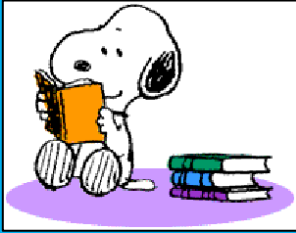


 Kosztópulosz Andreász	Mottó: <i>„A vállalkozó a pénzt reményre váltja.”</i> Oláh János	Kulcsfogalmak: nyilvános részvénykibocsátás, kockázati tőke, kötvénykibocsátás, bankhitel és bankkölcsön, pénzügyi és operatív lízing	 ≈ 35 perc
---	--	---	---

Külső finanszírozásért a vállalkozásnak a tőkepiacokhoz kell fordulnia: hitelezőt kell találnia vagy új tulajdonostársakat kell verbuválnia. A külső források palettája nagyon színes, itt és most csupán áttekintjük a legfontosabb forrástípusok (nyilvános részvénykibocsátás, kockázati tőke, kötvénykibocsátás, bankhitel és a lízing mint különleges finanszírozási forma) főbb jellemzőit. Ne felejtsük el, hogy a finanszírozási döntések nem pusztán pénzügyi, hanem marketing feladatokat is jelentenek!

1. Nyilvános részvénykibocsátás

Nyilvános (tőzsdei) részvénykibocsátás keretében a vállalkozás megemeli a saját tőkéjét, és a részvények kibocsátásából befolyó ellenérték biztosít forrást a vállalat működésének végéig (végelszámolás vagy felszámolás). A részvényt vásárló magánbefektetők, pénzügyi és szakmai befektetők tulajdonosi jogokat szereznek, így részesedésük mértékéig jogosultak osztalékra, a likvidációs hányadra (azaz a vállalati vagyonból a hitelezők kielégítése után fennmaradó arányos részre), a közgyűlésen történő szavazásra és azon keresztül az irányításban való részvételben. A részvényt jegyzők a tőzsdén bármikor tovább adhatják részvényeiket, vagy annak egy részét, illetve tovább bővíthetik részesedésüket.

A nyilvános részvénykibocsátás jelentős követelményeket támaszt a vállalattal szemben: méret tekintetében meg kell felelni az adott tőzsde méretbeli előírásainak, átláthatóan kell működni és a vállalat életét és jövőjét befolyásoló eseményekről (vezető személyek, stratégia, vevők stb.) folyamatosan tájékoztatni kell a nyilvánosságot. A vállalat köteles negyedévente közzétenni mérlegét és az eredménykimutatását, továbbá folyamatosan el kell látnia információval a befektetőket és a befektetni szándékozókat (a nyilvánosságot).

A részvénykibocsátás **egyszeri magas tranzakciós költségekkel** (melybe a forgalmazó jutalékát is beleértjük) jár a nyilvánossággal összefüggő folyamatos kiadások mellett. A kibocsátás megszervezését végző pénzügyi közvetítő (ez legtöbbször egy bank) elkészít egy kibocsátási tájékoztatót és a kibocsátással kapcsolatos szervezési, lebonyolítási és információszolgáltatási feladatokat is ellátja. Ennek költsége miatt kisebb összegű részvénykibocsátás méretgazdaságossági okok miatt a jelenlegi gyakorlat szerint nem ajánlatos.



It's all corporate finance. (Aswath Damodaran)

Bővítse ismereteit az alábbi újságcikk elolvasásával!

[A történelem legnagyobb tőzsdei részvénykibocsátása](#)

2. Tőzsdén kívüli külső tulajdonosítőke-bevonás (kockázati tőke)

Azon vállalkozások, amelyek méretüknél fogva túl kicsik tőzsdei részvénykibocsátásra, vagy úgy ítélik meg, hogy tőzsdén kívüli tőkeemeléssel kedvezőbb feltételek mellett juthatnak saját tőkéhez, **tőzsdén kívül is értékesíthetik üzletrészüket vagy részvényeik egy részét külső tulajdonosítőke-befektetőknek.**

A **kockázati tőke-befektetések** alatt azon pénzügyi közvetítők és pénztulajdonosok tőke-befektetéseit értjük, akik jelentős és viszonylag gyors tőkenyeresség elérése érdekében elsősorban olyan tőzsdén nem jegyzett vállalatokba, vállalkozásokba fektetnek be, amelyektől dinamikus növekedést és ennek eredményeként piaci értékük jelentősen emelkedését várják. Ezen belül három csoportot lehet megkülönböztetni a befektető sajátosságait figyelembe véve:

- az intézményi kockázati tőkét,
- az informális kockázati tőkét (ezen belül az üzleti angyalokat),
- a szakmai befektetők által nyújtott vállalati kockázati tőkét.

Az **intézményi kockázati tőke** a **hivatásos pénzügyi közvetítő intézmények alaptőke-befektetéseit takarja** olyan tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokban, amelyeknek az átlagosnál nagyobb növekedési potenciáljuk van, és ahol a befektetők alapvető célja a maximális tőkenyeresség elérése a kiszálláskor.

Az **informális kockázati tőke** befektetői olyan magánszemélyek, akik anyagi és gyakran szellemi tőkét (vállalkozói tapasztalatot, tudást, kapcsolatrendszert stb.) fektetnek be tőzsdén nem jegyzett kisvállalkozásokba, amelyekkel a befektetést megelőzően nem álltak kapcsolatban. A csoport azon tagjait, akik nemcsak a finanszírozásban, de a vállalkozás fejlesztésében is aktívan részt vesznek, üzleti angyaloknak nevezzük.

A stratégiai vagy szakmai befektetőknek is nevezett **vállalati kockázati tőke-befektetők** azért vesznek részesedést a vállalkozásban, hogy szakmai területükön az új üzleti megoldások, K+F fejlesztések eredményeit figyelemmel kísérjék és annak várható eredményeit vagy egyéb stratégiai előnyöket, pozitív szinergiákat realizáljanak.

A pénzügyi befektetési céllal üzletrészt vásárló befektetők hozamelvárásai nagyon magasak, még a tőzsdei befektetések hozamelvárásánál is jóval magasabb, mivel a tőzsdei befektetésnél is magasabb kockázatot vállalnak. Másrészt az üzletrész értékesítés nagyon magas tranzakciós költségekkel jár, mivel a befektetők nagyon magas kockázatot vállalnak és azt ellensúlyozandó nagyon alaposan meg akarják ismerni a vállalatot és annak perspektíváit. A befektetési döntések szempontjából a legfontosabb az üzletrészt értékesítő vállalat üzleti terve és a vállalat menedzsmentje. Egy kipróbált, sikeres, tapasztalatokban gazdag menedzsment lehet a garancia arra, hogy az üzleti tervben foglaltak meg is valósulnak. Ennek megfelelően kizárólag a nagy növekedési potenciállal rendelkező, fejlődő vállalkozások számára jöhet számításba az üzletrészek értékesítése pénzügyi befektetőknek.

A szakmai befektető számára történő üzletrész eladás csak akkor valósulhat meg, ha az üzletrészt értékesítő vállalkozás olyan erőforrásokkal, képességekkel és eszközökkel rendelkezik, amelyek vonzóak és pozitív szinergiát biztosítanak a befektetőnek.



It's all corporate finance. (Aswath Damodaran)

Bővítse ismereteit az alábbi újságcikk elolvasásával!

[Befektetések a magyar tőkepiacon](#)

3. Kötvénykibocsátás útján bevont forrás

A kötvényekkel sokat foglalkoztunk az *Értékpapírpiacon* kurzus keretében. **Kötvény kibocsátásakor** a forrást kereső vállalkozás a pénzügyi közvetítő intézmények helyett **közvetlenül a tőkepiacon lévő megtakarítók forrásait kívánja felhasználni** finanszírozási igényének kielégítésekor. Kötvényt a vállalkozás **egy évnél hosszabb futamidőre** bocsát ki. A kötvényt kibocsátó vállalkozás **a kötvényszerződésben rögzíti** – többek között – **a kamatfizetés és a tőketörlesztés feltételeit**. A kötvény vásárlója a kötvényszerződés alapján tudja, hogy milyen pénzáramlásra számíthat a kötvényt kibocsátó vállalkozás ígérete szerint.

A kötvény vásárlója ugyanolyan **hitelkockázatot vállal**, mint egy hitelintézet hitel nyújtásakor, ezért a kötvény kibocsátásakor **a hitelminősítő cégek besorolják a vállalkozást a megfelelő kockázati kategóriába (rating)** és ennek megfelelően a kötvény vásárlója fel tudja mérni, hogy mekkora hitelezési kockázatot vállal és mekkora hozamra tarthat igényt a kötvény megvásárlásakor.

A vállalati kötvények **fedezet tekintetében** is különböznek egymástól, vannak eszközökkel, ingatlannal vagy értékpapírral fedezett kötvények és vannak eszközökkel nem fedezett kötvények.

Vállalkozások azért fordulnak kötvénykibocsátással közvetlenül a tőkepiac szereplőihöz, hogy megkerüljék a hitelintézeteket és **olcsóbb forráshoz jussanak**. A kötvények nyílt körű kibocsátása azonban **magas tranzakciós költséggel jár**, mivel a kibocsátási tájékoztató elkészítése, a külső hitelminősítő cég hitelminősítése, a tőkepiac szereplőinek szakszerű tájékoztatása és a kibocsátás közvetlen szervezése és lebonyolítása nagyon magas és többnyire fix költségek felmerülését eredményezi. Ezért ugyanaz érvényes itt is, mint a részvénykibocsátás esetében: **kisebbségi forrást kötvénykibocsátás megszervezése útján szerezni általában nem gazdaságos**.

Kötvényeket zárt körben is ki lehet bocsátani, ilyenkor a kötvények vásárlói köre korlátozott és szűk, ezért ekkor jóval alacsonyabbak a kibocsátás költségei, mint nyilvános kötvénykibocsátás esetében és jóval kevesebb információt kell a kibocsátónak nyilvánosságra hoznia.



It's all corporate finance. (Aswath Damodaran)

Bővítse ismereteit az alábbi újságcikk elolvasásával!

[A Netflix kötvénykibocsátása](#)

4. Bankkölcsön és bankhitel

A hitelintézetek hosszú lejáratú bankkölcsönöket és bankhiteleket kínálnak a forrást kereső vállalkozásoknak. A **bankkölcsön** egy olyan üzleti tranzakció a hitelintézet és a vállalkozás között, melynek során **a vállalkozás egy konkrét kölcsönösszeghez jut a banktól** és kötelezettséget vállal, hogy a kölcsönszerződésben rögzített feltételek szerint fizeti vissza a kamat- és tőketörlesztő részleteket. A **bankhitel** esetében a hitelintézet a vállalkozás számára **egy meghatározott időtartamra meghatározott összegű hitelkeretet tart fenn**, amely hitelkeret összeghatáráig a vállalkozás bármikor bankkölcsönt vehet fel a hitelszerződésben rögzített feltételek szerint. A hitel és a kölcsön fogalmát sok esetben szinonimaként használják.

A hitelintézetek bankhitel és bankkölcsön konstrukciók nagyon széles kínálatát nyújtják, amelyeknek futamideje, kamata, felhasználási célja és a fedezete nagyon változatos képet mutat. A **hitelfelvétel célja szerint** többfajta hiteltípust különböztethetünk meg.

Beruházási hitelt a bank a **hosszú élettartamú eszközök finanszírozására nyújt, éven túli lejáratra**. A beruházási hiteleket cél jelleggel, konkrét beruházási tervek megvalósításához adják. Léteznek azonban olyan beruházási hitelmegállapodások is, amelyek esetén a vállalkozás átfogó stratégiai tervéhez nyújtanak finanszírozást. A bank a visszafizetést az adott beruházásból képződő pénzáramokból kívánja biztosítani, így elsősorban a konkrét beruházás életképességét értékeli a hiteldöntés során.

A **projektfinanszírozás** speciális beruházási hitelnek tekinthető, mely többnyire valamilyen **nagy volumenű új beruházás, új létesítmény kivitelezésére irányul és gyakran** szindikált, vagyis több pénzintézet együttműködésével megvalósuló speciális finanszírozási konstrukció. A finanszírozás átfogja az újonnan létrejövő projekt létrehozásának és beindításának teljes vertikumát.

Tartós forgóeszközhitelt a bank **a vállalatok forgóeszközeinek tartós növekedésének vagy a forrásai tartós csökkenésének finanszírozására ad tőkepótlási céllal, éven túli lejáratra**. A tartós forgóeszköz növekményt finanszírozó hitel saját tőkét pótol. A vállalatok többnyire az új beruházások forgótőke igényét igyekeznek tartós forgóeszközhitelből fedezni. Szemlélete szerint ez a hitel a vállalat egészét, folyamatos működését finanszírozza, **a döntés ennél fogva a vállalkozás általános pénzügyi, jövedelmi helyzetének megítélésén alapul**. (Létezik még az ún. átmeneti forgóeszközhitel is a banki gyakorlatban, ez azonban a rövid távú pénzügyi döntések körébe tartozik.)

A hitelintézetek nem a saját vagyonukkal gazdálkodnak, ezért nagyon körültekintő módon nyújtják a hiteleket, melynek **alapja a vállalkozás által készített részletes üzleti terv**. A bankok a hitelbírálat keretében igényt tartanak **a vállalkozás működésével kapcsolatos kvalitatív** (ágazat,

tevékenység, kölcsön célja) és kvantitatív (éves jelentés) információkra, amelyet a vállalkozó (hitelkérelmező) a **hitelkérelem** benyújtásával párhuzamosan átad a hitelintézetnek.

A hitelintézet saját kockázatának mérséklésére igényt tarthat **fedezetre, biztosítékokra**, amelyek a hitelkérelmező esetleges nemfizetésekor a kölcsönösszeg megtérülését biztosítják a hitelintézet számára. A bankkölcsön kockázatoságának növekedésével párhuzamosan emelkedik a kamat és fedezet igény és csökken a hitelintézet által adható hitelkeret illetve bankkölcsön összeg.

A bankok a hitelezés kockázatának csökkentése érdekében **korlátozó feltételekkel** egészíthetik ki a vállalati hitelszerződéseket. Korlátozhatják például további hitelek felvételét vagy bérleti szerződések kötését, esetleg az osztalékok, vezetői bónuszok kifizetését vagy nagy értékű eszközök megvásárlását.



It's all corporate finance. (Aswath Damodaran)

Bővítse ismereteit az alábbi újságcikk elolvasásával!

[Hogyan mutassuk be vállalkozásunkat banki hitelfelvételnél?](#)

5. Lízingfinanszírozás

A lízing egy olyan finanszírozási forma, amely eszközök hosszú távú (több, mint egy év) használatát és/vagy beszerzését finanszírozza. A lízingügyletben általában három fél szerepel: a lízingbe vevő, a lízingbe adó lízingtársaság és az eszköz eladója. Az eszköz eladója az a társaság, amely a lízingtárgyat, az eszközt eladásra kínálja. A lízingbe adó társaság megveszi a lízingtárgyat az eszköz eladójától, gyártójától. A lízingbe adó társaság az eszközt a lízingbe vevő rendelkezésére bocsátja, a használatért cserébe lízingdíjat számít fel. A lízingnek két alapvető formája ismeretes: az operatív lízing és a pénzügyi lízing.

Operatív lízing esetében a futamidő végén a lízingtárgy a lízingbe adó társaság tulajdonában marad és továbblízingelheti egy másik lízingbe vevő társaságnak vagy akár el is adhatja. Ez esetben az operatív lízing gyakorlatilag egy **bérleti konstrukciónak felel meg**, amikor a lízingbe vevő nem válik az eszköz tulajdonosává, hanem csak a használatért fizet. Ez esetben a lízingdíjak fedezik az eszköz elhasználódásával járó értékcsökkenést és a lízingtárgy megvásárlásakor befektetett összeg adott időszakra elvárt hozamát.

Pénzügyi lízing esetében a lízingszerződés futamidejének végén a lízingbe adó értékesíti egy maradványértéken a lízingtárgyat a lízingbe vevőnek, vagy utóbbi automatikusan megszerzi a tulajdonjogot. Ez esetben a konstrukció közgazdasági értelemben hasonlít egy hosszú távú beruházási hitelre, amikor hosszú távon a lízingbe vevő megszerzi az eszköz tulajdonjogát. A pénzügyi lízing annyiban különbözik a banki hitelalapú részletvásárlástól, hogy a lízing futamideje alatt a lízingtárgy a lízingbe adó tulajdonában marad, míg banki hitel esetében az eszköz azonnal a vevő vállalkozás tulajdonába kerül.

A lízing mint finanszírozási forma tárgyi eszközök hosszú távú használatának vagy beszerzésének a finanszírozására alkalmas. Elsősorban olyan eszközök finanszírozását teszi lehetővé, amelyek könnyen értékesíthetőek, értékük könnyen megállapítható (ingatlan, jármű, számítógép). Emiatt aztán a vállalkozás hitelképességénél némileg fontosabb a lízing fedezetét jelentő eszköz forgalomképessége. A lízinget emiatt **eszközalapú finanszírozásnak** is szokás nevezni. Nehezen értékelhető és értékesíthető eszközök esetében a lízingbe adónak banki kölcsönszerződéshez hasonló alapossággal meg kell vizsgálnia, hogy a lízingbe vevő képes lesz-e a lízingdíjak tartós fizetésére.



It's all corporate finance. (Aswath Damodaran)

Bővítse ismereteit az alábbi újságcikk elolvasásával!

[Felfutóban a hazai géplízingpiac](#)



További érdekes információk a témában

Kik azok az üzleti angyalok?

Valójában az angyal elnevezést eredetileg a századfordulón használták a Broadway produkciói mögött álló gazdag csendestársak megjelölésére, akik hajlandóak voltak a színházi darabok bukásának

kockázatát felvállalva a finanszírozásba beszállni. Sokféle definíció és (általában szinonim módon használt) elnevezés bukkant fel a téma kutatása szempontjából releváns, elmúlt, immár majd félszáz esztendőben. A használt definíciók több közös elemet tartalmaznak változó hangsúlyokkal:

Magánszemélyek saját forrásaik felhasználásával töltenek be finanszírozói szerepkört.

Az üzleti angyalok általában tapasztalt vállalkozók, menedzserek, akik aktív közreműködésükkel szellemi tőkét is fektetnek a vállalkozásba.

Némely definíció megköveteli, hogy ezek a magánszemélyek „vagyonosak” legyenek.

A finanszírozás részesedés átengedés ellenében történő tulajdonosítóke-befektetés formájában történik, azaz a befektető tőkeemeléssel szerez részesedést a vállalkozásban, és egyidejűleg a tulajdonos részesedése csökken. A vállalkozás tehát úgy jut friss tőkéhez, hogy működését nem terheli kamatfizetési és tőketörlesztési kötelezettség, ám ezzel párhuzamosan a vállalkozó cég feletti befolyása gyengül.

A finanszírozás nem pénzügyi közvetítő intézmények bevonásával, hanem közvetlen és személyes formában történik.

Az üzleti angyalok befektetései rendszerint olyan új és növekvő kisvállalkozásokat finanszíroznak, melyek alapítóival a befektetést megelőzően nem volt kapcsolatuk.

A szakirodalom az informális kockázatitőke-befektető és az üzleti angyal elnevezést általában **szinonimaként** használja, különbség legfeljebb a jelentésárnyalatokban fedezhető fel. Az „**üzleti angyal**” (business angel) megfogalmazás egyfelől azt sugallhatja, hogy a befektetők pénzügyi elvárásaik mellett más tényezőket (altruista vagy hedonista szempontokat) is figyelembe vesznek befektetési döntéseik meghozatalakor. Másfelől, a kifejezés használatával utalhatunk arra a jellegzetességre is, hogy a befektető a finanszírozói szereptől elválaszthatatlanul vállalkozásfejlesztő szerepet is felvállal, azaz nemcsak finanszírozási forrást biztosít, hanem vállalkozói, vezetői tapasztalatait, kapcsolatrendszerét is a vállalkozás rendelkezésére bocsátja, és ezzel jelentős mértékben növeli az induló vállalkozások piaci túlélési esélyeit.

Az „**informális befektető**” (informal investor) kifejezés pedig a kockázatitőke-befektetés azon motívumát hangsúlyozza ki, hogy a befektetést közvetlenül és nem a nyilvános, szervezett piacokon (tőzsdéken keresztül), saját (nem pedig közvetített) forrásokból hajtják végre „anonim” piaci szereplők, a statisztika és a kutatók számára gyakran „láthatatlanul”, ezért az üzletkötéskor a bizalom, az emberi kapcsolatok kiemelkedő jelentőséghez jutnak. Szinonim értelmezés helyett sok esetben termékenyebb

lehet az a megközelítés, mely szerint az üzleti angyalok tulajdonképpen az **informális kockázatitőke-befektetők elitjének** tekinthetők, azaz megadható a fogalom egy szűkebb és egy tágabb (megengedőbb) változata egyaránt

Az üzletiangel-finanszírozás jellegzetességeivel részletesebben megismerkedhet az alábbi könyvfejezetben:

Kosztopulosz A. (2008): Az üzleti angyalok szerepe a fiatal növekedésorientált kisvállalkozások finanszírozásában és fejlesztésében. In: Imreh Sz. – Kosztopulosz A.: *Új irányok a kis- és középvállalkozások fejlesztésében*. Polygon, Szeged. pp. 5-157.



ÖNELLENŐRZŐ KÉRDÉSEK:

1. Milyen jogokat testesít meg a részvény?
2. Milyen típusait különböztetjük meg a kockázatitőke-befektetéseknek a befektető személye alapján?
3. Mi az a rating?
4. Milyen (hosszú lejáratú) bankhitel fajtákat különböztethetünk meg a hitelfelvétel célja szerint?
5. Alapvetően miben különbözik a pénzügyi és az operatív lízing?
6. Két vállalatot hasonlítunk össze. Mindkét vállalat 20 millió Ft forrást von be. Az „E.Q.Uity” vállalat részvényt bocsát ki, a „D.Ebt” vállalat kötvényt. Mindkét vállalat 4 millió Ft működési eredmény mellett 8% megtérülést ígér. Hogyan alakul a jelenlegi részvényesek jövedelme, ha a társasági adó kulcsa 20%?

Megoldás:

	<i>E.Q.Uity</i>	<i>D.Ebt</i>
Működési eredmény	4.000.000	4.000.000
Kamatfizetés (kötvény)	0	1.600.000
Adózás előtti eredmény	4.000.000	2.400.000
Adófizetési kötelezettség	800.000	480.000
Adózott eredmény	3.200.000	1.920.000
Osztalék új részvényeseknek	1.600.000	0
A jelenlegi részvényesek jövedelme	1.600.000	1.920.000

SZEGEDI TUDOMÁNYEGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR
KÖZGAZDÁSZ KÉPZÉS
TÁVOKTATÁSI TAGOZAT
LECKESOROZAT
COPYRIGHT © SZTE GTK 2017/2018

A LECKE TARTALMA, ILLETVE ALKOTÓ ELEMEI ELŐZETES,
ÍRÁSBELI ENGEDÉLY MELLETT HASZNÁLHATÓK FEL.

JELLEN TANANYAG
A SZEGEDI TUDOMÁNYEGYETEMEN KÉSZÜLT
AZ EURÓPAI UNIÓ TÁMOGATÁSÁVAL.
PROJEKT AZONOSÍTÓ: EFOP-3.4.3-16-2016-00014

SZÉCHENYI 2020



Európai Unió
Európai Szociális
Alap



BEFEKTETÉS A JÖVŐBE