meg, akkor a realizált árfolyamnyereség átmenetileg megnövelheti a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, ami a fogyasztási kereslet bővüléséhez vezethet.

8. Az Új Tulajdonosi Programra vonatkozó javaslat utolsó pontjaként szeretnénk felhívni a figyelmet a **felesleges illúziókeltés veszélyeire**, valamint a **végrehajtás kockázataira**, valamint főbb **sikertényezőire** (5/b-5/c. mellékletek):

- A program bevezetése okozhat (remények szerint okoz is) változásokat a lakossági megtakarítási szokásokban. A változás mértékét ugyanakkor befolyásolja, hogy a teljes becsült állami vállalkozói vagyon 49%-ának nyilvántartási értéke nem éri el a lakosság pénzügyi eszközállományának 4%-át. A keresleti oldal tárgyalásakor

prognosztizált 3000 milliárd forint, mint potenciálisan megmozdítható eszközállomány is sokszorosa a ma kínált társasági kör lakosság részére felajánlható tulajdoni hányadának.

- Nem lehetnek illúzióink a tekintetben sem, hogy potenciális, de még inkább tényleges befektetőként lényegesen bővíthető a már ma is megtakarító a felső jövedelmi kétötöd körébe tartozó lakosság. Vigaszként annyi megjegyezhető, hogy már kismértékű bővülés, új háztartások, új egyének bevonása is komoly eredménynek számít, és hozzájárul az eredeti célok eléréséhez.
- Mindezeket azért is célszerű leszögezni, mert éppen a tapasztalatokból már ismert **kockázatok** miatt (ld. 1/a-1/b mellékletek), a bevonandó lakossági kör szélesítését is szolgáló paraméterek meghatározása szűk mezsgyén mozoghat:
 - A kibocsátások lebonyolításakor az egyik legnehezebb feladat a **helyes árazás**. A kibocsátási ár akkor nevezhető nagyjából megfelelőnek, ha nem tér el lényegesen attól az ártól, amit a kibocsátáskor vagy nem sokkal azután az intézményi befektetők (legyen az szakmai vagy pénzügyi) hajlandók a részvényért fizetni. Ha az ár túl alacsony, akkor érthető módon a piaci résztvevők le akarják arbitrálni a kibocsátási ár és a várható tőzsdei ár közti különbséget, ez pedig túljegyzést okoz. Ennek eredménye, hogy az átlagos lakossági jegyzők kevés részvényhez jutnak, spekulánsok pedig bér-sorbanállókkal vásároltatnak maguknak részvényt. Ezzel szemben, ha a részvény túlárzott, akkor a tőzsdei ár alatta maradhat a kibocsátási árnak, amit a befektetők egyértelműen kudarcnak ítélnek meg, még akkor is, ha esetleg a későbbiekben emelkedésnek indul a tőzsdei ár, és meghaladja a jegyzéskorit.
 - Egy sikeres kibocsátáshoz **elegendő mennyiségű részvényre** van szükség, különösen, ha a cél az, hogy minél nagyobb befektetői kör jegyezzen belőlük, és egy-egy befektető olyan mennyiséghez juttasson, ami lehetővé teszi, hogy megtakarításain belül érdemi lehessen a részvények aránya. Egy havi fizetésének megfelelő részvénymennyiséggel, vagy még kevesebbel senki sem lesz öngondoskodó befektető. Ha túl kevés a részvény, akkor sokszoros túljegyzés alakulhat ki, egy jegyző töredékét kapja a jegyezni szándékozott mennyiségnek. Ezért meg kell vizsgálni, hogy egy adott cégből felajánlható-e akár több százezer jegyző számára elegendő értékpapír. Ha nem, célszerű lehet egyszerre két cég papírjait is felajánlani. Ha viszont több a részvény, mint az igény, az sem okoz problémát, hisz a maradék vagy megmarad állami kézben, vagy átcsoportosítható szakmai vagy pénzügyi befektetők részére.
 - A rossz értelemben vett spekuláció akkor jelenik meg, ha a kibocsátás során jelentős egyidejű árfolyam-különbözet áll elő, amit a spekulánsok megpróbálnak learbitrálni, és ez nem is róható fel nekik, hisz a spekuláció szerepe a piac likviditásának növelése és a hatékony áralakulás elősegítése. Az ilyen helyzeteket mindig a kibocsátás szervezőinek elhibázott döntései alapozzák meg, mint pl. a túlzottan alacsony kibocsátási ár, az elégtelen részvénymennyiség, vagy részvényjegyzők túlzott megkülönböztetése pl. kedvezmények által.

- Ha egy vagy több csoport túlzottan nagyméretű kedvezményt kap, akkor esetükben áll elő az azonnal learbitrálnakó árkülönbözöt, amit ők nem feltétlenül vesznek észre, ezért jegyzési lehetőségüket hajlandók spekulánsok részére kisebb díjazásért felajánlani.

A legnagyobb spekulációs lehetőség azonban akkor adódik, ha a papírok nem kerülnek tőzsdére a jegyzést követő rövid időn belül. Ekkor nincs nyilvános áralakulás, különös tekintettel arra, hogy a tőzsdén kívüli részvényekre nem is lehet hivatalosan vételi és eladási ajánlatot közölni. Így a részvényeseknek fogalmuk sincs, mit ér részvényük, és ha el akarják adni, hajlandók egy bármilyen alacsony árat kínáló, újságban hirdető felvásárlónak eladni. Ezzel ahelyett, hogy a részvény jegyzője jutna haszonhoz befektetése által, helyette a felvásárló gazdagszik. Esetenként még az is előfordulhat, hogy a jegyző veszteséggel adja el papírját, a felvásárló pedig egy tisztos csomag összegyűjtése után igen komoly hasznot érhet el, ha azt egy szakmai vagy intézményi befektetőnek eladja. Mindez abszolút ellentétes az Új Tulajdonosi Program céljaival.

- Mindezek elkerülése, valamint néhány egyéb tényező figyelembevételé, követelményének betartása fokozza a **siker lehetőségét**:

- **Világos koncepció alapján** – előre meg kell határozni a társaság jövőjével kapcsolatos lépéseket, intézkedéseket, a tranzakció struktúráját és a megcélzott tulajdonosi kört, dönteni kell a pénzügyi és a stratégiai befektetők arányáról. A pénzügyi, esetleg stratégiai befektetők szükségesegek lehetnek a részvény likviditásához, forgalomképességéhez, különösen, ha arra számítunk, hogy az egyéni befektetők hosszú távon tartják meg részvényeiket.

- Meg kell vizsgálni a cég pénzügyi helyzetét, a **szükséges konszolidációs lépéseket meg kell tenni**. A kibocsátás sikere a mindenkori piaci helyzet függvénye is, és nem választható el az adott társaság viszonyaitól, az ágazat hazai és külföldi szereplőitől, a szabályozási környezettől, a liberalizáció mértékétől és ezen elemeknek jövőbeni kilátásaitól, a velük szemben táplált várakozásoktól.

Alaposan megvizsgálva pénzügyi és a társaság helyzetével összefüggő perspektívákat, **gondosan kell meghatározni a tranzakció időpontját**. Előnyös lehet egy pozitív eseményt követően időzíteni, amelyről a kibocsátási tájékoztató informál (pl. a társaság jó pénzügyi eredményei nyilvánosságra kerülése után vagy egy előnyös, nagy volumenű üzlet megkötését követően). Nem ez lesz a siker közvetlen oka, de árazás és az érdeklődés felkeltése szempontjából kedvező lehet.

- Tekintettel arra, hogy a magyar pénzügyi kultúra szintje alacsony, **átfogó oktató, ismeretterjesztő programra van szükség**. A kibocsátás során összeállított publikus anyagoknak (így a kibocsátási tájékoztatónak is), érthetőnek, könnyen felfoghatónak kell lennie, célszerű figyelni a bonyolultabb dokumentumok, szövegek magyarázatára, illetve, ha lehet, egyszerűsítésére.

A Javaslat háttér tanulmányai:

- 1/a. Csikós Bálint: Az Új Tulajdonosi Program hazai történeti előzményei
- 1/b. Rotyis József: A kisországos privatizációk a tőkepiacon – A nemzetközi tapasztalatok tanulságai
2. Szuper József: Új Tulajdonosi Program – Jogi kérdések
3. Akar László: Az Új Tulajdonosi Programban felkínált részvények iránti várható kereslet
4. MNV Zrt.: Az Új Tulajdonosi Programba bevonásra javasolt társaságok rövid áttekintése a programra való alkalmasság szempontjából
- 5/a. Markó Andrea: Az Új Tulajdonosi Program lehetséges költségvetési és makrogazdasági hatásai
- 5/b. Mohai György: A tőzsdéi bevezetés fő kérdései
- 5/c. Fellegi Tamás: Az Új Tulajdonosi Program várható hatásai a társaságokra, a tőkepiacra és a makrogazdaságra