

## Bókay Márton – Gerlaki Bence

### Egy másik járható út a forrásbevonásban: a vállalati kötvény

*Amennyiben egy vállalat a tevékenységéhez külső forrást kíván bevonni, a leginkább megfelelő finanszírozási forma kiválasztásához szükséges az alternatív lehetőségek széleskörű feltárása. A bankhitelnek valós alternatívát jelentő, likvid és fejlett kötvénypiac hozzájárulhat a vállalatok forrásainak több pillérre helyezéséhez és ezáltal a kedvezőbb költségű forrásellátottságához. Bár országonként jelentős eltérést mutat, de az angolszász, valamint az Európai Unió fejlett és egyes feltörekvő országaiban egyaránt elterjedt a kötvényen keresztüli forrásbevonás a vállalati szektorban<sup>1</sup>.*

A kötvénypiac finanszírozásban betöltött arányát számos tényező befolyásolja, ezek közül kiemelhető a gazdasági és a tőkepiaci fejlettség, szabályozói és intézményi környezet, vagy akár a vállalatok pénzügyi kultúrája. A vállalati kötvények széles spektruma megtalálható a kötvénypiacokon, az egyszerű struktúrájú kötvényektől (plain vanilla) egészen a bonyolultabb, opciókat tartalmazó kötvényekig. A kibocsátásra kerülő kötvényeknél a kibocsátó vállalat a cég jövőbeli tervei és működési cash flow-ja szempontjából leginkább megfelelő mennyiséget, futamidőt, devizanemet, kamatozást, tőketörlesztést alakíthat ki, illeszkedve a befektetői kör elvárásaihoz. Ebből a rugalmasságából fakadóan terjedt el a fejlett intézményi struktúrával rendelkező országokban a vállalati kötvény, és tekinthetjük az egyik leghatékonyabb forrásallokációt biztosító instrumentumnak a pénz- és tőkepiacon. A hazai piacon a tipikus hosszabb futamidejű bankhitellel szemben egy sztenderd kötvény jellemzően fedezetlen és konkrét hitelcél sincs definiálva, vagyis a kötvény a vállalatok számára nagyobb szabadságot biztosít a bevont források hatékony felhasználásában. Ezen felül, a fizetési kötelezettségeken túli egyéb kötelezettségvállalás (például pénzügyi kovenánsok) mértéke is jellemzően alacsonyabb a kötvényen keresztüli forrásbevonásnál, mint a hitelfelvételnél. Szintén a rugalmasság irányába hat, hogy egy klasszikus kötvény esetében a kibocsátó vállalat számára a futamidő alatt bármikor lehetőség nyílik a kötvények visszavásárlására, illeszkedve a vállalat finanszírozási költségeinek és jövőbeli cash-flow-inak leghatékonyabb alakításához.

A magyar vállalati szektor kötvénykibocsátási tapasztalata jelenleg csekély, alig pár vállalat élt ezzel a finanszírozási lehetőséggel az elmúlt évtizedben. Habár a kötvénykibocsátás egy komplex, több szereplőt igénylő, több lépésből álló folyamat (1. ábra), a hazai gazdasági szereplők jelentős része elegendő szakmai tudással és megfelelő vállalati profillal rendelkezik ahhoz, hogy a hitelfelvétel mellett a vállalati kötvény is egy reális forrásbevonási alternatíva legyen. Ezt a folyamatot érdemben segíti a Magyar Nemzeti Bank Növekedési Kötvényprogramja is, aminek keretében a jegybank is megjelenhet a befektetői oldalon, ezáltal növelve egy sikeres aukció lehetőségét.

---

<sup>1</sup> Jelen cikkben a reálgazdasági szempontjából meghatározóbb nem pénzügyi vállalati szektor kötvényei kerülnek elemzésre.

## 1.) A kötvénykibocsátás folyamata

Amennyiben egy vállalat a kötvényen keresztüli forrásbevonás mellett dönt, először a kibocsátási folyamatban szerepet játszó külső szakmai erőforrások feltérképezését szükséges elvégezni. A legfontosabb és egyben a sikeres kibocsátáshoz - törvényi előírások alapján - elengedhetetlen külső szereplő a befektetési szolgáltató, aki a teljes folyamat során érdemi segítséget nyújt a vállalatnak. Befektetési szolgáltatási tevékenységet Magyarországon befektetési vállalkozások és hitelintézetek nyújthatnak, akik a rendszeres gazdasági tevékenység mellett (befektetési- tranzakciós tanácsadás, jegyzési garanciavállalás stb.), a kiegészítő szolgáltatásokat is (befektetési elemzés, saját-számlás deviza kereskedés stb.) biztosítanak. A befektetési szolgáltató mellett a jogi tanácsadó is szükséges lehet a jogi átvilágítási folyamatban, valamint a kötvény információs összeállításának vagy tájékoztatójának elkészítésében. A jogi tanácsadó megbízása történhet mind a potenciális kibocsátó, mind a befektetési szolgáltató oldaláról, ugyanakkor legtöbb esetben a befektetési szolgáltatók már szerződésben állnak külső jogi tanácsadó cégekkel, így a vállalat válláról a jogi tanácsadók kiválasztásának terhét is leveszik, ezáltal szinte teljeskörű szolgáltatást nyújtanak a kötvénykibocsátáshoz. Alapvetően az előkészítési szakasz, amely a kötvénykibocsátás melletti döntésből, a kibocsátandó kötvény kezdetleges paramétereinek kialakításáról, valamint a megfelelő külső szereplők kiválasztásából áll, csupán pár hetet vesz igénybe egy felkészült vállalat számára. Természetesen ez függhet a vállalat pénzügyi helyzetétől, struktúrájától, jogi hátterének összetettségétől, valamint például az NKP esetében szükséges kb. 2 hónapot igénybe vevő hitelminősítési folyamatától.

A felkészülési szakaszba lépve a vállalatnak a tanácsadók segítségével el kell döntenie, hogy zárt vagy nyilvános kibocsátás formájában szeretné megvalósítani a forrásbevonást, hiszen ez a kibocsátáshoz szükséges dokumentációkat (*információs összeállítás, tájékoztató* stb.), valamint a befektetői kör kialakításának módját is nagyban meghatározza. A felkészülési szakasz végére a vállalat – a befektetői elvárásokhoz illeszkedve – a végleges kötvénystruktúrát is meg tudja határozni, amiben a kibocsátandó értékpapír összege, futamideje, devizaneme, tőketörlesztése és egyéb lényeges tulajdonsága is kialakul. Fontos, hogy a vállalat a befektetői egyeztetéseket (roadshow) követően már a potenciális befektetők elvárt hozamáról is tiszta képpel rendelkezzen, ami sok esetben a kötvény kuponfizetés meghatározásának is az alapja. A kuponfizetés a vállalat jövőbeni kamatfizetési terheit határozza meg, így a vállalat működési cash flow-ja szempontjából kiemelt jelentőségű. A felkészülési szakasz egy jól működő vállalat esetében hozzávetőlegesen 1 hónapot vesz igénybe, ugyanakkor ez érdemben eltérhet egy külföldi intézményi befektetőket is megcélzó nyilvános kibocsátásnál.

A kibocsátandó értékpapír paramétereinek véglegesítésével a szükséges dokumentációkat is véglegesíteni tudja a kibocsátó, amit a forgalomba hozatal módjától függően vagy a meghívott befektetők részére kell eljuttatni, vagy nyilvánosan elérhetővé kell tenni. Emellett a kibocsátás módja szintén meghatározza a kibocsátó vállalat aukció után történő kötelezettségeit.

## 1. ábra: A vállalatikötvény-kibocsátás főbb lépései



### 2.) A befektetői kör kialakítása

A kötvénykibocsátás sikerességében és a bevont forrás elérésében kulcsfontosságú tényező a megfelelő befektetői kör kialakítása. A fejlett országokban bevett szokás a részvény- vagy kötvénykibocsátáson gondolkozó vállalatok körében az úgynevezett „non-deal roadshow”, amikor a potenciális befektetői réteg számára attraktívvá teszik a befektetést. Ennek keretében a vállalat iparágának és pénzügyi helyzetének bemutatása mellett szerepet kaphat a bevont forrás felhasználásának és megtérülésének bemutatása, ami alapvetően a vállalat kamatfizetési kötelezettségeinek biztosítására szolgál. A szélesebb befektetői bázis előnye, hogy egyrészt több mozgásteret biztosít a vállalat számára a kötvénystruktúra kialakításában, másrészt a forrásszerzés költségének csökkentése irányába is hat. A vállalat potenciális befektetőkkel szembeni alkupozícióját is erősíti a szélesebb befektetői kör. Ugyanakkor, ha a kibocsátó számára elegendő, hogy a meglévő finanszírozóiból, partner bankjaiból alakít ki egy viszonylag szűkebb befektetői kört, akkor is sikeres lehet egy kibocsátás. Ezen felül a befektetési szolgáltató garanciát vállalhat jegyzési garanciavállalás útján arra, hogy a sikeres kibocsátáshoz szükséges mennyiséget az aukción biztosítja a vállalat számára, amennyiben nem érkezik megfelelő mértékű ajánlat a többi szereplőtől.

### 3.) Kibocsátáshoz szükséges dokumentumok, információk

A kibocsátásokat két csoportba sorolhatjuk a nyilvános vagy zártkörű forgalomba hozatal szerint, amelyek jelentős eltéréseket mutatnak mind az adminisztrációs terhek (pl. közzététel), mind pedig a költségek tekintetében. A szükséges dokumentumok elkészítésében jelentős támogatást biztosíthatnak a befektetési szolgáltatók és a külső tanácsadók.

Magyarországon – ahogyan az EU összes tagállamában – 2019. július 21-től alkalmazandó az Európai Bizottság Prospektus rendelete, mely szabályozza az értékpapírokra vonatkozó ajánlattételkor szükséges tájékoztatási kötelezettségeket. Amennyiben a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény és a Prospektus rendelet az értékpapír tájékoztatóval kapcsolatosan eltérő rendelkezést tartalmaznak, akkor minden esetben a Prospektus rendelet rendelkezései az irányadók.

### **3.1. Nyilvános kibocsátás esetén szükséges tájékoztató és hirdetmény összeállítása**

A felügyeleti feladatkörében eljáró MNB (Felügyelet) által jóváhagyott tájékoztató a nyilvános forgalomba hozatal alapvető dokumentuma. A tájékoztató dokumentumot egyetlen dokumentumként (összevont tájékoztató) és különálló dokumentumként is elkészítheti a vállalat, aminek a részei: a kibocsátóra vonatkozó információkat tartalmazó regisztrációs okmány, a nyilvánosság számára felajánlott vagy szabályozott piacon bevezetni kívánt értékpapírokra vonatkozó információkat tartalmazó értékpapírjegyzék és egy – a befektetőknek szükséges információkat koncentráltan tartalmazó – összefoglaló. A tájékoztató mellett alapvető dokumentum a hirdetmény, mely tartalmazza a tájékoztató rendelkezésre bocsátásának körülményeit, valamint információt szolgáltat arról, hogy azt hol szerezheti be a nyilvánosság. A hirdetményt legkésőbb a tájékoztató közzétételét követő munkanapon kell megjelentetni.

Bizonyos esetekben – döntően amikor a kibocsátó egymást követően, hasonló értékpapírokat akar forgalomba hozni – a hatályos tőkepiaci törvény lehetővé teszi, hogy a klasszikus tájékoztató helyett úgynevezett alaptájékoztatót készítsen. Az alaptájékoztató nem egy konkrét kibocsátásra, hanem a kibocsátási eljárás egészére vonatkozó összes információt összefoglalóan, egy dokumentumban tartalmazza. Az alaptájékoztató alkalmazásáról a kibocsátó dönt, készítése nem kötelező a jogszabályok alapján. Az alaptájékoztató nem az adott kibocsátás aktuális feltételeit tartalmazza, így szükséges minden egyes konkrét kibocsátáshoz egy végleges feltételeket (különösen: a forgalomba hozatal össznévértékét, az értékpapír futamidejét, lejáratát, kamatát vagy egyéb járulékait, a forgalomba hozatal módját és helyét) tartalmazó dokumentáció elkészítése.

### **3.2. Zártkörű kibocsátás esetén szükséges dokumentumok**

A nyilvános kibocsátás alternatívája a zártkörű kötvénykibocsátás, amely egyszerűbb, gyorsabb és költséghatékonyabb folyamat. Ebben az esetben a potenciális befektetők köre a kibocsátó által előre meghatározásra kerül. Zárt körben történő kibocsátáshoz a tájékoztatónál lényegesen egyszerűbb tartalmú információs összeállítást kell készíteni, ami döntően a pénzügyi, valamint a kibocsátási és a tranzakciós struktúrára vonatkozó adatokat tartalmazza. Ezt 7 nappal az aukció előtt meg kell küldeni az aukcióra meghívott, potenciális befektetők részére.

## **4.) Az aukció**

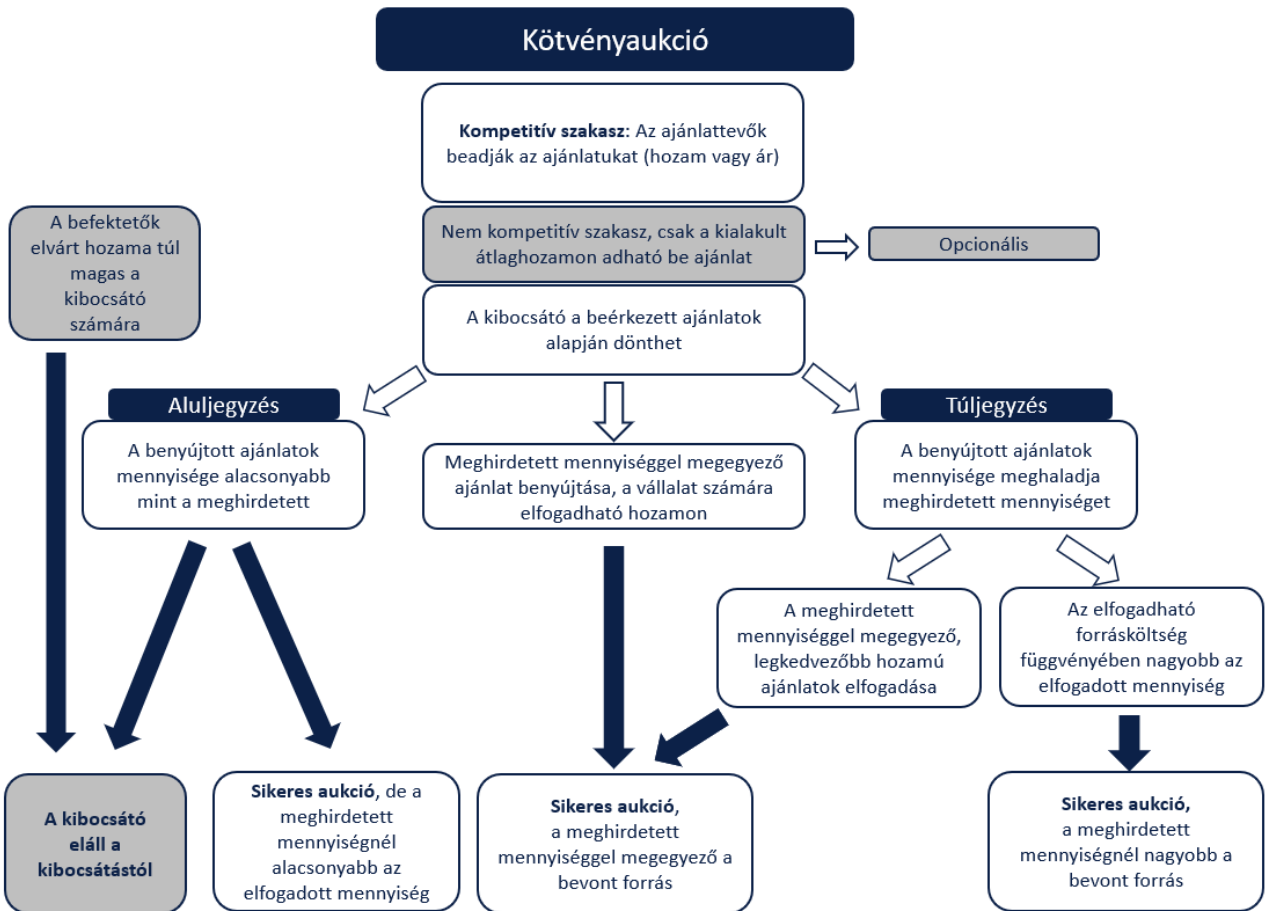
Az említett dokumentumokban elengedhetetlen pontosan feltüntetni az aukció időpontját és helyszínét. Magyarországon az aukciók lebonyolításának jellemző helyszíne a Budapesti Értéktőzsde (BÉT), ahol a kötvénykibocsátó vállalatnak vagy annak befektetési szolgáltatójának szükséges időpontot foglalni az aukció lebonyolításához. Az időpont befoglalás, valamint az aukció közötti

időszakban lehetőség nyílik a kibocsátó vállalat számára az egész kibocsátási folyamatot szimuláló próbaaukción lebonyolítására. A tőzsdén az MMTS1 kereskedési rendszert használják a kötvénykibocsátásoknál, amelyhez a tőzsdetagok kapcsolódhatnak az aukción való részvétel céljából.

Az aukció időtartama általában egy óra (kompetitív szakasz), ameddig a kibocsátó vállalat képviselője a BÉT-en figyelemmel követheti a beérkező vételi ajánlatokat, amik hozam vagy ár formájában kerülnek benyújtásra (2. ábra). A benyújtott ajánlatok a leggyakrabban használt nem nyilvános ajánlati könyves aukciók során a többi ajánlattevő számára nem láthatók. Az aukció ajánlattételi szakaszát követően a kibocsátó vállalatnak, szükség esetén a befektetési szolgáltatóval közösen lehetősége van a beadott ajánlatokat áttekinteni és meghatározni az elfogadható legmagasabb hozamot, vagyis az aukción létrejövő ügyletek árainak a kötésekben szereplő mennyiséggel súlyozott számtani átlagát. Ezen felül a vállalat számára lehetőség nyílik arra, hogy a benyújtott ajánlatok függvényében döntsön a számára ideális hozam-mennyiség kombinációról. Előfordulhat olyan eset, hogy a meghirdetett mennyiséget érdemben meghaladja a benyújtott ajánlatok mértéke, így a vállalat az elfogadható maximális hozam függvényében több forrást vonhat be. Ezzel szemben az is elképzelhető, hogy a befektetők hozamajánlatai a vállalat elfogadható finanszírozási költségét érdemben meghaladják, így a vállalat az alacsonyabb elfogadott mennyiség, vagy akár a teljes aukció elutasítása mellett dönt. A kibocsátó vállalat képviselője az ellenajánlat (eladási) benyújtásával véglegesíti az aukciót.

Az ügyletek elszámolása jellemzően az aukciót követő második munkanapon történik, azaz legkésőbb ekkorra átutalásra kerül a kibocsátás során bevont forrás értéke a vállalat számlájára.

2. ábra: Kötvényaukción folyamatának sematikus ábrája



### 5.) Tőzsdei bevezetés az NKP keretében kibocsátott kötvények esetében

A kibocsátást követően a kötvény tulajdonosoknak lehetőségük van a papírokkal kereskedni, ez az úgynevezett másodpiaca a papíroknak. Ez a kereskedés történhet OTC piacon (tőzsdén kívüli platformokon) vagy akár a tőzsde különböző platformjain is. A nemzetközi tapasztalatok alapján azt láthatjuk, hogy mindegyik helyszínt használják a kötvénybefektetők. A jegybank Növekedési Kötvényprogramja keretében az MNB által megvásárolt kötvények esetében a kibocsátónak kötelezettséget kell vállalnia arra, hogy az értékpapírt valamely, a BÉT által üzemeltetett kereskedési helyszínre a kibocsátást követően legkésőbb 180 napon belül bevezeti. A zárt körben kibocsátott, majd később MTF platformra (BÉT által üzemeltetett XBOND) regisztrált értékpapírok esetében a kibocsátási összértéktől függetlenül nem szükséges a Felügyelet által előzetesen jóváhagyott tájékoztató és hirdetemény közzététele, elegendő egy egyszerűbb Információs Dokumentum összeállítása. Annak köszönhetően, hogy ha a vállalat az XBOND-ra vezeti be a kötvényét és nem a hagyományos szabályozott piacra, akkor az adminisztrációs terhek alacsonyabbak - például mentesülnek az IFRS módszertanra való átállás alól, valamint enyhébb beszámolási kötelezettségek szükségesek -, de ugyanúgy meg tud felelni az NKP terméktájékoztató feltételeinek.

## 6.) Növekedési Kötvényprogram hatása a vállalatkötvény-piacra

A Magyar Nemzeti Bank 2019 júliusában indította el vállalatkötvény-vásárlási programját, aminek keretében összesen 300 milliárd forint összegben vásárol hazai székhelyű, nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvényeket. Az MNB a kötvénypiac likviditásának növelésével kívánja elérni, hogy a hazai vállalati szektor a bankhitelek mellett más finanszírozási formákra is támaszkodjon. Egy likvid kötvénypiac hozzájárul a monetáris transzmisszió hatékonyságának javulásához, valamint a vállalatok forrásellátottságát biztosító piacok közötti egészséges verseny a jegybanki kamatdöntések hatékonyabb érvényesülését biztosíthatja. Emellett egy megfelelően likvid és fejlett kötvénypiac a pénzügyi stabilitást növelheti és egy esetleges gazdasági válság hatásait is tompíthatja.

2019 október végéig közel 145 vállalat regisztrált a jegybank honlapján keresztül a Növekedési Kötvényprogramba, ezek közül több mint 35 esetében már elindult a hitelminősítési folyamat, amelyből 22 vállalat kötvénye már meg is szerezte a programban való részvételhez szükséges legalább B+ minősítést. A publikusan elérhető hitelminősítési eredmények a vállalatok megítélését pozitívan érintheti, valamint a vállalatok széleskörű ismertségéhez is hozzájárulhat. A tőkepiacra való kilépés egyik fontos eleme a nemzetközi hitelminősítők által adott rating, ami lehetőséget ad a vállalati szektor egyes szereplőinek az összehasonlítására.

2019 szeptemberében megtörtént az első jegybanki vállalatkötvény-vásárlás is az NKP keretében, október végéig összesen 6 kibocsátást láthattunk a kötvénypiacon. A várakozásaink alapján az elkövetkező hónapokban is számos vállalat fog a kötvénypiaci forrásbevonás mellett dönteni. Ennek köszönhetően a magyar nem pénzügyi vállalatok jelenlegi kötvényállománya dinamikusan emelkedhet a jövőben, 2020 elejéig összességében akár 25 kibocsátást is láthatunk.

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfólió.hu oldalon 2019. november 5-én.”*