

## Mikor és miért válasszuk a tőzsdei finanszírozást?

Bár a köztudatban a tőzsde elsősorban a részvények, kötvények folyamatos adásvételéről és a látványos áringadozásokról szól, de valójában ennél sokkal több van benne. A tőzsde, a tőkepiac ugyanis alapvetően vállalatfinanszírozásról szól, így azoknak a cégeknek jelent hatékony megoldást, akiknek pénzre van szükségük, amit aztán a vállalat bővítésére, fejlesztésére fordíthat. Egy cégnek persze sok más alternatívája is lehet a finanszírozásra. Miben nyújt többet a tőzsdei tőkebevonás más finanszírozási alternatívákhoz képest? Valóban csak a nagyvállalkozások számára elérhető ez a lehetőség? Mik a jellemzői a tőzsdei finanszírozásnak? Ezekre a kérdésekre keresi a választ az alábbi összefoglaló.

Gyakori tévhit, hogy tőzsdére csak a nagyon nagy cégek mennek. A tőzsdei cégek mind tevékenységüket, mind méretüket tekintve széles skálán mozognak. Meglepő lehet azonban az a számadat, hogy a Budapesti Értéktőzsdén (BÉT) jegyzett kibocsátók közel kétharmada KKV<sup>1</sup>. Így tehát elmondhatjuk, hogy elsődlegesen nem a cégméret a legfontosabb szempont amikor a tőzsdei finanszírozást fontolgatjuk, hanem a finanszírozási igény mértéke, típusa (hitelre vagy tőkére van szükségünk), a tulajdonosi jogok megtartásának fontossága, és egyéb lényeges kérdések. Az alábbiakban e főbb szempontokat szeretnénk felsorolni és kicsit megvilágítani.

Egy vállalat számára számos forrásbevonási lehetőség áll rendelkezésre, amelyek közül kiválasztható az optimális finanszírozási konstrukció. A lehetőségek között válogatva azonban az alábbi fontos kérdéseket kell elsőként tisztázni:

- **Mekkora összegre van szükségem?** Alapjaiban határozza meg a finanszírozási módot az, hogy mekkora összegre van szüksége a vállalkozásnak. Amennyiben csak néhány millió, esetleg 10-20 millió forint körüli összegre van szükség, úgy elsősorban a hitelfelvétel lehet a megoldás. Szóba kerülhetnek még az induló vállalatokba befektető üzleti angyalok, vagy akár az állami tőkebefektető társaságok is mint forrásbevonási alternatíva. Amennyiben már jelentősebb összegű finanszírozási igény lép fel, úgy szóba jöhet a kötvénykibocsátás, a kockázati-, majd későbbi fázisban a magántőke-bevonás, illetve a tőzsdei részvénykibocsátás is.
- **Tőke vagy adósság (hitel) típusú finanszírozásra van szükségem?** A bankhitel és a kötvénykibocsátás adósság típusú finanszírozási forma, amely a mérlegen a követelés oldalt fogja erősíteni. Adott saját tőke mellett azonban a hitelfinanszírozás nem nőhet az égig. A hitelfelvételi korlátok miatt előbb-utóbb a saját tőkét is meg kell erősíteni vagy belső, vagy külső forrásból. Egy társaság ugyanakkor nem, vagy csak nagyon lassan tud növekedni kizárólag belső forrásokból (a nyereség visszaforgatásából), így **a dinamikus növekedés finanszírozásához külső saját forrást kell találnia**, amely lehet kockázati- vagy magántőke-bevonás, vagy tőzsdére lépésen keresztül nyilvános tőkebevonás.
- **Milyen befektetői hozamelvárást hajlandó a vállalkozás (és a tulajdonosok) elviselni?** Régi közgazdaságtani szállóige, hogy „Nincs ingyen ebéd!”. Minden befektető vár valamit a pénzéért cserébe. E várakozások leginkább az előre látható kockázat mértékéhez igazodnak. A bankhitel – tekintettel arra, hogy a hitelfelvétel általában egyéb mellékkötelezettségekkel is támogatott (kezesség, ingatlanfedezet), illetve a hitelbírálat során is szigorú szűrőn mennek keresztül a vállalkozások – a többi finanszírozási módhoz képest kevésbé minősül kockázatosnak, így hozamelvárás szintjén az alsóbb kategóriába tartozik.

A kockázati- és magántőke-befektetők már jóval nagyobb rizikót vállalnak. A kockázati-tőke-társaságok a vállalkozások korai stádiumában, a magántőke-társaságok általában későbbi fázisban, nagymértékű részesedéssel szállnak be a vállalkozásba, egy olyan ponton, amikor annak sikere még nem látható előre. Így hozamelvárásuk lényegesen magasabb, éves szinten akár 25-40% között is mozoghat.

A tőzsdére lépés esetében általános hozamelvárásról nem beszélhetünk. A befektetők egyrészt a részvények értéknövekedésére számítanak, azonban ennek mértéke igen széles skálán mozog a tőzsdén jegyzett társaság életkorától, tevékenységétől, a piaci környezettől függően. Másrészt a befektető jövőbeli osztalékfizetésre számít, ami azonban nem jelent olyan fix kötelezettséget a cég számára, mint a hitelek utáni kamatfizetés.

- **Milyen mértékben vagyok hajlandó feladni tulajdonosi jogaimat?** Rendkívül fontos kérdés, hogy az eredeti tulajdonosok mennyire szeretnék megtartani az irányítást a vállalkozásban. **A hitel típusú finanszírozási formák nem járnak a tulajdonosi jogosultságok átadásával**, a tulajdonosi kontroll feladásával. Arra azonban érdemes odafigyelni, hogy ez csak addig igaz, amíg a hitelek törlesztése az ütemezés szerint valósul meg. Amennyiben a hiteltörlesztés valamilyen ok miatt (pl. piaci, egyéb üzleti

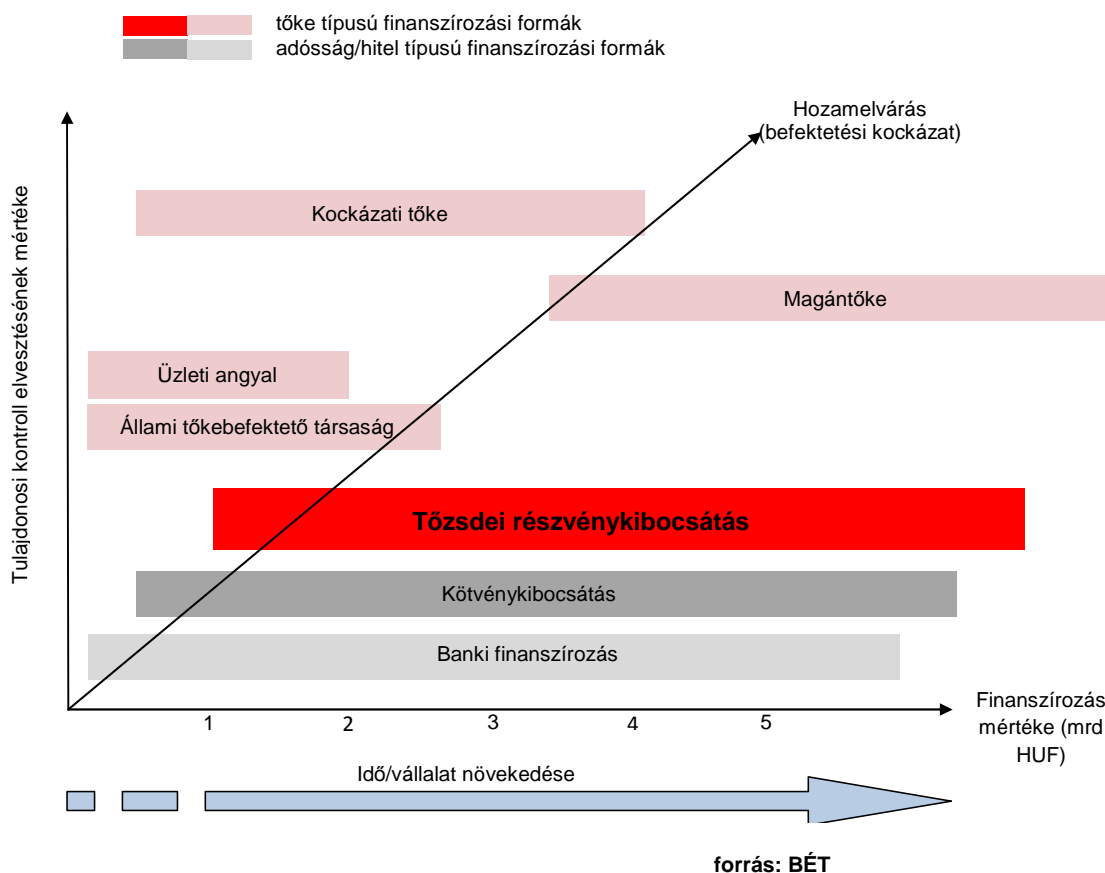
<sup>1</sup> KKV definíció a 2004. évi XXXIV. törvényben meghatározott összeghatárok alapján

nehézségek) akadozik vagy meghiúsul, úgy a hitelezők is komoly kontrolljogokkal avatkozhatnak bele a társaság életébe (ezzel kapcsolatban érdemes elolvasni a hitelszerződések vonatkozó pontjait).

**A tulajdonosi irányításba legjelentősebb mértékben a kockázati- és magántőke-befektetők szólnak bele.** Ők arra töreksenek, hogy a vállalatot a legrövidebb időn belül a leghatékonyabbá tegyék és jelentős értéknövekedést érjenek el. Ezt azonban azért teszik, hogy **a végső cél, a társaság értékesítése** minél magasabb áron történjen meg. Az e cél eléréséhez használt eszközrendszer és cselekvési terv nem feltétlenül esik egybe azzal, amit a társaság eredeti tulajdonosai elképzelték. Annak érdekében, hogy emiatt lehetőleg ne kerüljön sor ütközésekre a befektetők és a tulajdonosok között, amely a cél elérését hátráltatná, a kockázati-tőke-társaságok általában többségi tulajdont szereznek a befektetésük idejére a társaságban (de még abban az esetben is mindenképpen a befektető – és nem az eredeti tulajdonos – dönt a befolyás mértékéről, amikor nem ragaszkodik a többségi befolyás megszerzéséhez). Ezen túlmenően az eladásnál is profitmaximalizálásra törekednek, ami szintén nem feltétlenül esik egybe a tulajdonosi elképzelésekkel (pl. a vállalkozás – akár egészének – szakmai befektető számára történő értékesítése) éppen ezért gyakran kötik ki az eredeti tulajdonosok számára az együttértékesítési kötelezettséget is és más hasonló, tulajdonost korlátozó jogokat.

A tulajdonosi kontroll vonatkozásában **a tőzsdei bevezetés jóval nagyobb rugalmasságot ad a tulajdonosok számára**, ugyanis ott az eredeti tulajdonosok maguk döntenek el, hogy milyen mértékben tartják meg befolyásukat a társaság irányításában. Ennek nyilvánvalóan korlátot szab az, hogy mekkora maga a finanszírozási igény, mekkora összeget kell bevonni a kitűzött cél eléréséhez, és ez mekkora hányadát képviseli a vállalkozás jelenlegi értékének. Ezen túlmenően azonban nincs olyan kötelezettség, hogy az új befektetőknek feltétlenül többségi részesedést kellene átengedni. Sőt, megfelelő értékesítési stratégiával kellően porlasztani lehet a tulajdonosi szerkezetet, így **az eredeti tulajdonosok akár 25%-os részesedés megtartásával is gyakorolhatják továbbra is a vállalat feletti kontrollt.** Ráadásul a pénzügyi befektetők – és a tőzsdei bevezetéssel jellemzően ez a befektetői csoport szerez tulajdont a társaságban – nem is kívánnak beleszólni a cég szakmai irányításába.

A különböző finanszírozási formák összehasonlítása



A fent említett finanszírozási lehetőségek sokszor nem is feltétlenül alternatívák, hanem egymást kiegészítő kombinációként is alkalmazhatók (nem zárja ki pl. a tőzsdei bevezetés a banki finanszírozást), vagy egymást logikusan követő lépések is lehetnek. Így pl. egy kockázati-tőke-befektető a tervezett befektetési időtáv végén dönthet úgy, hogy tőzsdére viszi a társaságot, és így biztosítja saját részesedésének értékesítését (azaz az exitet), vagy éppen fordítva, egy szakmai befektető vásárol ki egy tőzsdén jegyzett társaságot. A tőzsdei társaságok nagyon sokszor élnek a bevezetést követően is a tőzsde adta lehetőségekkel, és nyilvánosan bocsátanak ki újabb részvényt vagy kötvénysorozatokat.