



IMAP MB Partners

9. ÉVFOLYAM 72. SZÁM

2014
SZEPTEMBER

FORRÁSBEVONÁS KÖTVÉNYEKKEL
FINANSZÍROZÁS ÉS JÖVEDELEMADÓZÁS
ÁTVÉRŐS HITELSZERVEZŐK
JOGOS KÉRDÉSEK: ZÁRTKÖRŰ
KÖTVÉNYKIBOCSÁTÁS
INTERJÚ: IFJ. CHIKÁN ATTILA
FELVÁSÁRLÁSI KÖRKÉP: UTÓSZEZON
NEWTON A BALKÁNON

cégérték

CÉGELADÁS
TŐKEBEVONÁS
FELVÁSÁRLÁS

© cégérték Cégeladási, -értékelési, -felvásárlási és tőkebefektetési magazin vállalkozóknak és cégbe-fektetőknek. | Kiadja az IMAP MB Partners.
Felelős kiadó: IMAP MB Consult Kft. | Postacím: 1051 Budapest, József Attila utca 1. Telefon: 06 1 336 2010 | Email: cegertek@imap.hu

ÉBREDEZŐ VEVŐK

KKV
KÖTVÉNY
HAJNALA



SZÁMOS JEL MUTAT ARRÁ, HOGY AZ ELKÖVETKEZŐ ÉVEKBEN MEGUGRIK MAJD A HAZAI VÁLLALKOZÁSOK KÖTVÉNY KIBOCSÁTÁSI KEDVE. EZ OLYAN LEHETŐSÉG, AMELYET MINDEN AMBICIÓZUSABB MAGYAR KKV TULAJDONOSNAK ÉRDEMES LESZ MEGFONTOLNIA.

KKV KÖTVÉNY HAJNALA

Az egyre nagyobb számú eladó KKV az alacsony kamatokkal és a hazai bankok hitelezési korlátaival kombinálva a lehetséges vevőket a kötvények irányába fogja terelni. E finanszírozási formának rengeteg előnye van, de csak azoknak szabad használnia, akik jól átlátják és kontrollálják pénzügeiket.

A kötvény vonzereje

A kötvénykibocsátáskor a kibocsátó cég, azaz a jövőbeli adós egy ígérvényt bocsát ki, miszerint előre meghatározott időpontokban kamatot és törlesztő részletet fizet. Minden hasonlóság ellenére ez jelentősen különbözik a hitelfelvételtől. A kötvényhez rendszerint nem kell fedezet, nincs korlát az eladósodottság szintjével kapcsolatban és általában véve nincsenek koveránsok, amelyeknek meg kellene felelni. Nincs banki kockázatminősítés, amelyik valamilyen merev, és az üzleti logikától rendszerint távolálló szabályrendszer szerint bírálná el a hitelt. Csak a kötvénykibocsátó üzleti helyzetén és ügyességén múlik, hogy meggyőzi-e a kötvényvásárlókat arról, hogy

adjanak neki pénzt. Magyarul sokkal inkább a vállalkozó kezében van a finanszírozás jövője, mint egy bankhitel esetében.

Az előnyökkel azonban hátrányok is járnak. Egyrészt ma Magyarországon a kötvény drágább, mint a bankhitel. De ennél is fontosabb az, hogy a kötvény esetében nem lehet hibázni. Az esedékes kamatokat napra pontosan kell fizetni. Nincs speciális helyzetre hivatkozás, nincs bizalmi viszony a finanszírozóval és nincs lehetőség semmilyen alkura. Ha nincs fizetés határidőre, akkor bármelyik kötvényes felszámolást kérhet a társaság ellen. Ezért aztán csak olyanoknak szabad kötvénykibocsátásban gondolkodnia, akik nagyon pontosan előre tudják jelezni a cash flow-jukat. Nagyon megbízható és tapasztalt pénzügyesekre és kontrollingosokra van szükség.

Ha azonban ez adott, és az üzlet valóban képes kitermelni a kötvény költségeit, akkor olyan pénzügyi mozgásteret biztosít, amelyről egyébként nem is álmodható a vállalkozó. Mi itt, az MB Partnersnél azt látjuk, hogy megérett a helyzet ennek kiaknázására.

BÁR A KÖTVÉNY LOGIKÁJA NAGYON EGYSZERŰ, A TECHNIKAI LEBONYOLÍTÁS NAGYON SOK BUKTATÓVAL TERHES. A LEHETSÉGES BEFEKTETŐKHÖZ EL KELL JUTNI, ŐKET A MEGFELELŐ INFORMÁCIÓK BEMUTATÁSÁVAL MEG KELL GYŐZNI, A VONATKOZÓ AUDIT ÉS JOGI FELADATOKAT ÖSSZE KELL FOGNI.

A KKV kötvény ideje

Ahogy arról már többször írtunk, az elmúlt évben nagyon megugrott az eladó magyar KKV-k száma. Ráadásul rendszerint nem bajban lévő vállalatokról van szó, hanem stabil piaci helyzetű, jól vezetett társaságokról, ahol a tulajdonos valamilyen személyes ok miatt szeretne eladni. Jó hír, hogy mára sikerült elfelejteniük a 2008 előtti, nyilvánvalóan a pénzügyi buborék által generált sztratoszferikus vállalatértékeléseket, így az árelvárásaik is egyre reálisabbak. A vevők piaca pedig komoly átalakuláson megy át. Az elmúlt 20-25 évet domináló külföldi vevők nagyon visszavonultak. Egyrészt az általános európai válság lecsökkentette a vásárlási kedvüket, másrészt Magyarországot rendkívül kockázatosnak látják. Megjelentek azonban a hazai vevők. Olyan emberek, akik az elmúlt egy-két évtizedben tízmillió vagy akár sok tízmillió eurós vagyonna tettek szert. Mivel a passzív befektetési lehetőségek (állampapírok, magyar és európai részvények) hozama drámaian lecsökkent, a figyelmük egyre inkább a közvetlen befektetési lehetőségek felé fordul. Az érdeklődésük megvan, de a jelenlegi növekedési kilátások mellett a legtöbb magyar vállalkozás csak akkor ígér elég vonzó, azaz a kockázatokat kellően ellensúlyozó tőkehozamot, ha a megvásárlását nem csak saját tőkéből, hanem számottevő részben külső forrásból finanszírozzák. Ráadásul a hazai vevők egyelőre óvatos duhajok. Mivel nagyon kevés tapasztalt vállalatfelvásárló van közöttük, nagyon óvatosak a befektetett, azaz kockáztatott tőke mennyiségét illetően. E probléma feloldásában szintén segít a külső forrás.

Szemben azonban a beruházásokkal, amelyek esetében az eszközfedezet jó bankhitel felvételi lehetőségeket biztosít, a felvásárlásoknál rendszerint a jövőbeli pénzáramot, a cash flow-t kell megvenni. Ebben a hazai bankok közül csak nagyon kevés lesz partner. Ha nincs bankhitel, akkor érdemes elgondolkodni a kötvénykibocsátáson. Természetesen nem csak felvásárlások kapcsán lehet kötvényeket használni, de mi az MB Partnersnél úgy látjuk, hogy az elkövetkező években ez a terület lehet a meghatározó. Ami az esetleges kötvénykibocsátás időzítését illeti, az lehet egyidejű a felvásárlási tranzakcióval vagy követheti azt. Előbbi esetben az eladónak lehetővé kell tennie, hogy a vevő a megvásárlandó cég adataival

házaljon az esetleges kötvényvásárlóknál. Ilyenkor elkerülhetetlen, hogy szélesebb körben ismertté váljon a készülődő tranzakció ténye. Ennek alternatívája, hogy a vevő először megveszi a társaságot, majd a tranzakciót következő hónapokban bocsát ki kötvényt és az abból befolyó összeget veszi vissza magához, míg az adósság a társaságon marad. Ahhoz viszont, hogy ez ne járjon indokolatlan adóköltiséggel, a tranzakció előzetes strukturálása szükséges.

Ki veszi meg a kötvényt?

A kötvénykibocsátások azonban csak akkor működnek, ha van, aki megvásárolja a kötvényeket, azaz aki hajlandó hitelezni a társaságot. Ebben a tekintetben is fordulat van kialakulóban a magyar piacon. Bár a profi vásárlók, a nagy intézmények vásárlóereje drasztikusan lecsökkent a magánnyugdíjpénztári rendszer kivégzése miatt, az elmúlt években nagyon jelentős mennyiségű megtakarítás halmozódott fel a legvagyonosabb húsz ezer magánszemély kezében. Ők a megtakarításaiknak hozamot keresnek, és egyre kevésbé találnak. Itt léphet be a KKV kötvény, amelyik 8-10 százalékos kamattal a jelenlegi piaci viszonyok közt az egyik legjobb befektetés lehet.

Hogyan álljunk neki a kötvénykibocsátásnak?

Bár a kötvény logikája nagyon egyszerű, a technikai lebonyolítás nagyon sok buktatóval terhes. A lehetséges befektetőkhöz el kell jutni, őket a megfelelő információk bemutatásával meg kell győzni, a vonatkozó audit és jogi feladatokat össze kell fogni. Éppen ezért a zártkörű kötvénykibocsátásokat (az itt nem tárgyalt nyílt kibocsátásokról nem is beszélve) szinte kivétel nélkül tanácsadó segítségével hajtják végre. Bármilyen ezzel kapcsolatos kérdés esetében örömmel állunk jelenlegi és jövőbeli ügyfeleink rendelkezésére.



ORBÁN KRISZTIÁN
ÜGYVEZETŐ
IMAP MB PARTNERS
KRISZTIAN.ORBAN@IMAP.HU



FORRÁSBEVONÁS VÁLLALATI KÖTVÉNYEKKEL

A GLOBÁLIS PÉNZBŐSÉG A VÁLLALATI KÖTVÉNYEK KAMATAIT SOHA NEM LÁTOTT MÉLYSÉGBE LÖKTE, ÍGY OLCSÓ FINANSZÍROZÁSI FORRÁST JELENT A VÁLLALATOK SZÁMÁRA

A fejlett országokban a vállalati kötvények piacának alakulását elsősorban a makrogazdasági fejlemények határozták meg az elmúlt években. A 2008-as pénzügyi válságra válaszul a fejlett országok jegybankjai soha nem látott mértékű kamatsökkentésekre és pénznyomtatásba kezdtek. A példa nélküli monetáris élénkítés, hosszú évek óta tartó nulla százalékos kamatszintek, a jegybanki mérlegek megtöbbszöröződése nem hagyta érintetlenül a különböző befektetési eszközök, így a vállalati kötvények piacát sem.

A banki kamatok lecsökkenése a befektetőket arra ösztönözte, hogy akár nagyobb kockázat vállalásával is, de magasabb hozamú befektetési formákat keressenek. A befektetők hozaméhsége pedig ahhoz vezetett, hogy a nagy kereslet miatt a kockázatosabb eszközök hozamai is soha nem látott mélységbe csökkentek. A hozamcsökkenés a kötvénypiacok minden szegmensében megfigyelhető volt, a leglátványosabb hozamcsökkenés az államkötvények piacán ment végbe. A súlyosan eladósodott, depressziós gazdasági környezetben levő dél-európai országok hosszú lejáratú államkötvény hozamai néhány

évvél ezelőtt még a fenntarthatatlannak tűnő, 6-8 százalékos sávban mozogtak. A válság enyhülésével és a kockázatéhes befektetőknek köszönhetően mára azonban történelmi mélységbe süllyedtek a hozamok, a 10 éves spanyol államkötvények például már csak alig több mint 2 százalékot kamatoznak, miközben a német államkötvények piacán előfordul a negatív kamat is, amikor a befektető fizet azért, hogy a pénzét német állampapírban tarthassa. Az egyre olcsóbbá váló finanszírozásra példaként említhetjük a magyar államkötvénypiac alakulását is, ahol hasonlóan drámai hozamcsökkenés ment végbe 2009 óta napjainkig.

Természetesen a magasabb hozamokra vágyó befektetők a nemzetközi vállalati kötvények piacán is megjelentek és az államkötvénypiachoz hasonlóan soha nem látott mélységbe küldték a hagyományosan kockázatos befektetésnek minősülő vállalati kötvények hozamait is. A befektetési fokozatú vállalati kötvények átlagosan 6-7 százalékot fizettek a 2008-as pénzügyi válságot megelőző időszakban, 2014 őszén pedig 2 százalék körül alakulnak a kamatok. A hozamcsökkenés azonban, hasonlóan az állampapírhoz, a vállalatok esetében is nem csak a kevésbé kockázatos,

Általánosságban, a vállalati kötvény is egyfajta finanszírozási forma a kibocsátó szemszögéből; A kötvényt kibocsátó esetében általában a finanszírozási folyamat nem annyira hosszadalmas, mint egy banki hitelnél. A kötvényt megvásároló befektető az elérhető betéti kamatoknál vagy

állampapírhozamoknál többnyire magasabb hozamot generálhat. A likviditás és a másodpiaci forgalom eléggé eltérő a különböző vállalati kötvényeknél, értelemszerűen egy MOL-hoz hasonló nagyságú cég esetében ez is adott, de a kisebb méretű cégeknél ez gondot jelenthet egy újraértékesítési folyamat során.

Amennyiben a kötvényt a tőzsdére is benevezték („nyilvánosan forgalomba kerülő kötvények”), akkor jobbak az esélyek a másodpiaci forgalomra, már csak a publicitás miatt is. Általánosságban a vállalati kötvények a magasabb hozam reményében magasabb kockázattal is társulnak.

befektetésre ajánlott, hanem az alacsony besorolású papírok piacán is számottevő volt. A látványos hozamcsökkenés miatt számos szakértő már buborékot vizionál a vállalati kötvények piacán. Érvelésük szerint nem történt más, minthogy a 2008 előtt kialakult pénzügyi buborékot a jegybanki élénkítés egyszerűen más piacokra terelte (az ingatlanpiacról a kötvénypiacokra), amely előbb-utóbb fenntarthatatlanná válik.

A Deutsche Bank napokban megjelent részletes kötvénypiaci elemzése* óvatosabban fogalmaz. Szerintük láthatóak ugyan kockázatok a vállalati kötvénypiacokon, azonban a jelenlegi helyzet nem példa nélkül való és még hosszabb ideig fennállhatnak a kedvező piaci körülmények. Érdemes figyelembe venni azt is, hogy a vállalati csődráták alacsonyabbak, mint valaha és várhatóan a laza monetáris politikai kondíciók, amik a kötvénypiacok szárnyalását okozzák, tartósan fennmaradhatnak. A kötvények iránti élénk kereslet tehát várhatóan hosszú távon megmarad, annak a veszélye nélkül, hogy a befektetők esetleg más eszközökre cserélnék le kötvényeiket. Az osztalékhozamok és a vállalati kötvények hozamának hosszú távú trendjeit vizsgálva azt láthatjuk, hogy az osztalékhozamok a 2008-as pénzügyi válság óta meghaladják a vállalati kötvények hozamának szintjét. 2008 előtt több mint 50 évig éppen fordítva alakult a helyzet, a vállalati kötvényhozamok haladták meg az osztalékhozamok szintjét. Ez a vállalat szempontjából nem jelent mást, mint hogy sokkal olcsóbban juthat finanszírozáshoz vállalati kötvény kibocsátásával, mint a részvénypiacon.

*Deutsche Bank: Long-Term Asset Return Study: Bonds, September 2014

Hazai piaci környezet

2014-ben Btel Nyrt., Alteo Nyrt., Diákhitel Központ Zrt. és banki vállalati kötvényekkel találkozhattunk a hazai kötvénypiacon, azon belül is a nyilvánosan forgalomba kerülő kötvények tekintetében.

A jelenlegi évi átlagos 1,0–3,5 százalékos betéti kamatokhoz viszonyítva az előbb felsorolt nem-banki cégek hitelpapírjai évi fix 6,50–9,90 százalékos kamatok ajánlanak.

Az idei évi szerényebb vállalati kötvénykibocsátások után, és figyelembe véve az alacsony kamatkörnyezetet, némi óvatos optimizmussal nézhetünk a hazai kötvénypiac jövője elé. Mivel a banki kamatok csökkenésével a befektetők magasabb hozamú befektetési formákat keresnek, így enyhén növekvő érdeklődés prognosztizálható az egyébként nem túl aktív hazai vállalati kötvénypiacon.

Nemcsak a jól ismert nagyobb méretű társaságok esetében várhatóak nyilvános kötvénykibocsátások, hanem piaci visszajelzések alapján elindulhatnak azok a zártkörű kötvénykibocsátások ahol a kisebb méretű és nem annyira ismert, de jó fundamentumokkal, hiteles menedzsmenttel rendelkező cégek számára is elérhető lesz ez a rugalmasabb „formájú” forrásbevonási lehetőség.

Azonban nem szabad figyelmen kívül hagyni azt, hogy a hazai kötvénypiaci árazások nominális értékben jelentősen eltérnek a nemzetközi likvid(ebb) kötvénypiaci áráktól, főleg a piac kis mérete és az alacsony likviditás miatt.



DELIKÁT ZSUZSA
KUTATÁSI VEZETŐ
ORIENS IM
ZSUZSA.DELIKAT@ORIENSIM.COM



ALMÁSI LEVENTE
ÜGYVEZETŐ IGAZGATÓ
IMAP MB PARTNERS
LEVENTE.ALMASI@IMAP.HU



A BDO MAGYARORSZÁG SZEMSZÖGÉBŐL

TÁRSASÁGOK FINANSZÍROZÁSA

A JÖVEDELEMADÓZÁS OLDALÁRÓL NÉZVE

A KLASSZIKUS KÖZGAZDASÁGBAN RÉGI DILEMMA A TÁRSASÁGOK SAJÁT TŐKÉJÉNEK A SZÜKSÉGESSÉGE, AMELY ELSŐDLEGESEN JOGI TERMÉSZETŰ OKOKBÓL (FELELŐSSÉG ÉS KOCKÁZATVÁLLALÁS) KERÜL MEGKÜLÖNBÖZTETÉSRE, DE TARTALMÁBAN A HITELEKHEZ HASONLÓAN EGY SZINTÉN HOZAMELVÁRÁSON ALAPULÓ FORRÁS.

Adójogi szempontból már lényegesen bonyolultabb a helyzet, mert a saját tőke hozama jelentősen hátrányosabb módon kerül adóztatásra, mint a társaság által – akár a tagoktól is – felvett hitelei.

Amíg a társaság által felvett hitelek általánosságban a társaság eredményét és azon keresztül társasági adóalapját csökkentő pénzügyi ráfordítások, addig a tulajdonosok által befektetett tőke után fizetett hozam (osztalék) költségként nem elszámolható tétel, a társaság adózott eredményéből fizetendő osztalékok számviteli szempontból nem befolyásolják a társaság adózás előtti eredményét. Ennek következményeként a

saját tőke formájában biztosított források jövedelemadózási szempontból nem kerülnek figyelembe vételre a társaság szintjén, jöllehet a hitelekhez hasonlóan szintén a társaság működését szolgálják.

Ez a számviteli elszámolási és adóztatási különbség a saját tőke hozama (osztalék) és a tagi hitelek között meghatározó szemponttá válik, amikor a társaság tulajdonosai is a befektetésüket idegen forrásból finanszírozzák. Ilyen esetekben az egyértelmű gazdasági és adójogi cél a befektetők oldaláról a hitelek összegének maximalizálása és a saját tőke értékének minimális (törvényileg még megengedett)

legalacsonyabb értéken történő tartása. Ezt a helyzetet tekintjük alultőkésítésnek, amikor is a társaság hitelállománya lényegesen meghaladja a saját tőke értékét. Ezt az adójogilag túlzott mértékűnek ítélt külső finanszírozási helyzetet (angolul: thin capitalisation) mind hazai, mind nemzetközi szinten jelentős adójogi korlátok közé szorítják.

Alultőkésítés jövedelemadózási következménye

A hatályos magyar Társasági adóról és osztalékadóról szóló törvény (Tao. tv.) külön foglalkozik az alultőkésítés problémakörével. Társasági adó szempontból csak az adóévi átlagos saját tőke értékének háromszorosaig lehet a nem pénzügyi intézménnyel szemben fennálló kötelezettségek adóévben ráfordításként elszámolt kamatát levonni, a saját tőke háromszorosát meghaladó kötelezettségrésze jutó arányos kamatrészt már adóalap növelő tételként kell elszámolni (lásd Tao tv. 8. § 1. bek. j. pont).

Ezzel összhangban a fenti alultőkésítési szabály kiterjed minden nem pénzügyi intézménnyel szemben fennálló alább felsorolt kötelezettségre:

- kapott kölcsönökre (pl. tagi hitelek)
- zárt körben forgalomba hozott hitelviszonyt megtestesítő értékpapír miatt fennálló tartozásra (un. zártkörű kötvények)
- váltótartozásra (kivéve szállítói tartozás kiegyenlítése miatt fennálló váltótartozást)
- minden más – fentiek közé nem besorolható – kötelezettségre, amelyre az adózó az eredménye terhére kamatokat fizet.

A fenti hatályos alultőkésítési szabály alól kizárólag a pénzügyi intézménnyel szemben fennálló, nyilvánosan forgalomba hozott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból valamint az áruszállításból vagy szolgáltatásnyújtásból származó kötelezettségek jelentenek kivételt, azaz ezek után felmerülő kamatok adójogi szempontból is korlátozás nélkül elszámolhatóak (kivéve kapcsolt vállalkozások között alkalmazandó un. transzfer árat meghaladó kamatszint mértékek). A kamatok adójogi elszámolását tovább bonyolítja, hogy az alultőkésítési szabály alkalmazása során mind a saját tőke értékének meghatározásakor, mind pedig a nem levonható kamatozású hitelállomány értékének meghatározása során éves átlagos értéket kell figyelembe venni.

Amikor a kamatok nem válnak közvetlenül ráfordítássá

Beruházások során meghatározó számviteli szabály, hogy azok üzembe helyezéséig felmerült kamatok közvetlenül a beszerzésre kerülő eszköz értékét növelik, azaz nem kerülhetnek a társaság eredményének terhére ráfordításként elszámolásra. Ezekben az esetekben a felmerült kamatok az adott eszközök üzembe helyezését követően (un. aktiválás) értékcsökkenés formájában fogják a társaság eredményét csökkenteni. Fontos kiemelni, hogy az alultőkésítési szabály szerint nem levonható kamatok ilyen esetekben is növelik a társaság adóévi Tao alapját.

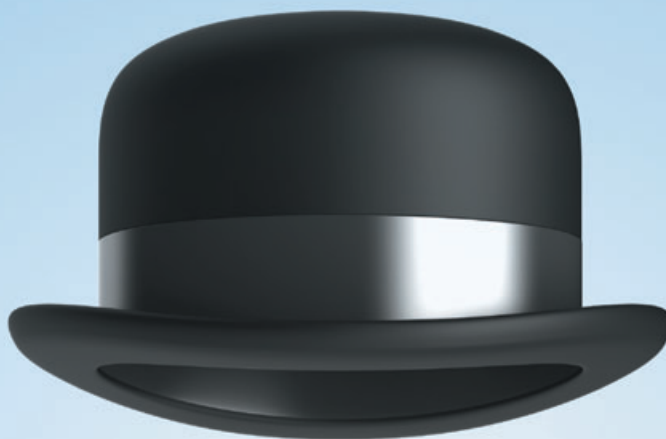
Hibrid finanszírozási modellek adójogi elszámolhatósága

A gyakorlatban több olyan finanszírozási modell ismert, amely elsődlegesen hitelként működik, de a kamatozásuk döntően az eredményességtől függ vagy az adott forrás későbbiek során tőkévé konvertálható (pl. átváltoztatható kötvény). Ezek száma és fajtája rendkívül változatos lehet, de adójogi szempontból mégis besorolás alá kell kerülniük a korábban bemutatott alultőkésítési szabályok szerint. Ennek érdekében javasolt az ilyen típusú modellek mélyebb megismerése, hogy későbbi adójogi besorolásuk egyértelmű és megfelelően alátámasztható legyen.

Végül a fentiek ismeretében szeretnénk felhívni a figyelmet arra, hogy társaságok jövedelemadózása során kiemelt adótanácsadói feladat a finanszírozásuk során felmerülő kamatterhek és a hitelezőnél felmerülő kamatjövödelmek hazai vagy nemzetközi adójogszabályok alapján történő tervezése és modellezése. Ez a feladat gyakran nemzetközi háttérrel és tapasztalatokat igényel, de elmaradása jelentős hátrányokat és visszavonhatatlan többletköltségeket eredményezhet.



GERENDY ZOLTÁN
ÜGYVEZETŐ,
VEZETŐ PARTNER,
ADÓTANÁCSADÓ PARTNER
BDO MAGYARORSZÁG
WWW.BDO.HU



ÁTVERŐS (ALTERNATÍV) HITELSZERVEZŐK

SVÁJCBÓL, NAGY-BRITANNIÁBÓL VAGY AZ ARAB ORSZÁGOKBÓL

„SZÉLESKÖRŰ IPARÁGI LEFEDÉSSSEL NÖVEKEDÉSI, VÁLLALATI KIVÁSÁRLÁSI VAGY PROJEKTFINANSZÍROZÁSI HITELT AJÁNLUNK, 3-5 SZÁZALÉKOS ÉVI HITELKAMATRA, GYORS ELBÍRÁLÁS MELLETT. KÉREM, KERESSEN, HA FINANSZÍROZANDÓ PROJEKTJE VAGY CÉGE VAN – SEGÍTÜNK!” – OLVASHATÓ A RÖVID, LÉNYEGRE TÖRŐ ÉS KÉTSÉGTELENÜL KECSEGTETŐ AJÁNLAT, GYAKRAN KIFOGÁSTALAN ANGOL NYELVEN TÁLALVA.

Svájcból, Olaszországból, Angliából, esetleg az arab területekről származó, magukat pénzügyi közvetítőnek vagy hitel-oldali befektetőnek bemutató, bemutatkozó fényképük alapján komoly, nyakkendőös úriemberek jelentkeznek. Vajon igazak lehetnek-e ezek az ajánlatok? Érdeemes-e megpróbálkozni velük? Cikkünk azoknak szól, akik régóta keresnek finanszírozást, nehézségük van vele – és esélyes, hogy ilyen ajánlat

célcsoportjaivá váljanak. Azaz szólunk minden vállalkozónak – hiszen ők, az üzleti kockázatoknak való kitétségük folytán, az előző kategóriák egyikébe valamikor mindenképpen belekerülhetnek. Cikkünkben megvizsgáljuk az átverés folyamatát, az árulkodó jeleket – és azt, hogy milyen valós alternatív finanszírozási formák léteznek, amik finanszírozás igazi sikerével kecsegtetnek.

Mi az átverés folyamata?

Kapcsolatfelvétel. Telefonos beszélgetés, ami során gyakran azonnal kiderül: elviekben a hitelkérelem azonnal pozitív elbírálást kap. Már csak a papírmunkát kell elintézni. És ekkor kibújik a szög a zsákból: vagy a közvetítésért, vagy a hitelebírlás folyamatárért, vagy valami más címen csak 8 ezer – 10 ezer – 15 ezer dollárt vagy eurót kell fizetni (mi ez a több millió eurós hitelkérelemhez képest), és már sínen is van a dolog. Utána a várakozás. A hitegetés. A fenyegetés. És annak beismerése, hogy az áldozat lóvá lett téve – és jobb esetben „csak” néhány ezer eurót és egy nagy adag időt veszített.

Mik az árulkodó jelek?

Vannak könnyen lebuktatható, de vannak azonban nagyon jól megszervezett átverések. Triviális a csalafintaság, ha magát komoly hitel- és befektetés közvetítőnek kiadó úriember gmail-es email címről levelezik és nyelvi, valamint procedúrális hibákat ejt már a bemutatkozásakor. Kicsit nehezebben azonosítható, de azért némi utánajárással lebuktatható a csalás, ha valaki egy létező komoly cég álhivatalnokának adja ki magát és úgy próbálja átverni a gyanútlan hitelkeresőt. Találkoztunk egy esettel, amikor Linked-In-en, hivatalos lopott fotóval vadászott valaki áldozatok után, egy elismert arab bank vezetőjének kiállítva magát. Azonban ha az ember az arab bank honlapjára ment, kiderült, hogy már régi a történet – maga a bank hirdette, hogy a nevében álzvezetők és ál-üzletkötők próbálnak gyanútlan cégtulajdonosokat hitelkihelyezés látszatát keltve átverni. A legjobban kidolgozott átveréssel akkor találkoztunk, amikor egy londoni csapat (web-site-juk még mindig él, bár az általuk átverték külön web-site-ot üzemeltetnek) esettanulmányokkal, referenciákkal, komoly támogatókkal felszerelve igyekezte ügyfeleit átverni. Itt a lebukást sok apró jel jelentette: a külföldi megbeszélés során nem a cég irodájában, hanem egy szállodában akartak a „befektetési közvetítők” találkozni; a szállodába nem foglaltak termet a tanácskozássra, hanem a szálló recepcióján ücsörögve tárgyaltak. A referenciák nem mondtak semmi konkrétat, nagyon az általánosságban beszéltek és nem lehetett semmit visszaellenőrizni. Itt a potenciális ügyfél nagyon kis anyagi, de annál komolyabb időzítésbeli veszteséget szenvedett. Végül találkoztunk olyan esettel, amikor a félrevezetés „csak” annyiból állt, hogy az eredetileg hivatkozott, a hitelnyújtást végrehajtó befektetési alap nem létezett – a „bankár” a vélhetően

létező privát ügyfeleit akarta egyesével az adott projekt finanszírozására rávenni, ami mind időben végletesen elhúzódott, mind pedig végül sikerességében sem váltotta be a hozzá fűzött reményeket.

Praxisunkban tehát négyféle átverési esettel és komolysággal találkoztunk – két közös ismérvel. Valahogy mindig bekerült a svájci vonal (talán az átverést szervezők azt gondolják, vélhetően joggal, hogy Svájc megbízhatósága és kicsit misztikus volta megerősíti a potenciális jelentkezőket abban, hogy a lehetőség legális), valamint sosem lett az esetlegesen elindított finanszírozásból semmi.

Mik tehát az alternatív finanszírozási formák, ha ezek nem azok?

Azt kell mondanunk, hogy ezen a téren nincsenek nagy újdonságok. Az ismert tőkeoldali finanszírozási formákon és a hiteleken túl – ide értve a banki finanszírozást, illetve a banki közvetítéssel elérhető finanszírozásokat, közöttük a magazinunkban szereplő kötvénykibocsátásokat és az azokhoz hasonló formákat – hazánkban és régióinkban a „család és barátok” típusú alternatív finanszírozás ismert szinte kizárólag. Nemzetközileg ismertek a tömegfinanszírozás (crowd financing) egyes formái (on-line, de akár személyes alapon is), de azok egyelőre hazánkban nem alakultak ki. Hazánkban szintén gyerekcipőben jár a zártkörű kihelyezés (private placement), amikor nagyobb számú, egymástól független befektetőhöz kerülnek befektetési csomagok kihelyezésre, akár tőkérőlről, akár hitel-instrumentumokról van szó.

Mi tehát a tanulság?

Végeredményként megállapíthatjuk: a mohóság nem jó tanácsadó – még finanszírozás-szervezés esetén sem. A bankokkal és „hivatalos” finanszírozó intézetekkel, főleg manapság, nem könnyű. Ugyanakkor még így is kevesebb meglepetés érheti a finanszírozást keresőt, mint egy olyan folyamat, aminek a végén kiderül: lóvá tették. És még némi pénztől is megszabadították.



SZENDRŐI GÁBOR
PARTNER
IMAP MB PARTNERS
GABOR.SZENDROI@IMAP.HU

LENDVAI ANDRÁS

TAGI KÖLCSÖN KIVÁLTÁSA ZÁRTKÖTŰ KÖTVÉNYKIBOCSÁTÁSSAL

A MAGYARORSZÁGI VÁLLALKOZÁSOK TAGOK ÁLTALI FINANSZÍROZÁSUKAT JELLEMZŐEN TAGI KÖLCSÖNÖK ÚTJÁN BIZTOSÍTOTTÁK. A TAGI KÖLCSÖN UGYANAKKOR SZÁMOS PROBLÉMÁT HORDOZ, PÉLDÁUL GYAKRAN MERÜL FEL ALULTÖKÉSÍTÉSÉVEL, A TAGI KÖLCSÖN KAMATÁNAK MEGHATÁROZÁSÁVAL KAPCSOLATOS PROBLÉMA, A TAGI KÖLCSÖN FORRÁSA, ÁRAZÁSA, VAGY TÖKÉSÍTSE GYAKRAN KERÜL AZ ADÓHATÓSÁG VIZSGÁLATÁNAK KÖZÉPPONTJÁBA.

IDŐ- ÉS KÖLTSÉGIGÉNYÉT TEKINTVE IS ÖSSZEMÉRHETŐ A TAGI KÖLCSÖNNEL, ÉS ÍGY VALÓDI ALTERNATÍVÁT JELENT A VÁLLALATFINANSZÍROZÁSBAN

E problémák miatt az utóbbi években a zártkörű – a tagok vagy más a társasághoz szorosan köthető személyek körében történő – kötvénykibocsátás egyre többször a tagi kölcsön kiváltására alkalmas jogintézményként jelenik meg.

A kötvény jellegzetességei

A kötvény olyan névre szóló értékpapír, amely hitelviszonyt testesít meg a kibocsátó és a kötvény tulajdonosa között. A kötvény alapján a kibocsátó arra vállal kötelezettséget, hogy az abban megjelölt pénzüsszeget, annak kamatát vagy más járulékait, illetve egyéb szolgáltatásokat a kötvényben megjelölt időben és módon megfizeti. A kötvény futamidejét, kamatozásának módját a kibocsátó rugalmasan határozhatja meg, nem kizárt a feltételek változtathatósága sem. Szintén a kibocsátó határozza meg a kötvények névértékét, darabszámát, címletei és előállítási módját.

Bár a kötvény jellemzően kamatozó értékpapír, nem kizárt, hogy a kibocsátó kamatkikötés helyett más szolgáltatásra, akár osztalék jellegű kifizetésre vállal kötelezettséget. A kötvény átruházható értékpapír, amely forgalomképessé teszi a kibocsátó társasággal szembeni követelést. Az új polgári törvénykönyv, részvénytársaságok esetében kifejezetten meghatároz három speciális jogosítványt biztosító kötvénytípust: a jegyzési jogot biztosító, az átváltoztatható és az átváltozó kötvényt. E speciális kötvénytípusok a hitelviszony tőkésítését is lehetővé teszik.

Speciális társasági jogi kötvénytípusok

A korábbi társasági törvényhez hasonlóan az új polgári törvénykönyv is megtartja a jegyzési jogot biztosító kötvényt és az átváltoztatható kötvényt a részvénytársaságok esetében.

A jegyzési jogot biztosító kötvény alapján a kötvény tulajdonosának jegyzési elsőbbsége van a kibocsátó társaság alaptőke-emelése során kibocsátott részvényeinek átvételére és jegyzésére. Az átváltoztatható kötvény kibocsátása esetén a kötvény tulajdonosa, hitelezői jogain túl, szintén jegyzési jogot kap, de ezen felül jogosultságot szerez arra, hogy

kötvényét az igazgatóságához benyújtva részvényre konvertálja az alapszabályban meghatározott feltételekkel, a közgyűlés feltételes alaptőke-emelése alapján.

Az új polgári törvénykönyv bevezeti továbbá az átváltozó kötvényt, amely – az átváltoztatható kötvénnyel szemben – előre meghatározott objektív okok alapján alakul át részvénné. Az objektív okok miatt az átváltozó kötvény esetében elsőbbségi jog biztosítása nem szükséges.

A kötvénykibocsátás lépései

A zártkörű kötvénykibocsátás transzparens és szabályozott folyamat. A tőkepiaci törvény – többek között – megengedi kötvény zártkörű kibocsátását minősített befektetőnek nem minősülő, tagállamonként százötvennél kevesebb személy részére.

A kibocsátáshoz kötelező befektetési szolgáltatót igénybe venni. A kibocsátó társaság meghatározza a kötvény és a kibocsátás struktúráját és információs memorandumot készít, ami minden befektető részére feltárja ugyanazokat a lényeges, a kibocsátó társaság piaci, gazdasági, pénzügyi, jogi helyzetére és várható alakulására vonatkozó információkat, illetve a kötvényhez kapcsolódó jogokat. Az információs memorandum elkészítését követően a kibocsátó a központi értéktárnál, a KELER-nél igényel ISIN kódot.

Ezt követően indul meg a kötvény jegyzési folyamata, amelyben sor kerül a kötvény keletkeztetésére és a kötvény ellenértékének a kibocsátó számláján történő jóváírására. Ezt követően a kötvénykibocsátás lezárását be kell jelenteni a Magyar Nemzeti Bankhoz. A fenti folyamat – kisebb kibocsátások esetén – akár heteken belül is lezárható, így idő- és költségigényét tekintve is összemérhető a tagi kölcsönnel, és így valódi alternatívát jelent a vállalatfinanszírozásban.



LENDVAI ANDRÁS
PARTNER
LENDVAI ÉS TÁRSAI
ÜGYVÉDI TÁRSULÁS
ANDRAS.LENDVAI@
LENDVAIPARTNERS.COM

INTERJÚ **IFJ. CHIKÁN ATTILÁVAL,**
AZ **ALTEO** VEZÉRIGAZGATÓJÁVAL

A SIKER KULCSA

A JELENLEGI ALACSONY HOZAMKÖRNYEZETBEN A BEFEKTETŐK EGYRE INKÁBB KUTATNAK AZ ALTERNATÍV BEFEKTETÉSI LEHETŐSÉGEK UTÁN, ELVÁRÁSAIKRA VÁLASZT PEDIG A VÁLLALATI KÖTVÉNYEK ADHATNAK. EGY KÖTVÉNYKIBOCSÁTÁS UGYANAKKOR „KAPÓRA” JÖHET AZ ALTERNATÍV FINANSZÍROZÁSI FORMÁKAT KERESŐ VÁLLALATOK SZÁMÁRA IS. HOGYAN LEHET EZ SIKERES, ÉS MIKOR ÉRDEMES A KÖTVÉNYEKET VÁLASZTANI? ERRŐL KÉRDEZTÜK IFJ. CHIKÁN ATTILÁT, AZ ALTEO VEZÉRIGAZGATÓJÁT.

Az ALTEO Energiaszolgáltató Nyrt. a magyar megújuló-energetikai szektor egyik vezető, komplex energetikai szolgáltatásokat nyújtó vállalkozása. Üzleti tevékenysége kiterjed a megújuló erőforrásokon alapuló energiatermelésre, az energiakereskedelemre, valamint az energiagazdálkodási szolgáltatások területére. Az ALTEO Csoport erőművi portfóliója ma már 11 egységből áll, amelyek közül nyolc megújuló erőforrásokra épül. A vállalatcsoport termelőegységekkel színergikusan működő villamosenergia-kereskedelmi üzletága ma már a piac felső harmadában található. Az ALTEO árbevétele 2013-ban 6,2 milliárd forint volt, míg EBITDA-szintű eredménye 816 millió forintot ért el.

Az alapításkor hogyan gondolkodtak a növekedés finanszírozásáról?

Az ALTEO 2008-as alapításától elsődleges célunk volt a nyilvános részvénykibocsátás és az ezzel kapcsolatos tőzsdei bevezetés (IPO: Initial Public Offering), azaz a részvények elsődleges tőzsdei forgalomba hozatala. Akkori összehasonlító csoportos vizsgálataink és megérzéseink is azonos irányba mutattak: a megújuló-

energetika területén kiépíteni tervezett diverz portfólió értékeltsége likvid, kereskedett papírokkal rendelkező portfólióként jelentősen magasabb, igen vonzó felárat jelent. A Wallis, mint többségi tulajdonos biztos háttérével alakultunk és indultunk, de a vízió továbbra is a tőkepiaci jelenlétünk erősítése maradt. Hatalmas előny számunkra, hogy indulásunk óta van egy türelmes és megbízható tulajdonosunk, aki stabilitásával az ALTEO iránt is bizalmat keltett számos befektetőnkben.

Forrásbevonás szempontjából mind a projekthiteleknek, mind a kötvényeknek és a részvénykibocsátásnak is megvan a maga helye, ideje és szerepe az ALTEO diverzifikációra törekvő finanszírozási stratégiájában. Jelenleg a kötvényprogramnál tartunk. Ennek egyik oka, hogy a korábbi években szinte lehetetlen volt értelmezhető feltételek mellett projekthitelhez jutni. És mivel mi mindig a legjobb finanszírozási feltételekre törekszünk, hiszen nincs növekedési kényszer, kerestük, és meg is találtuk az alternatív forrást, a javuló környezetben egyre kedvezőbb feltételeket biztosító kötvénykibocsátás képében, így biztosítva a folyamatos bővülést.

Ugyanakkor úgy gondolom, hogy ha tartósnak bizonyul a jelenleg érzékelhető kedvező tőkepiaci környezet, akkor a nem túl távoli jövőben akár egy IPO is következhet.

Elég turbulens időszak volt már az alapítástól. Hogyan hatott az ALTEO-ra?

Valóban, két évvel az alapítást követően módosítani kellett az alapstratégiánkat. Míg korábban a zöldmezős beruházásoknak és az akvizícióknak hasonló hangsúlyt szántunk, 2010 után elmozdultunk az akvizíciók irányába. Ezzel párhuzamosan szükségessé vált a tőkeszerkezetünk átalakítása is. Az ennek jegyében megvalósított tőzsdéi jelenlét számos mérhető előnnyel bír azóta is:

- az IFRS szerinti jelentéseinknek köszönhetően, amelyek a befektetői visszajelzések szerint a hazai piacon a legjobbak közé tartoznak, az ALTEO pénzügyi eredményeinek transzparenciája emelkedett, az IFRS révén az ALTEO pénzügyi eredményei benchmarkolhatóvá válnak akár a hasonló tevékenységű nemzetközi cégek által publikált eredményekkel is;
- forrásbevonási lehetőségeink diverzifikációja sokkal könnyebb, ezt sikeres kötvényprogramjaink igazolják, valamint
- a gyengébb tőkepiaci környezet ellenére is rangot jelent és európai elismertséget teremt tőzsdén jegyzett vállalatnak lenni.

E pozitív hozadékok fényében az adminisztrációs és kommunikációs többletfeladatok nem jelentenek valódi hátrányokat. Mindez belső tartást és külső, jól kommunikálható megjelenést egyszerre biztosít. Tőzsdéi jelenlétünk akár aktív tőkebevonás nélkül is jó döntés lett volna.

Az első éveket követően, 2010-2011-ben már látszott, hogy IPO-törekvéseinket nem támogatják sem a makrokörnyezet, sem a magyar tőzsde akkori likviditási viszonyai. Úgy látjuk, hogy még ma is várnunk érdemes ezzel a lépéssel, elsősorban azért, hogy szélesebb közönség felé nyithassunk, és valóban likvid papírjaink legyenek, vonzóbb értékelésen. 2012-ben az alapító Wallis és a menedzsment fejlesztési tervei mellé álltak további befektetők is, egy zárt körű tőkeemelés keretében. Az ő döntésüket elsősorban, és ez később be is bizonyosodott, az ALTEO várhatóan komoly értéknövekedési potenciálja alapozta meg.

Mi a jellemző az egyes időszakokban az ALTEO finanszírozási választásaira?

Következetes iterációs-finanszírozású növekedési politikát folytatunk: a kötvény-kibocsátással megvalósított finanszírozási lépéseket mindig tőkeági

finanszírozás-bevonás követi, és vice versa. Döntéseink során egyaránt figyeljük az általunk megszabott eladósodottsági plafont a Kamatfizetés / EBITDA és Kötvényállomány / Mérlegfőösszeg mutatók alapján együttesen, illetve természetesen az egyes beruházások és akvizíciók tervezett várható megtérülési mutatóit is folyamatosan szem előtt tartjuk.

A 2008 után kialakult finanszírozási környezetben, mint mindenki, mi is klasszikus projektfinanszírozási alapon működünk. Ez ma is működésünk alapja, e felett azonban egyre inkább megjelent az egyéb finanszírozás szükségessége is. Ahogy lehetőségeink engedték, az ALTEO, mint társaság finanszírozását preferáltuk, a projekteket pedig aztán az ALTEO valósította meg és finanszírozta. Ez alól két típusú projekt lehet jellemző kivétel:

- ha kész projektet akvizáltunk, vagy céget vásároltunk, illetve
- ha az adott projekt önmagában jelentős méretet képviselt.

Abszolút sikerünk például, hogy 2009-ben – az akkori környezetben egyedülként – sikerült projektfinanszírozást szereznünk a győri és soproni hőerőművek átvételére.

A vállalati kötvény piacon az elmúlt években nagy visszhangot keltő bukások hogyan érintik az ALTEO-t?

Egyes kötvénypiaci szereplők komolyabb megingásai alapvetően a mi finanszírozási lehetőségeinket is szűkítik a vállalati kötvények piaca iránti általános bizalom megingásával. Emiatt a mi érdekünk is, hogy a piac tele legyen sikersztorikkal. Már csak azért is, mert tapasztalataink és a befektetők visszajelzései alapján a többi vállalati kötvénypiaci szereplővel nem versenyzünk a forrásokért.

Egyéni, vállalati értékelésünkre ugyanakkor ezek nincsenek jelentős hatással, ugyanis:

- a biztos háttérrel adó, komoly tulajdonosi körünk,
 - következetesen konzervatív finanszírozási és befektetési döntéseink, és
 - eredményfókuszú kommunikációnk (nem terveket, hanem eredményeket közlünk)
- olyan erős fundamentumokat és sokaktól eltérő, önálló sztorit jelentenek, amelyek még ellenszélben sem inognak meg.

Örömmel konstatáltuk például, hogy a 2014 júniusi nyilvános kötvényprogramot kétszeres túljegyzés jellemezte, és a kibocsátás mennyiségét mindössze az ésszerűen elkölthető tervezett beruházási összegeink és önkéntes adósságplafonunk korlátozták.

SOK VÁLLALKOZÁST A SZÜKSÉGES TRANSPARENCIA TART VISSZA A KÖTVÉNYPIACTÓL, ÉRDEMES EZÉRT EZT MINDEN CÉGTULAJDONOSNAK MAGÁNAK ÉRTÉKELNIE ÉS DÖNTÉSRE JUTNIA, HOGY FEL TUDJA-E VÁLLALNI DÖNTÉSEI ÉS AZOK KÖVETKEZMÉNYEI, VALAMINT CÉGE PARAMÉTEREINEK FOLYTONOS NYILVÁNOSSÁGÁT?



Az ALTEO Csoport a 2011-es sikeres kötvénykibocsátás után idén újabb 3,1 mrd Ft-nyi forrást tudott bevonni, amelyből másfél milliárd forintnyi kötvény – kétszeres túljegyzés mellett – nyilvános aukción kelt el. Mik a jellemző kötvénycélok?

Bár foglalkozunk zöldmezős beruházásokkal is, eddigi növekedésünk jellemzően akvizíció alapú volt, és most is jellemzően ilyen projektek vannak szemünk előtt. A bázis, amelyből szemezgethetünk, azonban a piacon fellelhető, befektetésre érdemes projektek számának természetes csökkenésével szűkül, eközben ugyanakkor a zöldmezős beruházási lehetőségek fokozatos bővülésére számítunk, ezért várható majd fokozatos elmozdulás a jövőben.

2014-ben a befektetők egyre aktívabbak az éledező tőkepiacokon, az ALTEO pedig egy jó befektetői és céges sztori. A 2014-es négylépcsős kötvényprogramunk révén bevont 3,1 milliárd forint akvizíciókra szánt részét 12 hónapon belül tervezzük elkölteni – ezek hatása reményeink szerint 2015 első félévében már látható lesz. A jelenlegi piaci viszonyokat tekintve, az eddig is eredményes gyakorlatunk folytatása kézenfekvőnek tűnik. Elsősorban a kisebb megújuló-erőművek és nem megújuló-, de adott ügyféligényeket közvetlenül kiszolgáló kiserőművek akvizíciójára gondolok. Ez utóbbi kategória kapcsán a partnereink által is megtapasztalt előnyünk, hogy amely iparvállalat mellé energetikai szolgáltatóként eddig bekerültünk, ott a kapcsolat hosszú távú fenntartása és az ügyfél maradéktalan kiszolgálása érdekében aktívan be is ruháztunk.

Ma már csak alig néhány energetikai szektor – a nap-, víz- és biogáz erőművek piaca – maradt, ahol még nem vagyunk jelen.

Mikor lehet IPO, reális ez most egyáltalán?

A kiemelkedően sikeres kötvényprogramunkkal már egy óriási lépést tettünk az IPO felé. Ennek lezárásával, illetve a bevont kötvény pénzek túlnyomó részének

sikeres befektetésekre történő felhasználásával, figyelve a befektetői hangulatot és az energiapiaci folyamatokat, alkalmas pillanatban ismét a tőkeiaci irányába fogunk lépni, hiszen mára az ALTEO mérete, erős fundamentumai, decentralizált befektetési stratégiája és bizonyított szakmai kompetenciája is ebbe az irányban mutat. Továbbá az új befektetések révén reményeink szerint elérik részvényeink azt az értékeltségi szintet, ami mellett már tényleg megéri az IPO-t megvalósítani.

Mindehhez kell egy támogatóbb környezet, és nem ártana, ha a közeljövőben a tőzsde is bevezetési sikersztoriktól lenne hangos.

Milyen előfeltételek teljesülése esetén érdemes kötvényfinanszírozásban gondolkodni?

Az ALTEO példájában gondolkodva, a sikereinkhez:

- Kellett masszív szaktudás a növekedés előkészítésébe való befektetéshez, kiemelkedő koponyákból kell középtávon csapatot építeni, és nem szabad félni ennek akár jelentős költségigényétől sem.
- Kellett hozzá az akvizíciós-tranzakciós tapasztalati háttérrel, illetve háttérünk is, ezek és a kiterjedt energetikai tapasztalatok nélkül a válság tomló-lásakor nem tudtunk volna egyről a kettőre lépni.
- A fenti kettő mellett nem engedhettük meg a hibázást. A „Learning-by-doing” szóba sem jöhetett, magabiztos és sikeres lépések sorozata kellett ahhoz, hogy az iparág meghatározó szereplőjéhez mérve is sikerebbek tudjunk lenni.
- Nem elég mindebben hinni, hitelesen és meggyőzően el is kell fogadtatni a döntéseket és víziókat a célközönségünkkel.
- Sok vállalkozást a szükséges transzparencia tart vissza a kötvénypiactól, érdemes ezért ezt minden cégtulajdonosnak magának értékelnie és döntésre jutnia – fel tudja-e vállalni döntései és azok következményei, valamint cége paramétereinek folytonos nyilvánosságát?



PAPP LÁSZLÓ
IGAZGATÓ
IMAP MB PARTNERS
LASZLO.PAPP@IMAP.HU



RUDNER RICHÁRD
TANÁCSADÓ
IMAP MB PARTNERS
RICHARD.RUDNER@IMAP.HU

FELVÁSÁRLÁSI KÖRKÉP

2014. AUGUSZTUS

ŰTŐSZEZON

A NYÁR MÁSODIK FELÉBEN A BEFEKTETÉSI PIAC JÁTÉKOSAI A NYÁRI SZABADSÁGUKAT TÖLTHETTÉK, MIVEL JÓVAL KEVESEBB TRANZAKCIÓ ZÁRULT LE, MINT AZ EZT MEGELŐZŐ IDŐSZAKOKBAN. ENNEK ELSŐDLEGES OKA VALÓSZÍNŰLEG TÉNYLEG NYÁRI SZABADSÁGOLÁS, DE A HÁTTÉRBE ÁLLHAT MÉG, HOGY A BEFEKTETŐK MEGVÁRTÁK A SZERZŐDÉSEK ALÁÍRÁSÁVAL A LEHETSÉGES CÉLPONTOK ELSŐ FÉLÉVES SZÁMAIT IS.

Megfigyelhető még, hogy jóval kisebb értékű ügyletek zárultak, mint korábban, illetve hogy a hazai befektetők jóval dominánsabbak voltak. A Zephyr tranzakciós adatbázisban közölt M&A tranzakciók közül, mindössze 22 százalék zárult le más országból jövő befektetővel, amely jóval elmaradt a korábbi időszakok 30–35 százalékos arányától. Következőekben az öt legjelentősebb hazai és a húsz legizgalmasabbnak tartott régiós tranzakciót mutatjuk be részletesebben. Kíváncsian várjuk, hogy mit hoz a szeptemberi „iskolakezds”, melyről részletesen következő számunkban olvashatnak.

Magyarország

Az előző hónapok trendjével ellentétben az állam nem vállalt domináns szerepet a hazai felvásárlási piacon. Jellemzően középpiaci ügyletek zárultak le az informatika, a pénzügyi szolgáltatások, valamint a kereskedelem területén.

A Synergon Informatika Nyrt. – Magyarország egyik vezető, regionális szinten tevékenykedő informatikai megoldásokat szállító vállalatának Igazgatótanácsa augusztus legvégén jóváhagyta a közvetlen tulajdonában lévő Synergon Infocend Kft. teljes üzlet részének értékesítését a **Hospitaly Kft.** részére. A tranzakció részeként a Hospitaly Kft. a Synergon Infocend Kft. 100 százalékát kitevő üzlet részének megvásárlásával megszerezte a társaság, illetve jogelődje által fejlesztett kórház informatikai megoldásokat kínáló Infocend szoftver Magyarország területére szóló kizárólagos vagyoni felhasználási jogait. A szoftver nemzetközi felhasználásra vonatkozó kizárólagos jogaival a továbbiakban is a Synergon Informatika Nyrt. rendelkezik. „A 2014-es év végén meghatározott stratégiánk szerint a Synergon Csoport portfólió tisztításának következő lépéseként hajtottuk végre a 100 százalékos tulajdonú leányvállalatunk értékesítését.” – mondta a tranzakciós dokumentumok aláírását követően Dobos Attila Synergon vezérigazgató, az igazgatótanács elnöke.

Augusztus 26-án jelentették be, hogy pont került a Kreditor Záloghitel és Faktoring Zrt. eladásának végére. A befektető Magyarország 8. legvagyonosabb emberének, Leisztinger Tamásnak az érdekeltségébe tartozó Forrás Nyrt. volt. A Forrás Nyrt a hazai befektetési piac egyik legaktívabb szereplője, amely számos érdekeltséggel rendelkezik az idegenforgalom, a mezőgazdaság és ipari gyártás területén. Többek között a társaság érdekeltségébe tartoznak a Hunguest Hotels és Arago szállodaláncok, illetve több növénytermesztéssel és állattenyésztéssel foglalkozó társaság is.

A müncheni **AURELIUS** konzern érdekeltségébe tartozó **ISOCHEM S.A.S** augusztus elsején jelentette be, hogy értékesítette magyarországi leányvállalatát, a kazincbarcikai **Framochem Kft**-t, annak németországi értékesítő partnerével, az ISOICHEM Deutschland GmbH-val együtt az Egyesült Államokbeli **VanDeMark Chemical Inc**-nek. Az ISOICHEM fő tevékenységi körébe nem tartozó Framochem 2013-ban 27,1 millió euró értékesítési árbevétel mellett 5,9 millió euró üzleti eredményt ért el. A Framochem egyike a világ legnagyobb független foszgén-alapú finomvegyszeti termékgyártó vállalatainak. Termékeit elsősorban a gyógyszeriparban, mezőgazdasági vegyszerek előállításában, szórakoztató elektronikai termékekben alkalmazott műanyagok, valamint autóipari felhasználású lítium-ion akkumulátorok gyártásában alkalmazzák. Az Uni-World Capital magántőke befektetési társaság érdekeltségébe tartozó befektető a Framochem megvásárlásával jelentősen kibővítette ügyfélbázisát és lehetőséget szerzett forgalmának számottevő növelésére.

Magyarország most már „legnagyobb játékos” is terjeszkedett a hazai piacon a **Gulliver** boltjainak megszerzésével. A **Regio Játékkereskedelmi Kft.** átevette a nemrég megszűnt Gulliver Kft. üzleteinek csaknem felét, 12 áruházat, így év végére 33 áruházzal üzemel majd a társaság. A Regio Kft. közleménye szerint

az új üzletekkel országszerte várhatóan 70-100 munkahellyel bővül a dolgozói létszám. A társaság tavaly 195 millió forint adózott eredményt ért el, 5 milliárd forintos nettó árbevétel mellett, amelynek 25-30 százalékos növekedésére számít a cég idén, a terjeszkedés után. A játékkereskedelmi vállalat az MTI érdeklődésére elmondta: a társaság részesedése a mintegy 40 milliárd forint értékű játékipiacon 12 százalék volt 2013-ban, webáruházában közel 100 millió forint bevételt ért el, ami egy nagyobb játékküzet forgalmával ér fel. A megvásárolt üzletek mellett a cégnek zálogjoga van a felszámolás alatt lévő Gulliver árukészlete és eszközei felett.

Kelet-Közép-Európa

A Kelet-Közép-Európa többi országában is jellemzően országon belüli ügyletek zárultak le. A legnagyobb tranzakciók a korábbi trendekhez hasonlóan Lengyelországban és Csehországban kerültek aláírásra.

Bulgáriából érdemes kiemelni a kávéautomatákat és vendéglátó egységek számára különféle berendezéseket szállító **Yurogat** értékesítését az ugyancsak bolgár **EKS Key Pi Kepital** számára. A közel 4 millió euró árbevételű társaságért a pénzügyi befektető piaci információk szerint közel 3 millió eurós vételárat fizetett ki. Bulgária vezető monofil szálakat gyártó társasága az **Ekoplast Faybar AD**, melynek részvényeit a tőzsdén is jegyzik pedig tőkemelését hajtott végre 1 738 új részvény kibocsátásával, melyeket 500 levás értéken lehetett jegyezni.

Csehországban rekord nagyságú ügylet zárult az ingatlanfejlesztési piacon. A **PointPark Properties** bejelentette, hogy cseh leányvállalatán a **P3 Group**-on keresztül megvásárolta a **VGP Csoporthoz** tartozó társaságokat, 523 millió eurós vételáron. A Csehországban, Szlovákiában, Magyarországon, Észtországban és Romániában is aktív logisztikai és

VÁLLALAT FEL- ÉS KIVÁSÁRLÁSI ÜGYLETEK KÖZÉP- ÉS KELET-EURÓPÁBAN (2014. AUGUSZTUS)

Ország	Tranzakciók száma	Ebből határon átvívelő
Lengyelország	35	8
Csehország	16	4
Bulgária	12	1
Románia	9	2
Magyarország	8	1
Horvátország	4	0
Szlovákia	3	0
Szlovénia	2	2

forrás: Thomson Reuters



JELENTŐSEBB ÜGYLETEK HAZÁNKBAN ÉS A RÉGIÓBAN (2014. AUGUSZTUS)

Céltársaság	Céltársaság székhelye	Iparág	Befektető	Befektető székhelye	Célgérték (EV, millió EUR)	Célpont árbevétele (millió EUR)
Magyarország						
Synergon Inforend Kft	HU	Informatika	Hospitaly Kft	HU	0,1	0,5
Kreditor Zrt	HU	Pénzügy	Forrás Vagyonkezelési és Befektetési Nyrt	HU	n.a.	1,5
Framochem Francia-Magyar Finomkémiai Kft	HU	Vegyipar	Vandemark Chemical Inc.	US	n.a.	26,8
Lukoil 75 benzinkútja	HU	Kereskedelem	Norm Benzinkút Kft	HU	n.a.	n.a.
Gulliver Kft. 12 boltja	HU	Kereskedelem	Regio Játékkereskedelmi Kft.	HU	n.a.	n.s.
Közép- és Kelet-Európa						
Yurogat	BG	Kereskedelem	EKS Key Pi Kepital Ood	BG	3,0	4,0
Ekoplast Faybar	BG	Vegyipar	n.a.	n.a.	n.a.	5,9
Spar Ceska Obchodni Spolecnost Sro	CZ	Kereskedelem	Koninklijke Ahold	NL	189,5	526,7
Lunchtime.Cz Sro	CZ	Idegenforgalom	Zomato Media Pvt Ltd	IN	2,4	0,4
VGP Park Horni Pocernice AS	CZ	Logisztika	P3 Group Sarl	LU	523,0	25,6
Pragoplyn AS	CZ	Kereskedelem	Prazska Plynarska As	CZ	n.a.	440,4
Vars Brno AS	CZ	Informatika	Vinci Energies Cz Sro	CZ	n.a.	10,0
Mirna DD	HR	Élelmiszeripar	Podravka DD	HR	n.a.	2,1
Jadranska Banka DD	HR	Pénzügy	n.a.	n.a.	8,4	13,1
Polbita Sp Zoo	PL	Kereskedelem	Corporation Of European Pharmaceutical Distributors Nv	NL	n.a.	123,4
Bank Gospodarki Zynosciowej SA	PL	Pénzügy	BNP Paribas SA	FR	1 078,8	350,9
Europa Systems Sp Zoo	PL	Ipar	Paged SA	PL	26,1	12,9
Farma-Projekt Sp Zoo	PL	Gyógyszeripar	Recordati Spa	IT	17,0	11,7
SKG Sa	PL	Informatika	Asseco Poland SA	PL	2,1	2,9
Energomontaz-Polnoc	PL	Szolgáltatás	Inspecta Holding Polska Sp Zoo	PL	1,9	3,4
Timisoara Airport Park	RO	Ingatlan	Globalworth Real Estate Investments Ltd	GB	18,0	n.a.
VB Leasing Romania	RO	Pénzügy	Idea Investment SA	RO	25,2	19,6
Blockr.io	SI	Informatika	Coinbase Inc.	US	n.a.	0,5
Esal Doo	SI	Ipar	Eternit (Schweiz) AG	CH	n.a.	n.a.

ipari park fejlesztő és üzemeltető társaság 58 ingatlanját értékesítette, melyeknek összes alapterülete meghaladja a 627 ezer négyzetmétert. A TPG befektetési csoport, valamint az Invanhoe Cambridge ingatlankezelő társaság tulajdonában lévő, belgiumi székhelyű PointPark Properties Európa egyik vezető ipari ingatlanfejlesztője, amely a tranzakcióval komoly részesedést szerzett a régiós piacokon.

Horvátországban az élelmiszer, ital valamint gyógyszerészeti termékgyártás területén vezető pozícióval rendelkező **Podravka Csoport** terjeszkedett. Augusztus végén jelentették be, hogy 58 százalékos részesedést vásároltak a márkás halkészítmények – elsősorban konzervek – gyártásával és nagykereskedelmi értékesítésével foglalkozó, 2,1 millió euró árbevételű **Mirna DD**-ben. A magyar piacon is számos márkával (Vegeta, Podravka, Lagris) jelenlévő befektető tovább diverszifikálta termékportfolióját a társaság felvásárlásával.

A megszokotthoz hasonlóan **Lengyelországban** zárult a legtöbb M&A tranzakció augusztus hónapban, legnagyobbak a gyógyszergyártás és kereskedelem területén. Érdekes kiemelni, hogy Olaszország egyik legnagyobb gyógyszeripari csoportja 100 százalékos részesedést vásárolt a generikus gyógyszerek és étrend-

kiegészítők gyártásával foglalkozó **Farma-Projekt**-ben. A jelenleg versenyhivatali jóváhagyásra váró ügylet értéke körülbelül 16 millió euró volt. Lengyelország legnagyobb magánkézben lévő drogéria hálózata, a **Polbita** is új tulajdonosra talált a holland **CEPD Csoport** személyében. A **Natura** cégér alatt közel 270 üzletet üzemeltető társaság 123 millió eurós árbevételű generált 2013-ban.

Romániában a varsói székhelyű **Getin Holding** értékesítette leányvállalatát a **VB Leasing Romania SA**-t egy román magánbefektetőkből álló társaságnak a **Idea Investment SA**-nak. A 20 millió euró árbevételű eszközfinanszírozással foglalkozó társaságért a befektetők 25,2 millió eurós vételárat fizettek ki.

Szlovéniában a bitcoin szolgáltatások fejlesztése területén meghatározó szereppel rendelkező, New York-i tőzsdén jegyzett **Coinbase Inc** terjeszkedett a **Blockr.io** megvásárlásán keresztül.



ÜNNEP TAMÁS
TANÁCSADÓ
IMAP MB PARTNERS
TAMAS.UNNEP@IMAP.HU

2014 AUGUSZTUSI IMAP TRANZAKCIÓINK



**Xingyu Automotive
Lighting Systems Co. Ltd.**
Kína

Lámpatestek gyártása az autópálya számára

N.A.

Ausztria
Kábelek gyártása az autópálya számára

A tranzakcióban az IMAP partnere,
az IMAP M&A Consultants AG vett részt.



RIB Software AG
Németország
Építőipari szoftverek fejlesztése



Byggeweb A/S
Dánia
Építőipari szoftverek fejlesztése

A tranzakcióban az IMAP partnere,
a Clearwater International Denmark vett részt.



Atlantic Capital
Hollandia
Magántőke befektetési társaság



Viba N.V.
Hollandia
Szerelési anyagok nagykereskedelme

A tranzakcióban az IMAP partnere,
az IMAP DB&S Corporate Finance vett részt.



Lagercrantz Group AB
Svédország
Ipari konglomerátum



Load Indicator AB
Svédország
Mérlegcella és nyomaték érzékelők gyártása

A tranzakcióban az IMAP partnere,
az IMAP Nordic Merger AB vett részt.



Wagner Holding GmbH
Németország



Mamito GmbH
Németország
Élelmiszeripari gépek gyártása

A tranzakcióban az IMAP partnere,
az IMAP M&A Consultants AG vett részt.



Abby Pharma

Abby Pharma Ltd
Egyesült Királyság
Gyógyszerfejlesztés



Peckforton Pharmaceuticals Ltd,
Egyesült Királyság
Speciális gyógyszerek

A tranzakcióban az IMAP partnere,
a Clearwater International UK vett részt.



Enterprise Rent-A-Car
Egyesült Államok
Gépjárműköcsönzés



Burnt Tree Holdings
Egyesült Királyság
Gépjárműköcsönzés

A tranzakcióban az IMAP partnere,
a Clearwater International UK vett részt.



Nordisk Film A/S
Dánia
Filmgyártás



Gavekortet.dk A/S
Dánia
Online ajándékkártya értékesítés

A tranzakcióban az IMAP partnere,
a Clearwater International Denmark vett részt.



Ocean Bidco Limited
Egyesült Királyság
Média társaság,



Signature Outdoor Limited
Egyesült Királyság
Vezető kültéri reklámszolgáltató

A tranzakcióban az IMAP partnere,
a Clearwater International UK vett részt.





NEWTON A BALKÁNON

A NEWTON MEDIA PIACVEZETŐ, MÉDIA FELÜGYELETI ÉS ELEMZŐ VÁLLALAT TÖBBSÉGI RÉSZESÉDÉST VÁSÁROLT A HASONLÓ TERÜLETEN TEVÉKENYKEDŐ SZLOVÉN MCA GROUPA-BAN.

A közel húsz éves múlttal rendelkező Newton Media Közép-Európa piacvezető médiafelügyeleti és elemző szereplője, amely elsősorban a hagyományos és közösségi média területén tevékenykedik, de reklámfelügyeleti szolgáltatásokat is kínál ügyfelei részére.

A hasonló szolgáltatásokat nyújtó, tíz éves MCA Grupa szintén vezető pozícióval rendelkezik a Jogoszláv utódállamok területén, azonban helyi partnerei közreműködésével távolabbi országokban is jelen van, többek között Albániában, Koszovóban és Montenegróban.

Az MCA Grupa megvásárlása kézenfekvő befektetési lehetőség volt a Newton Media számára, és nem csupán a tevékenységi körük hasonlósága miatt. Az MCA által lefedett országok nagyon kecsesek voltak a vevőnek, hiszen ezzel a lépéssel hirtelen kibővült a szolgáltatási terület portfóliója. A cseh székhelyű Newton az utóbbi években is számos akvizíciót hajtott végre a régióban. 2001-ben Szlovákiában nyitott irodát, amely azóta átvette a SITA-tól a helyi médiafelügyeleti szolgáltatást. Három évvel később Lengyelországban terjeszkedett leányvállalatával, majd 2011-ben felvásárolta hazai versenytársát az IT Anopress-t.

Mint ahogy Peter Herian, a Newton Media elnöke fogalmazott „A két cég technológiai bázisának és know-how-jának kombinálásával mindenki csak nyerhet”

Az IMAP Horvát partnere az Ascendant Capital Advisors az eladó tanácsadójaként működött közre a tranzakció során, a befektetőt az IMAP cseh partnere, a Redbaen s.r.o képviselte.



A Newton Media

piacvezető, médiafelügyeleti és -elemző vállalat
többségi részesedést vásárolt
a szlovén **MCA Grupa**-ban

Az IMAP Horvát partnere az Ascendant Capital Advisors az eladó tanácsadójaként működött közre a tranzakció során, a befektetőt az IMAP cseh partnere, a Redbaen s.r.o képviselte.



VÁRKOLY DÓRA
ELEMZŐ

IMAP MB PARTNERS
DORA.VARKOLY@IMAP.HU

LENDVAI

Boutique Business Law Firm of the Year in Hungary

Global Law Experts Practice Awards 2013

photo by Naky

www.lendvaipartners.com

Lendvai és Társai Ügyvédi Társulás
1025 Budapest, Pusztaszeri út 33/A | +361 353 1165 | office@lendvaipartners.com