

Finanszírozási alternatívák - vállalatfinanszírozás a gyakorlatban

Zsembery Levente Ph.D
Vezérigazgató
Biggeorge's-NV Equity Zrt.

Budapest, 2010. szeptember 24.



Tartalom

1. Stratégia és vállalatfinanszírozás
2. Idegen tőkés finanszírozás
3. Részvényági finanszírozás
4. Hogyan építsük fel a vállalat finanszírozási stratégiáját



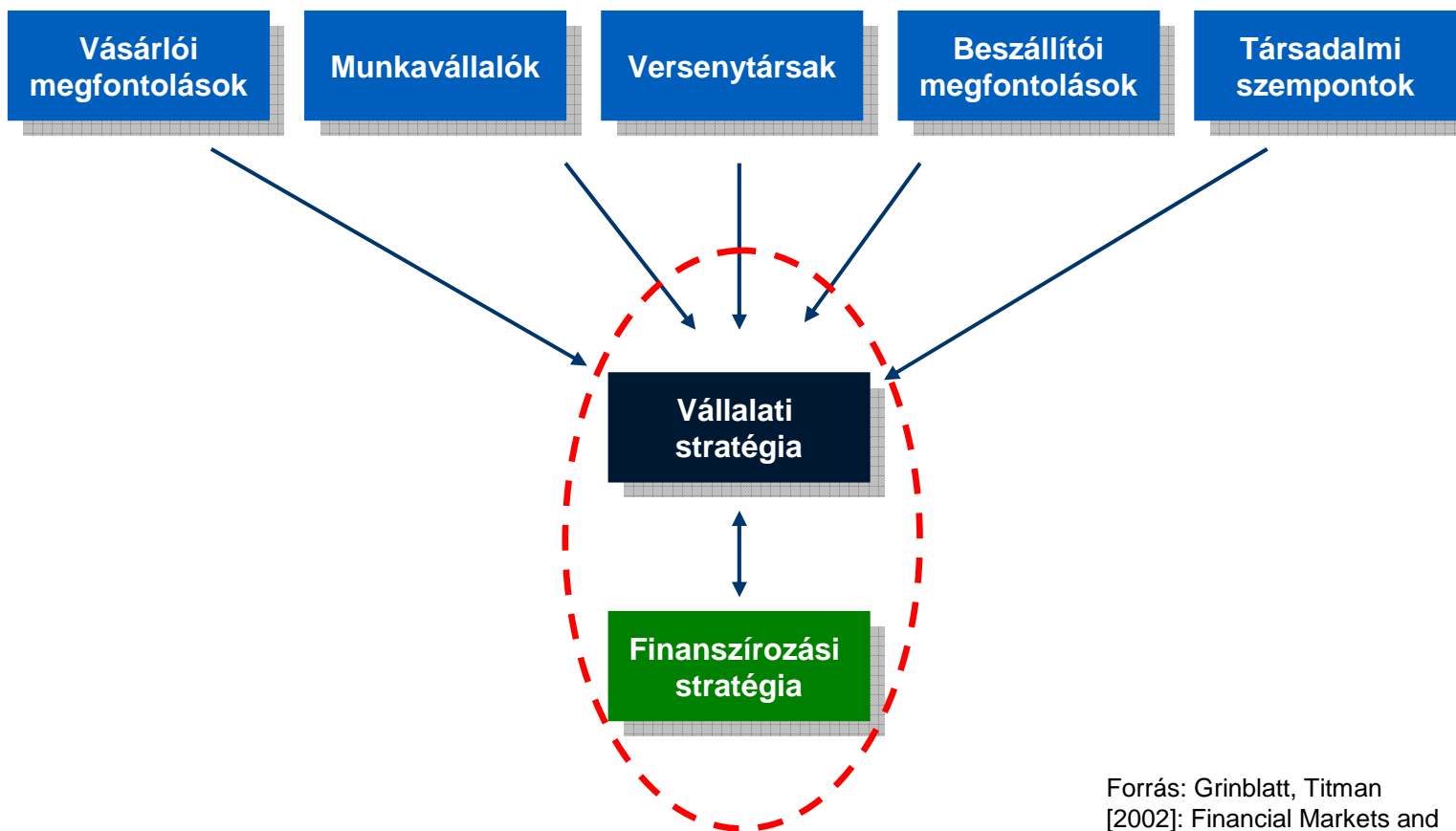
Tartalom

1. Stratégia és vállalatfinanszírozás
2. Idegen tőkés finanszírozás
3. Részvényági finanszírozás
4. Hogyan építsük fel a vállalat finanszírozási stratégiáját

A vállalatok finanszírozási stratégiája

- A legtöbb vállalat tudatosan készít stratégiát, gyakran tanácsadó bevonásával;
- Ugyanakkor a vállalatoknak csak töredéke készít a stratégiára épülő, illetve ahhoz illeszkedő finanszírozási stratégiát;
- Az előadás célja, hogy számba vegye a lehetséges finanszírozási formákat, majd felvázolja, milyen szempontok mentén érdemes felépíteni a társaságok finanszírozási stratégiáját;
- Minden élethelyzet, minden szektor és minden vállalat különböző, így nincsen egyetlen helyes megoldás, azt mindig az adott helyzetre kell szabni;

Stratégia és vállalatfinanszírozás



Forrás: Grinblatt, Titman [2002]: Financial Markets and corporate strategy, McGraw-Hill,

A finanszírozás forrásai és formái

- A vállalat finanszírozható belső és külső forrásokból;
- A vállalat belső forrása a megtermelt és visszaforgatott cash flow. Csupán belső forrásra támaszkodni azonban
 - a gyorsabb vállalati növekedés útjában állhat
 - adózási szempontból nem feltétlenül optimális (ld. adópajzs)
 - a menedzsment és a tulajdonosok szempontjainak ütközéséhez vezet;
- A külső forrás lehet saját tőke vagy idegen tőke, illetve ennek valamilyen „egyvelege”;
- A vállalatfinanszírozás kérdése a fenti források aránya és a változásának dinamikájának, amit két dimenzió, a *vállalati életciklus* és a *vállalat* adott pillanatban jellemző *piaci pozíciója* mentén elemezhetünk.

A vállalatfinanszírozás lehetséges eszközszerrendszere



Ma Magyarországon alapvetően a fenti skála két széle érhető el, az átmeneti formák alkalmazása szórványos!



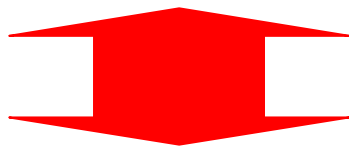
Tartalom

1. Stratégia és vállalatfinanszírozás
2. Idegen tőkés finanszírozás
3. Részvényági finanszírozás
4. Hogyan építsük fel a vállalat finanszírozási stratégiáját

Idegen tőkés finanszírozás

Banki hitelek

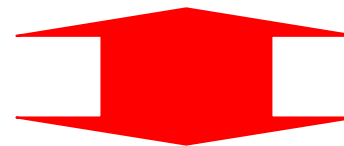
- Személyes kapcsolat, bizalmi viszony,
- Egyedi, testre szabott megoldások,
- Gyors, jelentős tranzakciós költségektől mentes ügyintézés,
- Információk bizalmas kezelése.



- A bankok hitelezési aktivitása lecsökkent,
- Szabványosított termékek,
- A mezzanine finanszírozás szórványos.

Kötvénypiacok

- A befektetési- és nyugdíj alapok is megjelennek olcsó forrást biztosítva,
- 38 vállalati kötvény forog a BÉT-en,
- Vezető vállalatok nemzetközi kötvényprogramokat indítottak,
- 3 nemzetközileg is jelentős átcserélhető kötvény tranzakció történt az elmúlt években.



- A 38 tőzsdén forgó vállalati kötvény banki kötvény (kivételesen a DK),
- A vezető cégek kötvénykibocsátása Luxembourgonban történik,
- A hazai cégek hiteligénye a nyilvános kibocsátás minimuma alatt marad,
- Átváltoztatható kötvény kibocsátás 1994 óta nem történt,
- Lakossági kereslet vállalati kötvények iránt nincsen,
- A kötvényfinanszírozás költsége a jellemző hazai volumen mellett a banki költségeket meghaladja.

Idegen tőkés finanszírozás II.

- 10-20 milliárd forintos volumen alatt a kötvénykibocsátás nem feltétlenül éri meg, a banknál drágább forrás lehet;
- Egyedi kibocsátások helyett szerencsésebb kötvény-programot indítani, mivel rugalmasan lehet rábocsátani;
- Az opciós struktúrák (pl. átváltható kötvények) nem bejártottak, alkalmazásuk előtt tesztelni kell a piacot;



Tartalom

1. Stratégia és vállalatfinanszírozás
2. Idegen tőkés finanszírozás
3. Részvényági finanszírozás
4. Hogyan építsük fel a vállalat finanszírozási stratégiáját

A részvényági finanszírozás lehetséges formái

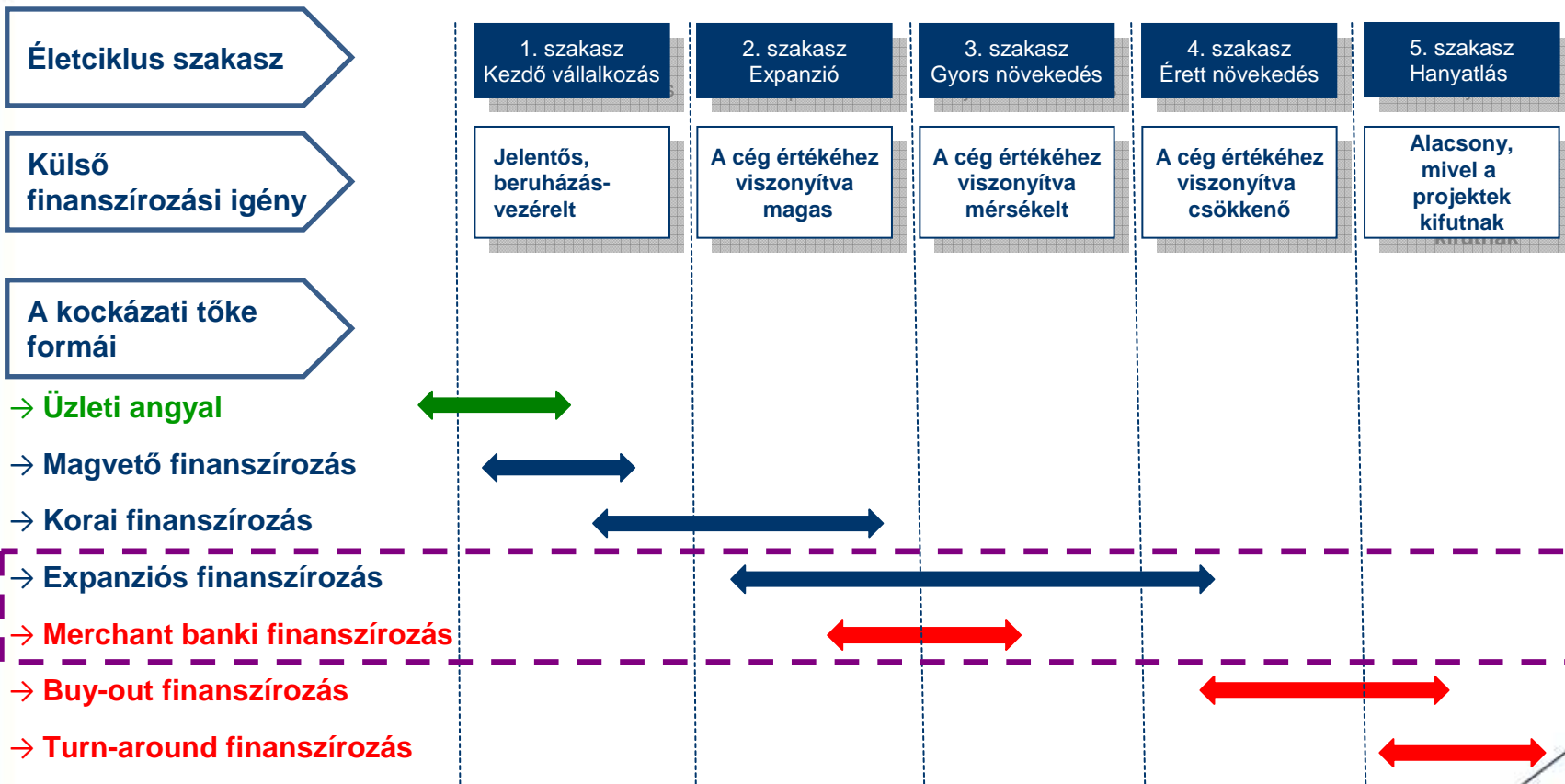
- A befektetők minden esetben tulajdonossá válnak, szavazati joggal fognak rendelkezni;
- A kulcskérdés a kontroll kérdése, mekkora beleszólást engedünk az új tulajdonosnak;
- A kérdés gyakran tőzsde vs. kockázati tőke formájában jelenik meg a gyakorlatban.

	Szórt részvényesi struktúra	Koncentrált részvényesi struktúra
Zártkörű tőkeemelés	Személyes ismeretségen vagy bizalmon alapuló forrásbevonás	Egyedi alkuk, szindikátusi megállapodások
Nyilvános tőkeemelés	„igazi” IPO	Club-deal jellegű tőzsdei megjelenés

A tőzsdei megjelenés

- Megalapozott story nélkül nem megy!
- Nagyobb volumenű részvényforrás viszonylag gyors bevonását teszi lehetővé, de
 - 2-3 milliárd forintos volumen alatt a kibocsátási költségek aránya nagyon magasra emelkedhet;
 - Valós külföldi intézményi érdeklődéshez 40-50 millió eurót meghaladó tranzakciós méret és folyamatos elemzői lefedettség szükséges;
- Exitre való alkalmassága korlátozott, 100%-ot nem lehet értékesíteni;
- A technikai bevezetés egy folyamat első lépése lehet, de az általában alacsony likviditás és a „mesterséges ár” miatt túlzottan hosszú ideig nem tartható;
- Bár a tankönyvi forma szerint az IPO szórt tulajdonosi struktúrát eredményez, ez nem feltétlenül van így: a hazai kibocsátások néha „club deal” formáját öltik;
- A befektetési szolgáltató kiválasztásának összhangban kell lennie a megcélzott befektetői körrel;
- A befektetőket folyamatosan – lehetőleg pozitív – hírekkel kell kiszolgálni, ami fokozott teljesítménykényszert jelent;
- A nyilvánosság egyszerre veszély és lehetőség, tudni kell élni vele (ld. SkyEurope).

A kockázati tőke



A kockázati tőke sokszínű, szinte minden élethelyzetre külön befektetők specializálódtak

A kockázati tőke II.

- Megalapozott story ehhez a forrásbevonáshoz is kell, de azt sokszor a kockázati tőkés álmodja tovább;
- A kockázati tőke befektetőktől lényegében bármekkora forrás bevonható
 - A nemzetközi kockázati tőke befektetők által keresett tranzakcióméret a 20 millió eurót jellemzően meghaladja
 - Idehaza a 10 millió euró alatti kockázati tőke forrás a Jeremie-program indulásáig „hiánycikk” volt.
- Még kisebbségi tulajdon esetében is komoly tulajdonosi kontroll;
- A kockázati tőke befektetővel a társaság „szövetségest” kap, nem csak pénzt;
- Jelentési kötelezettség itt is van, azonban ennek kereteit a társaság gyakran készen kapja a befektetőtől;
- Drag along és tag along jogok – a kockázati tőke kiszállásánál nem kizárt, hogy minket is kivisznek a cégünkből.

Kockázati tőke vs. tőzsdei megjelenés

	Kockázati tőke	Tőzsdei jegyzés
Likviditás	Kiszállási kényszer	Bármikor lehetséges
Befektetők részesedése	Jelentős	Általában elenyésző (a közkezhányad függvénye)
Külső befolyásolás	Jellemzően aktív befektetők	Passzív befektetők
Jogok	Erős korlátozások	Jogszabályoknak megfelelően
Felvásárlás esélye	Minimális	Nem zárható ki (poison pills)
Hozzáférés az információkhoz	Direkt	Indirekt (elemzőkön keresztül)
Befektetői elvárások	Kiemelkedő növekedés, 30%-ot meghaladó IRR euróban	A benchmarknál nagyobb hozam



Tartalom

1. Stratégia és vállalatfinanszírozás
2. Idegen tőkés finanszírozás
3. Részvényági finanszírozás
4. Hogyan építsük fel a vállalat finanszírozási stratégiáját

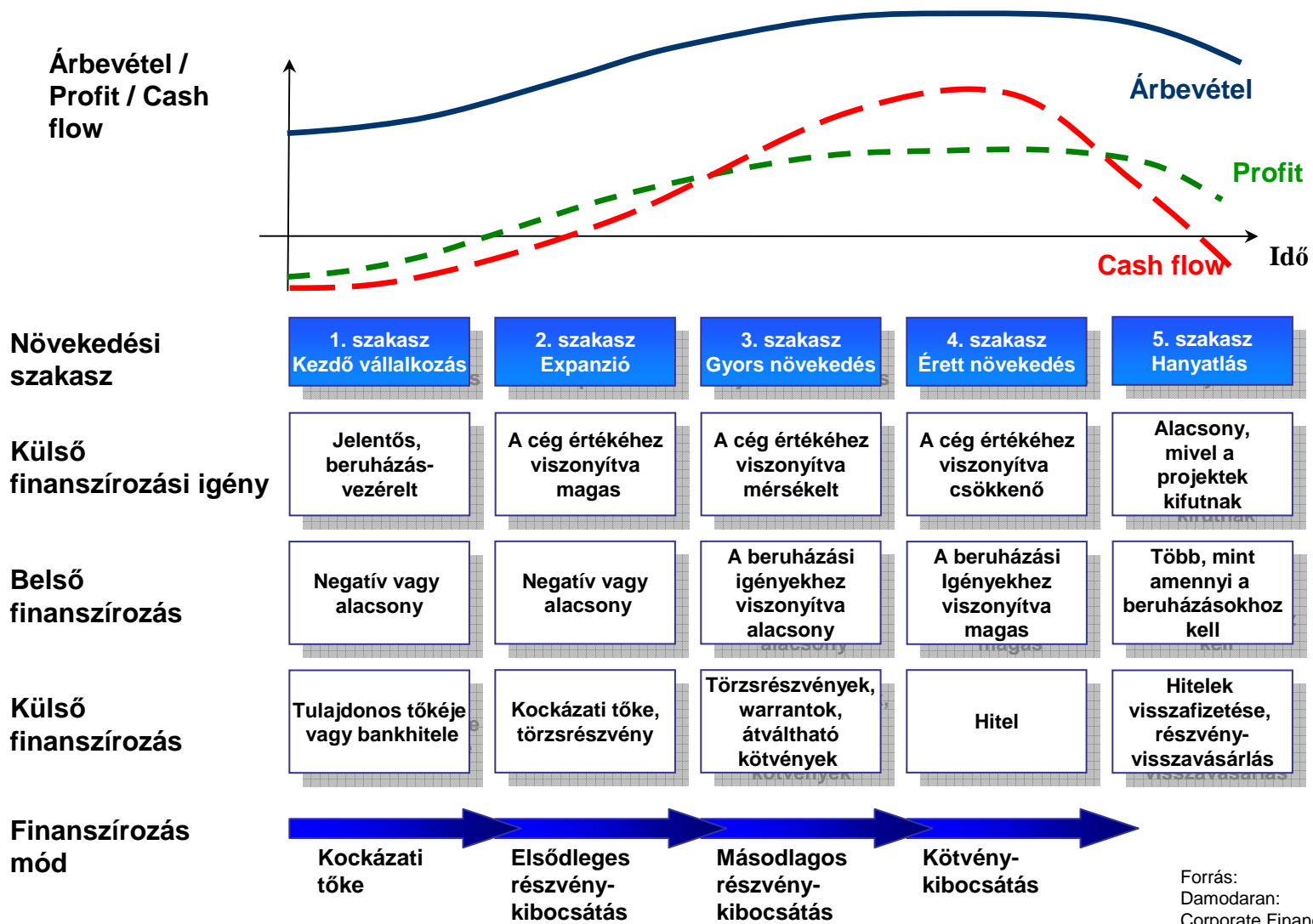
Tőkeáttétel és a vállalat piaci pozíciója

- **Versenyhelyzet és tőkeáttétel** - gazdasági válságok idején a nagy tőkeáttétellel működő cégek vesztenek piaci részesedésükből (Opler-Titman evidencia)
 1. Az alacsonyabb tőkeáttétellel rendelkező cégek könnyebben bocsátkoznak árversenybe
 2. A magasabb tőkeáttétellel működő cégek nehezebben tudnak nagy fejlesztésekbe kezdeni
 3. A hosszú élettartamú berendezések vevőit elriaszthatják a túlzott tőkeáttétel miatti aggodalmak
- **Munkavállalók és tőkeáttétel:**
 1. A hitelfelvétel mellett, hogy forrást biztosít, hatékonyságtudatra neveli a menedzsmentet
 2. A nagy tőkeáttétel a munkavállalók befolyásolásának fontos eszköze lehet (béralkuk szakszervezetekkel)
 3. A növekvő csődvalószínűség növeli a legjobb munkavállalók elvándorlási kedvét
- **Tranzakciós költségek és tőkeáttétel**
 1. A tőkeszerkezetet átrendezése a költségek függvénye, a nagyobb jövedelmezőségű cégek jellemzően alacsonyabb tőkeáttétellel működnek (dinamikus tőkeszerkezet)

A vállalati életciklus szakaszai I.

1.	Kezdő vállalat (start-up)	<ul style="list-style-type: none"> • Veszteséges, cash negatív működés • A menedzsment és a tulajdonos még nem válik el • Kevés eszköz, a vállalatérték a know-howban és a növekedési lehetőségekben ölt testet
2.	Expanzió	<ul style="list-style-type: none"> • Pozitívba forduló eredmény, de még cash negatív működés • Gyors növekedés, jelentős beruházási igény • Kevés eszköz, a vállalatérték túlnyomórészt a know-howban és a növekedési lehetőségekben ölt testet
3.	Gyors növekedés	<ul style="list-style-type: none"> • Nyereséges, cash pozitívba forduló működés • Gyors növekedés, jelentős beruházási igény • Stabilizálódó versenypozíció, erősödő brand • Növekvő eszközállomány
4.	Érett növekedés	<ul style="list-style-type: none"> • Nyereséges, cash pozitív működés • Erős, vezető piaci pozíció • Lassuló növekedés, csökkenő beruházási igény • Jelentős eszközállomány
5.	Hanyatlás	<ul style="list-style-type: none"> • Veszteséges, gyakran cash negatív működés • Erős piaci pozíció, amit kikezdenek a gyorsan növekvő versenytársak • Megrekedő innováció, kifutó beruházási projektek

A vállalati életciklus szakaszai II.

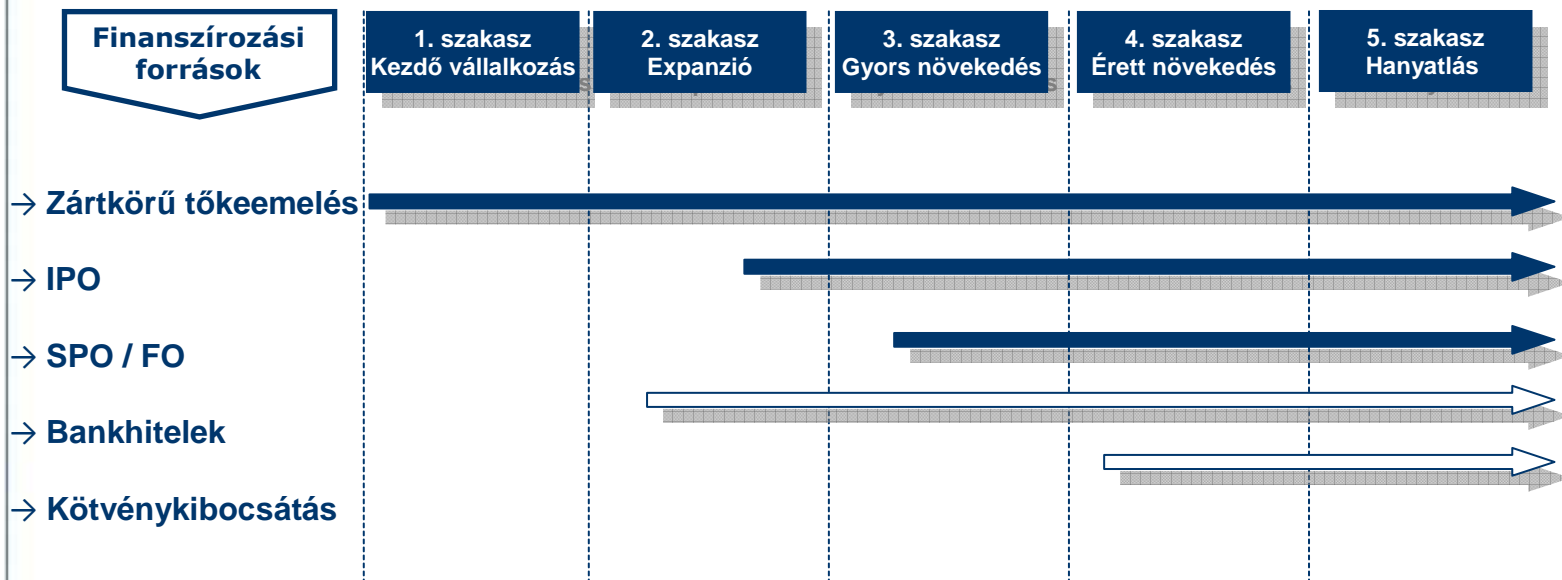
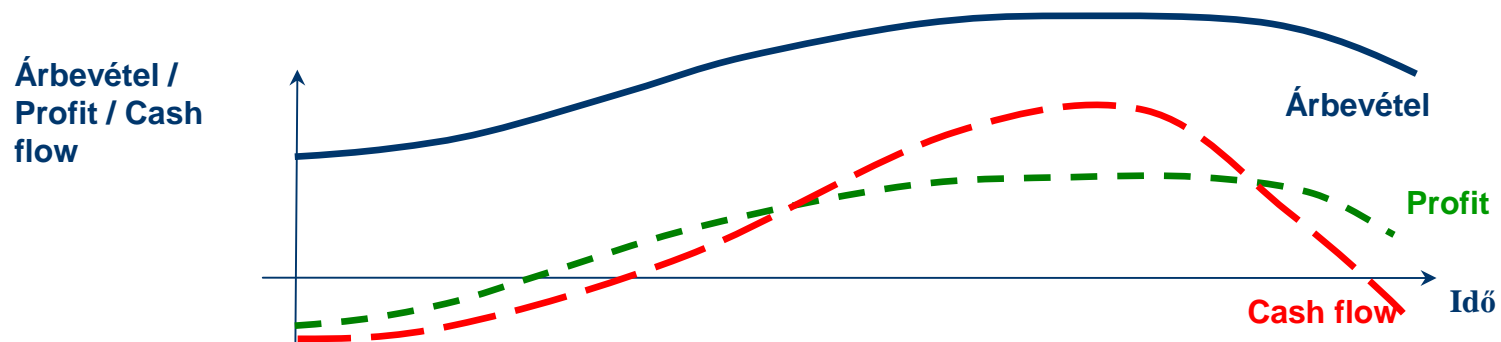


Forrás:
Damodaran:
Corporate Finance,
Második kiadás, 512.
old. 20

A vállalati életciklus szakaszai III.

	1. szakasz Kezdő vállalkozás	2. szakasz Expanzió	3. szakasz Gyors növekedés	4. szakasz Érett növekedés	5. szakasz Hanyatlás
Adómegtakarítás	Nulla	Alacsony, mivel a profit is alacsony	A profittal nő	Magas	Magas, de csökkenő
Hatékonyságtudatosság	Alacsony, mivel a tulajdonos a cégvezető	Alacsony, még akkor is, ha tőzsdén jegyzett	A menedzsment tulajdoni arányának csökkenésével nő	Magas, a vezetés és a tulajdon elválnak	Csökken, ahogy az új projektek száma csökken
Csődköltségek	Magas, mivel a profit alacsony vagy negatív	Nagyon magas, mert a profit alacsony és volatilis	Magas, növekvő de volatilis profit	A profit növekedésével csökken	Alacsony, de a projektek kifizetésével nő
Rugalmasság iránti igény	Nagyon magas	Magas	Magas	Alacsony	Nincs rá szükség, mert nincsenek új projektek
A + és – hatások eredője	A költségek magasabbak alacsony hitelarány	A költségek magasabbak, jellemzően részvény	A hitel pozitív hatása felértékelődik	A hitel egyre vonzóbb	A hitel kifizető

Vállalatfinanszírozás az életciklus különböző szakaszaiban



Finanszírozási stratégia alappillérei

1.

A finanszírozási stratégia a vállalati stratégiára épül, az abban lefektetett stratégiai célokhoz rendel forrásokat

2.

A vállalat versenyhelyzete és a (kulcs) munkavállalókhöz való viszonya adja meg a finanszírozási stratégia alapkeretét

3.

Korai fázisban lévő vállalatoknál a lehetséges finanszírozási formák száma korlátozott, a növekedéssel újabb lehetőségek nyílnak meg előttük

4.

A vállalat növekedésével a hitelági finanszírozás lehetősége javul, a hitelek futamideje nő

5.

A „méret a lényeg” – nagyobb méretű tranzakciókhoz könnyebben szerezhető forrás, megnyílik a tőkepiac is