

OTDK-DOLGOZAT

2015

A KOCKÁZATI TŐKÉVEL FINANSZÍROZOTT VÁLLALKOZÁSOK
MÉRLEGÉNEK FORRÁSOLDALA

LIABILITIES OF THE BALANCE SHEET OF ENTERPRISES FINANCED
BY VENTURE CAPITAL

Kézirat lezárva: 2014. november 12.

TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETÉS	1
1. TÉMAFELVETÉS	2
2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS.....	3
2.1. A KOCKÁZATI TŐKE PIAC ÁTTEKINTÉSE.....	3
2.2. A KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK FAJTÁI	5
2.3. A KILÉPÉSEK FAJTÁI	7
2.4. A KOCKÁZATI TŐKE PÉNZÜGYI JELENTŐSÉGE	10
2.5. A FORRÁSOLDAL SZÁMVITELE	14
3. ANYAG ÉS MÓDSZER	18
4. EREDMÉNYEK ÉS AZOK ÉRTÉKELÉSE	21
4.1. A CRYO MANAGEMENT KFT.	21
4.2. A WABERER’S INTERNATIONAL ZRT.	26
4.3. A LOGMEIN KFT.	31
4.4. A HÁROM VÁLLALAT ÖSSZEHASONLÍTÁSA	37
5. KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK	45
ÖSSZEFOGLALÁS	48
SZAKIRODALMI JEGYZÉK.....	50

BEVEZETÉS

A vállalatok tőkével való megfelelő ellátottsága fontos a működés és a növekedés biztosításához. Ehhez a vállalatok használhatják belső forrásaikat, és igénybe vehetnek külső forrást is. A külső források közé tartozik a kockázati tőke, ami egy speciális finanszírozási forma.

A befektetők nem csupán pénzt adnak a vállalkozásoknak, hanem tulajdoni hányadot is szereznek. Ezzel az a céljuk, hogy irányítási lehetőséget kapjanak a vállalkozásban, és a működés megfelelő irányba terelésével a mérleg szerinti eredményen keresztül éri el az általuk befektetett tőke felértékelődését, és a vállalat értékének növekedését. A befektető által a vállalkozáshoz hozott hozzáadott érték ezen keresztül látható, hiszen azt nem lehet közvetlenül mérni. Jelentősége mégis nagy, mert ennek segítségével juthatnak el a tőkések azon céljukhoz, hogy a befektetésből történő kiszálláskor magas hozamot tudjanak realizálni.

Kockázati tőkét csak az ígéretes, magas növekedési potenciállal rendelkező cégek kaphatnak. Mielőtt azonban a tőkések kiválasztják, hogy mely cégekbe fektetnek be, nagyon komoly vizsgálat alá vetik a finanszírozásra esélyes vállalatokat, amely sokszor a banki hitelnyújtás előtti átvilágításnál is részletesebb. Ezt annak érdekében teszik a befektetők, hogy a lehető legvilágosabban lássák, hogy érdemes-e befektetni az adott vállalkozásba, vagy sem, el tudják-e érni a kitűzött célt.

Az, hogy a tőkések által a befektetések célpontjául kiválasztott vállalatok értéke, saját vagyona hogyan növekszik, valamint, hogy a kockázati tőke-befektetők által hozott hozzáadott érték hogyan járul hozzá mindehhez, egy érdekes kérdés és új kutatási terület.

Dolgozatomban megkísérlek választ találni erre a kérdésre, oly módon, hogy kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások mérlegének forrásoldalát vizsgálom a befektetések tükrében. Azért fontos a forrásoldal vizsgálata, mert itt mutatható ki a vállalat saját vagyona, itt látjuk az, hogy a kapott tőke értékét mennyivel tudják növelni a tulajdonosok. Ehhez vállalati esettanulmányokat dolgozok fel, melyek keretében a mérleg forrásoldalához kapcsolódó mutatószámokat elemzek, és ezek segítségével vonok le következtetéseket a kockázati tőke-befektetés és a hozzáadott érték hatására vonatkozóan.

1. TÉMAFELVETÉS

A dolgozatom célja az, hogy azt vizsgáljam, hogy a kockázati tőke-befektetők milyen módon hajtják végre a befektetést, és hogy a befektetések és a hozzáadott érték milyen hatással van a vállalatok mérlegének forrásoldalára nézve.

Kifejezetten a témához kapcsolódó szakirodalmat, ezzel foglalkozó tanulmányt kutatásom során nem találtam, azonban a kockázati tőkével és a mérleg forrásoldalával foglalkozó szakirodalmak összeegyeztetésével bemutatom a vizsgálati témámhoz szükséges ismereteket.

A szakirodalmi áttekintés után a felmerült kérdés vizsgálatához, és a megoldások szemléltetéséhez esettanulmányok feldolgozása következik, melyekben kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások mérlegének forrásoldalát vizsgálom. Mindezt három vállalat beszámolói alapján teszem, oly módon, hogy a befektetés időszakát, valamint a befektetés előtti és utáni évet tőkeszerkezeti és hatékonysági mutatók mentén elemzem. A mérleg- és eredménykimutatás-elemzés kereteibe az általam vizsgált mutatóknál jóval több tartozik, azonban azokat dolgozatomban nem vizsgálom. Céлом ugyanis az, hogy a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások tőkeszerkezetének alakulására világítsak rá, így nem számolok likviditási, illetve cash-flow mutatókat. Az esettanulmányokban feldolgozott vállalatokat egyenként elemzem a tőkeszerkezeti és a tőkehatékonysági mutatók segítségével, majd ezt követően azokat egymással hasonlítom össze a mutatószámok alapján a tőkebefektetések tükrében. Az elemzésemet a 2013-as év értékelésével zárom, mely során azt mutatom be, hogy a befektetés évéhez képest hogyan változott meg 2013-ra a kiválasztott cégek saját tőkéjének, mérlegfőösszegének és árbevételeinek értéke. A kockázati tőkebefektetésekről meglehetősen kevés adatot szolgáltatnak a vállalatok, így azokat nehéz összegyűjteni. A rendelkezésre álló információkat a kiegészítő mellékletekből, illetve az interneten megjelenő cikkekből kerestem ki.

2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS

2.1. A KOCKÁZATI TŐKE PIAC ÁTTEKINTÉSE

Egy ország, egy nemzetgazdaság fejlődéséhez elengedhetetlen annak jövedelemtermelő képességének növekedése, a vállalkozások létrejötte, bővülése, erősödése. Ehhez nagy szükség van elegendő tőkére és a vállalkozások kockázatvállalására. Az induló és a növekedő vállalkozások tőkéjének biztosításában fontos szerepet tölt be a kockázati tőke. A kockázati tőkét nyújtó tőkések pedig a kockázat vállalásában segítenek a vállalkozóknak, profit reményében. Mindez azt jelenti, hogy a kockázati tőkés a pénzét rendelkezésre bocsátva, tulajdonostársként vesz részt a vállalkozás életében, vállalva az esetleges veszteség kockázatát is (Osman, 1997).

Emiatt nagyon fontos a kockázati tőkés szempontjából, hogy a vállalkozó együtt tudjon vele működni, ki tudják tűzni a közös célokat, illetve az annak megvalósításához szükséges eszközöket. További fontos feltétel a vállalkozóval szemben, hogy megfelelő motivációja legyen, képes legyen sikerre vinni a vállalkozást és megfelelően tudja eladni az ötleteit, véleményét (Osman, 1997). A tőkebefektetők döntéseiben, hozamelvárásaiban komoly szerepet játszik az egyes befektetések kockázatossága is. A kockázatra nagy hatással van a vállalkozás árbevétele, és a fix költségek, melyek nagyrészt a cég döntéseitől, befolyásától függetlenül ingadozhatnak (Béza et al., 2007).

Ha a kockázati tőkés úgy dönt, hogy beszáll az üzletbe, és rendelkezésre bocsátja a pénzét, akkor ezzel együtt részt vállal a vállalkozás irányításában is, aktív szereplője lesz a vállalkozás életének. Ezt azért teszi, hogy segítsen megvalósítani a kitűzött célt, illetve, hogy védje a saját érdekeit (Osman, 1997). A befektetés és saját érdekeinek védelme más úton is történhet, ahogyan Czinkóczy – Mike (2012) írásából kiderül, sok esetben átváltoztatható pénzügyi eszközök útján valósul meg. Ezek lehetnek például átváltoztatható kötvények, melyek olyan hitelviszonyt alakítanak ki, amely részesedésre váltható, ha azt a befektető szükségesnek tartja. Az átváltoztatható kötvények által képviselt követelés kedvezőtlen helyzet kialakulásakor elsőbbséget élvez a részesedéssel szemben, kedvező helyzetben pedig a kötvények részesedésre váltásával magasabb hozamot ígérnek a kötvényeknél.

Karsai (2012) különböző szakirodalmi definíciók alapján a kockázati tőkének négy alapvető tulajdonságát gyűjtötte össze. Az első, hogy a kockázati tőkének pénzügyi közvetítő szerepe van, vagyis összegyűjti mások tőkéjét, melyet közvetlenül befektet vállalkozásokba. A második, hogy csak olyan cégeket választ befektetési célul, melyek részvényei a befektetés után nem vesznek részt a tőzsdei kereskedelemben. Ez nem azt jelenti, hogy a kockázati tőkések nem fektetnek be tőzsdei cégekbe, ez nagyon is gyakori. A befektetés megtörténte után

azonban ezek a cégek kivonulnak a tőzsdéről. A harmadik, hogy a finanszírozott cégekben aktív részt vállal résztulajdonosként. A negyedik pedig, hogy maximalizálja a kilépéskor realizálható hozamot.

Gompers et al. (2008) kutatásaik során azt találták, hogy a legnagyobb iparági tapasztalattal rendelkező kockázatitőke-befektetők akkor végzik a legtöbb befektetést, amikor a nyílt piaci jelzések kedvezőek. Az ő reakciójuk egy piaci fellendülésre erőteljesebb, mint a relatíve kevesebb iparági tapasztalattal rendelkező intézményi kockázatitőke-befektetőké, vagy az ugyanakkora, de más iparágban szerzett tapasztalattal rendelkező befektetőké. A befektetési ráta növekedése nem gyakorol kedvezőtlenül nagy hatást a tranzakciók sikerességére. Ez az eredmény összhangban van azzal a nézettel, miszerint az egyéni kockázatitőke-befektetők racionálisan reagálnak a nyílt piaci változások által jelzett vonzó befektetési lehetőségekre.

A 20. század második felében voltak időszakok, amikor drasztikusan megemelkedett a kockázatitőke-befektetések száma, bizonyos iparágakra koncentrálva. Ilyen volt a tudományos eszközökkel foglalkozó vállalatok, a személyi számítógépek hardvereit gyártó cégek vagy az internet kiskereskedelmek és telekommunikációs cégek konszernjeinek támogatása. Ezt a jelenséget egyes tanulmányok a befektetési lehetőségekre való túlzott reakciónak vélik (Gompers et al., 2008).

Magyarországon a rendszerváltást követő 15 évben a kockázati tőke iparág teret nyert és megerősödött. Regionális összehasonlításban előkelő helyen szerepel, vonzó célpont a befektetők számára.

A magyarországi befektetésekre összegyűjtött tőke legnagyobb részét a magyar és a külföldi államok biztosították. Ezeket követték a bankok, illetve a nagyvállalatok erre a célra elkülönített tőkéje, végül pedig a biztosító cégek, a nyugdíjpénztárak, a magánszemélyek, valamint a befektetési alapok alapjai. Az utóbbi években a tőkekihelyezés célja a kis- és középvállalatok kockázatitőke-finanszírozásának fellendítése volt (Karsai, 2006).

Karsai (2006) tanulmányának egyik fontos megállapítása, hogy a magyarországi cégeket, leginkább az expanzív, vagyis terjeszkedő életszakaszban finanszírozták. A korai stádiumban történő befektetések és a kivásárlások ettől jóval elmaradtak.

A vizsgált időszakban a legtöbb befektetés a kommunikáció és fogyasztási cikkek szakágazatban történt. Ettől elmaradt, de ugyancsak jelentős volt a számítógéppel kapcsolatos szakágazatba történő befektetések száma. A tőkebefektetések értékét tekintve szintén a kommunikáció és a fogyasztási cikkek szakágazata állt vezető helyen. A harmadik legnagyobb arányú befektetést a pénzügyi szolgáltatások területe képviselte.

Karsai (2006) tanulmánya a kilépéseket is vizsgálta, azonban a kevés információ miatt a megállapítások csak tájékoztató jellegűek. A minta alapján elmondható, hogy a legnagyobb értékű kilépési ügyletek a tőzsdei ügyletek voltak, ezeket követték a szakmai befektetőknek történő eladások. A befektetések értéke alatt a befektetési könyv szerinti értéket kell érteni. Becskyné – Biczók (2006) szerint az európai átlaghoz képest a Közép-Kelet-Európában megvalósuló kiszállások értéke meglehetősen alacsony. Ennek oka, hogy ebben a régióban nincs akkora hagyománya a kockázatitőke-finanszírozásnak, mint Nyugat-Európában, a tulajdonosok és menedzserek nem rendelkeznek elegendő tapasztalattal e téren. Emellett a tőzsdék likviditása is alacsony.

Karsai (2006) tanulmánya megállapította, hogy a kilépések számát tekintve azonban már a szakmai befektetőknek történő eladás állt a vezető helyen, míg a tőzsdei kiszállás az összes kiszállási ügyletnek mindössze 8%-át tette ki. Ezt alátámasztja Becskyné – Biczók (2006) vizsgálódásának eredménye, mely szerint a statisztikák alapján megállapítható, hogy magasan a legnépszerűbb kiszállási mód Európában a szakmai befektetőknek történő értékesítés. A 2000-es évek elejétől azonban egyre nagyobb értékűek a tőzsdei kiszállások is.

2.2. A KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK FAJTÁI

A projektekbe való befektetésnek, illetve az abból történő kiszállásnak több fajtája, szakasza létezik (Osman, 2006).

Finanszírozási rés, vagyis amikor a külső finanszírozási források iránti kereslet meghaladja a kínálatot, a vállalkozások életciklusát tekintve a magvető és az induló szakaszban fordul elő. Ilyenkor hirtelen megnő a finanszírozási igény, de belső forrás nem áll rendelkezésre addig, amíg a vevők nem fizetnek. Ebben az időszakban nyújthatnak segítséget az informális befektetők (család, barátok), illetve az üzleti angyalok. Ők akkora tőkével szállnak be, amelyet a vállalkozások maguktól már nem tudnak kitermelni, a kockázati tőkések pedig még nem hajlandóak vele foglalkozni. A 2007-2013-ig tartó Jeremie program a magvető és az induló fázisban lévő vállalkozások finanszírozását szolgálta (Béza et al., 2007).

A befektetések közül legkorábbi a kezdőpénz, vagy magvető tőke. Ennek szerepe, hogy segítse a tervezett vállalkozások üzleti tervéhez szükséges kutatások, felmérések elvégzését és értékelését. Ezen kívül támogatást nyújt az olyan kérdések megválaszolásához, mint mennyire reálisak a vállalkozás elindításával, hozamaival kapcsolatos elképzelések, melyek azok a területek, ahol a vállalkozás sikeres lehet, illetve milyen fejlesztések szükségesek az optimális üzleti terv és az azt megvalósító üzleti stratégia kialakításához (Osman, 2006). A korai, vagy magvető szakaszban a vállalkozások nagy része még csak a kutatási, illetve prototípus-

fejlesztési munkákat végzi, nem épül köré szervezet. A befektetők szemében nagy kockázatot jelentenek, nem lehet tudni, hogy milyen lesz a termék, szolgáltatás piaci fogadtatása, mennyi idő áll majd rendelkezésre a bevezetésre és a továbbfejlesztésre, és hogy a tulajdonosok és a menedzsment milyen gyorsan tudnak reagálni a piac változásaira. További kockázati tényező az is, hogy a vállalat vezetői általában jobban értenek az általuk előállított termék, szolgáltatás szakmai hátteréhez, mint annak eladásához, az üzleti világhoz. Ezt a tudást hozzák magukkal a befektetők, akik családtagok, barátok, kollégák, üzleti angyalok, kisebb kockázati tőke társaságok lehetnek. Ezek a befektetők még nagy bizonytalanságban, kevés tőkével szállnak be a vállalkozásba, vállalva a kudarc kockázatát (Makra – Rácz, 2006). A befektetési döntés meghozatala nem igényel előzetes alapos kutatást, tervezést (Osman, 2006). A kevés tőke miatt a finanszírozás ilyenkor kiegészül hitellel, támogatással is. Ezen pénzek összességét nevezi a szakirodalom magvető tőkének. A magvető tőke általában addig marad a vállalkozásban, amíg azok vonzóvá válnak a hagyományos értelemben vett kockázati tőkések és finanszírozó szervezetek számára (Makra – Rácz, 2006).

A korai szakaszban történő befektetés esetén, amikor a vállalkozás szerkezete kialakulóban van, a kockázati tőkés segítséget nyújthat a megfelelő, a tevékenységhez leginkább illeszkedő számviteli rendszer és számviteli politika kialakításában is (Osman, 2000).

A következő lépcső az indulótőke, amelyet a már működő, de a legyártott termékek, az előállított szolgáltatások kereskedelmét még el nem kezdő vállalkozások számára nyújtanak a tőkések. Ez a fajta finanszírozás általában a jelentős eszköz- és ráfordítás igényű fejlesztési feladatokra irányul, mint például a gyártmányfejlesztés, gyártásfejlesztés, üzemfejlesztés, piacmegdolgozás, marketingtevékenységek. A befektetők az indulótőkéért cserébe már tulajdonrészt kapnak a vállalkozásból.

A terjeszkedés időszakában nyújtott finanszírozás célja lehet a termelőkapacitás bővítése, a vállalat piaci pozíciójának erősítése vagy szélesítése (vagy mindkettő egyszerre), gyártmány-, gyártásfejlesztés, működő tőke szerzése. Az ebben a szakaszban finanszírozott vállalkozások már rendszerint nullszaldósak, vagy profitot termelnek (Osman, 2006).

Finanszírozási rés a késői növekedés fázisában is kialakulhat. Ilyenkor már megjelenik a kockázati tőke, mint finanszírozási forrás, ami hasonlóan az üzleti angyalokhoz, igen magas hozamelvárású. Ebben az időszakban a bankok csak nagyon magas fedezet mellett adnak hitelt (Béza et al., 2007).

Az előző finanszírozási fajták a vállalkozások elindítását illetve növekedését hivatottak szolgálni. Az egyes fajták egymásra épülnek. Vannak azonban a vállalat más életszakaszaihoz kapcsolódó kockázati tőkefinanszírozási formák is.

Az áthidaló finanszírozás már egy olyan életszakaszban lévő vállalkozás számára nyújt tőkét, amely tőzsdei jegyzés előtt áll. A tőke a jegyzéssel kapcsolatos költségek finanszírozására szolgál.

A kockázati tőke-finanszírozás egy másik formája a menedzseri kivásárlás (MBO), ami annyit tesz, hogy a kockázati tőkés a menedzsmenttel együtt akkora tulajdonrészt vásárol meg, amivel többségi pozíciót nyernek a vállalat irányításában. A kockázati tőkés számára fontos pont az MBO esetén, hogy a menedzsment is beletegye a saját pénzét, mert így kockáztatja azt, és fontos lesz a vállalat sikeressége. Az érdekek azonban még így is ütközhetnek, a kockázati tőkés a menedzsment esetleges ártó lépéseit az ügylet struktúrájának kialakításánál tudja korlátozni (Osman, 2006).

Az MBO-hoz nagyon hasonló a menedzsmentbe való bevásárlás (MBI). A célja ugyanaz, a kockázati tőkés a menedzsmenttel együtt szerez többségi pozíciót. Az MBO-val ellentétben azonban a menedzsment nem a vállalaton belülről, hanem a vállalaton kívülről érkezik.

Az előző két finanszírozási forma létrejöhet úgy is, hogy a kockázati tőkés által nyújtott pénzösszeg egy része hitel formájában áll rendelkezésre, melynek biztosítéka a kivásárolt cég vagyona. Ez az ügylet a menedzseri kivásárlás vagy menedzsmentbe való bevásárlás hiteltámogatással (LBO, LBI). Az MBO-val illetve az MBI-vel szemben az előnye, hogy a hitellel történő kiegészítés lehetővé teszi, hogy a kockázati tőkés több ügyletet valósítson meg egyszerre. Hátránya viszont, hogy egy adott ügylet haszna kevesebb, mint az MBO vagy az MBI esetén. A hitel után fizetendő kamat ugyanis csökkenti a vállalat jövedelmét, így a profitot is (Osman, 2006).

A kockázati tőkét jegyzett részvények vásárlására is használják. Ezen ügylet célja, hogy a cég részvényeit kivezessék a tőzsdéről, azaz nyilvánosan működőből magáncéggé alakuljon át.

Kockázati tőke bevonása megoldást jelenthet a nehéz helyzetben lévő vállalkozások számára is. A megfordítás, vagyis a gazdasági csökkenés visszafordítására adott kockázati tőke segít a megfelelő útra terelni a vállalkozásokat.

A kockázati tőke-befektetésekhez tartozik még a tőke kiváltás, ami annyit tesz, hogy egy kockázati tőkés egy másik kockázati tőkéstől vásárolja meg egy vállalat részvényeit. Ezt másodlagos kivásárlásnak is nevezik (Osman, 2006).

2.3. A KILÉPÉSEK FAJTÁI

A kockázati tőke-befektetők, mielőtt befektetnének egy vállalkozásba, megvizsgálják az abból való kilépési lehetőségeket. Fontos, hogy legyen mód a megfelelő kilépésre, ami elegendő ho-

zamot is nyújt. Amennyiben ez hiányzik, akkor nem fektetik be a tőkéjüket az adott vállalkozásba.

A megfelelő kiszállási mód elvárt hozamának megállapítására a belső megtérülési rátát (IRR), illetve azt vizsgálják, hogy a kiszállás pillanatában hányszorosát éri majd a befektetett tőke. Azok a befektetések, amelyek magas hozammal kecsegtetnek, rendszerint magasabb kockázattal is járnak.

A kockázati tőke-befektetők ki is kényszeríthetik a kiszállás megvalósulását. A befektetési szerződésbe különböző biztosítékokat építhetnek be, mint például elsőbbségi részvények, eladási és vételi opciók, vagy többségi részesedés megszerzése (Becskyné – Biczók, 2006).

A gyakorlat azonban azt mutatja, hogy bármennyire ismerik a kockázati tőkések a kilépés kockázatait, mégsem foglalkoznak vele kellőképpen. Sok esetben későn kezdenek el foglalkozni a kiszállás stratégiájával, nem építenek be biztosítékokat a befektetési szerződésbe és nem vesznek számba minden kilépési lehetőséget, elszalasztva ezzel a sikeres kiszállást és a maximális hasznót.

A kockázati tőkésnek két dologra kell odafigyelnie a kiszállás tervezésekor: a kiszállás időzítésére és módjára. Számos tényező befolyásolja mindkettőt, például a menedzsment érdekei, a vállalat életciklusa a kiszállás időzítésére, míg a cég gazdasági környezete, az ország helyzete, jogi háttere a kiszállás módjára van hatással. A két leggyakoribb kilépési forma a tőzsdei úton való kiszállás és a szakmai befektetőknek történő értékesítés (Becskyné – Biczók, 2006).

Tőzsdei úton egyrészt a részvények első nyilvános kibocsátásával, másrészt egy már tőzsdén lévő cég tulajdonrészének tőzsdei értékesítésével lehet kiszállni a befektetésből. Az első nyilvános részvénykibocsátás (IPO) komoly visszajelzést ad a kockázati tőkésnek befektetése sikerességéről mind anyagi, mind hírnevének öregbítése szempontjából. Ez a mód nagy odafigyelést igényel, jegyzési felhívást kell közzétenni, amihez esetlegesen tanácsadót is kell alkalmazni. Ki kell választani a tőzsdét, ahol végbe megy a kibocsátás, és meg kell határozni azt is, hogy hogyan értékelik a vállalatot, mikor és mekkora mennyiségben történik a részvények kibocsátása. IPO esetén csak részleges kiszállás történik, a tőkés később más módon is megválhat befektetésétől. Nagy előnye a tőzsdei befektetésnek, hogy egy likvid piacon magasabb hozamot lehet elérni. A menedzsment is előnyben részesíti ezt a kiszállási módot, mivel így tovább gyakorolhatja a vezető pozícióját a vállalat irányításában. Új forrásszerzési lehetőségek is megnyílhatnak a vállalat előtt, mert a sikeres tőzsdei jegyzés bizalmat kelt a befektetőkben.

Az első nyilvános tőzsdei bevezetésnek hátrányai közé tartozik, hogy a többi kilépési módhoz képest magas költségekkel jár, amelyek a kibocsátást megelőző munkálatok miatt merülnek fel. Emiatt ezt a fajta kilépést a kis- és középvállalkozások nem szokták választani. Maga a sok munkával járó előkészítési folyamat is a módszer hátrányai közé sorolható, emiatt lehet, hogy a tőkés inkább más megoldást választ. Emellett a nem eléggé likvid piacokon fennáll a veszélye annak, hogy nem jön létre a részvénykibocsátás, vagy ha mégis létrejön, csak a tervezettnél alacsonyabb hozammal tud kiszállni a befektető. Az IPO kiszállási mód az USA-ban a legnépszerűbb, Európában azonban a kevésbé likvid tőzsdék, a kis- és középvállalkozások számára túl magas előírások, valamint a gyenge teljesítményű másodlagos piac miatt igen alacsony a számuk, szemben a szakmai befektetőknek történő értékesítéssel (Becskyné – Biczók, 2006).

A szakmai értékesítés olyan befektetőknek történik, akik az adott iparágban tevékenykednek, vagy érdekeltek abban, hogy kibővítsék tevékenységüket erre az iparágra. A szakmai értékesítés segítségével a vállalat piaci értékesítéshez, irányítási joghoz juthat, illetve megszerezheti a cég technológiáját, licencét, stratégiai eszközeit, javítva ezzel versenyképességét, és teljesítményét. Hogy ezt mennyi pénzért teheti meg, nagyban befolyásolja az többek között, hogy származik-e belőle üzleti előnye, más vevők mennyit hajlandóak fizetni a részesedésért, volt-e már hasonló tranzakció az iparágban (Becskyné – Biczók, 2006). A szakmai befektetőknek történő értékesítés során sokszor az eredeti tulajdonosok is eladják tulajdonrészüket, így teljes mértékben a harmadik fél rendelkezik a céggel (Karsai, 2012). Általában az IPO-hoz képest sokkal alacsonyabbak a költségei a szakmai befektetőnek történő értékesítésnek. Sok kis- és középvállalat esetében ez az egy út van a befektetésből való kiszállásra. Amennyiben egy nagyobb, iparágon belüli vállalat szerzi meg a cég tulajdonjogát, felvásárolja egy részét vagy egészét, további lehetőségek nyílnak meg a fejlődéshez, a stratégia megvalósításához, vagy átszervezéséhez. A szakmai értékesítés legnagyobb hátránya az, hogy a tárgyalások során fontos, bizalmas információk kerülnek megosztásra, sok esetben a versenytársakkal, hiszen ezen cégek közül kerülnek ki általában a vevők. A tulajdonosváltás negatív hatást gyakorolhat a munkavállalók hangulatára is (Becskyné – Biczók, 2006).

Kevésbé népszerű kiszállási módok a pénzügyi befektetőknek vagy más kockázattőke-befektetőknek történő értékesítés, a társtulajdonosok vagy vezetők által történő kivásárlás és egyéb lehetőségek.

A pénzügyi befektetőknek történő értékesítésre általában azért kerül sor, mert a kockázati tőkés belefárad a befektetésbe, vagy, mert a pénzügyi befektetőt érzelmi okok vezérlik. Ha egy másik kockázati tőkés vásárolja meg a részesedést, akkor számára csak a tőkeáttétel

nagysága fontos. Így alacsonyabbak a vállalatnak a finanszírozás költségei, ám a hitelek kamatai, törlesztése és egyéb költségei állandó terhet jelentenek a vállalkozásnak. Bár ez a módszer kevésbé népszerű, mint a tőzsdei kiszállás vagy a szakmai befektetőknek történő értékesítés, mégis vannak tipikus esetek, mikor a kockázati tőkések ezt az utat választják. Ilyen például a növekedéshez szükséges tőkeemelés finanszírozása, egy zárt végű alap refinanszírozása vagy az, ha a tőkésnek eredmény realizálására van szüksége (Becskyné – Biczók, 2006).

Szintén egy ritkábban alkalmazott módszer a társtulajdonosok, vagy a vezetők által történő kivásárlás. Erre leginkább akkor kerül sor, ha más megoldás nem jöhet szóba, nincs más vevő vagy a tulajdonosok nem akarnak új tulajdonostársat. Ez főleg kisvállalkozások esetén igaz. Az ilyen módon történő kiszállást megnehezíti, hogy a befektetési szerződés megkötésének pillanatában nehéz megjósolni, hogy milyen árat érdemes majd fizetni érte, illetve az is nehézségekbe ütközhet, hogy a tulajdonosok összegyűjtsék a szükséges pénzt. A vezetői kivásárlás kategóriájába tartozik a másodlagos kivásárlás. Ilyenkor a menedzsment egy másik kockázati tőkéssel szerez a vállalatban többségi tulajdont. Ez lehetőséget biztosít a korábbi kockázati tőke-befektetőnek a kiszállásra, és az új befektetőnek a belépésre az MBO segítségével. Mindezek szerepet játszanak abban, hogy ez a kilépési mód az új évezredben egyre nagyobb népszerűségnek örvend.

Ezekről eltérő módon csak akkor szállnak ki egy befektetésből a kockázati tőkések, ha az máshogyan nem lehetséges. Ilyenkor a cél a veszteség minimalizálása. Legrosszabb esetben leírják a befektetést és kivezetik a könyvekből. Rossz befektetések esetén az elsőbbségi részvények is megoldást jelenthetnek. Legtöbbször visszaváltható elsőbbségi részvények formájában fektetnek be, amelyek megkönnyítik a tőke kimenekítését egy rossz befektetésből, de biztosítékot jelent az olyan elsőbbségi részvény is, amely egy esetleges csődhelyzetben a hitelezők elé sorolja a kockázati tőkét a likvidációs sorrendben (Becskyné – Biczók, 2006).

2.4. A KOCKÁZATI TŐKE PÉNZÜGYI JELENTŐSÉGE

A kockázati tőke a piacon való megjelenésekor főleg az új, innováció alapú, meglehetősen kis méretű vállalkozások finanszírozását részesítette előnyben. Ezen vállalkozások az újdonság erejét kihasználva akartak nagy profitra szert tenni. Mivel azonban még nem ismerték a piaci fogadtatást, fennállt a nagy veszteség kockázata. Az ilyen nagy kockázatú projektekre a hitelintézetek és más hagyományos finanszírozók nem szívesen adtak tőkét, így más források után kellett nézniük a vállalkozásoknak. A kockázati tőkével való finanszírozás nagy előnye, hogy hajlandó a magasabb kockázat vállalására is, ha a befektető lehetőséget lát a projektekből való kiemelkedő profit megszerzésére (Osman, 2006).

Az újonnan létrejövő, innovatív cégeknek kevés lehetőség áll rendelkezésre külső forrás bevonására. Az indulás időszakában a menedzsmentben is komoly problémák jelentkezhetnek. A szakirodalomban ezeket hívják tőke- és tudásrésznek (Makra – Rácz, 2006). Az innováció és a kockázati tőke között fennálló kapcsolatot két megközelítésben lehet vizsgálni. Egyrészt, hogy magára az innovációs rendszerre milyen hatással van, másrészt, hogy a cég gazdasági és pénzügyi folyamataira, eredményeire milyen hatást gyakorol (Karsai, 2012).

Nagy figyelmet kell fordítani a vállalkozások tőkeszerkezetére. Fontos tudni azt, hogy mekkora részt képvisel a hitel a tőkeszerkezetben. A tőkések személyes közreműködése lehetővé teszi a nehéz helyzetekre történő gyors reagálást, így a magasabb hitelarányt is (Karsai, 2012).

Az optimális tőkestruktúra megtalálása minden vállalat számára kritikus kérdés. Ez a döntés nem csak a jövedelem maximalizálása miatt fontos, hanem amiatt is, mert hatással van a szervezetek azon képességére, hogy hogyan képesek a piaci versenyben teljesíteni. Nagyon sok elmélet született ebben a témában, de a kutatók még nem találták meg az optimális tőkestruktúrát (Herczeg, 2014b). Herczeg (2014a) tanulmányában bizonyítja, hogy a vállalatok tőkestruktúrájának fejlesztési folyamatában egyik elméleti modell sem alkalmazható teljes körűen. Myers (2001) szerint az optimális tőkestruktúrát taglaló elméletek abban különböznek egymástól, hogy az adók, az információs különbségek, illetve az ügynöki költségek közül, melyikre helyezik a hangsúlyt, illetve hogyan értelmezik azokat. A finanszírozási taktikák kutatása során igazolást nyert ezen tényezők fontossága, mivel ezeknek közvetlen hatása van az idegen források és a saját tőke arányára. Ennek ellenére azonban a finanszírozás még mindig nyitott kérdés. Azok a gazdasági problémák és ösztönzők, amelyek az adókról, információkról és ügynöki költségekről szóló elméleteket alakítják, világosan látszanak a finanszírozási taktikákban. Myers (2001) kutatása során a jelen értékre helyezte a hangsúlyt, mert a befektetők a jövőbeli kifizetések reményében invesztálnak és fejlesztetik a humán tőkét. A beruházás személyes kockázatvállalás, kemény munka, és a humán tőke specializálása révén valósul meg. Egy általános finanszírozási elméletnek egyszerre kell modelleznie a humán tőkébe történő invesztálást és a pénzbefektetést.

Modigliani – Miller (1958) I. tétele szerint a vállalatok értéke és az átlagos tőkeköltség nem függ a tőkestruktúrától, azaz lényegtelen, hogy mekkora a saját és mekkora az idegen forrás aránya a tőkeszerkezetben. Béza et al. (2007) leírja, hogy az elmélet szerint a vállalatok jövedelemtermelő képességét azok eszközei határozzák meg, és nem az, hogy milyen a források struktúrája. Emiatt a finanszírozási döntések nem befolyásolják az eszközstruktúrát. Ugyanakkor a finanszírozók az eszközök által megtermelt hozamon osztoznak. Így az eszkö-

zöktől elvárt hozam megegyezik a finanszírozók költségeivel, vagyis a súlyozott átlagos tőke-költséggel (WACC). A saját tőke költségének szempontjából azonban egyáltalán nem mindegy, hogy mennyi az idegen tőke a tőkestruktúrában (Béza et al., 2007). Ezt magyarázza Modigliani és Miller II. tétele, mely azon vállalatok részvényhozamára vonatkozik, amelyek tőkestruktúrájában van hitel (Modigliani – Miller, 1958). Minél magasabb a hitel aránya a tőkeszerkezetben, annál nagyobb lesz a saját tőke költsége. Ennek az oka, hogy a tőkéseknek nagyobb lesz az osztalékhoz, hozamhoz jutás kockázata, mivel a likvidációs sorrendben a hitelezők mögött állnak. Így a hitel növekedésével egyenes arányban nő annak a kockázata, hogy a tőkések nem kapják meg a pénzüket. Emiatt magasabb hozamot várnak el, ami a tőke költségének emelkedését jelenti (Béza et al., 2007). Ez az elmélet akkor igaz, ha az információk korlátlan mértékben rendelkezésre állnak, a várakozások homogének és nem vesszük figyelembe az adókat. Amennyiben már az adókat is bele vesszük a számításba, akkor a tőkestruktúra annál előnyösebb, minél magasabb arányú az idegen tőke, a hitel. Legjobb az, ha csak hitellel történik a finanszírozás. Ez amiatt van, hogy a fizetendő adóból levonható a kamatok költsége (Szerb, 2006). A legtöbb cég nem csak saját forrásból finanszírozza a beruházásait, pontosan az adómegtakarítás miatt, azonban a teljes hitelből történő finanszírozás is nehéz, mivel a hitelezők szoros határokat szabnak a felvehető összegre a saját források arányához viszonyítva (Modigliani – Miller, 1963).

Ma már inkább az a nézet érvényesül, hogy a tőkestruktúrát egy optimális tőke-hitel arány szerint kell kialakítani (Szerb, 2006). Az optimális tőke-hitel arány ott van, ahol az adómegtakarításból származó előnyök egyenlők a csőd-költségek határköltségével (Béza et al., 2007).

Egy másik ma népszerű elmélet szerint a vállalatok a forrásokat rangsorolják aszerint, hogy azok felhasználása mekkora költséggel jár. Így első helyre kerül a saját forrás, utána a hitel, végül pedig a tulajdonosi tőke bevonása (Szerb, 2006). A kockázati tőke a legdrágább finanszírozási forma, mert a magas kockázat mellett magas tranzakciós költségek is kapcsolódnak hozzá, a befektetők irányításban való aktív részvétele miatt (Béza et al., 2007).

Mindegyik elméletben közös vonás az, hogy egyik sem foglalkozik kiemelten a kockázati tőkével, illetve másfajta finanszírozási lehetőségekkel sem (Szerb, 2006).

Ha a kockázati tőkés úgy látja, hogy a menedzsment és/vagy a tulajdonosok nem a megfelelő célra használják az általa adott pénzt, akkor esetleg kevesebb tőkét nyújt, és a vállalkozás struktúrája nem lesz optimális. Az optimális tőkestruktúra kialakítása, vagyis külső forrás bevonása, a vállalkozás optimális növekedését is lehetővé teszi. Külső forrás bevonása nélkül a cégek csak lassan, elegendő saját forrás felhalmozódása után tudnak fejlődni (Szerb, 2006).

A külső források mind segítenek a vállalatok gyorsabb növekedésének elérésében. Ezek nélkül belső növekedésről van szó, amikor kizárólag a nyereség visszaforgatásából finanszírozzák a vállalat növekedését, ez azonban lassú folyamat. Az expanzív növekedés viszont már gyorsabb ütemű, ehhez szükségesek a különböző külső források. A fenntartható növekedés a külső forrás egy adott arányának megtartása esetén áll fent, vagyis változatlan tőkestruktúrát feltételez. A külső források tehát olyan ütemben nőhetnek, amilyen ütemben a belső források. Egy gyorsabb növekedés eléréséhez, a fenntartható növekedés megtartásával, szükség van a vállalkozás tőkéjének megemelésére. A finanszírozható növekedés esetén változik a tőkestruktúra, a növekedési ütem tartása újabb külső források bevonását igényli. Ilyenkor szem előtt kell tartani azt, hogy a vállalat jövőben potenciálisan képződő nyereségének elegendőnek kell lenni a külső források költségeinek finanszírozására (Béza et al., 2007). A gyors növekedés finanszírozásában jelent megoldást a kockázati tőke, mivel az ilyen, gyorsan növekvő cégeknek a magas kockázat miatt a bankok gyakran nem adnak hitelt (Szerb, 2006).

Magyarországon a nem pénzügyi, társas vállalkozások tőkeszerkezete az 1990-es évek végén drasztikusan átalakult. A hosszú lejáratú forrásokon belül folyamatosan jelentős mértékben csökkent a saját tőke aránya, melyet nem ellensúlyozott a hosszú lejáratú idegen források növekedése. Ezzel egy időben a saját tőkén belül nagy mértékben visszaesett a jegyzett tőke aránya, az eredménytartalék pedig többszörösére nőtt. A forrásszerkezet egészen belül jelentősen megemelkedett a rövid lejáratú külső források, főként a banki források aránya, mely a vállalkozási szféra rövid lejáratú eladósodásának növekedését okozta. A tapasztalatok alapján nem csak hazánkban, hanem nemzetközi szinten is általános tendencia az, hogy a vállalatok a fejlődést egyre inkább külső források bevonásával kívánják finanszírozni, és egyre kevésbé támaszkodnak a belső forrásokra (Némethné – Sinkovits, 2007).

Minden finanszírozási döntés végső célja az, hogy a tulajdonosok jövedelme növekedjen (Némethné – Sinkovits, 2007). A pénzügyi vezetőknek tőkeszerkezet kialakítása során erre kell törekedniük, vagyis olyan tőkeszerkezetet kell elérniük, ami maximalizálja a vállalat értékét. Ez csak a vállalat környezeti feltételeinek ismeretével, és az azokhoz való alkalmazkodással valósítható meg. A vezetőknek egyszerre több szempontot kell figyelembe venni, amikor az optimális tőkeszerkezetet határozzák meg. Krénusz (2005) makro- és mikrotényezőkre osztotta ezeket a szempontokat. A makrotényezők közé az olyan ország- vagy régió-specifikus tényezőket sorolta, mint a tőkepiac fejlettsége, vállalatirányítás, az adórendszer, a pénzügyi nehézségek. A mikrotényezők közé pedig az olyan vállalati gazdálkodásból adódó tényezőket, mint a nyereségesség, növekedés, likviditás, befektetési intenzitás, iparág, kockázatoság. Ezek közvetlenül befolyásolhatják a vállalkozások hitelfelvételi politi-

káját, egyes tényezők igazak lehetnek minden cégre, más tényezők azonban függenek a vállalati stratégiától, a pénzügyi vezető döntéseitől, tehát vállalat-specifikusak.

Ezek alapján meg kell határozni, hogy mekkora a forrásszükséglet, és milyen formában érdemes azt megszerezni. Ez megvalósítható a saját tőke növelésével, vállalkozási formától függően, új részvények kibocsátásán, új törzsbetétek értékesítésén, vagy kockázati tőketársaságoknak való üzletrész értékesítésen keresztül (Némethné – Sinkovits, 2007).

A saját forrást a tulajdonosok bocsátják a vállalkozás rendelkezésére, illetve a vállalkozás eredményének visszaforgatása is azt gyarapítja. Az idegen forrás a vagyon azon része, amelyet a vállalkozás más vállalkozóktól, intézményektől kap és visszafizetési kötelezettség terheli. Az elért eredmény után fizetendő adót, és az osztalékot is az idegen források között tartjuk nyilván (Baloghné et al., 2006).

Az alábbiakban a tulajdonosok által nyújtott, és az adózott eredményből a vállalkozásnál hagyott tőkeelemeket fogom részletezni, mert ezeken keresztül látható közvetlenül a kockázattőke-befektetés és a tőkés szakértelme által hozzáadott érték hatása. A többi saját tőke elemről és az idegen forrásokról említés szintjén írok.

2.5. A FORRÁSOLDAL SZÁMVITELE

A tulajdonosok által rendelkezésre bocsátott vagyont a jegyzett tőke és a tőketartalék tartalmazza. A ténylegesen még át nem adott vagyonelemeket jegyzett, de még be nem fizetett tőkeként kell nyilvántartani (Baracskaíné et al., 2003).

A számviteli törvény alapján a saját források részét képező *jegyzett tőke* részvénytársaságoknál, korlátolt felelősségű társaságoknál és egyéb vállalkozóknál a cégbíróságon bejegyzett tőkét jelenti, a létesítő okiratban meghatározott összegben, abban az esetben, ha cégbíró-sági bejegyzési kötelezettsége van a társaságnak. Azoknál a vállalkozóknál, amelyeket nem terhel cégbíró-sági bejegyzési kötelezettség, a jegyzett tőke a létesítő okiratban meghatározott összegű, a tulajdonosok által tartósan rendelkezésre bocsátott, és ténylegesen átadott tőkét jelenti. A külföldi székhelyű vállalkozás magyarországi fióktelepénél azt a vagyont kell kimutatni jegyzett tőkeként, melyet a működéshez, a tartozások kiegyenlítéséhez a külföldi székhelyű vállalkozás tartósan a fióktelep szabad rendelkezésére bocsátott (Sztv, 2014). A jegyzett tőke változásaira a kiegészítő mellékletben különös figyelmet kell fordítani, lényeges, hogy az egyes tulajdonosok által jegyzett tőke értéke külön-külön hogyan változott (Baloghné et al., 2006). A jegyzett tőkében bekövetkező bármilyen értékbeli változást akkor lehet kimutatni, ha azt a cégbíró-ság jóváhagyja (Baracskaíné et al., 2003).

A vállalkozások mérlegében *jegyzett, de még be nem fizetett tőkeként* kell kimutatni alapításkor, illetve a jegyzett tőke emelésekor a cégbíróságon bejegyzett tőkének azt a részét, amelyet a tulajdonosok még nem fizettek be, vagy nem pénzbeli hozzájárulás esetén még nem bocsátottak rendelkezésre (Sztv, 2014).

A *tőketartalék* olyan tőkeelem, ami a vállalkozási tevékenység eredményétől függetlenül változik, értéke nem lehet negatív (Kozma, 2001). Növekedési és csökkenési jogcímeit az 1. táblázat tartalmazza.

1. táblázat: A tőketartalék növelő és csökkentő tételei

Növelő tételek	Csökkentő tételek
- a részvények kibocsátáskori értéke és névértéke közötti különbözet, vagyis az árszámok - az a tőkerész, amelyet a tulajdonosok az alapításkor tőketartalékként a vállalkozás részére véglegesen rendelkezésére bocsátanak - a jegyzett tőke leszállítása - az az összeg, amelyet a lekötött tartalékból vezetnek vissza - olyan pénz- és egyéb eszközök értéke, melyet jogszabály alapján a tőketartalékba helyeznek (tényleges átvételkor)	- a jegyzett tőke emelése - a veszteségből eredő negatív eredménytartalék ellentételezése - az olyan tőketartalék kivonás, amely tőke-kivonással megvalósított tőkeleszállításhoz kapcsolódik - az az összeg, amelyet a lekötött tartalékba vezetnek át - olyan pénz- és egyéb eszközök értéke, melyet jogszabály alapján a tőketartalékkal szemben adnak át (tényleges átadáskor)

Forrás: Kozma (2001)

A saját tőke többi része az eredménytartalék, a lekötött tartalék, az értékelési tartalék és a mérleg szerinti eredmény, melyek nem a tulajdonosi befizetésekből származnak.

Az *eredménytartalék* a vállalkozás eredményétől függően változó tőkerész, így az értéke negatív is lehet. A *lekötött tartalékot* a tőketartalékból és az eredménytartalékból lekötött összeg, valamint a veszteség fedezésére kapott pótbefizetés összege adja. Az *értékelési tartalékban* kell kimutatni az eszközök piaci értéken történő értékelése során megállapított értékhe-lyesbítés összegét (Kozma, 2001).

A *mérleg szerinti eredmény* a tárgyévi működés során megtermelt eredménynek a vállalkozásnál hagyott része (Kozma, 2001). Az adózott eredményt növelni kell az osztalékra, részesedésre, és a kamatozó részvények kamatára igénybe vett eredménytartalékkal, valamint csökkenteni kell a jóváhagyott osztalékkal, részesedéssel, és a kamatozó részvények kamatával. Az így kapott értéket kell kimutatni a vállalkozás mérlegének mérleg szerinti eredmény sorában, egyezően az eredménykimutatásban ilyen címen kimutatott összeggel (Sztv, 2014).

Az idegen források közé a céltartalékok, a kötelezettségek, és a passzív időbeli elhatárolások sorolhatók. A *céltartalékokat* a vállalkozás az adózás előtti eredmény terhére képezheti

a várható kötelezettségekre, az időszakonként ismétlődő várható kötelezettségekre, és egyéb célokra. Ezzel elkerülhető, hogy a bizonytalan eredmény kimutatásra kerüljön. A *kötelezettségek* valamilyen szállítási, vállalkozási, szolgáltatási, vagy egyéb szerződésből eredő, elismert kötelezettségeket jelentenek, melyek teljesítése pénzben történik. Fajtái a hátrasorolt, a hosszú lejáratú és a rövid lejáratú kötelezettségek. Hátrasorolt kötelezettség a szerződő felek megállapodása alapján számolható el, a hosszú lejáratú kötelezettségek az egy éven túl, míg a rövid lejáratú kötelezettségek az egy éven belül teljesítendő tartozások. *Passzív időbeli elhatárolásként* a több üzleti évet érintő gazdasági események eredményt csökkentő hatását kell kimutatni. Ezek lehetnek költségeket növelő, vagy bevételt csökkentő tételek (Kozma, 2001).

A beszámolóknak a tőkeszerkezet, a tőkeáttétel vizsgálatára különböző mutatók alkalmazhatóak aszerint, hogy hogyan definiálják az idegen forrásokat, mely mérlegsorokat tekintik a részének, és melyeket nem. Így lehetséges a hosszú lejáratú kölcsönök, az adósságállomány piaci értékének, vagy a kötelezettségállomány egyes elemeinek (bankhitelek, szállítók) saját tőkéhez vagy összes forráshoz viszonyított arányának számítása (Krénsz, 2005).

A számviteli beszámolók célja minden országban a megbízható és valós összkép biztosítása a vállalkozás vagyoni, jövedelmi, pénzügyi helyzetéről (Pál, 2004). Egy piacgazdaságban a számviteli információ döntési előnyt ad azoknak, akik birtokolják, még akkor is, ha az nem teljesen pontos (Boghean, 2014). A kontinentális Európa országaiban, ahol jellemzően inkább hitelből finanszírozott vállalatok működnek, a beszámolóban jelentősen kevesebb adatot hoznak nyilvánosságra, mint az angolszász országokban. Mindezt adózási megfontolásból teszik, az adótörvény előírásai sok esetben befolyásolják a beszámoló-készítést és az azt megelőző folyamatokat. Pál (2004) az értékcsökkenés és a céltartalék képzés elszámolását említi tipikus példaként, melyek esetében az elsődleges cél az adóalap minimalizálása, ami miatt a megbízható és valós kép torzulhat. Ez viszont nem kedvez a befektetési döntéseknek, ugyanis kevesebb és torzult információ alapján a befektetők nehezebben teszik le voksukat egyik vagy másik cég mellett.

Pénzügyi szempontból előnyös a kockázati tőke a vállalkozások számára, mert nem jár visszafizetési és kamatfizetési kötelezettséggel, mint a hitel. A kapott pénzösszegért viszont meghatározott tulajdonrészt át kell engedni a kockázati tőkésnek. Ha sikertelen lesz a vállalkozás, akkor a tőkét lényegében ingyen kapta, azonban ha sikeres lesz, akkor a kockázati tőkés érvényesíti magas hozamelvárását a részesedés eladásakor a vevővel szemben. A befektető által hozott tudás és szakmai tapasztalat olyan előnyökkel járhat, ami miatt megfontolandó ezen finanszírozási forma választása.

A kockázati tőkés a vállalkozás pénzforgalmának vizsgálatakor nem azt nézi, hogy visszkapja-e majd a pénzét kamattal együtt. Az érdekli, hogy időben rendelkezésre fog-e állni a szükséges pénz az éppen aktuális fejlesztésekhez, beruházásokhoz. Emiatt olyan vállalkozások is hozzájuthatnak a szükséges forráshoz, amelyeket a hitelintézetek nem tartanak hitelképesnek. Fontos előny, hogy a kockázati tőkés kilépése a vállalkozásból nem jár tőke kivonással. A beszálláskor a tőkés a pénzt a vállalkozás tőkéjéhez való hozzájárulásként adja, így azt nem viheti magával a kilépéskor. A tulajdonrészéért annak értékesítésével kaphat pénzt, ez viszont nem eredményez tőke kivonást a cégnél (Osman, 2000).

Összességében elmondható, hogy a kockázati tőkével finanszírozott cégek gyorsabban növekedtek, mint az adott szakágazatban lévő más cégek. A vizsgálatok azt is igazolták, hogy ezen cégeknél sokkal jelentősebb innovatív tevékenység zajlott, mint azoknál, amelyeket nem finanszíroztak kockázati tőkével.

A kockázati tőke pozitív hatását az is mutatja, hogy európai és amerikai tanulmányok szerint a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások több munkahelyet teremtettek, mint a többi vállalkozás, és az új munkahelyek száma is nagyobb ütemben nőtt ezen cégeknél. Más tanulmányok azonban módszertani hibára hivatkozva helytelennek ítélik ezeket az eredményeket.

A tőkések portfóliócégeit vizsgálva több tanulmány is megállapította, hogy a kockázati tőke bevonása javította a vállalatok tényezőtermelékenységét. Emellett az innovációs befektetések és a K+F ráfordítások is emelkedtek a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások esetében, tehát az egész vállalati teljesítményre jótékony hatást gyakorolt a kockázati tőke. Az is megfigyelhető, hogy a befektetésből való kiszállás után is folytatódott a növekedés a finanszírozott cégeknél, különösen igaz ez az IPO-k esetében (Karsai, 2012).

3. ANYAG ÉS MÓDSZER

A szakirodalmi áttekintés után esettanulmányok feldolgozásával célom az volt, hogy megvizsgáljam, hogy a kockázatitőke-befektetők a vállalatvezetőkkel együttműködve milyen módon érik el a befektetett tőke felértékelődését, és hogyan tükröződik ez az általuk finanszírozott vállalatok mérlegében. Elemzésemben a mérlegek forrásoldalára koncentrálok, mert a vállalkozások saját vagyona itt kerül kimutatásra, beleértve a tulajdonosok által rendelkezésre bocsátott tőkét, és a működésből származó eredményt is. Itt látszik az, hogy a kapott tőke értékét mennyivel tudják növelni a befektetés ideje alatt.

Ehhez kiválasztottam három vállalatot, melyek megfeleltek a kritériumoknak. Olyan vállalkozások jöhettek szóba, melyek valamely életszakaszukban kockázati tőkét kaptak, lezárult a befektetés és sikeres exitet hajtottak végre a befektetők. Ezek alapján a választásom a Cryo Management Kft., a Waberer's International Zrt. és a LogMeIn Kft. cégekre esett.

A következő fejezetben röviden ismertetem a három cégbe történő befektetéseket, majd azok mérlegének forrásoldalát fogom vizsgálni a kockázatitőke-befektetések tükrében. A számviteli törvény előírásai szerint a beszámolók kiegészítő mellékletében bemutatandó értékek közül a mérleg forrásoldalához kapcsolódó mutatószámokat fogom vizsgálni. Ezek alkalmazásával teszek megállapításokat arra vonatkozóan, hogy hogyan alakul a vállalkozások mérlegének forrásoldala a kockázati tőkebefektetések következtében, a befektetést megelőző évben, a befektetés éveiben és a kiszállást követő évben.

A *források szerkezete* mutató segítségével az idegen források arányát állapíthatjuk meg az összes forráshoz viszonyítva. A forrásokon belül idegen forrásnak kell tekinteni a céltartalékokat, a kötelezettségeket és a passzív időbeli elhatárolásokat. A források szerkezete mutató a következőképpen számítható:

$$\frac{\text{. Idegen források .}}{\text{Források összesen}} \times 100$$

A források szerkezete mutatóval szoros összefüggésben áll a *tőkeerősség* mutató, ami arra ad választ, hogy a vállalkozás saját tőkéje milyen arányban finanszírozza az eszközöket. A két mutató fordított arányosságban áll egymással, minél nagyobb a tőkeerősség, annál alacsonyabb az idegen források aránya. A tőkeerősség mutatót az alábbi módon kell számolni:

$$\frac{\text{. Saját tőke .}}{\text{Források összesen}} \times 100$$

Az idegen források saját tőkéhez viszonyított arányát a *tőkefeszültség* mutató adja meg. Azt fejezi ki, hogy egy egységnyi saját tőkére mennyi idegen forrás jut. Minél magasabb a mutató értéke, annál kedvezőtlenebb a helyzet. A tőkefeszültség mutató értéke a következő módon határozható meg:

$$\frac{\text{Idegen források}}{\text{Saját tőke}} \cdot 100$$

A saját tőkére vonatkozóan a negyedik mutatószám, amelyet dolgozatomban vizsgálok, a *tőkehatékonyság*, ami az egységnyi saját tőkére jutó hozamot fejezi ki. Kiszámítási módja az alábbi:

$$\frac{\text{Nettó (vagy anyagmentes) termelési érték}}{\text{Saját tőke}}$$

A nettó termelési érték meghatározásához szükség van a bruttó termelési értékre és az anyagiilegű ráfordításokra. A bruttó termelési értéket az értékesítés nettó árbevétele, az eladott áruk beszerzési értéke (ELÁBÉ), az eladott (közvetített) szolgáltatások értéke, a saját termelésű eszközök aktivált értéke, valamint a saját termelésű készletek állományváltozása segítségével határozhatjuk meg a következőképpen:

	Értékesítés nettó árbevétele
-	Eladott áruk beszerzési értéke
-	Eladott (közvetített) szolgáltatások értéke
+	Saját előállítású eszközök aktivált értéke
+/-	<u>Saját termelésű készletek állományváltozása</u>
	Bruttó termelési érték

A nettó termelési érték meghatározásához a bruttó termelési értékből ki kell vonni az anyagiilegű ráfordításokat és az értékcsökkenési leírást:

	Bruttó termelési érték
-	Anyagiilegű ráfordítások
-	<u>Értékcsökkenési leírás</u>
	Nettó termelési érték

Forrás: Helgertné – Kurcsinka (2008)

Miután megtörtént a vállalatok külön-külön elemzése, a következő lépésben egymással fogom őket összehasonlítani.

Táblázatba foglalva mutatom be az egyes cégek fontosabb adatait, mint például a tulajdonlást, a kockázatitőke-befektetőket, a jegyzett tőke, a mérlegfőösszeg és az árbevétel alakulását a tőkebefektetések következtében.

Ezután a vállalatok elemzése során számolt mutatók értékeit vetem össze, és vonok le következtetéseket arra vonatkozóan, hogy a kockázatitőke-befektetések eltérő időszakokban, eltérő időtartam alatt való lezajlása, az ez alatt bekövetkező piaci változások, valamint a befektetők által hozott nyomon követhető döntések hogyan alakítják a tőkeszerkezetet.

Az elemzést a befektetés évének és a 2013. év fő adatainak összehasonításával folytatom, megállapításokat téve arra vonatkozóan, hogy a vállalkozások milyen irányba fejlődtek az exitet követő években.

Végül összegzem az eredményeket, és értékelem a kockázatitőke-befektetések vállalatokra gyakorolt hatásait, szem előtt tartva azt, hogy a három kiválasztott vállalat jó példa arra, hogy egy-egy esetet szemléltessenek, de ezek elemzéséből nem lehet általános érvényű, az egész kockázatitőke-iparra vonatkozó következtetéseket levonni.

4. EREDMÉNYEK ÉS AZOK ÉRTÉKELÉSE

4.1. A CRYO MANAGEMENT KFT.

A Cryo Management Kft. 2010-ben jött létre, 13010 e Ft jegyzett tőkével. A vállalkozás egyéb természettudományi, műszaki kutatás, fejlesztés területen tevékenykedik, ezen belül biotechnológia iparágban. A Cryo Management Kft. a humán meddőség kezelése és az állatszaporítás kérdésében egyszerre végzett kutatás-fejlesztési tevékenységet, mely alapján jól hasznosítható eszközöket gyártott és értékesített. (I1)

A vállalkozásba az OTP Kockázati Tőkealap I. fektetett be, a PortfoLion Zrt. igazgatósági döntése alapján. A Tőkealap 2011 januárjában szállt be a vállalkozásba, 220 millió Ft-tal. (I1)

A befektetés időtartama alatt a vállalkozás látványos fejlődésen ment keresztül, mind az üzleti gyakorlatot, mind a szervezetet, mind a céleléreket tekintve. Már a befektetés első évében jelentős létszám- és árbevétel-növekedést könyvelhetett el. (I1)

A 21 hónapos befektetés végén, 2012-ben a svéd biotechnológiai vállalat, a VitroLife AB vásárolta meg 5 millió euróért, minősített többséget szerezve ezzel a magyar vállalatban. Az értékesítés a befektetési alap számára 69%-os belső megtérülést hozott. A stockholmi tőzsdén jegyzett cég felvásárlási ajánlata a Cryo Management Kft. egyik üzletágára és teljes menedzsmentjére szólt, azzal a szándékkal, hogy a tevékenységet továbbra is Magyarországon kívánja folytatni. A másik üzletágot a PortfoLion egy új vállalkozásban fejleszti tovább, amivel az eredeti befektetés megtérülését kívánja növelni. (I1)

2013-ban a vállalat nevet változtatott, VitroLife Kft-ként működik tovább, és egy leányvállalat, a Cryo Innovation Kutatás-Fejlesztési és Szolgáltatási Kft. tulajdonosa. (Cryo, 2014)

A befektetett összeg nagy részét, 212990 e Ft-ot a tőketartalékba helyezte a vállalkozás, melynek értéke így 22318 e Ft-ról 235308 e Ft-ra változott. A maradék 7010 e Ft-ot a jegyzett tőkébe helyezték, ami így 13010 e Ft-ról 20020 e Ft-ra növekedett. Az adatokat a 2. táblázatban szemléltetem. A 7010 e Ft-os jegyzett tőkeemeléssel az OTP Kockázati Tőkealap I. 35,01%-os tulajdonrészt szerzett a vállalkozásban.

Fontos megjegyezni, hogy a 2010-es adatok nem egy teljes évre vonatkoznak, a vállalkozás beszámolója a 2010. december 13. – 2010. december 31. időszakot fedi le.

2. táblázat: A jegyzett tőke és a tőketartalék változása a befektetés következtében

Mérleg sor	2010	Változás	2011
Jegyzett tőke (e Ft)	13 010	7 010	20 020
Tőketartalék (e Ft)	22 318	212 990	235 308

Forrás: Cryo (2012)

A Cryo Management Kft. mérlegéből látszik, hogy az idegen források aránya meglehetősen alacsony. Az alapítás évében az 1%-ot sem érte el, ez a magas jegyzett tőkének és a tőketartalékba helyezett összegnek köszönhető, valamint annak, hogy ebben az évben csak néhány napos beszámolási időszakról van szó, így nem történt annyi gazdasági esemény, ami növelte volna az idegen forrásokat.

A következő évben jelentős növekedés tapasztalható mind az idegen források, mind az összes forrás tekintetében. Ez egyrészt annak köszönhető, hogy a teljes üzleti évben működött a társaság, másrészt pedig a kockázati tőke-befektetésnek. A 2011-es év mérlegéből látszik, hogy, a vállalat pozitív mérleg szerinti eredményt könyvelhetett el, a kockázati tőke-befektető szakértelmének jóvoltából. A kötelezettségeken belül nagymértékben nőttek a vevőktől kapott előlegek, a szállítók, valamint az egyéb kötelezettségek, mely a tevékenység beindulásának velejárója. Ez, illetve a jegyzett tőkébe és a tőketartalékba helyezett befektetett tőke eredményezte a saját források, ezen keresztül pedig az összes forrás növekedését. A források szerkezete mutató értéke az előzőeknek megfelelően jelentősen megnőtt, a tőkebefektetés következtében az összes forrás körülbelül tízszeresére, míg ezen belül az idegen forrás csaknem kétszázszorosára gyarapodott, eltolva ezzel az arányt az idegen források irányába.

A befektetést követő évben, mely egyben az exit éve is, tovább nőtt az összes forrás értéke az előző évi és a tárgyévi pozitív mérleg szerinti eredménynek, valamint a 400 e Ft-os jegyzett tőke emelésnek köszönhetően. Az idegen források értékében viszont csökkenés mutatkozik. A kötelezettségek jelentősen csökkentek, melynek az az oka, hogy a Cryo Management teljesítette a vevőktől kapott előleg miatt keletkezett kötelezettsége nagy részét, ezzel szemben azonban nagy összegű költség elhatárolást is végrehajtott, mely a passzív időbeli elhatárolások értékére növelő hatással volt. Ez az arányeltolódás okozta a források szerkezete mutató értékének csökkenését.

A szakmai befektetőnek történő értékesítés utáni évben jelentős növekedés látható mind az idegen források, mind az összes forrás értékében. Az összes forrás emelkedését 2013-ban teljes egészében az idegen források okozták, ugyanis az adózott eredményt a vállalkozás osztalékként kifizette a Vitrolife AB részére, így a mérleg szerinti eredmény, és más saját tőke elem sem eredményezett változást a saját tőke értékében. Az idegen források között megjelent

a céltartalék, melyet a kiegészítő melléklet szerint mikroszkópok garanciális javítására képeztek. A másik jelentős növekedés a kapcsolt vállalkozással szembeni kötelezettségek között jelent meg, melynek egy része, 42294 e Ft a Cryo Innovation Kft. leányvállalattal szemben, másik része, 101191 e Ft pedig a Vitrolife AB-val szemben, mint osztalékfizetési kötelezettség állt fenn. A majdnem ötszörös növekedés az idegen forrásokban a források szerkezete mutató több mint 30 százalékpontos emelkedését eredményezte, ami azt jelenti, hogy az idegen források csaknem a felét teszik ki a vállalkozás tőkeszerkezetének. A 3. táblázat mutatja be a források szerkezetének alakulását.

3. táblázat: Források szerkezete a Cryo Management Kft.-nél (2010–2013)

	2010	2011	2012	2013
Idegen források (e Ft)	315	62 803	54 307	266 109
Források összesen (e Ft)	35 358	332 600	333 795	545 597
Források szerkezete (%)	0,89	18,88	16,27	48,77

Forrás: Cryo (2012), Cryo (2014)

A tőkeerősség mutató a források szerkezete mutatóval ellentétben a saját tőkét viszonyítja az összes forráshoz, a kettő összege adja a teljes forrásoldal összegét.

A saját tőke aránya a Cryo Management Kft. esetében meglehetősen magas, 2010-ben, amikor megkezdte a működését, csaknem 100 százalék volt, hiszen idegen forrása még alig volt.

A tőkeinjekció évében, amikor már a teljes üzleti évben végezte a tevékenységét, a saját tőke és ezen keresztül az összes forrás értéke nagymértékű növekedést mutatott. A tőkeerősség azonban 18 százalékponttal visszaesett, de még így is 80 százalék feletti volt az értéke.

Az exit évében, 2012-ben kis mértékű növekedés tapasztalható 2011-hez képest, ami az előző évi pozitív mérleg szerinti eredménynek, és a jegyzett tőke emelésnek köszönhető.

A kiszállás utáni évben a kapcsolt vállalkozással szemben jelentősen megnőtt a Cryo Management Kft. kötelezettsége, így az összes forrás értéke is, ami a tőkeerősséget alig több mint 50 százalék körülire redukálta. A kapcsolt vállalkozás felé fennálló tartozás azonban más jellegű, mint a harmadik féllel szembeni tartozások, ezek nem esnek olyan szigorú behajtás alá, hiszen a konszolidált beszámolóban a konszern összvagyonra jelenik meg.

A vállalkozás tőkeerőssége a 4. táblázatban látható.

4. táblázat: Tőkeerősség a Cryo Management Kft-nél (2010–2013)

	2010	2011	2012	2013
Saját tőke (e Ft)	35 043	269 797	279 488	279 488
Források összesen (e Ft)	35 358	332 600	333 795	545 597
Tőkeerősség (%)	99,11	81,12	83,73	51,23

Forrás: Cryo (2012), Cryo (2014)

A Cryo Management tőkefeszültség mutatója tendenciájában és értékében nagy hasonlóságot mutat a források szerkezete mutatóval a vizsgált években. Ennek oka, hogy a két mutató közötti különbség mindössze annyi, hogy az idegen forrásokat a források szerkezete az összes forráshoz, míg a tőkefeszültség a saját tőkéhez viszonyítja. Így a nevezők közötti különbséget az idegen források értéke jelenti. Mivel a vállalkozás tőkeszerkezetében relatíve alacsony az idegen források értéke, ezért a két mutató nevezője között nem jelentkezik nagy eltérés.

Ez alól kivételt képez a 2013-as év. Miután 2012-ben a Vitrolife AB felvásárolta a Cryo Management Kft-t, magas kapcsolt vállalkozással szembeni kötelezettsége keletkezett, melynek következtében az idegen források több mint 95 százalékát tették ki a saját tőkének. Ez összhangban van, az előző két mutató alapján kapott értékekkel.

A tőkefeszültségi mutató értékének változásait az 5. táblázatban lehet nyomon követni.

5. táblázat: Tőkefeszültség a Cryo Management Kft-nél (2010–2013)

	2010	2011	2012	2013
Idegen források (e Ft)	315	62 803	54 307	266 109
Saját tőke (e Ft)	35 043	269 797	279 488	279 488
Tőkefeszültség (%)	0,90	23,28	19,43	95,21

Forrás: Cryo (2012), Cryo (2014)

Az Anyag és módszer részben részletesen levezetett módon számítottam a Cryo Management Kft. tőkehatékonyság mutatóját. A 6. táblázatban a számítás fő sorait szemléltetem.

A bruttó termelési érték a vállalkozásnál az indulás évében 0 e Ft volt, a következő évben azonban ugrásszerűen megnőtt, és minden évben egyre magasabb lett. Ezt az egyre növekvő értékesítési árbevétel okozta, mely nagyrészt a kockázati tőkebefektetésnek és az azzal együtt járó szakértelemnek volt köszönhető. 2013-ban pedig már az anyavállalattal való kapcsolat hatása látszik a kiugró árbevételben. A bruttó termelési értéket meghatározó többi tényező közül a saját termelésű készletek állományváltozása jelent meg a Cryo Managementnél, mely negatívan hatott rá, a növekvő tendenciát azonban nem befolyásolta.

A bruttó termelési értéket jelentősen lecsökkentette az anyagijellegű ráfordítás, hiszen mind az anyagköltség, mind az igénybe vett szolgáltatások értéke magas volt. Ezzel szemben az értékcsökkenési leírás meglehetősen alacsony volt, így az nem befolyásolta meghatározó mértékben a nettó termelési értéket. Összességében tehát a nettó termelési érték a bruttó termelési értékhez képest jóval alacsonyabb lett, 2010-ben még negatív, az azt követő években viszont növekedésnek indult. 2013-ban kiemelkedően magas volt.

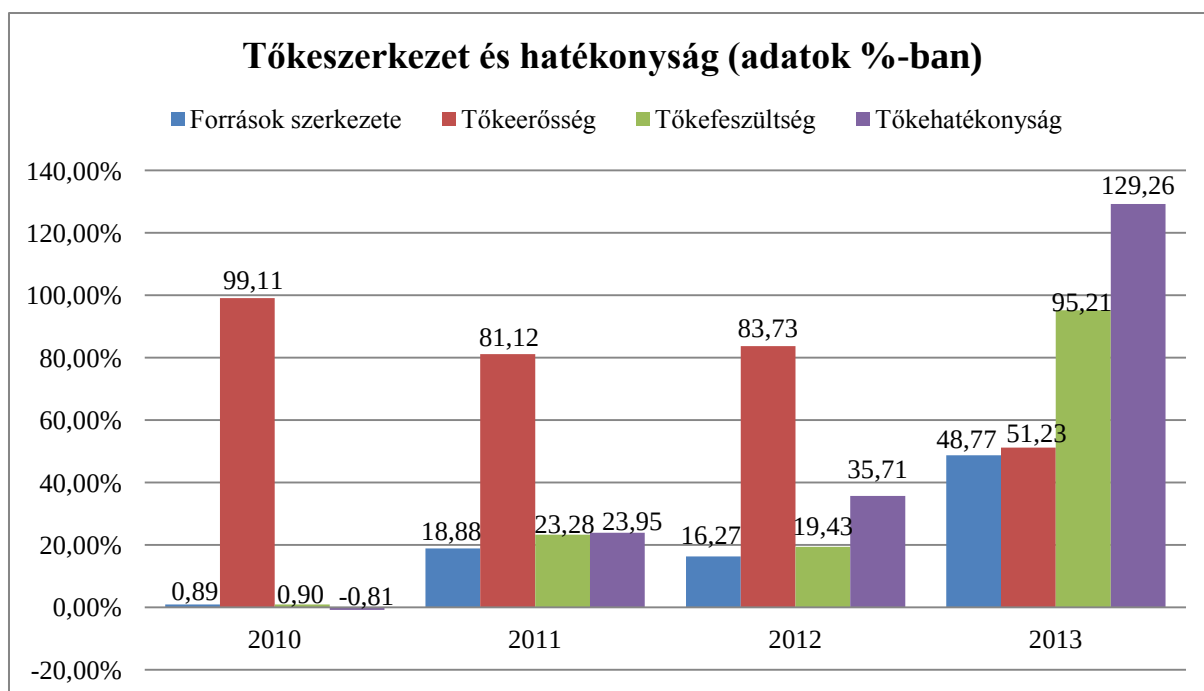
A nettó termelési értéket a saját tőkéhez viszonyítva megállapítható, hogy a Cryo Management Kft. tőkehatékonysága növekvő tendenciát mutat. 2010-ben, mivel a nettó termelési értékre csak az anyagijellegű ráfordítás hat, negatív értéket eredményezve, ezért a tőkehatékonyság is negatív előjelű. Az egységnyi saját tőkére jutó hozam tehát az indulás évében még negatív volt. 2011-től kezdve folyamatosan növekszik. A tőkeinjekció következtében megemelkedett saját tőkének már csaknem a negyedét éri el a nettó termelési érték, 2012-ben pedig már több mint 35 százalékát teszi ki. 2013-ban a kiugróan magas nettó termelési értéknek köszönhetően a tőkehatékonyság majdnem 130 százalékos volt, vagyis egységnyi saját tőkével 130 százalékos hozamot sikerült elérnie a vállalatnak.

6. táblázat: Tőkehatékonyság a Cryo Management Kft-nél (2010–2013)

	2010	2011	2012	2013
Bruttó termelési érték (e Ft)	0	209 216	460 526	780 156
Nettó termelési érték (e Ft)	-285	64 606	99 815	361 273
Saját tőke (e Ft)	35 043	269 797	279 488	279 488
Tőkehatékonyság (%)	-0,81%	23,95%	35,71%	129,26%

Forrás: Cryo (2012), Cryo (2014)

Az 1. ábrán az előbb bemutatott négy mutatót szemléltetem. Jól látható, hogy hogyan változnak az egyes mutatók értékei a tőkebefektetés, valamint a Vitrolife AB általi felvásárlás hatására.



1. ábra: A Cryo Management Kft. tőkeszerkezeti és hatékonysági mutatói (2010–2013)

Forrás: Cryo (2012), Cryo (2014)

4.2. A WABERER'S INTERNATIONAL ZRT.

A Waberer's International Zrt. szerteágazó tevékenységet végez. A vagyonkezelés, a járműjavítás, az informatika és a nemzetközi áru fuvarozás- és szállítmányozás területei közül utóbbi képviseli a legnagyobb arányt. Ez megmutatkozik az eszközállományban, az alkalmazottak létszámában, az árbevételben és a ráfordításokban is (Waberers, 2014). A Waberer's International Zrt. 2004-ben kapott kockázati tőkét. Ekkor még Volán Tefu Rt. néven működött, azonban az AIG New Europe Fund befektetési alap részesedés szerzése után Waberer's Holding Zrt.-ként végezte tevékenységét. A Holding részévé váltak a korábban a Volán Tefu által felvásárolt cégek is, melyek anyavállalatoként és a Holding irányítójaként működött tovább a Volán Tefu Rt (I9).

Az eredetileg állami alapítású céget az 1990-es években privatizálták, és a részvények 80 százalékát hét magánszemély szerezte meg, a maradék 20 százalékot pedig a dolgozók vehették meg (I10). 2003-ra ez az arány eltolódott, belföldi magánszemélyek tulajdonában 98,76 százalék, míg belföldi jogi személyek tulajdonában 1,24 százalék volt. Ebbe a tulajdonosi szerkezetbe csatlakozott be 2004-ben az AIG New Europe Fund közel 2 milliárd forinttal, melyből 243544 e Ft-ot jegyzett tőke emelésként számoltak el, 1262939 e Ft-ot pedig tőketartalékba helyeztek. Így az 1143576 e Ft-ra emelkedett jegyzett tőke 21,3 százalékát birtokolta (Waberers, 2004). A részesedésszerzés mellett a befektető a hazai képviseléből két tagot is delegált a Waberer's igazgatótanácsába, ezzel aktív részt vállalt a vállalat vezetésében (I9).

A kapott tőkével a vállalat a nemzetközi terjeszkedést kívánta finanszírozni, elsősorban Lengyelországban, Ukrajnában, Romániában, Szlovéniában és Horvátországban. Az AIG New Europe Fund tervei között szerepelt a részesedés növelése, és 3-6 éven belül tőzsdére lépéssel történő kiszállás a befektetésből (I9).

Az gazdasági válság miatt elodázott exit végül 2011-ben következett be, ám a tervekkel ellentétben nem lépett tőzsdére a vállalat. Az AIG részvényeit egy másik kockázattőkebefektető, a Mid Europa Partners vette meg, ezzel egy időben pedig tőkeemelést is végrehajtott, így összességében 49,05 százalékos részesedést szerzett a vállalatban (I9, I11). A jegyzett tőkét 228704 e Ft-tal emelték, a tőketartalékba pedig 4405413 e Ft-ot helyeztek (Waberers, 2012). Ugyanebben az évben a vállalat felvette a Waberer's International Zrt. nevet (I11).

A Waberer's International Zrt.-t, mint anyavállalatot vettem figyelembe az elemzésemben. Ennek az az oka, hogy a számolt mutatókhoz szükség van olyan adatokra a mérlegből és eredménykimutatásból, amelyek az IFRS szerinti konszolidált beszámolóban nem úgy jelennek meg, mint a magyar számviteli törvény szerinti beszámolóban.

A 7. táblázatban olvasható, hogy milyen változások történtek a Waberer's International Zrt. jegyzett tőkéjében és tőketartalékában, amikor az első, illetve a második tőkeinjekciót kapta. A tőketartaléknál 2004 és 2010 között is látható egy eltérés, aminek az az oka, hogy 2007-ben egy kiválás miatt csökkent a társaság jegyzett tőkéje, és a hiányzó összeget, 130620 e Ft-ot a tőketartalékból pótolták (Waberers, 2008).

7. táblázat: A jegyzett tőke és a tőketartalék változása a két befektetés következtében

Mérlegsor	2003	Változás	2004	2010	Változás	2011
Jegyzett tőke (e Ft)	900 032	243 544	1 143 576	1 143 576	228 704	1 372 280
Tőketartalék (e Ft)	0	1 262 939	1 262 939	1 132 319	4 405 413	5 537 732

Forrás: Waberers (2005), Waberers (2012)

A Waberer's International Zrt. mutatóinak ismertetésénél a könnyebb átláthatóság érdekében a mérlegből és az eredménykimutatásból vett, illetve azokból számított értékeket a táblázatokban millió forintban tüntetem fel.

A források szerkezete mutató meglehetősen ingadozó volt a vizsgált időszakban. 2003 és 2006 között 37 és 51 százalék között mozgott az értéke, ami az idegen forrásokban tapasztalható változásokra vezethető vissza. A mérlegek adataiból kiderül, hogy a beruházási és fejlesztési hitelek, a rövid lejáratú hitelek, a szállító kötelezettségek, valamint a kapcsolt vállalkozással szembeni rövid lejáratú kötelezettségek erőteljes ingadozása nagymértékben hat az idegen források, és ezen keresztül az összes forrás értékére. A saját tőkében folyamatos növe-

kedés látható, tehát összességében növelően hatott az összes forrás értékére, azonban mégsem tudta jelentősen befolyásolni a források szerkezetét, mivel a tízmilliárdos nagyságrendhez képest csekélynek mondható a változása.

2007 és 2010 között jelentős emelkedés tapasztalható a mutató értékében. Ennek legfőbb oka a mérleg szerinti eredmény értékének zuhanása, melyben szerepet játszik az egyéb bevételek, a pénzügyi műveletek bevételeinek csökkenése, illetve a pénzügyi műveletek ráfordításainak növekedése. Az utóbbi kettőben a legnagyobb részt a határidős ügyletek és a devizás tételek év végi értékelése játssza, ami a válság miatti kedvezőtlen árfolyam-alakulás miatt jelentős eredménycsökkenéssel járt. 2007-ben átalakulás miatt egy jelentős összeget kivettek az eredménytartalékból, ami szintén nagy szerepet játszott abban, hogy a saját tőke majdnem 16 milliárd forinttal csökkent. A legrosszabb helyzet 2008-ban alakult ki, amikor az idegen források az összes forrásnak majdnem 90 százalékát tették ki, de 2007-ben, 2009-ben és 2010-ben is 80 százaléknál magasabb arányt képviseltek a tőkeszerkezetben, annak ellenére, hogy 2009-től csökkenni kezdett az értékük.

2011-ben következett az első tőkebefektető kiszállása, és a második belépése. Ezzel egy időben tőkeemelést is végrehajtottak, ami a mérleg szerinti eredmény növekedésével együtt lehetővé tette az összes forrás értékének növekedését. Ez, és az idegen források csökkenése több mint 20 százalékpontos csökkenést eredményezett a források szerkezetében.

2012-ben viszont mind az idegen források, mind a saját tőke jelentősen megnőtt négy cég beolvadásának hatására. Az idegen források jogi célokra képzett céltartalék, pénzügyi lízingtartozás, szállító kötelezettség, illetve kapcsolt vállalkozással szembeni kötelezettség miatt növekedtek nagymértékben. Emiatt a források szerkezete eltolódott az előző évhez képest, 57,42 százalékról 74,77 százalékra emelkedett az idegen források aránya, ahogyan az a 8. táblázatban látható.

8. táblázat: Források szerkezete a Waberer's International Zrt-nél (2003–2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Idegen források (mFt)	14 641	11 924	10 307	15 365	19 683	20 145	16 898	15 045	13 634	56 492
Források összesen (mFt)	28 733	28 186	27 515	35 241	23 740	22 431	20 277	18 776	23 744	75 554
Források szerkezete (%)	50,96	42,31	37,46	43,60	82,91	89,81	83,34	80,13	57,42	74,77

Forrás: Waberers (2005), Waberers (2007), Waberers (2009), Waberers (2011), Waberers (2013)

A 9. táblázat szerint a vállalat tőkeerőssége 2003 és 2006 között 49 százalék feletti volt. A 2004-es tőkeinjekció erősített a helyzeten, 57 százalék fölé emelte a mutató értékét, 2005-ben pedig a 60 százalékot is meghaladta, ami az egész vizsgált időszakban a legmagasabb

volt. 2007-2010-ig a források szerkezete mutatóhoz illeszkedve a Waberer's tőkeerőssége nagyon alacsony volt, 2008-ban éppen csak meghaladta a 10 százalékot, és ezek közül egy évben sem érte el a 20 százalékot.

2011-ben a második tőkebefektetés hatására nőtt a tőkeerősség, több mint 20 százalékponttal, 2012-ben viszont az idegen források arányának emelkedése miatt a mutató értéke 25,23 százalékra redukálódott.

9. táblázat: Tőkeerősség a Waberer's International Zrt-nél (2003–2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Saját tőke (mFt)	14 092	16 262	17 209	19 875	4 057	2 287	3 379	3 730	10 110	19 062
Források összesen (mFt)	28 733	28 186	27 515	35 241	23 740	22 431	20 277	18 776	23 744	75 554
Tőkeerősség (%)	49,04	57,69	62,54	56,40	17,09	10,19	16,66	19,87	42,58	25,23

Forrás: Waberers (2005), Waberers (2007), Waberers (2009), Waberers (2011), Waberers (2013)

A 10. táblázatban az látható, hogy a Waberer's tőkefeszültsége a vizsgált időszakban három év kivételével végig 100 százalék fölött volt, vagyis szinte mindig több volt az idegen forrás, mint a saját tőke. A befektetés előtt, 2003-ban, még közel egyenlő volt a kettő, a kockázati tőkebefektetés évében és az azt követő két évben viszont eltolódott az arány a saját tőke irányába, 2005-ben közel kétszerese volt az idegen tőkének.

Ahogy az előző két mutató esetében is kitűnt, 2007-től sokkal magasabb arányt képviselt az idegen forrás a tőkeszerkezetben, a válság indulásának évében meghaladta a 800 százalékot. A 2011-es tőkeinjekció sokat javított a helyzeten, ami a tőkefeszültségi mutató értékén is meglátszik, hiszen 134,86 százalékra csökkent. 2012-ben az átalakulás következtében viszont ismét 300 százalék körül volt a társaság tőkefeszültsége.

10. táblázat: Tőkefeszültség a Waberer's International Zrt-nél (2003–2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Idegen források (mFt)	14 641	11 924	10 307	15 365	19 683	20 145	16 898	15 045	13 634	56 492
Saját tőke (mFt)	14 092	16 262	17 209	19 875	4 057	2 287	3 379	3 730	10 110	19 061
Tőkefeszültség (%)	103,90	73,33	59,89	77,31	485,21	881,01	500,16	403,31	134,86	296,37

Forrás: Waberers (2005), Waberers (2007), Waberers (2009), Waberers (2011), Waberers (2013)

A 11. táblázat szerint a Waberer's International Zrt. tőkehatékonysága a vizsgált időszakban végig negatív volt, vagyis egy egységnyi saját tőkére minden évben veszteség jutott. Ez első látásra meglepő, tekintve, hogy milyen ütemben fejlődik a cég. Azonban az eredménykimutatás adataiból megállapítható, hogy miért alakult ki ez a helyzet.

A bruttó termelési érték számítása minden évben tízmilliárd forintos nagyságrendű árbevételeből indult ki. Az eladott áruk beszerzési értéke ehhez képest csekély jelentőségű, nem csökkentette nagymértékben a bruttó termelési értéket. Az eladott (közvetített) szolgáltatások értéke viszont hasonlóan magas volt, mint az árbevétel, így azt nagyon lecsökkentette, és ezt nem kompenzálta sem a saját előállítású eszközök aktivált értéke, sem a saját termelésű készletek állományváltozása, mivel ezek értéke szinte minden vizsgált évben nulla volt.

A nettó termelési érték meghatározása így már egy jóval alacsonyabb értékről indult. Ebből kellett levonni az anyagjellegű ráfordításokat, ami tartalmazza az ELÁBÉ-t és az eladott (közvetített) szolgáltatások értékét is, tehát ezek kétszer kerültek kivonásra. Emellett az értékcsökkenési leírás tovább csökkentette ezt az értéket, ami a nagy tárgyi eszköz állomány miatt minden évben jelentős összeget tett ki. Ennek következményeképpen a nettó termelési érték negatív lett, milliárd és tízmilliárd forintos nagyságrendű összegekben.

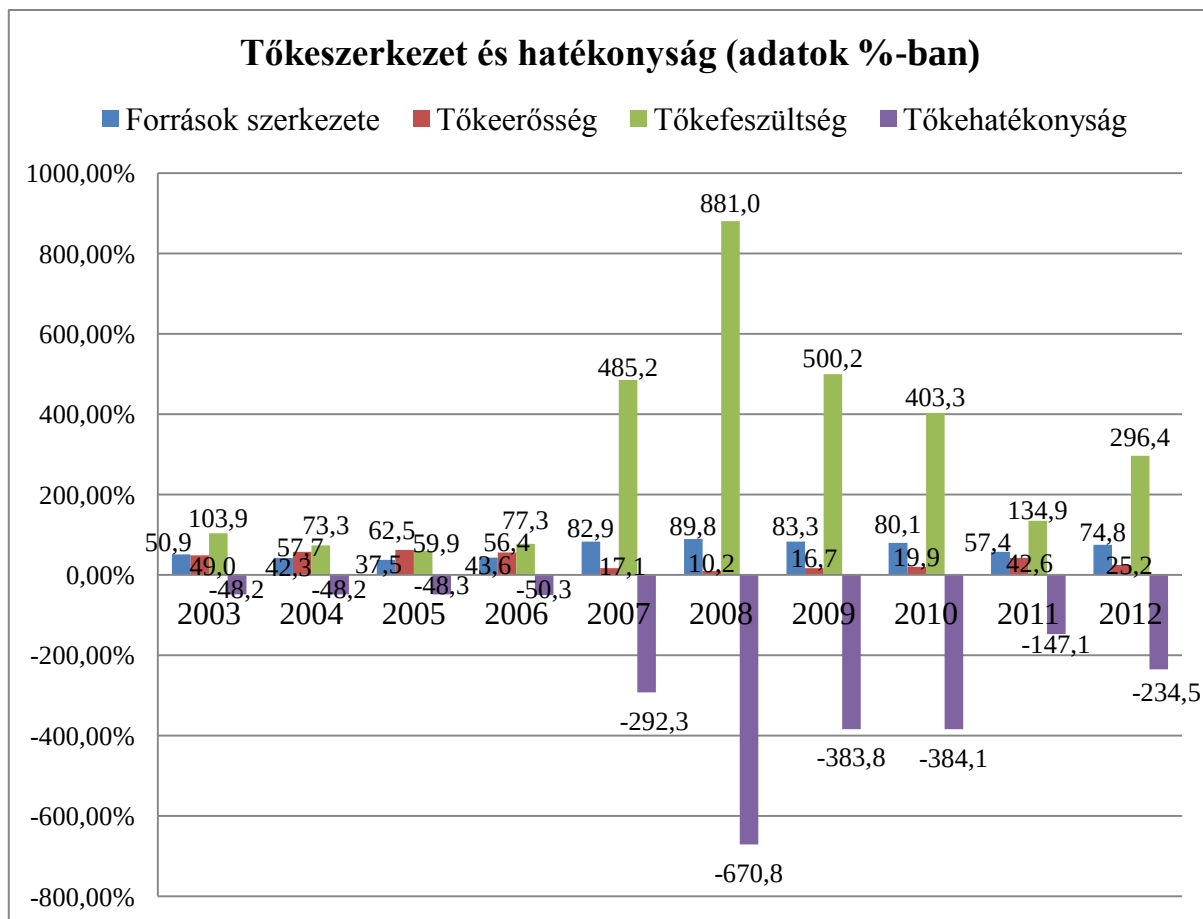
Ezt a negatív összeget kellett elosztani a saját tőkével, így a tőkehatékonysági mutató is negatív lett.

11. táblázat: Tőkehatékonyság a Waberer' International Zrt-nél (2003–2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bruttó termelési érték (mFt)	7091	4016	4056	1959	20464	2059	1716	2015	2630	35338
Nettó termelési érték (mFt)	-6790	-7840	-8307	-10003	-11855	-15339	-12967	-14328	-14869	-44697
Saját tőke (mFt)	14092	16262	17209	19875	4057	2287	3379	3730	10110	19062
Tőkehatékonyság (%)	-48,18	-48,21	-48,27	-50,33	-292,25	-670,83	-383,81	-384,08	-147,08	-234,49

Forrás: Waberers (2005), Waberers (2007), Waberers (2009), Waberers (2011), Waberers (2013)

Az elemzett mutatók értékeit a 2. ábra tartalmazza összefoglalva. Jól látható a tőkefe-
szültségi mutató és a tőkehatékonysági mutató ingadozása a vizsgált évek során.



2. ábra: A Waberer's International Zrt. tőkeszerkezeti és hatékonysági mutatói (2003–2012)
 Forrás: Waberers (2005), Waberers (2007), Waberers (2009), Waberers (2011), Waberers (2013)

2013-ban a cég tovább növekedett, és áttért az euróban való könyvelésre. A mérlegfőösszege 297 millió euró volt, ami 2013. december 31-i árfolyamon (296,91 Ft/EUR) számolva 88 milliárd forint, az árbevétele pedig 406 millió euró volt, ami átszámítva 120 milliárd forint. A dolgozói létszám összesen 1659 fő volt, melyből 497 szellemi, 93 fizikai és 1069 forgalmi utazó munkavállaló volt (Waberers, 2014).

4.3. A LOGMEIN KFT.

A LogMeIn Kft. fő tevékenysége az információ-technológiai szaktanácsadás. Ennek keretében olyan szoftvereket fejleszt, amelyek lehetővé teszik a távoli számítógépekhez történő csatlakozást és azok menedzselését. Ezek segítik a személyes mobilitás és az üzleti hatékonyság növelését (Logmein, 2010a).

A vállalkozás 2001-ben jött létre Border Development Kft. néven, melyet 2003-ban vásárolt fel a 3am Labs Ltd. 2004-től 3am Labs Kft. néven működött tovább. Ekkorra alakult ki termékpalettájának nagy része. Az anyavállalat 2006-tól működik LogMeIn Inc. néven, mely

egyik termékének a neve. 2008-tól a magyarországi leányvállalat is ezt a nevet használja (Logmein, 2010a).

Az alapító, Anka Márton, 2003-ban fogott össze Michael Simonnal, aki korábban az Uproarnál volt a felettese. Michael Simon a cég igazgatója lett, Anka Márton pedig a technikai vezető (I2).

Az egyre növekvő dolgozói létszámot, és a további fejlődést a vállalkozás nehezen tudta saját erőből finanszírozni, így tőkebefektetőket kerestek, akik három körben adták a vállalkozásnak a tőkét. 2004-ben három amerikai kockázati tőke-befektető, a 3TS Capital Partners, a Prism Venture Capital Partners és az Integral Capital Partners, összesen 10 millió dollárral szálltak be a vállalkozásba (I3). A 3TS Capital 3,3 millió dollár befektetéssel 13,22 százalékos részesedést szerzett (I7). A feltétel az volt, hogy a LogMeIn költözzön az USA-ba, így a központ Budapestről Woburnbe, Massachusetts államba került át. A fejlesztés a mai napig Magyarországon működik (I3). A következő tőkeinjekció 2005-ben volt, amikor az előző három befektetőhöz csatlakozott a Polaris Venture Partners, és a cég újabb 10 millió dollárt kapott. Az utolsó befektetés az Intel Capital részéről történt 2007-ben, ami szintén 10 millió dollárt jelentett a LogMeIn számára (I4). Ezzel az Intel Capital 4%-os részesedést szerzett a cégben (I8).

A LogMeIn-be történő befektetések a Magyarországon működő leányvállalatnál nem kerültek kimutatásra. A kapott tőkét átváltoztatható elsőbbségi részvények formájában bocsátották rendelkezésre, melyet a vállalat konszolidált beszámolójában jelenített meg. A cég honlapján a 2009-es konszolidált beszámoló a legrégebbi, ami megtalálható. Ez nem csak a tőzsdére lépés körülményeit tartalmazza, hanem 2005-ig visszamenően bemutatja a vállalat konszolidált adatait. Ebben a magyarországi leányvállalat helyzete 2008-tól mutatkozik meg, mivel ettől az évtől vonták be a konszolidálásba (Logmein, 2010b).

A kiszállás IPO útján történt, 2009 júliusában a Nasdaq-on (I5). Az Integral Capital Partners, a Polaris Venture Partners és az Intel Capital részleges kiszállást hajtott végre, míg a Prism Venture Capital Partners nem értékesítette a részesedését (I6). A 3TS Capital teljes exitet hajtott végre, mely során 8,5-szeres hasznot realizált (I7). A tőzsdére lépés során közel 7,67 millió darab törzsrészvényt bocsátottak ki, 16 dollár/darab árfolyamon, ami a jegyzési költségek levonása után körülbelül 83 millió dolláros nettó hozamot jelentett, ez átszámítva az akkori árfolyamon (193,27 Ft/\$), körülbelül 16 milliárd forintnak felel meg. A kockázati tőke-befektetők elsőbbségi részvényei automatikusan átkonvertálódtak 12360523 darab törzsrészvénné. A korábban az átváltoztatható elsőbbségi részvényeket birtokló tulajdonosok a törzsrészvényeik számával egyenlő szavazati jogot kaptak (Logmein, 2010b).

A 12. táblázat mutatja be az elsőbbségi részvények értékének alakulását, melyet a konszolidált beszámoló tartalmaz. A forintra történő átszámítás az adott évek december 31-i MNB árfolyamán történt, kivéve a 2009-es évet, ahol a július havi átlagárfolyamot alkalmaztam. A táblázat alapján megállapítható, hogy a befektetések dollárban vett értéke 2005-ről 2009-re megduplázódott. A befektetések három köréből az utolsót lehet nyomon követni a konszolidált mérleg alapján. 2007-ben csaknem 58 százalékkal lett magasabb az átváltoztatható elsőbbségi részvények értéke. A 20,596 m dollárról 32,495 m dollárra történő növekedés magában foglalja az Intel Capital 10 m dolláros befektetését.

12. táblázat: A LogMeIn befektetőinek átváltoztatható elsőbbségi részvényei (2005–2009)

	2005	2006	2007	2008	2009
Átváltoztatható elsőbbségi részvények (m \$)	18,806	20,596	32,495	34,843	36,155
Átváltoztatható elsőbbségi részvények (m Ft)	4016,6	3946,6	5608,9	6547,4	6987,7
Változás a m \$-ban kifejezett értékekben (%)		9,52	57,77	7,23	3,77

Forrás: (Logmein, 2010b)

2012 decemberétől a LogMeIn Kft. kizárólagos tulajdonosa a LogMeIn Ireland Holding Company Limited, melynek székhelye Írországbán van (Logmein, 2014).

A magyarországi leányvállalat értékeiben a kockázati tőkebefektetések hatása közvetve jelenik meg. Az értékesítés nettó árbevétele már az első kör után, 2004-ben, több mint 2,5-szöröse volt a 2003. évi árbevételnek. Ez nagymértékben köszönhető annak a befektetői feltételnek, hogy a tőkéért cserébe a vállalat költözzön az USA-ba. A piac mérete jelentősen megnőtt, és az értékesítés legnagyobb része az amerikai piacon történt. Nem csak az árbevétel, de az anyagjellegű ráfordítások, illetve a foglalkoztatottak létszámának folyamatos növekedése miatt a személyi jellegű ráfordítások is ugrásszerűen megemelkedtek a 2004-es tőkeinjekciót követően, és az azutáni években is folytatódott a tendencia. 2007-ben, amikor az Intel Capital adott tőkét, újabb kiemelkedő növekedés látható mindhárom esetben, különösen az árbevétel értéke ugrott meg. Ezeknek köszönhetően a vállalkozás mérleg szerinti eredménye, 2005-t kivéve, minden évben egyre nagyobb lett, növelve ezzel a saját tőke értékét.

Ha a LogMeIn Kft. források szerkezete mutatóját vizsgáljuk, jelentős ingadozás tapasztalható. Általánosságban elmondható, hogy a saját tőke folyamatosan növekedett a pozitív mérleg szerinti eredménynek, valamint az évek során ebből felhalmozódó eredménytartaléknak köszönhetően, így ez minden évben az összes forrás értéke növekedéséhez járult hozzá.

2006-ban figyelhető meg törés a tendenciában, amikor egy nagy összegű anyavállalattól kapott előleg fejében teljesítés történt, illetve a passzív időbeli elhatárolásokon belül is megszűnt egy jelentős tétel. Így mind az idegen források, mind az összes forrás csökkentek, a for-

rások szerkezetében pedig arányeltolódás történt, csaknem 12 százalékponttal csökkent a mutató értéke.

2007-ben, az Intel befektetése után ismét megnőtt a mutató értéke, mintegy 8 százalékponttal, a továbbiakban azonban csökkenésnek indult. Az idegen források értéke folyamatosan emelkedett, egyrészt a szállítói kötelezettségek, másrészt a munkavállalók bére után fizetendő járulékok miatt, valamint a passzív időbeli elhatárolások között kimutatott bérleti díj és a bérek után járó bónuszok miatt. Ezeket megfelelően tudta ellensúlyozni a mérleg szerinti eredményen keresztül a saját tőke, és így az összes forrás növekedése. Ez okozta a források szerkezete mutató csökkenő tendenciájának kialakulását.

A mutató értékeinek mozgását a 13. táblázat tartalmazza.

13. táblázat: Források szerkezete a LogMeIn Kft-nél (2003–2010)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Idegen források (eFt)	6 880	27 898	39 950	31 066	87 220	93 539	255 190	326 158
Források összesen (eFt)	20 127	45 862	60 972	57 765	141 949	220 321	709 060	1 199 666
Források szerkezete (%)	34,18	60,83	65,52	53,78	61,44	42,46	35,99	27,19

Forrás: Logmein (2005), Logmein (2007), Logmein (2009), Logmein (2011)

A 14. táblázat a LogMeIn Kft. tőkeerősségét mutatja be. Mivel a mutató fordított arányosságban áll a források szerkezete mutatóval, a saját tőkét viszonyítja az összes forráshoz, így adódik, hogy amikor a források szerkezete alacsonyabb értéken áll, akkor a tőkeerősség magasabb értéket vesz fel, és fordítva.

2003–2005 között az idegen források erős növekedése következtében a tőkeerősség csökkent, 2006-ban pedig ugyanúgy megfigyelhető a törés a tendenciában, mint ahogyan az előbbi esetben is. 2007-től, a saját tőke arányának csökkenését követően, megindult a mutató növekedése az egyre magasabb mérleg szerinti eredmény miatt.

A 2009-es tőzsdére lépést követően a saját tőke értéke ugrásszerűen megnőtt, 2009-ben több mint 3,5-szöröse volt a 2008-as értéknek. 2010-ben csaknem kétszeresére növekedett, és több mint 70 százalékot képviselt a vállalkozás tőkeszerkezetében.

14. táblázat: Tőkeerősség a LogMeIn Kft-nél (2003–2010)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Saját tőke (eFt)	13 247	17 964	21 022	26 699	54 729	126 782	453 870	873 508
Források összesen (eFt)	20 127	45 862	60 972	57 765	141 949	220 321	709 060	1 199 666
Tőkeerősség (%)	65,82	39,17	34,48	46,22	38,56	57,54	64,01	72,81

Forrás: Logmein (2005), Logmein (2007), Logmein (2009), Logmein (2011)

A tőkefeszültségi mutató, hasonlóan az előző két mutatóhoz, meglehetősen ingadozó. Ebben az esetben is megfigyelhető azonban a trendszerűség. 2003 és 2005 között folyamatosan nőtt az idegen források aránya a saját tőkéhez képest, 2005-ben már majdnem kétszerese volt.

2006-ban következett az idegen források értékének lecsökkenése, így a tőkefeszültség is csökkent, de még mindig magasabb volt az idegen források aránya, mint a saját tőkéé. 2007-ben az idegen források értékének jelentős növekedése következtében újra megugrott a tőkefeszültségi mutató értéke, és ettől az évtől szintén megfigyelhető a tendenciaszerű csökkenés.

A legnagyobb mértékű esés 2007-ről 2008-ra tapasztalható, amikor a saját tőke 230 százalékos növekedése 85 százalékpontos esést okozott a tőkefeszültségi mutató értékében.

Az értékek változásait a 15. táblázatban lehet nyomon követni.

15. táblázat: Tőkefeszültség a LogMeIn Kft-nél (2003–2010)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Idegen források (eFt)	6 880	27 898	39 950	31 066	87 220	93 539	255 190	326 158
Saját tőke (eFt)	13 247	17 964	21 022	26 699	54 729	126 782	453 870	873 508
Tőkefeszültség (%)	51,94	155,30	190,04	116,36	159,37	73,78	56,23	37,34

Forrás: Logmein (2005), Logmein (2007), Logmein (2009), Logmein (2011)

A LogMeIn Kft. tőkehatékonysági mutatója egy ívet járt be, 2003–2007-ig növekedett, majd 2010-re fokozatosan visszacsökkent arra a szintre, ahol 2003-ban volt. A mutató kiszámításához a bruttó termelési értékből kell kiindulni, amit a LogMeIn esetében szinte kizárólag az értékesítés nettó árbevétele határozott meg a vizsgált időszakban, eltekintve a 2007-es, a 2008-as és a 2009-es évektől, amikor kimutatásra került eladott (közvetített) szolgáltatás is, azonban ez elhanyagolható volt az árbevételhez képest. Így a bruttó termelési érték minden évben nőtt, a legjelentősebb mértékben a kockázati tőkebefektetések első és harmadik körének évében, azaz 2004-ben és 2007-ben.

A nettó termelési érték szintén minden évben nőtt. Elmondható, hogy 2003 és 2006 között a bruttó termelési értékhez viszonyítva jelentős volt az anyagjellegű ráfordítások értéke, 2007-től, tehát az Intel Capital belépésétől csekély mértékben volt képes azt befolyásolni. Az értékcsökkenési leírás az anyagjellegű ráfordításokhoz hasonlóan minden évben egyre magasabb lett, azonban nem befolyásolta jelentősen a bruttó termelési értéket. Ennek megfelelően a nettó termelési értéknél is megállapítható, hogy 2004-ben és 2007-ben volt a legjelentősebb a növekedés.

A tőkehatékonyság már 2003-ban is 200 százalék feletti volt, az első tőkebefektetés évétől kezdve azonban óriási ütemben növekedett egészen 2007-ig, több mint 1500 százalék-

ra. Ez az amerikai piacon elérhető árbevétel-növekedésnek volt köszönhető. 2007 után a mérleg szerinti eredmény minden évben nagymértékben hozzájárult a saját tőke növekedéséhez, ezzel szemben viszont lelassult az árbevétel növekedése, így a vállalat tőkehatékonysága is csökkenni kezdett. Ez azt jelenti, hogy a vizsgált időszak első részében egy egységnyi saját tőkével minden évben egyre nagyobb hasznot sikerült kitermelni, míg az utolsó 3 évben folyamatosan egyre kevesebbet.

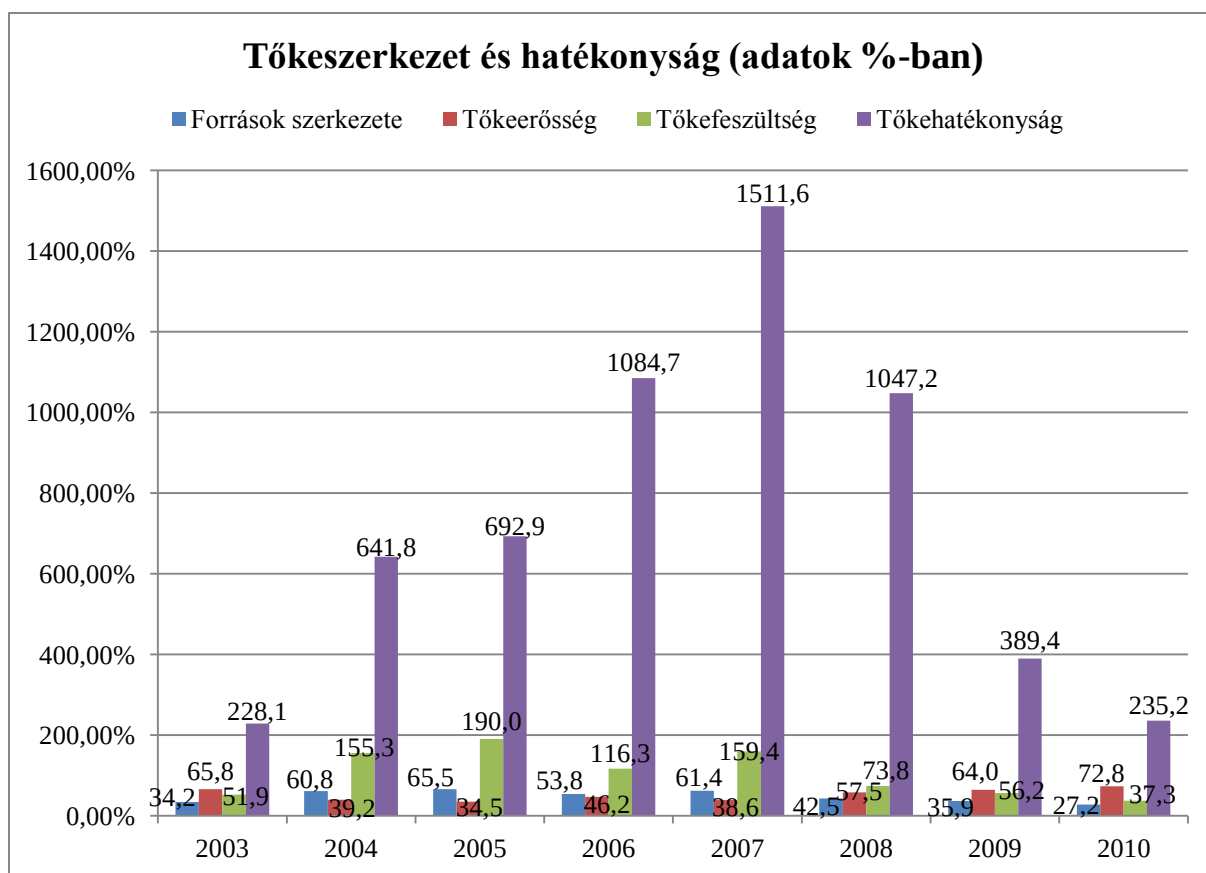
A 16. táblázat tartalmazza a tőkehatékonysági mutató változásait.

16. táblázat: Tőkehatékonyság a LogMeIn Kft-nél (2003–2010)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bruttó termelési érték (eFt)	86 401	227 866	303 431	495 465	1 010 416	1 598 350	2 221 159	2 643 683
Nettó termelési érték (eFt)	30 220	115 298	145 652	289 615	827 255	1 327 712	1 767 485	2 054 777
Saját tőke (eFt)	13 247	17 964	21 022	26 699	54 729	126 782	453 870	873 508
Tőkehatékonyság (%)	228,13	641,83	692,86	1084,74	1511,55	1047,24	389,43	235,23

Forrás: Logmein (2005), Logmein (2007), Logmein (2009), Logmein (2011)

Az előző elemzés összefoglalásaként a 3. ábra szemlélteti a vizsgált mutatók értékeit. Jól látható a tőkehatékonysági mutató által bejárt ív, valamint megfigyelhető a három összefüggő tőkeszerkezeti mutató alakulása is.



3. ábra: A LogMeIn Kft. tőkeszerkezeti és hatékonysági mutatói (2003–2010)

Forrás: Logmein (2005), Logmein (2007), Logmein (2009), Logmein (2011)

A LogMeIn Kft. is folytatta 2013-ban a növekedést. A mérlegfőösszege 3,14 milliárd forint volt, az árbevétele 5 milliárd forint, a foglalkoztattak létszáma pedig 233 fő.

4.4. A HÁROM VÁLLALAT ÖSSZEHAONLÍTÁSA

Ebben a részben a három kiválasztott vállalatot hasonlítom össze. A 17. táblázatban először ismertetem a cégek adatait, beleértve a tulajdonosokat, a kockázati tőke-befektetőket, az általuk nyújtott összeget, illetve a befektetések és az exitek időpontját. Bemutatásra kerül továbbá a vállaltok jegyzett tőkéje, mérlegfőösszege, árbevétele is a befektetés előtt, a befektetés évében és a kiszálláskor. A Waberer's Zrt. esetében a táblázat az anyavállalat értékeit tartalmazza, míg a LogMeIn esetében a magyarországi leányvállalat adatait.

17. táblázat: A három vállalat fontosabb adatainak összehasonlítása

	Cryo Management Kft.	Waberer's	LogMeIn
Tulajdonos	Vitrolife AB	- külföldi jogi személy (56,77%) - belföldi jogi személy (41,51%) - belföldi magánszemély (1,72%)	LogMeIn Ireland Holding Company Limited
Kapcsolt vállalkozások	leányvállalat és anyavál-	anyavállalat	leányvállalat

	latat is		
Konszolidáció	konszolidációba bevonva	konszolidált beszámoló készítésére kötelezett	konszolidációba bevonva
Befektetők	Portfolion Zrt.	- AIG New Europe Fund - Mid Europa Partners	- 3TS Capital Partners, - Prism Venture Capital Partners, - Integral Capital Partners, - Polaris Venture Partners, - Intel Capital
Befektetés - éve - típusa - összege	- 2011 - magvető tőke - 220 m Ft	- 2004, 2011 - 1507 m Ft, 4634 m Ft	- 2004, 2005, 2007 - magvető tőke, terjeszkedés finanszírozása - 1803 m Ft, 2136 m Ft, 1726 m Ft
Számvitelben történő elszámolás	jegyzett tőke emelés és tőketartalékba helyezés	jegyzett tőke emelés és tőketartalékba helyezés	átváltoztatható elsőbbségi részvények
Kiszállás: - éve - típusa	- 2012 - szakmai befektetőnek történő értékesítés	- 2011 - egy másik kockázati tőkebefektetőnek történő értékesítés	- 2009 - IPO
Jegyzett tőke: - befektetés előtti évben	13010 e Ft	900032 e Ft (2003) 1143576 e Ft (2010)	3000 e Ft
- befektetés évben	20020 e Ft	1143576 e Ft (2004) 1372280 e Ft (2011)	3000 e Ft
- kiszálláskor	20420 e Ft	1372280 e Ft (2011)	3000 e Ft
Mérlegfőösszeg: - befektetés előtti évben	35 m Ft	28733 m Ft (2003) 18776 m Ft (2010)	20 m Ft (2003) 46 m Ft (2004) 58 m Ft (2006)
- befektetés évben	333 m Ft	28186 m Ft (2004) 23744 m Ft (2011)	46 m Ft (2004) 61 m Ft (2005) 142 m Ft (2007)
- kiszálláskor	334 m Ft	23744 m Ft (2011)	709 m Ft (2009)
Árbevétel: - befektetés előtti évben	0 m Ft	16391 m Ft (2003) 17098 m Ft (2010)	86 m Ft (2003) 228 m Ft (2004) 496 m Ft (2006)
- befektetés évben	199 m Ft	12910 m Ft (2004) 18566 m Ft (2011)	229 m Ft (2004) 303 m Ft (2005) 1027 m Ft (2007)
- kiszálláskor	437 m Ft	18566 m Ft (2011)	2307 m Ft (2009)

Forrás: Cryo (2012), Cryo (2014), Waberers (2005), Waberers (2012), Waberers (2014), Logmein (2005), Logmein (2007), Logmein (2009), Logmein (2010), Logmein (2014)

A továbbiakban a Cryo Management Kft., a Waberer's International Zrt., és a LogMeIn Kft. tőkeszerkezeti és hatékonysági mutatóit hasonlítom össze egymással.

A 18. táblázatban látható, hogy a Cryo Managementnél volt a legrövidebb a befektetési időszak. Ez idő alatt végig 50 százalék alatt maradt a források szerkezete mutató értéke, vagyis a tőkeszerkezetének nagy részét a saját források tették ki. Az idegen forrás a leányvállalattá

válása után emelkedett meg nagyobb mértékben, az összes forrás pedig már a kockázatitőke-befektetésnek köszönhetően is magasabb lett.

Ennél jóval hosszabb befektetési időszakot tudhat maga mögött a Waberer's, aminek az AIG-vel való együttműködés gazdasági válság miatti elhúzódása volt az oka. Egy konszern-szerkezeti átalakítás miatt eleve megnövekedett a mutató értéke 2007-ben, amit a 2008-ban kirobbanó gazdasági válság csak tovább rontott. Az, hogy 2011-ben a Mid Europa Partners 4,6 milliárd forintot adott az AIG 1,5 milliárd forintos befektetésért, azt jelzi, hogy az együttműködés során hozott döntések mégis jelentős növekedést eredményeztek a vállalat értékében, és az új kockázatitőke-befektető további lehetőségeket látott a fejlődésre.

A LogMeIn abban különbözik a másik két cégtől, hogy több körben valósult meg a tőkebefektetés, és a befektetők átváltoztatható elsőbbségi részvényeket kaptak, ilyen módon részesedtek a tulajdonból. Mivel a leányvállalat saját tőkéje csak a mérleg szerinti eredményen keresztül növekedett, ezért nehezen kompenzálta az anyavállalattal szembeni növekvő kötelezettségeket. Az igazán nagy változás a források szerkezetében az Intel befektetése után látható, amikor a mérleg szerinti eredmény növekedési üteme megtöbbszöröződött.

Kiemeltem az exit évében kapott értékeket, amiből látszik, hogy a legkedvezőbb források szerkezete mutatóval a Cryo Management Kft. rendelkezett.

18. táblázat: A három vállalat források szerkezete mutatójának értékei

Évek	Cryo Management	Waberer's	LogMeIn
2003		50,96%	34,18%
2004		42,31%	60,83%
2005		37,46%	65,52%
2006		43,60%	53,78%
2007		82,91%	61,44%
2008		89,81%	42,46%
2009		83,34%	35,99%
2010	0,89%	80,13%	27,19%
2011	18,88%	57,42%	
2012	16,27%	74,77%	
2013	48,77%		

Forrás: Cryo (2012), Cryo (2014), Waberers (2005), Waberers (2007), Waberers (2009), Waberers (2011), Waberers (2013), Logmein (2005), Logmein (2007), Logmein (2009), Logmein (2011)

A tőkeerősségi mutató esetében a 19. táblázat alapján elmondható, hogy igazodva a forrásokhoz szerkezete mutatóhoz, a Cryo Management Kft. értéke volt a legjobb a kiszállás évében. Ezt jelentősen befolyásolta az a tény is, hogy a Cryo Management-nek a másik két

vállalathoz hasonlóan van kapcsolattartása, azonban az azzal szemben fennálló kötelezettségek nem gyakoroltak nagy hatást a tőkeszerkezetére egészen addig, míg a Vitrolife AB fel nem vásárolta.

A LogMeIn Kft. szintén nem mutat ki kapcsolattartással szemben fennálló kötelezettséget a mérlegében.

Ezzel ellentétben viszont a Waberer's kapcsolattartásaival szembeni kötelezettségeinek aránya meglehetősen magas, így azok rontják a vállalkozás tőkeerősség mutatóját.

19. táblázat: A három vállalat tőkeerősség mutatójának értékei

Évek	Cryo Management	Waberer's	LogMeIn
2003		49,04%	65,82%
2004		57,69%	39,17%
2005		62,54%	34,48%
2006		56,40%	46,22%
2007		17,09%	38,56%
2008		10,19%	57,54%
2009		16,66%	64,01%
2010	99,11%	19,87%	72,81%
2011	81,12%	42,58%	
2012	83,73%	25,23%	
2013	51,23%		

Forrás: Cryo (2012), Cryo (2014), Waberers (2005), Waberers (2007), Waberers (2009), Waberers (2011), Waberers (2013), Logmein (2005), Logmein (2007), Logmein (2009), Logmein (2011)

Az idegen források és a saját tőke egymáshoz való viszonyításánál, az előző két mutató értékéből adódóan, szintén a Cryo Management Kft. teljesített a legjobban a kiszálláskor.

A 20. táblázatból kiolvasható, hogy a Waberer's Zrt. tőkefeszültsége kiemelkedően magas a másik két vállalathoz képest, amiben szerepet játszik a szerkezeti átalakítás, a gazdasági válság, valamint a leányvállalatokkal szemben fennálló nagyarányú kötelezettség.

A LogMeIn estében pedig a befektetési időszak elején az amerikai piacra való belépés következtében meginduló növekedéssel járó kötelezettségek, mint például a munkavállalókkal szembeni kötelezettségek, megugrása okozza a magas tőkefeszültséget, amit később az Intel befektetése és együttműködése miatti mérleg szerinti eredmény-növekedés ellensúlyoz.

20. táblázat: A három vállalat tőkefeszültség mutatójának értékei

Évek	Cryo Management	Waberer's	LogMeIn
2003		103,90%	51,94%
2004		73,33%	155,30%
2005		59,89%	190,04%
2006		77,31%	116,36%
2007		485,21%	159,37%
2008		881,01%	73,78%
2009		500,16%	56,23%
2010	0,90%	403,31%	37,34%
2011	23,28%	134,86%	
2012	19,43%	296,37%	
2013	95,21%		

Forrás: Cryo (2012), Cryo (2014), Waberers (2005), Waberers (2007), Waberers (2009), Waberers (2011), Waberers (2013), Logmein (2005), Logmein (2007), Logmein (2009), Logmein (2011)

A 21. táblázat tartalmazza összefoglalva a vizsgált vállalatok tőkehatékonysági mutatóit. A LogMeIn tőkehatékonysága kiemelkedően magas a többi vállalatéhoz képest, különösen 2006 és 2008 között, amikor az értékesítés árbevétele, és az abból levezetett nettó termelési érték jóval magasabb volt a saját tőkénél. Az IPO évében viszont azzal együtt, hogy a tőkeerősség nőtt, csökkent a tőkehatékonyság, mivel a nettó termelési érték növekedése nem tudta követni a saját tőke növekedési ütemét.

A Cryo Management-nél ezzel szemben az látható, hogy a kockázati tőke-befektető kiszállása után nőtt meg jelentősen a tőkehatékonyság, ami indokolható azzal, hogy az ilyen rövid távú befektetéseknél, amelyet magvető tőkeként adnak, a kiszálláskor még mindig nagy növekedési potenciál rejtőzhet a cégben, bár a tőkések már ilyenkor is magas hozamot realizálhatnak. Ezen kívül az exit utáni évben már megjelenik a svéd anyavállalat befolyásoló hatása is.

A Waberer's-nél a tőkehatékonyság negatív, ami a korábban kifejtett okok miatt alakult így. A tevékenységéből, és annak elszámolási módjából adódóan lett ennyire rossz a mutató értéke.

21. táblázat: A három vállalat tőkehatékonyság mutatójának értékei

Évek	Cryo Management	Waberer's	LogMeIn
2003		-48,18%	228,13%
2004		-48,21%	641,83%
2005		-48,27%	692,86%
2006		-50,33%	1084,74%
2007		-292,25%	1511,55%
2008		-670,83%	1047,24%
2009		-383,81%	389,43%
2010	-0,81%	-384,08%	235,23%
2011	23,95%	-147,08%	
2012	35,71%	-234,49%	
2013	129,26%		

Forrás: Cryo (2012), Cryo (2014), Waberers (2005), Waberers (2007), Waberers (2009), Waberers (2011), Waberers (2013), Logmein (2005), Logmein (2007), Logmein (2009), Logmein (2011)

Elemzésem zárásaként a 22. táblázatban és a 4. ábrán ismertetem, hogy a Cryo Management Kft., a Waberer's International Zrt., és a LogMeIn Kft. 2013. évi saját tőkéjének, mérlegfőösszegének és árbevételének értéke hány százalékkal növekedett a befektetés évéhez képest. A LogMeIn Kft.-nél a három befektetési év közül az elsőhöz (2004-hez) hasonlítom a 2013. évi értékeket.

Összességében mindhárom vállalat saját tőkéje, mérlegfőösszege és árbevétele növekedett a befektetés évről 2013-ra. A LogMeIn növekedett a legdinamikusabban. Ebben nagy szerepe van egyrészt az amerikai piacra való kikerülésnek, másrészt az Intel befektetésének, és a vele való együttműködésnek, a befektetési időszak folyamán mindkét időpontnál megfigyelhető ezen értékekben az ugrásszerű emelkedés. A cég jó példája a kockázattőke-befektető által hozott hozzáadott érték jelentőségének, hiszen a három érték közül a saját tőke nőtt a leginkább, ami ebben az esetben kizárólag a mérleg szerinti eredményen keresztül történt.

Ennél jóval kisebb ütemben, de szintén dinamikusan fejlődött a Waberer's. Ebben szerepet játszott az a tény, hogy már nem kezdő vállalkozásként indult el a befektetés, és a szerkezeti átalakítások, valamint a gazdasági válság kirobbanása is hátráltatta a vállalatot az igazán erős növekedésben. A nemzetközi piacon való nagyarányú részvétel következtében azonban az árbevétel több mint 800 százalékkal, a mérlegfőösszeg több mint 200 százalékkal és a saját tőke is 40 százalékkal nőtt meg 2013-ra.

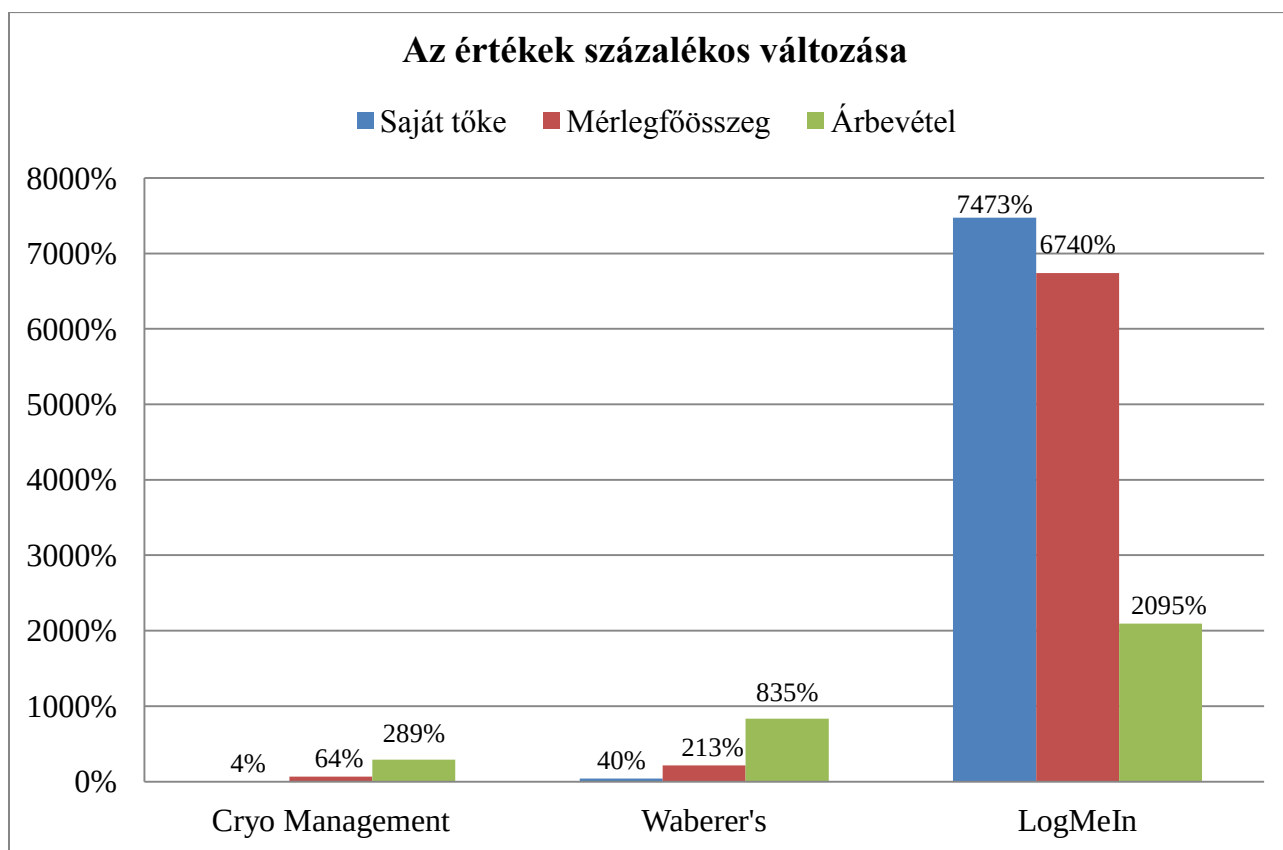
A Cryo Management Kft.-nél figyelhető meg a legkisebb arányú növekedés, ez amiatt van, hogy a befektetés évétől 2013-ig mindössze 2 év telt el, mely időszak alatt nem tudott

olyan nagy növekedést elérni, mint a másik két vállalat 2004-től. A felvásárlás miatti piackiterjedésnek köszönhetően az árbevétele majdnem 300 százalékos növekedést mutat, a saját tőkéje azonban az anyavállalatnak történő osztalékfizetés miatt nem tudott nagymértékben emelkedni. Ez visszavetette a mérlegfőösszeg értékének növekedését is, ami így 2 év alatt 64 százalékkal lett magasabb.

22. táblázat: A három vállalat saját tőke, mérlegfőösszeg és árbevétel értékei és azok százalékos változásai 2013-ra a befektetés évéhez képest

	Cryo Management			Waberer's			LogMeIn		
	2011 (eFt)	2013 (eFt)	Változás (%)	2004 (eFt)	2013 (eFt)	Változás (%)	2004 (eFt)	2013 (eFt)	Változás (%)
Saját tőke	269797	279488	4%	16261576	22756964	40%	17964	1360396	7473%
Mérlegfőösszeg	332600	545597	64%	28185551	88301331	213%	45862	3136987	6740%
Árbevétel	198788	773355	289%	12909945	120723012	835%	227866	5002400	2095%

Forrás: Cryo (2012), Cryo (2014), Waberers (2005), Waberers (2014), Logmein (2005), Logmein (2014)



4. ábra: A három vállalat saját tőkéjének, mérlegfőösszegének és árbevételének változása 2013-ra a befektetés évéhez képest (adatok %-ban)

Forrás: Cryo (2012), Cryo (2014), Waberers (2005), Waberers (2014), Logmein (2005), Logmein (2014)

A bemutatott adatok alapján látszik, hogy mindegyik vállalkozás növekedett 2013-ra. A nagyságrendi különbségek abból adódnak, hogy milyen hosszú ideje működnek, mekkora a piacuk, és hogy mennyire szerteágazó a tevékenységi körük. Az is befolyásolja ezt, hogy anyavállalatként, vagy leányvállalatként működnek-e.

A Cryo Management a legfiatalabb cég, így még nem ért el milliárdos bevételt, a mérlegfőösszege és a saját tőkéje is jelentősen elmarad ettől, de láthatóan növekedési pályára állt a magvető tőke segítségével.

A Waberer's már egy későbbi életszakaszában kapott tőkét, melyet a nemzetközi terjeszkedéshez használt, és 2013-ban már, a második kockázati tőkebefektetőjével együttműködve, halad a 100 milliárd forintos (300 millió eurós) mérlegfőösszeg felé.

A LogMeIn Kft. magvető befektetésének exitje valósult meg a legkorábban (2009-ben) a három cég közül, azóta is dinamikusan növekszik. 2013-ra már meghaladta az 5 milliárd forintos árbevételt, és a 3 milliárd forintos mérlegfőösszeget.

5. KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK

Az elemzésem során megállapítottam, hogy a kockázati tőkét több módon bocsáthatják rendelkezésre a befektetők. Ezek közé tartozik a jegyzett tőke emelése és az ezzel egy időben történő tőketartalékba helyezés, valamint az átváltoztatható elsőbbségi részvények, kötvények vásárlása. Mindkét módszerrel jelentős tőkét juttatnak a vállalkozásokhoz, növelve ezzel a tőkeerősségüket, illetve tulajdoni hányadot, befolyást is szereznek. Emellett a saját vagyon növekedéséhez a tőkés személyes közreműködése is hozzájárul, melynek hatása a mérleg szerinti eredmény alakulásában mutatkozik.

A jegyzett tőke emeléssel egyidejű tőketartalékba helyezésre jó példa a Waberer's International Zrt., mely esetében mind a 2004-es, mind a 2011-es tőkebefektetés erősen megnövelte a vállalat tőkeerősségét, és ezzel együtt javított a tőkefeszültségen is. A vállalat gyengén teljesített a tőkehatékonyság vizsgálatánál, erre azonban az a magyarázat, hogy a tevékenysége során elszámolt magas összegű eladott (közvetített) szolgáltatások értéke kedvezőtlenül befolyásolja a mutató alakulását.

A Cryo Management Kft. is jegyzett tőke emelésével, és tőketartalékba helyezéssel mutatta ki a kapott kockázati tőkét, azonban itt nem olyan egyértelmű annak tőkeerősség-növelő hatása. A kapott értékek alapján csökkent a vállalkozás tőkeerőssége a tőkeinjekció évében, azonban figyelembe kell azt venni, hogy a befektetést megelőző évben alig egy hónapot működött, így saját tőkén kívül alig volt valami a tőkeszerkezetében. A tevékenység beindulásával párhuzamosan azonban megnövekedtek a kötelezettségei is, tehát elkerülhetetlen volt a tőkeerősség bizonyos mértékű romlása. A vállalkozás tőkefeszültsége a befektetésnek köszönhetően alacsony maradt, ezen a Vitrolife AB általi felvásárlás változtatott. A tőkehatékonyság is folyamatos növekedést mutatott a befektetés időszaka alatt, tehát az egységnyi saját tőkére jutó hozama nőtt a befektető által hozott szakmai tapasztalatnak köszönhetően.

A LogMeIn Kft. esetében a kockázati tőkét nyújtó befektetők úgy részesedtek a tulajdonból, hogy átváltoztatható elsőbbségi részvényeket kaptak, melyek értéke a konszolidált beszámoló alapján minden évben nőtt. A tőkéseknek a biztosítékként szolgáló elsőbbségi részvények által biztosított előjogukat (miszerint, ha a vállalat irányítása nem megfelelő irányba halad, és ezzel veszélybe kerül a befektetésük, akkor a meghatározott feltételek mellett beválthatják a részvényeket és átvehetik az irányítást) nem kellett érvényesíteniük. A Magyarországon működő leányvállalat tőkeerősségén, mivel a befektetés nem a jegyzett tőkéjének és a tőketartalékának a megemelésével történt, nem mutatkozik olyan egyértelműen a kockázati tőkebefektetés jótékony hatása, mint az előző két vállalat esetében. Ennél a cégnél a

mérleg szerinti eredményen keresztül figyelhető meg a tőkések belépésének hatása, ami a megfelelő vállalatirányításnak köszönhetően dinamikusán növelte a saját tőkét. A piac kibővülése azonban az idegen források értékére is növelően hatott a kötelezettségeken keresztül, ami így összességében a tőkeerősséget nem engedte túl nagy mértékben emelkedni. Az igazán nagy növekedés a mutatóban a LogMeIn tőzsdére lépése után látszik.

A befektetés időtartama alatt szükség lehet olyan döntésekre, amelyek rövid távon kedvezőtlenül hatnak a tőkeszerkezetre. Ezek a döntések is annak érdekében születnek, hogy hatékonyabb legyen a vállalatok működése, és hosszú távon előnyt kovácsoljanak belőlük.

A Waberer's esete jól mutatja azt, hogy például egy konszern szerkezeti átalakítása hogyan hathat a mérleg forrásoldalára, mennyire lecsökkentheti a saját tőke arányát az, ha a befektető átalakulásokat, beolvadásokat javasol.

A LogMeIn befektetői már a tőke átadását is komoly feltételhez kötötték, hiszen a vállalatnak Magyarországról az USA-ba kellett költöznie ahhoz, hogy felügyelni tudják a befektetésüket. Egy ekkora változás a piac méretében és annak újdonságokkal szembeni hozzáállásában lehetővé teszi a vállalkozások dinamikus növekedésének elindulását, ami viszont együtt jár a szállítók növekedésével, és az alkalmazottak számának növekedésével a munkavállalókkal szembeni kötelezettség is emelkedik. Az egyre magasabb eredmény pedig az adófizetési kötelezettséget is felemeli, ami miatt a tőkeszerkezet inkább az idegen források felé tolódik el.

A Cryo Managementnél a magyar befektető alapnak nem kellett hasonló, földrajzi elhelyezkedést érintő kérdésben döntést hozni, illetve nem kellett a Waberer's-hez hasonló átstrukturálást végrehajtani, így ilyen rövid távon negatívan ható döntések nem születtek az együttműködés során.

Fontos az is, hogy a hosszabb távú befektetéseknél a gazdasági helyzet változása is képezhet visszatartó erőt a vállalat értékének növekedésében, és hátráltathatja a tőkéseket a sikeres exit végrehajtásában.

A LogMeIn és a Waberer's befektetése is tartott a 2008-as gazdasági válság kirobbanásának idején. A LogMeIn anyavállalata a rákövetkező évben vonult a tőzsdére, így a mérlegében nem mutatkozik nagy mértékben a válság hatása.

A Waberer's Zrt.-nél ezzel ellentétben a válság évében és az azt követő évben is látható visszaesés a tőkeszerkezeti és a tőkehatékonysági mutatók értékében, azonban ez korántsem akkora mértékű, mint ami a szerkezeti átalakítás miatt történt. Az exit időzítésére viszont hatással volt a válság, mert miatta több idő kellett ahhoz, hogy a vállalat értéke megfelelő mértékűre növekedjen, és a befektetőnek megérje eladni a részesedését.

A Cryo Management a válság után alakult, és a befektetési időszak meglehetősen rövid volt, kevesebb mint két év, ezalatt pedig nem történt a 2008-as válsághoz hasonló horderejű esemény, így a vállalat értékét ilyen történések nem befolyásolták.

A három esettanulmány értékelése során arra a következtetésre jutottam, hogy a kockázatitőke-befektetés pozitív hatással van a vállalatok mérlegének forrásoldalára, ezt mutatják a tőkeszerkezeti mutatók. Ahhoz viszont, hogy ez a befektetett tőke jól dolgozzon, és a befektetők elérjék azon céljukat, hogy az investált tőke értékét megsokszorozzák, és magas hozamot realizáljanak az exit alkalmával, nagy szükség van a befolyást biztosító részesedésekre, amelyek lehetőséget adnak az időben történő határozott fellépésre rossz irány esetén, és a szakértelemre, amelyet a tőkések magukkal hoznak a vállalkozáshoz személyes közreműködés során. Ez képezi azt a hozzáadott értéket, aminek különösen az induló vállalkozásoknál van nagy szerepe. Ezen cégeknél ugyanis az ötletgazda, a termék megalkotója nem feltétlenül ért ahhoz, hogy az általa létrehozott produktumot megfelelő módon értékesíteni, az induló vállalkozást menedzselni tudja. Ugyanakkor már egy régóta működő, tapasztalt vezetővel rendelkező vállalat életére is pozitívan hat a befektető új látásmódja, aki a működési folyamatokat, mint kívülről érkező szereplő, más szemszögből tudja megvilágítani.

A dolgozatomban bemutatott elemzés alkalmas annak szemléltetésére, hogy mi történik a mérleg forrásoldalán, miután a kockázati tőke belép a vállalkozásba, azonban ez alapján átfogó, általános következtetéseket erre vonatkozóan nem lehet levonni. A tőkeszerkezet vizsgálata során nem lehet figyelmen kívül hagyni a vállalat környezetének eseményeit, amelyek hatással vannak a cégre, és a befektetői döntések hatásai is más-más módon jelennek meg. Emiatt minden kockázatitőke-befektetés eltérő, csakúgy, mint azon cégek tőkestruktúrája, amelyekbe befektetnek. Éppen ezért a téma további vizsgálatot igényel, ami egy másik dolgozat alapjául szolgálhat.

ÖSSZEFOGLALÁS

Dolgozatom megírásával célom az volt, hogy megvizsgáljam, hogy milyen módon érik el a befektetők a tőke felértékelődését, és hogyan tükröződik ez az általuk finanszírozott vállalatok mérlegében. Elemzésem során a mérleg forrásoldalára koncentráltam azért, mert a vállalkozások saját vagyona, vagyis a tulajdonosok által rendelkezésre bocsátott tőke, és a működésből származó eredmény is itt kerül kimutatásra. Itt látszik az, hogy a kapott tőke értékét mennyivel tudják növelni a tulajdonosok.

Esettanulmányok feldolgozásán keresztül vizsgáltam a felvetett kérdést, melyekben kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások mérlegének forrásoldalát elemeztem. Mindezt oly módon, hogy a befektetés időszakát, valamint a befektetés előtti és utáni évet tőkeszerkezeti és hatékonysági mutatók mentén értékeltem. A mérleg- és eredménykimutatás-elemzés kereteibe az általam vizsgált mutatóknál jóval több tartozik, azonban azokat dolgozatomban nem vizsgáltam. Az esettanulmányokban feldolgozott vállalatokat egyenként elemeztem, azután pedig összehasonlítottam egymással a mutatószámok alapján a tőkebefektetések tükrében. Az elemzésemet a vállalkozások adatainak a befektetés évéről a 2013-as évre való százalékos változásának értékelésével zártam.

Elemzésem során megállapítottam, hogy a kockázati tőkét több módon bocsáthatják rendelkezésre a befektetők, például jegyzett tőke emeléssel és ezzel egy időben történő tőketartalékba helyezéssel, valamint átváltoztatható elsőbbségi részvények, kötvények vásárlásával. Ezen módszerekkel jelentős tőkét juttatnak a vállalkozásokhoz, így nő a tőkeerősség, illetve tulajdoni hányadot is szereznek. A személyes közreműködéssel hozzájárulnak a mérleg szerinti eredmény, így a saját vagyon növekedéséhez. A befektetés közben lehetnek olyan döntések, amelyek rövid távon negatívan befolyásolják a tőkeszerkezetet, azonban ezek is a hatékonyabb működés érdekében születnek. A hosszabb távú befektetéseknél a gazdasági helyzet változása is akadályozhatja a vállalat értékének növekedését, és hátráltathatja a tőkeket a sikeres exit végrehajtásában.

Végző soron arra a következtetésre jutottam, hogy a kockázati tőke-befektetés pozitívan hat a vállalatok mérlegének forrásoldalára, ez látszik a tőkeszerkezeti mutatók értékeiből. Ahhoz azonban, hogy a befektetett tőke jól dolgozzon, és a befektetők meg tudják sokszorozni a tőke értékét, és magas hozamot realizáljanak a kiszálláskor, nagy szükség van a befolyásukra és a szakértelmükre.

A dolgozatomban bemutatott elemzés a szemléltetésre alkalmas, de általános következtetéseket a befektetések forrásoldalra való hatására vonatkozóan nem lehet levonni. A téma további vizsgálatot igényel, ami egy másik dolgozat alapjául szolgálhat.

SZAKIRODALMI JEGYZÉK

Szakirodalom:

- Balogh G. A. – Korom E. – Miklósné Á. K. – Siklósi Á. – Simon Sz. – Dr. Sztanó I. – Veress A. (2006): Pénzügyi számvitel II. – A beszámoló összeállítása. Perfekt Kiadó, Budapest, ISBN: 963 394 631 X, 368 o.
- Baracska dr. M. J. – Korom E. – Miklósné Á. K. – Reizingerné D. A. – Romsics A. – Siklósi Á. – Simon Sz. – Szirmai A. – Dr. Sztanó I. (2003): Pénzügyi számvitel. Perfekt Kiadó, Budapest, ISBN: 963 394 525 9, 400 o.
- Becskey N. P. – Biczók S. (2006): A kockázati tőke-befektetésekből történő kiszállás útjai. In: MAKRA ZS. (szerk.): A kockázati tőke világa. AULA Kiadó, Budapest, ISBN: 963-9585-94-7, 52-76. o.
- Béza D. – Csapó K. – Farkas Sz. – Filep J. – Szerb L. (2007): Kisvállalkozások finanszírozása. Perfekt Kiadó, Budapest, ISBN: 978-963-394-719-7, 352 o.
- Boghean, F. (2014): Development of Decision Making by Managers with Financial and Accounting Information. The Annals of the University of Oradea, Economic Sciences XXIII., <http://anale.steconomiceuoradea.ro/volume/2014/n1/091.pdf>, letöltés dátuma: 2014.10.25.
- Czinkóczy Z. – Mike K. (2012): Befektetővédelem – Társasági jogi szabályok a kockázati tőkebefektetések tükrében. Iustum Aequum Salutare VIII. évf., 3-4- sz. 43-61. o., <http://ias.jak.ppke.hu/hir/ias/2012sz/03.pdf>, letöltés dátuma: 2014.10.30.
- Gompers, P. A. – Kovner, A. – Lerner, J. – Scharfstein, D. (2008): Venture capital investment cycles: The impact of public markets. Journal of Financial Economics, LXXXVII. évf. 1. sz. 1-23. o. http://www.people.hbs.edu/dscharfstein/Articles/Venture_Capital_Investment_Cycles.pdf letöltés dátuma: 2014. június 22.
- Helgertné dr. Sz. I. – Kurcsinka T. (2008): Számviteli alapismeretek. Saldo Zrt., Budapest, ISBN: 978 963 638 247 6, 216 o.
- Herczeg A. (2014a): Financing Aspects of the Hungarian General Manufacturers in 2010-2012. The Annals of the University of Oradea, Economic Sciences XXIII., <http://anale.steconomiceuoradea.ro/volume/2014/n1/099.pdf>, letöltés dátuma: 2014.10.25.
- Herczeg A. (2014b): Summary of Theories in Capital Structure Decisions. The Annals of the University of Oradea, Economic Sciences XXIII., <http://anale.steconomiceuoradea.ro/volume/2014/n1/100.pdf>, letöltés dátuma: 2014.10.25.
- Karsai J. (2006): A magyarországi kockázati tőkefinanszírozás másfél évtizede (1989-2004). In: MAKRA ZS. (szerk.): A kockázati tőke világa. AULA Kiadó, Budapest, ISBN: 963-9585-94-7, 33-52. o.
- Karsai J. (2012): A kapitalizmus új királyai – A kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban. Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest, ISBN: 978-963-08-3176-5. 249 o.
- Kozma A. (2001): Vázlatok a számvitel tanulásához 2. kötet – A vállalkozások számvitele. Keletlombard Kft., Debrecen, ISBN: 963 00 7440 0, 247 o.
- Krénsz Á. (2005): Bevezetés a tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek elméletébe és gyakorlatába. Hitelintézeti Szemle, 4. évf., 2. sz., 15-35. o.,

- <http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2012/10/52Krenusz.pdf>, letöltés dátuma: 2014. 11. 07.
- Makra Zs. – Rácz A. (2006): A „klasszikus” kockázati tőke-alapok részvétele az innovációorientált vállalkozások korai életszakaszának finanszírozásában. In: MAKRA ZS. (szerk.): A kockázati tőke világa. AULA Kiadó, Budapest, ISBN: 963-9585-94-7, 222-245. o.
- Modigliani, F. – Miller, M. H. (1958): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. American Economic Review, 48. évf., 3. sz., 261-297. o., <http://www.jstor.org/stable/pdfplus/1809766.pdf?acceptTC=true&jpdConfirm=true>, letöltés dátuma: 2014. 11. 07.
- Modigliani, F. – Miller, M. H. (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. The American Economic Review, 53. évf., 3. sz., 433-443. o., <http://www.jstor.org/stable/pdfplus/1809167.pdf?acceptTC=true&jpdConfirm=true>, letöltés dátuma: 2014. 11. 08.
- Myers, S. C. (2001): Capital structure. The Journal of Economic Perspectives, 15. évf., 2. sz., 81-102. o., <http://www.jstor.org/stable/pdfplus/2696593.pdf?&acceptTC=true&jpdConfirm=true>, letöltés dátuma: 2014.10.25.
- Némethné G. A. – Sinkovits A. (2007): A Magyarországon működő nem pénzügyi vállalkozások forrás- és tőkeszerkezetének empirikus vizsgálata, 1995-2003. Közgazdasági Szemle, 56. évf., 2007. április, 350-375. o., <http://www.kszemle.hu/tartalom/letoltes.php?id=911>, letöltés dátuma: 2014. 11. 07.
- Osman P. (1997): Kockázati tőke a vállalkozás finanszírozásában. Co-Nex Kiadó, Budapest, ISBN: 963-8401-18-4, 347 o.
- Osman P. (2000): A vállalatközi fejlesztőtőke-befektetés szerepe a technológiaintenzív vállalkozások finanszírozásában. Oktatási Minisztérium, Budapest, ISBN: 963-8244-88-7, 129 o.
- Osman P. (2006): A kockázati tőkéről. In: MAKRA ZS. (szerk.): A kockázati tőke világa. AULA Kiadó, Budapest, ISBN: 963-9585-94-7, 11-32. o.
- Pál T. (szerk.) (2004): Számviteli rendszerek, speciális eljárások. ECONOMIX Kft., Miskolc, ISBN: 963 214 114 8, 284 o.
- Szerb L. (2006): Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. In: MAKRA ZS. (szerk.): A kockázati tőke világa. AULA Kiadó, Budapest, ISBN: 963-9585-94-7, 95-122. o.
- Sztyv (2014): 2000. évi C. törvény a számvitelről, http://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy_doc.cgi?docid=A0000100.TV, letöltés dátuma: 2014. 11. 07.

Internetes források:

- I1: Sikertörténetek. PortfoLion Zrt., Budapest, <http://www.portfolion.hu/sikertortenetek-cryo>, letöltés dátuma: 2014. 10. 13.
- I2: <http://www.ugyvedvilag.hu/rovatok/innovacio/prezi-ustream-logmeln-mit-tud-a-bridge-generacio>, letöltés dátuma: 2014.10.28.
- I3: http://www.piacprofit.hu/kkv_cegblog/ceghirek/nincs-lekuzdhetetlen-akadaly-az-amerikaban-siker-es-magyar-uzletember-szerint/
- I4: <http://www.crunchbase.com/organization/logmein>, letöltés dátuma: 2014.10.30., letöltés dátuma: 2014.10.28.

- I5: <http://www.unquote.com/unquote/news/1583813/us-hungary-vcs-float-logmein-usd342m-cap>, letöltés dátuma: 2014.10.30.
- I6: <http://blogs.wsj.com/venturecapital/2009/06/30/logmeins-ipo-prices-at-16share-as-second-quarter-closes/>, letöltés dátuma: 2014.10.30.
- I7: <http://www.ivci.com.tr/Uploads/iVCi%202nd%20Strategic%20Network%20Breakfast%20meeting%20-%20presentation%20P.%20Maki.pdf>, letöltés dátuma: 2014.10.30.
- I8: <http://bitport.hu/trendek/logmein-magyar-siker-az-amerikai-tozsden>, letöltés dátuma: 2014.10.31.
- I9: <http://www.waberers.com/hu/magunkrol/cegtortenet>, letöltés dátuma: 2014.11.01.
- I10: <http://www.vg.hu/gazdasag/volan-tefu-rt-bol-waberers-rt-49700>, letöltés dátuma: 2014.11.01.
- I11: <http://www.wabererstema.hu/kiemelt/vallalkorszerusitessel-a-tozsdere/>, letöltés dátuma: 2014.11.01.

Egyéb forrás:

- Cryo (2012): Cryo Management Korlátolt Felelősségű Társaság, Éves beszámoló mérlege – „A” 2011;
Éves beszámoló „A” eredménykimutatása (összköltség eljárással) 2011
- Cryo (2014): Vitrolife Kft, Éves beszámoló mérlege – „A” 2013
Vitrolife Kft., Eredménykimutatás „A” típus (összköltség eljárással) 2013
Vitrolife Korlátolt Felelősségű Társaság, Kiegészítő melléklet - 2013
- Logmein (2005): 3AM Labs Kft, Egyszerűsített éves beszámoló mérlege – 2004,
3AM Labs Kft, Egyszerűsített éves beszámoló eredménykimutatása – 2004 (összköltség eljárással)
3AM Labs Kft, Kiegészítő melléklet a 2004. évi egyszerűsített éves beszámolóhoz
- Logmein (2007): 3AM Labs Kft, Egyszerűsített éves beszámoló mérlege – 2006,
3AM Labs Kft, Egyszerűsített éves beszámoló eredménykimutatása – 2006 (összköltség eljárással)
- Logmein (2009): LogMeIn Kft., Éves beszámoló mérlege „A” változat – 2008,
LogMeIn Kft, Éves beszámoló eredménykimutatása – 2008 (összköltség eljárással)
- Logmein (2010a): LogMeIn Kft., Kiegészítő melléklet a 2009. december 31-én végződő évre.
- Logmein (2010b): LogMeIn Inc. 2009 Annual Report.
https://investor.logmein.com/files/doc_financials/45803_Log_Me_In_final.pdf, letöltés dátuma: 2014.10.19.
- Logmein (2011): LogMeIn Kft., Mérleg a 2010. december 31-én végződő évre, LogMeIn Kft,
Éves beszámoló eredménykimutatása – 2010 (összköltség eljárással)
- Logmein (2014): LogMeIn Kft., Kiegészítő melléklet a 2013. december 31-én végződő évre.
- Waberers (2004): Waberer's Holding Logisztikai Rt., 2003. évi konszolidált kiegészítő melléklet
- Waberers (2005): Waberer's Holding Logisztikai Rt., Éves beszámoló mérlege, „A” 2004
Éves beszámoló eredménykimutatása 2004
- Waberers (2007): Waberer's Holding Vagyonkezelő Zrt. mérlege „A” 2006
Waberer's Holding Vagyonkezelő Zrt. eredménykimutatása „A” 2006
- Waberers (2008): Waberer's Holding Vagyonkezelő Zrt. 2007. évi kiegészítő melléklete
- Waberers (2009): Waberer's Holding Vagyonkezelő Zrt. mérlege „A” 2008
Waberer's Holding Vagyonkezelő Zrt. eredménykimutatása „A” 2008

Waberers (2011): Waberer's Holding Vagyonkezelő Zrt. mérlege „A” 2010
Waberer's Holding Vagyonkezelő Zrt. eredménykimutatása „A” 2010
Waberers (2012): Waberer's Holding Vagyonkezelő Zrt. 2011. évi kiegészítő melléklete
Waberers (2013): Waberer's International Zrt. mérlege „A” 2012
Waberer's International Zrt. eredménykimutatása „A” 2012
Waberers (2014): Waberer's International Zrt. 2013. évi kiegészítő melléklete