

# cégérték

**16. ÉVFOLYAM 111. SZÁM  
2021. TÉL**

© CÉGÉRTÉK CÉGELADÁSI, -ÉRTÉKELÉSI, -FELVÁSÁRLÁSI ÉS  
TŐKEBEFETETÉSI MAGAZIN VÁLLALKOZÓKNAK ÉS CÉGBEFETETŐKNEK.  
FELELŐS KIADÓ: CONCORDE MB PARTNERS KFT.  
POSTACÍM: 1051 BUDAPEST, JÓZSEF ATTILA UTCA 1.  
E-MAIL: CEGERTEK@CMBP.HU

# PRIVÁT TOP 100

**A 2021-ES LISTA**





PRIVÁTBANKI  
SZOLGÁLTATÁSOK BIZALMI  
VAGYONKEZELÉSBEN IS

Ahogy egy hosszú és nehéz út egyre nagyobb részét hagyjuk magunk mögött, úgy egyre fontosabbá válik az elért eredmények megóvása az újonnan felmerülő kihívások veszélyeitől.

- > Értékpapírszámla vezetés
- > Befektetési tanácsadás
- > Diszkrécionális vagyonkezelés
- > Tartós Befektetési Szerződés (TBSZ)



# KEDVES OLVASÓNK!

Sok szeretettel köszöntöm Önöket a 2021-es év téli Cégérték-számával! Hadd kezdjem egy belső információval: a Cégérték elérte 15. életévét! Sok víz lefolyt ez idő alatt a Dunán, nagyon sok tranzakció történt az országban – és büszkék vagyunk arra, hogy mindennek töretlen krónikása ez a világszinten is egyedülálló folyóirat! Köszönjük olvasóinknak, hogy ez idő alatt velünk tartottak, és ígérjük, hogy a következő 15 évben is lelkesen fogjuk tájékoztatni a tranzakciók iránt fogékony olvasóinkat az iparág újdonságairól és érdekességeiről.

Ünnepi kiadványunk talán legfontosabb tartalma az immár hatodik alkalommal megjelenő Privát Top 100 lista, amelyet szándékunk szerint a sikeres hazai tulajdonú vállalkozások megünneplésére készítjük. A lista növekedésről, bővülésről ad számot a legnagyobb hazai cégek között – ami annak tükrében különösen nagy szó, hogy az értékelési szorzók piaci tapasztalataink szerint az elmúlt egy évben nem különösebben növekedtek. Hat új belépő található a listán és három visszatérő, akiknek szívből gratulálunk. A legnagyobb értékű cég vállalatértéke ezúttal is nőtt (ez mostanra 200 milliárd forint feletti érték), a legkisebb is (ez 10 milliárd; az első listánkon ehhez 5 milliárdos vállalatérték is elég volt). A száz legnagyobb privát cég teljes értéke több mint húsz százalékkal nőtt. Ezek mind nagyon komoly teljesítmények!

A Cégérték jelenlegi száma a Privát Top 100 lista mellett is tartalmaz érdekességeket. A *CIB Bank KKV* igazgatóságának vezetője, *Győr Tamás* ír arról, hogy a CIB Bank hogyan tudja támogatni azokat a menedzsment-csapatokat, melyek cégvásárlásra adják fejüket. A *Balabit* alapítójával, *Györkö Zoltánnal* közösen arról értekezünk, hogy mi kell ahhoz, hogy hazai alapítású start-upok nemzetközi tőkefinanszírozást kapjanak.

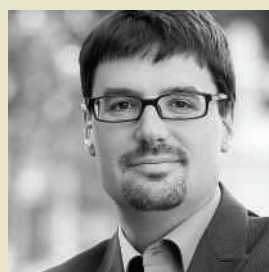
A lap hasábjain beszámolunk arról a nemzetközi sikerről is, ami a *PortfoLion* vezetésével történt a magyar *W.Up* és a cseh *BSC* összeolvastása és közös márka (*Finshape*) alatt történő újrafazonírozása révén. Ez azért nagyon fontos tranzakció, mert mi sok iparágban sok szereplőnek mondjuk azt, hogy a tranzakciós világ nemcsak felvásárlásokról, hanem kombinációkról, azaz összeolvadásokról is kellene, hogy szóljon, még akkor is, ha ez a hazai környezetben ritka, mint a fehér holló. Údító kivétel, és remélhetőleg sikeres példa ez a tranzakció.

A majd húsz, idén sikeresen lezárt tranzakciónk közül a *Marillen Kft.* eladását mutatjuk be, az eladó és a vevői menedzsmentcsapat vezetőjének interpretálásában.

*Szeles Nóra* az első hazai részvénytől kezdő közösségi finanszírozási platform, a *Tőkeportál* üzletfejlesztési vezetője a *crowdfunding* piac múltját, jelenét és szabályozásában történő változásokat mutatja be.

Jogi partnerünk, a *Jalsovsky* jogi iroda tranzakciós vezetője, *dr. Bejó Ágnes* a jogi átvilágítás során kútba eső tranzakciókon keresztül levonható tanulságokat foglalja össze. A *Primus Trust* szakembereitől pedig a bizalmi vagyonkezelés speciális kérdéseiről olvashatnak.

A Cégértékhez jó olvasást; békés, boldog karácsonyi ünnepeket és nagyon sikeres új évet kívánunk minden kedves olvasónknak!



#### SZENDRŐI GÁBOR

ÜGYVEZETŐ PARTNER  
IMAP IGAZGATÓSÁGI TAG  
VÁLLALHATÓ ÜZLETI  
KULTÚRÁÉRT NAGYKÖVET  
CONCORDE MB PARTNERS  
GABOR.SZENDROI@CMBP.HU



# PRIVÁT TOP 100 A 2021-ES LISTA

DECEMBERI SZÁMUNKBAN A PANDÉMIÁS HELYZETNEK KÖSZÖNHETŐEN IDÉN MÁR MÁSODIK ALKALOMMAL ÁLLÍTOTTUK ÖSSZE A PRIVÁT TOP 100 LISTÁT ÖNÖKNEK: A HAZAI TULAJDONÚ TÁRSASÁGOK RANGSORÁT BECSÜLT CÉGÉRTÉKÜK ALAPJÁN. A SZÁMÍTÁSOK ALAPJÁT EZÜTTAL IS AZ ELŐZŐ KÉT ÉV ÁTLAGOS EBITDA-SZINTŰ EREDMÉNYE (ÜZEMI SZINTŰ EREDMÉNY + ÉRTÉKCSÖKKENÉSI LEÍRÁS) JELENTETTE AZ EV/EBITDA-ALAPÚ SZORZÓSZÁMOS ÉRTÉKELÉSHEZ, ELISMERVE EZZEL A TARTÓSAN ÉS EGYENLETESEN JÓ TELJESÍTMÉNYT.

## MÓDSZERTAN

### A lista összeállításának szempontjai:

- hazai magánszemély (nem feltétlen magyar állampolgárok) tulajdonában álló cégeket és magyar jogi személyeket listáztuk;
- nem számoltunk az állami, önkormányzati, magántőkealap-tulajdonban lévő és a tőzsdei jelenléttel és tulajdonossal bíró cégekkel;
- nem értékeltük a pénzügyi szolgáltatókat és az ingatlanfejlesztőket, de az építőiparban tevékenykedőket igen;

- egyedi cégekre fókuszáltunk, a cégcsoportok szintje akkor lépett be, amennyiben közétettek konszolidált beszámolót a lista összeállításának időpontjáig (nem vontunk össze egy tulajdonosi kézben lévő, kapcsolódó tevékenységet végző cégeket).

A Covid19 járvány sok ponton befolyásolta a cégek és mindannyiunk életét, 2020-ban a beszámolóhoz és társasági adóhoz kapcsolódó kötelezettségek májusról szeptemberre történő elhalasztása eredményezte azt is, hogy idén másodszor adjuk közre listánkat. De lássuk, hogyan befolyásolta a 2020-as év pénzügyi teljesítményét a lista jelenlegi és korábbi szereplőinél.

Új belépők a *Kecskeméti Konzerv Kft.*, az ivóvízkezeléssel, a technológiai vízkezeléssel és az ipari szennyvízkezeléssel foglalkozó *Hidrofilt Kft.*, az *Univill-Trade Kft.*, mely villamosenergetikai termékeket és megoldásokat biztosít ügyfeleinek, a *Medirex Zrt.* és a *Vatner Kft.*: mindkét cég orvosi műszerek kereskedelmével és szervizeléssel foglalkozik, míg a *Cyclolab Kft.* gyógyszereséganyagot gyárt, és kutatás-fejlesztési tevékenységet végez. Visszatérő szereplők a lemezmegmunkáló *Ferzol Kft.*, a *Prímaenergia Zrt.* és a hasznójárműpiac járműkereskedője, a *Delta-Truck Kft.* konszolidált beszámolójával. Idén konszolidált beszámolójuk számait használtuk a *Bonafarm Zrt.* és a *Duna Aszfalt Zrt.* esetében, így ebben a listában nem szerepel saját jogon a *Pick Szeged Zrt.* és a *Sole-MiZo Zrt.*, valamint a *Vakond Via Kft.* és *Hódút Kft.*

A száz legnagyobb hazai magántulajdonú társaság összértéke 2021-ben 3 213 milliárd forint, 2020-ban 2 651 milliárd forint, (2019: 2 243 milliárd forint). A listát vezető cég értékét 200 milliárd forint felettire becsüljük, míg a századik értéke is eléri a 10 milliárd forintot. Az előző listában még 9 milliárd volt a határ, míg a legelső listában, a 2015-ös adatok alapján számított cégértéknél a bekerülési küszöb 5 milliárd forint volt. (1. ábra)

Az összcégérték megoszlását a székhelyek szerint vizsgálva néhány tized százalékpontnyi változás volt csupán. Cégek számát tekintve a főváros és Pest megye dominanciája tovább nőtt, részben köszönhető ez a konszolidációt végző csoporttagok székhelyének is. Első alkalommal került somogyi székhelyű társaság a listára (*Vartner Kft.*), ugyanakkor ebben a listában is képviselő nélkül maradt Békés és Nógrád megye is. (2. ábra)

## CÉGÉRTÉK

Cégérték alatt egy társaság teljes értékét, azaz eszköz oldalról a materiális és immateriális eszközeinek könyvelési értékétől független teljes értékét vagy jövőbeli összes cash-flow-jának diszkontált értékét; forrás oldalról pedig a saját tőkéjének és kamatozó adósságainak összességét értjük. Ez az érték nem keverendő össze a tőkeértékkel, ami a cégértékből a kamatozó adósságok levonása után azt az értéket adja, ami a tulajdonosok saját vagyona. Ezt jelképezi pl. a tőzsdei kapitalizáció tőzsdei cégek esetén.

## ÉRTÉK = EREDMÉNY x SZORZÓ

A szorzókat gyakran adottságként érzékelik az eladók, valójában komoly ráhatásuk lehet. Az *Assay Corporate Finance* kidolgozott erre egy módszertant, mely használatára kizárólagos jogot kapott a *Concorde MB Partners* Magyarországon. A *Tőkeérték Növelő Stratégia (Equity Strategy Plan)* segítségével azonosítani és fejleszteni tudjuk a vállalkozások azon nem pénzügyi jellemzőit, amelyek befolyással bírnak a társaság értékére.

2019-ről 2020-ra a TMT-szektor kivételével tudták növelni az átlagos EBITDA-marzsot, ez a pandémiás helyzet mellett egészen kiváló eredmény. (3. ábra)

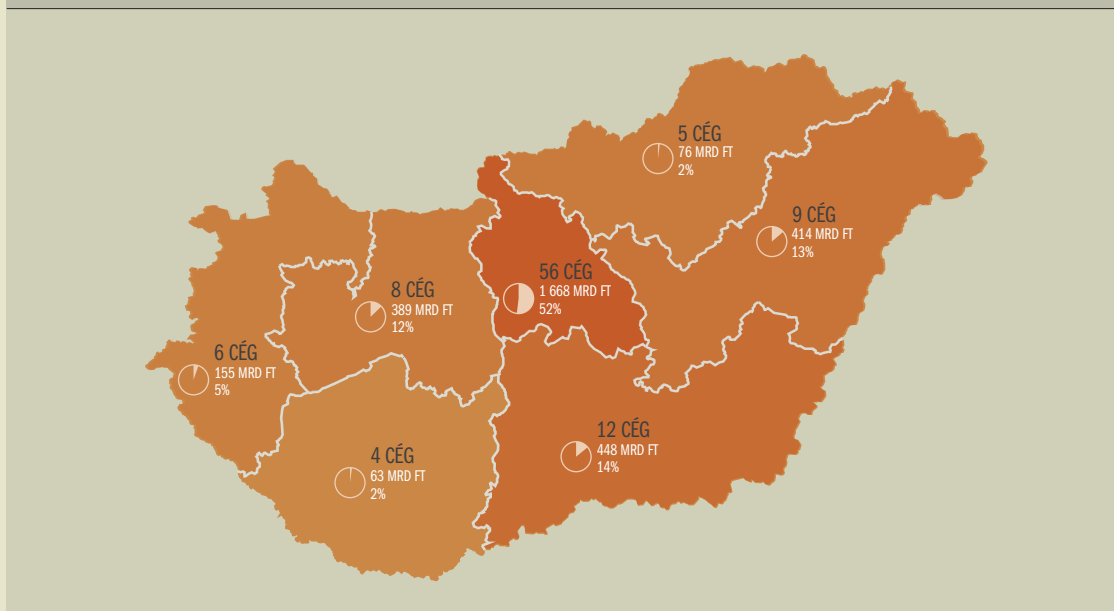
Kiemelkedő növekedést értek el az egészségiparhoz köthető, valamint az építőipar-listában szereplő vállalkozások, és elmondható, hogy jellemzően ezek a vállalkozások nyereségessége sem romlott. (4. ábra)

(Hosszú lejáratú kötelezettség – Pénzeszközök) / EBITDÁ-t nevezük EBITDA-arányos eladósodottsági mutatónak, a klasszikus statisztikai vicceknek megfelelően éppen 0, nincs se hitel, se szabad

1. ÁBRA: CÉGÉRTÉKEK IPARÁGANKÉNT EV/EBITDA-ALAPÚ SZORZÓSZÁMOS ÉRTÉKELÉS SZERINT, 2020

IPARÁG	CÉGEK SZÁMA	EV/EBITDA ÁTLAG*	EV/EBITDA MINIMUM	EV/EBITDA MAXIMUM	CÉGÉRTÉK (MRD FT)	ÁTLAGOS CÉGÉRTÉK (MRD FT)
Ipari gyártás	24	6,3	4,5	10,0	1 051,8	40,5
Fogyasztási cikkek	19	6,7	5,5	9,0	729,5	38,4
Kereskedelem	16	5,4	4,5	6,0	386,0	24,1
Építőipar	10	3,5	3,0	4,0	382,4	38,2
Szolgáltatások	9	5,8	3,0	8,0	182,7	20,3
TMT	9	6,1	2,0	10,0	244,7	27,2
Egészségügy	7	8,1	7,5	10,0	158,4	22,6
Szállítmányozás	2	5,0	5,0	5,0	45,8	22,9
Energia	2	5,5	5,0	6,0	31,8	15,9
<b>Összesen</b>	<b>100</b>	<b>6,0</b>	<b>2,0</b>	<b>10,0</b>	<b>3 213,0</b>	<b>32,1</b>

2. ÁBRA: A TOP 100 MAGYAR MAGÁNCÉG REGIONÁLIS MEGOSZLÁSA, CÉGÉRTÉKE ÉS ORSZÁGOS ARÁNYA, 2020



FORRÁS: BISNODE, CEGINFO.HU, CMBP

pénzeszköz. Iparági bontásban viszont nagy változatosságot mutat: arányosan legtöbb szabad pénzeszközzel az egészségügyben szereplők bírnak, a leginkább eladósodottak pedig a fogyasztási cikkek gyártói. (6. ábra)

Az előbbi viszonyszám mögötti abszolút számok sikeres 2020-at mutatnak, a Top 100 céget együttesen nézve a hosszú hitelek állománya 132 milliárd forinttal bővült, miközben a pénzeszközök értéke 300 milliárd forinttal nőtt. (5. ábra)

A száz vállalkozás összesen 33 680 alkalmazott segítségével érte el ezt a teljesítményt. Az alkalmazotti létszám és a becsült cégérték összevetéséből öt cég emelkedett ki. Megjegyezzük ugyanakkor, hogy csak a beszámolóikban bemutatott alkalmazotti létszám állt rendelkezésünkre, más foglalkoztatási formákat nem ismerve és kezelve. (7. ábra)

3. ÁBRA: EBITDA-FEDEZET ALAKULÁSA IPARÁGANKÉNT, 2020

IPARÁG	CÉGEK SZÁMA	EBITDA-FEDEZET, MINIMUM 2020	EBITDA-FEDEZET, ÁTLAG 2020 (2019)*	EBITDA-FEDEZET, MAXIMUM 2020
Szolgáltatások	9	11%	35% (33%)	65%
TMT	9	4%	32% (34%)	68%
Egészségügy	7	10%	29% (28%)	51%
Szállítmányozás	2	19%	23% (20%)	26%
Ipari gyártás	26	8%	22% (19%)	72%
Kereskedelem	10	7%	17% (13%)	35%
Fogyasztási cikkek	16	5%	14% (10%)	32%
Építőipar	19	2%	13% (13%)	41%
Energia	2	10%	11% (7%)	13%
<b>Összesen</b>	<b>100</b>	<b>2%</b>	<b>21% (19%)</b>	<b>72%</b>

FORRÁS: BISNODE, CEGINFO.HU, CMBP

\*nem súlyozott

#### 4. ÁBRA: LEGNAGYOBB NÖVEKMÉNYT FELMUTATÓK, 2020

CÉGNÉV	EBITDA-NÖVEKMÉNY 2019/2020	IPARÁG	CÉGNÉV	ÁRBEVÉTEL-NÖVEKMÉNY 2019/2020	IPARÁG
VATNER KFT.	1 075%	kereskedelem	MEDIREX ZRT.	518%	kereskedelem
MEDIREX ZRT.	1 045%	kereskedelem	VATNER KFT.	419%	kereskedelem
CYCLOLAB KFT.	246%	ipari gyártás/vegyipar	CYCLOLAB KFT.	191%	ipari gyártás/vegyipar
BÉRES GYÓGYSZERGYÁR ZRT.	220%	ipari gyártás/vegyipar	HIDROFILT KFT.	82%	szolgáltatások
WEST HUNGÁRIA BAU KFT.	200%	építőipar	I-CELL MOBILSOFT ZRT.	82%	TMT
MARKET ÉPÍTŐ ZRT.	146%	építőipar	B+N REFERENCIA ZRT.*	72%	szolgáltatások
HIDROFILT KFT.	81%	szolgáltatások	SMP SOLUTIONS KFT.	70%	TMT
WELLIS MAGYARORSZÁG KFT.	80%	ipari gyártás	WELLIS MAGYARORSZÁG KFT.	58%	ipari gyártás
BIOTECH USA KFT.	78%	fogyasztási cikkek	BÉRES GYÓGYSZERGYÁR ZRT.	51%	ipari gyártás/vegyipar
KÉSZ HOLDING ZRT.*	70%	építőipar	BIOTECH USA KFT.	48%	fogyasztási cikkek

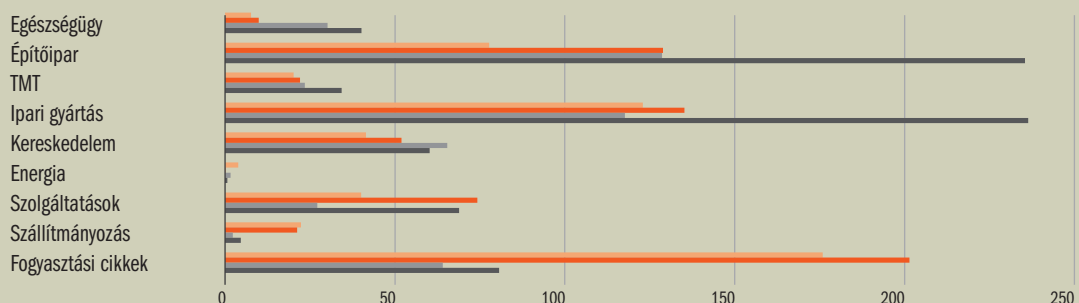
FORRÁS: BISNODE, CEGINFO.HU, CMBP

\*konszolidált

#### 5. ÁBRA: A HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK ÉS PÉNZESZKÖZÖK ALAKULÁSA SEKTORONKÉNT 2019/2020

##### IPARÁG

Hosszú lejáratú kötelezettségek összege (2019) milliárd Ft	512
Hosszú lejáratú kötelezettségek összege (2020) milliárd Ft	646
Pénzeszközök összesen (2019) milliárd Ft	460
Pénzeszközök összesen (2020) milliárd Ft	761

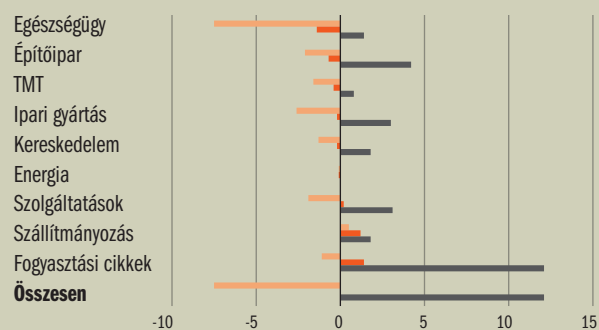


FORRÁS: BISNODE, CEGINFO.HU, CMBP

#### 6. ÁBRA: EBITDA-ARÁNYOS ELADÓSODOTSÁG, 2020

##### IPARÁG

Minimum (HLK-PE)/EBITDA	
Átlagos (HLK-PE)/EBITDA*	
Maximum (HLK-PE)/EBITDA	



FORRÁS: BISNODE, CEGINFO.HU, CMBP

\*nem súlyozott

#### 7. ÁBRA: ÉRTÉKEK ÉS ALKALMAZOTTI LÉTSZÁMOK ÖSSZELETÉSE, 2020

CÉGNÉV	IPARÁG	EGY ALKALMAZOTTRA JUTÓ CÉGÉRTÉK (M FT)
MEDIREX ZRT.	kereskedelem	614
ACCELSIORS KFT.	tanácsadás	562
VISIONTEAM L.O. KFT.	kölcsönzés	425
DUNAMENTI ERŐMŰ ZRT.	energia	333
MOBILBOX KFT.	kölcsönzés	299

FORRÁS: BISNODE, CEGINFO.HU, CMBP

## TOP 100 MAGYAR MAGÁNCÉG CÉGÉRTÉKE A 2019-ES ÉS 2020-AS PÉNZÜGYI TELJESÍTMÉNYEK ALAPJÁN, ÁBÉCÉRENDBEN

■ 35 MILLIÁRD FT FELETT  
■ 20-35 MILLIÁRD FT  
■ 20 MILLIÁRD FT ALATT

77 ELEKTRONIKA KFT.  
AXIÁL KFT.  
BAROMFI-COOP KFT. \* (MASTERGOOD CSOPORT)  
BONAFARM ZRT.\*  
DUNA ASZFALT ZRT.\*  
FLEXPERT KFT. (SEMILAB ZRT.)\*  
HELL ENERGY MAGYARORSZÁG KFT.\*  
I-CELL MOBILSOFT ZRT.  
JÁSZ-PLASZTIK KFT.\*  
KITE ZRT.\*  
LISS KFT.  
LVC DIAMOND KFT.  
MARKET ÉPÍTŐ ZRT.  
MOGYI KFT.\*  
MPF META ZRT.\*  
NITROGÉNműVEK ZRT.\*  
PROGRESS ÉTTEREMHÁLÓZAT KFT.  
TALENTIS AGRO ZRT.  
VENTAS COFFEE HUNGARY KFT.\*  
VIDEOTON HOLDING ZRT.\*

77 ING KFT.  
3DHISTECH KFT.  
ACCELSIORS KFT.  
AGROFEED KFT.\*  
ALPHA-VET KFT.  
AR-IP KFT.  
B+N REFERENCIA ZRT.\*  
BÁRDI AUTÓ ZRT.  
BÉRES GYÓGYSZERGYÁR ZRT.  
BIOTECH USA KFT.  
CSABA METÁL ZRT.  
DUNAMENTI ERŐMŰ ZRT.  
FÉMALK ZRT.

GYERMELYI HOLDING ZRT.  
KEROX KFT.  
KÉSZ HOLDING ZRT.\*  
KRAVTEX KFT.\*  
LIBRI-BOOKLINE ZRT.\*  
LIGHTTECH KFT.  
MERCARIUS KFT.  
MOBILBOX KFT.  
PRAKTIKER KFT.  
RÉVÉSZ LOGISZTIKAI HOLDING ZRT.\*  
SOLTÚT KFT.  
SZATMÁRI KFT.  
TARR KFT.  
TERMINDEX ZRT. \*(CENTRAL MEDIA)  
TV2 ZRT.  
UNIVER-PRODUCT ZRT.  
UNIX AUTÓ KFT.  
V-HÍD ZRT.  
WEST HUNGÁRIA BAU KFT.  
ZÁÉV ZRT.\*

AGRIKON KAM. KFT.  
AGROSPRINT ZRT.  
BAYER CONSTRUCT ZRT.  
BRAVOGROUP HOLDING KFT.\*  
CHEMARK ZRT.  
CSABACAST KFT.  
CYCLOLAB KFT.  
DELTA-TRUCK KFT.\*  
ECSERI KFT.  
ÉPKAR ZRT.  
FERRO-PRESS KFT.  
FERZOL KFT.  
GALLUS KFT.\*

GRABOPLAST ZRT.  
HANSA-KONTAKT INV. KFT.\*  
HIDROFILT KFT.  
HORVÁTH RUDOLF INTERTRANSPORT KFT.  
HOVÁNY KFT.\*  
HUNGERIT ZRT.\*  
HUNLAND-TRADE KFT.  
INGATLAN.COM ZRT.  
KECSKEMÉTI KONZERV KFT.  
KESKENY ÉS TÁRSAI 2001 KFT.  
KÖRÖSTEJ KFT.  
LAVET KFT.  
LETÉT KFT.\* (CARNET CÉGCSONPORT)  
MEDICONTUR KFT.  
MEDICOVER ZRT.  
MEDIREX ZRT.  
MEDISO KFT.\*  
METAL HUNGÁRIA HOLDING ZRT.  
MIKROPÁK KFT.  
MIXVILL KFT.  
NAPCSILLAG KFT.  
NYÍRZEM ZRT.\*  
ONGROUPACK KFT.  
PRÍMAENERGIA ZRT.  
SANATMETAL KFT.  
SMP SOLUTIONS KFT.  
TERRÁN KFT.  
TOLNATEJ ZRT.  
TÓTH ÉS FIAI KFT.  
UNIVILL-TRADE KFT.  
VATNER KFT.  
VISIONTEAM L.O. KFT.  
WEINBERG '93 ÉPÍTŐ KFT.  
WELLIS MAGYARORSZÁG KFT.





## FÖLDÜNK

(MILLIÁRD FT)

2021. februári texasi áramkimaradás által okozott gazdasági kár	25 600–41 600
<b>Privát Top 100 2021 – cégek összértéke</b>	<b>3 213</b>
A Szezei-csatorna elzárása – a késedelmes, sérült vagy elvesztett árukból eredő teljes költség	3 110
Divatipar (fast fashion) átlagos heti hulladéktermelése	3 077



## SPORT, SZÓRAKOZTATÓIPAR ÉS BULVÁR

(MILLIÁRD FT)

Tokió 2020 olimpia teljes költsége	4 928
<b>Privát Top 100 2021 – cégek összértéke</b>	<b>3 213</b>
MGM Studios felvásárlása, 2021 – Amazon	2 594
50 legtöbbet kereső sportoló 2021-es jövedelme	896
A Squid Game sorozat bevételgenerálása a Netflixnek	267
Ennyibe került a királyi család az angol adófizetőknek (2018–2019)	29



## (VILLANY) AUTÓSVILÁG

(MILLIÁRD FT)

Rivian IPO-t követő értéke az első tőzsdei nap végén	27 520
Ennyit keresett egy nap Elon Musk a Tesla részvényeivel, amikor bejelentették a Hertz dealt (100 000 autót rendeltek meg)	11 520
<b>Privát Top 100 2021 – cégek összértéke</b>	<b>3 213</b>
Elon Musk Twitteren megszavaztatott részvényeladása	1 600
Tesla 2020 EBITDA	1 384



## KIS HAZÁNKBAN

(MILLIÁRD FT)

Magyarországon forgalomban lévő készpénzmennyiség	7 500
<b>Privát Top 100 2021 – cégek összértéke</b>	<b>3 213</b>
Tervezett szja-visszatérítés költségvetési hatása	600
Budapest Déli Körvasút 12,7 km-es szakaszára és két megállójára tett nyertes közbeszerzési ajánlat	338
M30 autópálya építési költsége (56 km)	200



## TUDOMÁNY

(MILLIÁRD FT)

Biontech vakcinaértékesítésből származó várható 2021-es bevétele	6 120
NASA éves költségvetése	6 968
<b>Privát Top 100 2021 – cégek összértéke</b>	<b>3 213</b>
Tőzsdére lépett a korábbi start-up Cue Health (Covid-teszt gyártó) értéke az első tőzsdei nap végén	928

FORRÁSOK: CONCORDE BLOG, FORBES.HU, SMH.COM.AU., CNBC.COM, DALLASFED.ORG, FIBREFASHION.COM, VG.HU, PORTFOLIO.HU, USNEWS.COM, FORBES.COM, REUTERS.COM



**HAJDU-TAR GABRIELLA**  
IGAZGATÓ  
CONCORDE MB PARTNERS  
GABRIELLA.HAJDU.TAR@  
CMBP.HU



**PAPP LÁSZLÓ**  
PARTNER  
CONCORDE MB PARTNERS  
LASZLO.PAPP@CMBP.HU



*Győr Tamás, a CIB Bank KKV Üzletágának igazgatója*

## **NEM VAGYUNK TANÁCSADÓK, DE SZERETÜNK TÖBB LENNI, MINT EGY BANK**

**A CMBP SIKERTÖRTÉNETE AZ MBI (MANAGEMENT-BUY-IN) BEFEKTETÉSEK ELŐSEGÍTÉSE. EZEK AZ ÜGYLETEK SZINTE KIVÉTEL NÉLKÜL TŐKEÁTTÉTELES TRANZAKCIÓK, AZAZ A FELVÁSÁRLÁS SORÁN A TRANZAKCIÓK HITELFELVÉTELLEL IS JÁRNAK. AZ ILYEN TRANZAKCIÓK FINANSZÍROZÁSÁBAN ÉLEN JÁR A CIB KKV CSAPATA. AZ MBI-TRANZAKCIÓKRÓL GONDOLATAIT GYŐR TAMÁS, A CIB BANK KKV ÜZLETÁGÁNAK IGAZGATÓJA OSZTJA MEG.**

A CIB Bank KKV üzletága évek óta fejleszt három képességet, amellyel szakmailag a piaci átlag fölé törekszik emelkedni. Ebből két képesség iparágakhoz kötődik, amelyekbe mélyebben beleásta magát: a mezőgazdaság és az autóipar. Ezen felül van egy izgalmas, nem iparághoz, hanem vállalati életciklushoz kötött szelete a gazdaságnak. Ez ahhoz a pillanathoz kötődik, amikor bármilyen okból, de a tulajdonosok eladják vállalati részesedésüket, részben vagy egészben. Ennek több indoka is lehet, a tulajdonos kiszállása csak egy ezek közül. Történhet profiltisztítás,

menedzsmentbevonás vagy éppen tőkebevonás új tulajdonosok belépésével egy nagyobb ugrás megtételéhez.

Nincs két ugyanolyan tranzakció, ez a folyamat nem standardizálható, így a tanácsadók, jogászok és a bank bevonása a megfelelő pillanatban elengedhetetlen az ősz hajszálak elszaporodásának elkerüléséhez. A bank több szerepben is feltűnhet, egyrészt mint a vevő vagy eladó vállalat/személy meglévő finanszírozó bankja, akinek a hozzájárulása szükséges a tranzakció

jóváhagyásához, másrészt, ha az új tulajdonos részben vagy egészben hitellel kívánja finanszírozni a vételárat, úgy a vevőt/tranzakciót finanszírozó félként. Ez egy erőteljesen bizalmi pozíció, a tranzakciónak végig titokban kell maradnia, és a bank legfontosabb feladata, hogy a felek szándékait lekötve mind időben, mind konstrukcióban olyan finanszírozást, hozzájárulást tudjon nyújtani, ami a tranzakciót támogatja akkor és úgy, ahogy arra szükség van.

Természetesen a banknak is vannak ezzel kapcsolatban elvárásai, mivel pénzügyi szempontból ezek a tranzakciók extra kockázattal bírnak. Ez abban rejlik, hogy egyrészt változik a már bevált irányítási és menedzsmentstruktúra, érdekeltségi rendszerek, másrészt a vállalatnak, csoportnak egy olyan hitelt kell visszafizetnie, amiből nem vásárolnak a felek készpénztermelést növelő tárgyi eszközöt, működőtőkét sem finanszíroznak, hiszen a hitelből folyósított összeg körön kívül, a korábbi tulajdonoshoz kerül. Ő azt általában nem azért kapja, hogy visszaforgassa a cégbe. Leegyszerűsítve, ha az eladó a kapott vételárból vesz egy sportautót, attól az értékesített cég készpénztermelő képessége nem nő. Természetesen a felek a tranzakció sikerességét arra alapozzák, hogy a jövőben is legalább olyan jól fog működni a társaság, mint a múltban, de ez ennek a törésnek következtében kevésbé vezethető le a múltból. A banknak értenie kell és egyetértenie, hogy a tranzakciót követően is biztosított a hitelek visszafizetése a cég jövőbeni működéséből, ennek megértése több időt vesz igénybe, mivel a változás hatásait értékelni kell.

E kiemelt kockázat miatt fontos, hogy a vevő megfelelő mértékű, legalább 20 százalékos, de sok esetben inkább 30 százalékos feletti önerőt maga is kockáztasson, valamint megfelelő biztosítékokat rendeljünk az ügyletbe. A cég és tulajdonos környezetében elérhető biztosítékokon kívül előszeretettel alkalmazunk intézményi garanciákat, kiváló az együtt gondolkodás az ezeket nyújtó intézményekkel a megvalósítható struktúrák kialakításában.

Egy ilyen tranzakció finanszírozásának elvárt visszafizetési határideje kivételes esetben mehet csak hét év felé. Az ügyféligény általában ennél magasabbról indul, de ha a készpénztermelő képesség nem tesz lehetővé hét éven belüli visszafizetést, az önmagában is meggondolandó a vásárló fél számára.

Minden esetben vizsgáljuk, társítható-e kedvezményes forrás a finanszírozáshoz, mivel az esetenként kihát a tranzakció struktúrájára is, így felelősségünk, hogy ezt időben jelezzük, és ennek megfelelően alakíttassuk azt. Az optimális konstrukció kialakításakor így nemcsak az adózási és az elvárt pénzáramlás szempontjait kell figyelembe venni, hanem a kedvezményes forrás igénybevételével kapcsolatos elvárásokat is.

Nem szabad megfeledkezni arról sem, hogy ezeket a tranzakciókat bonyolult érdekháló szövi át, kimondott és sokszor ki nem mondott érdekek tömkelegével, melyet

**A CIB Bank KKV üzletága zászlajára tűzte, hogy támogatja a tulajdonváltással járó tranzakciókat, különösebb iparági megkötések nélkül, megfelelő struktúrákban, megfelelő partnerekkel, mérettől függetlenül.**

igyekszünk minél mélyebben feltérképezni, hogy a lehető legjobban támogassuk a tranzakció előrehaladását. Ugyan a bank szerepe alapvetően a finanszírozás, míg a tanácsadás a tanácsadók és ügyvédek feladata, ettől függetlenül sokszor fordult elő, hogy a fentiek megértésével katalizátorainvá válunk a folyamatnak, és ugyan nem lépünk túl határainkat, de tapasztalataink megosztásával és a folyamat menedzselésével kicsit többet is nyújtunk, mint az a banktól elvárható. Ilyen sikeres ügylet volt például az *Irontech Zrt.* megvásárlása a lengyel *LUMA Holding* által, ahol kollégáink nemcsak tudásukkal és időmenedzsmenttel támogatták a folyamatot, hanem a lengyel nyelvtudás, ismeretek informális bevetésével is gyorsították néha a lelassuló szekeret.

Az elmúlt két évben a CIB Bank húszas nagyságrendben támogatott tulajdonosváltással kapcsolatos tranzakciókat, iparágot tekintve nagyon széles spektrumon: autóipar, gyógyszeripar, egészségügyi szolgáltatás, számítástechnika, kis- és nagykereskedelem, élelmiszeripar. Ebből is látszik, hogy a CIB Bank KKV finanszírozási üzletágának van étvágya minden szektorban a tranzakciókra, ha azok karakterisztikája banki szempontból megfelelő. Nem kizárólag milliárdos ügyletekben gondolkodunk. Ugyan egy-egy ilyen ügylet strukturálása, lebonyolítása átlagon felüli időt és szak tudást igényel, számunkra fontos, hogy az életképes tranzakciók akkor is megvalósuljanak, ha azokhoz csak pár száz milliós finanszírozás társul. Kisebbségi finanszírozási összeg esetén azt kérjük partnereinktől, ami az ő érdekük is, hogy ne bonyolítsák túl az ügyletet.

A CIB Bank KKV üzletága zászlajára tűzte, hogy támogatja a tulajdonváltással járó tranzakciókat, különösebb iparági megkötések nélkül, megfelelő struktúrákban, megfelelő partnerekkel, mérettől függetlenül. Az első, jelentős lépéseket megtettük, ezzel kapcsolatos kompetenciánkat és kapcsolatrendszerünket folyamatosan építjük, és számos sikeres tranzakció finanszírozásában vettünk részt. Ez a szerepvállalásunk nagyban hozzájárult ahhoz, hogy az elmúlt tizenkét hónapban közel 17%-kal növeltük kockázat-vállalásunkat a kkv-szektor irányába.

*A cikk rövidebb verziója a Világgazdaság 2021. október 14-i számában jelent meg.*



**MICHALETZKY MÁRTON**  
PARTNER  
CONCORDE MB PARTNERS  
MARTON.MICHALETZKY@  
CMBP.HU

*A hazai start-upperek külföldi finanszírozási lehetőségeiről*

# A VENTURE CAPITAL ELDORÁDÓ

A HAZAI START-UPPEREK GYAKORI, ILLETVE GYAKRAN SZÓVÁ IS TETT ÁLMA, HOGY FINANSZÍROZÁSUKAT KÜLFÖLDRŐL BIZTOSÍTSÁK. BÁR VELÜK BESZÉLVE ENNEK SOK OKÁT SZOKTÁK FELSOROLNI, MÉGIS HÁROM MEGFONTOLÁS RENDSZERESEN ELŐKERÜL: EGYRÉSzt NEM ELÉGEDETTEK A HAZAI START-UP SZCÉNA ÁLTAL NYÚJTOTT FINANSZÍROZÁSI LEHETŐSÉGEKKEL, MÁSRÉSzt AZT GONDOLJÁK, HOGY ÍGY SOKKAL JOBB ÉRTÉKELÉST KAPHATNAK MAJD (HISZEN „MINDEN BOLOND 10-20-30 MILLIÓT KAP NYUGATON, ÉN MÉG OKOS IS VAGYOK”), HARMADRÉSzt AZT REMÉLIK, HOGY EGY „SMART VC BEFEKTETŐ” A KÜLFÖLDI PIACOKRA SEGÍTI A TERMÉKET VAGY SZOLGÁLTATÁST, ÉS OTT IS ELADHATÓVÁ TESZI CÉGET. ALÁBBI ÍRÁSUNKBAN ARRÁ VÁLLALKOZUNK, HOGY SAJÁT, ILLETVE PIACI TAPASZTALATAINK ALAPJÁN BEMUTASSUK, HOGY MILYEN FELTÉTELEK FENNÁLLÁSA ESETÉN VAN ESÉLYE BÁRMILYEN ORSZÁGBÓL SZÁRMAZÓ START-UPNAK NEMZETKÖZI FINANSZÍROZÁSHOZ JUTNIA.

## **A korai stádiumú start-up finanszírozás alapvetően „nemzeti sport”**

A VC-k élete nem könnyű. A VC-alapok célja, hogy a rájuk bízott pénzből tíz olyan befektetést eszközöljenek, melyből 3-4 óriási siker lesz. Ahhoz, hogy ezt az arányt elérjék, nagyon fontos számukra, hogy a befektetés pillanatában mind a tízről elhiggyék, hogy benne van a potenciál az óriási pénzügyi sikerre. Az alap végső megtérülése szempontjából egyszerűen nem tehetik meg, hogy olyan sztoriba fektessenek, amelynek valamiért limitált a növekedési potenciálja (piac mérete, alapítók ambíciója vagy a csapat képességeinek hiánya miatt). A siker a start-up világban, mint egyébként mindenhol máshol, nagymértékben függ az ötlettől, de ugyanannyira függ magától az implementációtól is. Természetes az a közelítés, hogy a VC-alapok is preferálják a számukra közel lévő, azaz kocsival/vonattal pár órás úton belül

elérhető cégeket, mert azt gondolják, hogy a projekt végrehajtási kockázatát ilyen körülmények között jobban tudják menedzselni. Bármennyire is igaz, hogy „pénzbőség van a világban”, és bármennyire is „egy video meeting”-nyire közel került a világ a Covid hatására, a VC-világ alapállapota, hogy a nagyon korai állapotú start-up finanszírozás alapvetően nemzeti sport. Aki külföldön akar ebben a nemzeti sportban részt venni, annak első tanácsunk mindenképpen az, hogy keresse meg termékének vagy szolgáltatásának legnagyobb vagy legpraktikusabb természetes célpiacát, ott alapítsa meg a cégét, működjön ott, és keressen ott finanszírozást.

Kivételek persze akadnak: mind Magyarországon, mind pedig a nemzetközi piacon bőven találunk olyan cégeket, akiknek sikerült a fenti fő szabály ellenére nemzetközi tőkebefektetéshez jutnia alapítás után

(seed), de még inkább *Series A* vagy növekedési fázisban. Mik a fő ismertetőjegyei azoknak a cégeknek, amelyek ebben sikeresek voltak? Mi nyolc fő szempont szerint csoportosítottuk ezeket. Tapasztalatunk szerint, aki nemzetközi finanszírozási körbe akar lépni, ezeket, ha nem is mindet, de a lehető legjobban kell, hogy teljesítse. Ezek nélkül ugyanis elképzelhetetlen, hogy a befektetők belelássák egy-egy ügybe az óriási siker lehetőségét, az implementáció menedzselhető plusz kockázata mellett, amit a fizikai távolság, adott esetben az eltérő jogi és szabályozási környezet eltérései és a kulturális különbségek okozhatnak.

## A nemzetközi start-up finanszírozás „nyolcparancsolata”

### 1. A termék mindenképp felett

A legeslegfontosabb dolog egy nemzetközi tőkebefektetés esetén az, hogy a termék (vagy szolgáltatás) világszinten egyedül legyen. Nem elegendő, ha meglévő megoldásoknál kicsit jobb eszközzel van szó. Aki nemzetközi szakirodalmat olvas, észreveheti, hogy témák felbukkannak és eltűnnek a süllyesztőben, akár még egyes iparágakon belül is. Nem számíthat nemzetközi finanszírozásra, aki ezeket a változásokat nem „olvassa” jól – sem túl korai belépők („nem értik meg a megoldásomat, meg sem érdemlik”), sem a túl későn lépők („a másolók vagy lemaradók”) nem fognak tudni külföldi VC-pénzt bevonni.

Fontos az is, hogy a célpiac globálisan érdekes és releváns legyen. Nemzetközi finanszírozónak egyszerűen nem releváns egy-egy ország piacának megcélzása, különösen, ha az nem az ő saját hazai piaca. Végül nagyon fontos az is, hogy ne csak az innováció, hanem annak üzleti modellje is jól érthető és értékelhető legyen, ami a piaci validáció első lépése.

### 2. Szellemi jogi kérdések rendben léte és a szabadság által igazolt egyediség

Mint ahogy hagyományos termelő vállalatoknál triviális, hogy a vállalat értékének fontos meghatározója, hogy a termeléshez szükséges (egyedi) eszközök tulajdonjoga rendben legyen, egy start-upnál is ugyanolyan fontos, hogy a szellemi és anyagi eszközök, amire a vállalat alapult, jól körülhatárolhatóan, és harmadik felek által megkérdőjelezhetetlenül a cégben legyenek. Illetve szoftveres, de adott esetben hardware-es esetekben is fontos, hogy ha van olyan eleme az eszközöknek, aminek harmadik fél a tulajdonosa, akkor annak felhasználására a cég jogosult legyen. Illetve az is fontos, hogy ha a harmadik feles eszköz, ami a cégben felhasználásra kerül, open source alapú dolog, ne kerüljön az egész eszközrendszer open source alapra (tehát az open source alapú rész ellenére is lehessen a felhasználóktól érte díjat szedni).

Ha ezek az ügyek rendben vannak, akkor merül fel az, hogy védjegy, logó és márkanév levédésre kerüljön és a megcélzott piacok minél szélesebb körén a website-változatok is le legyenek foglalva.

A termék globális relevanciájának ezeken felül az is mérőszáma, hogy van-e olyan eleme, ami szabadalmazható. A nemzetközi közösségben bizonyos fokig mérője az egyediségnek a szabadalmazhatóság. Jó hírünk, hogy sokkal több ötlet és megoldás szabadalmazható, szakértő és külföldi szabadalmi képviselők nem is olyan horrorárú bevonásával, mint ahogy azt a magyar start-up közösségben és a hazai szabadalmi intéző közösségben el tudják képzelni. Több alkalommal derült ki, hogy egyes termékekre, melyek kapcsán kitalálóikat eddig eltántorították a szabadalmaztatástól az itthoni tudorok, végeredményben lehetett találni módszert az IP-védelemre. És ez egyfajta pecsétje a hosszú távú egyediségnek, még akkor is, ha szabadalmi védettség nem mindenhol kikényszeríthető.

### 3. A nemzetközi (tapasztalattal bíró) csapat

Sokan mondják, hogy a start-up világban nem is a termék és a szolgáltatás, hanem maga a csapat, ami fontos (mi ezzel annyiban mindenképp egyetértünk, hogy egy jó csapat általában nem foglalkozik érdektelen termékekkel).

Mitől jó egy csapat egy külföldi befektető szemében? Két fontos dolgot emelnénk ki. Egyrészt már maga a menedzsment is kell, hogy valamiféle nemzetköziséggel rendelkezzen – minimálisan külföldi iskolák, külföldi szakmai tapasztalatok, de jobb esetben valóban nemzetközi csapat képében. Ez bizonyítja ugyanis a külföldi befektetőnek, hogy a team valóban képes nemzetközi piacokkal való hatékony együttműködésre. A másik oldala ennek egy valóban külföldi szaktekintélyekből álló tanácsadó testület, melynek tagjai aktívan támogatják a projekt sikeres végrehajtását információikkal, tanácsaikkal, kapcsolataikkal és tapasztalataikkal.

### 4. Releváns nemzetközi megjelenés

Nem ismerünk olyan befektetési történetet, amikor hazai cég első nemzetközi piacra lépését nemzetközi tőke finanszírozta volna meg. Bár minden hazai piacra lépés nehéz, mégis tipikus az alapítók otthon könnyebben rendelkeznek olyan hálózatokkal, melyek megsegíthetik az első pillanatokban a termékek terjesztését. Termékek nemzetközi értékesítése mindig sokkal nehezebb. Globális piaci megjelenésekben érdekelt nemzetközi befektetők egyszerűen addig nem hiszik el egy csapatról, hogy termékük képes lesz nemzetközi sikereket elérésre, amíg azt egyik vagy másik export piacon nem bizonyították.

A nemzetközi megjelenés egyébként nem szorítkozhat kifejezett értékesítési sikerre; amit a befektetők értékelnek, az a piac építése, ami ugyanúgy áll kiállításokon, trade show-kon és egyéb rendezvényeken való megjelenésből, mint a tényleges értékesítésből. Ennek a pontnak a fontosságát nem lehet eléggé hangsúlyozni. Korai fázisú nemzetközi VC egyik vezetője mondta, hogy nekik a következőre van szükségük egy befektetés pozitív eldöntéséhez: működő termék (nem kész, hisz olyan nincs, de olyan, amit már használni

lehet), 2-3 olyan nemzetközi korai fázisú felhasználó, aki vagy fizet, vagy proof of concept jelleggel használja (azaz nagy eséllyel fizetni fog, ha működik). Ez sokkal többet ér, mint bármekkora hazai piaci részesedés. Hozzáteszük, ha pl. kis értékű SaaS terméket akar valaki piacra vinni (ahol a piacra lépés marketingvezérelt és önkiszolgáló), akkor a nemzetközi megjelenés nem nehezebb, mint az itthoni. Csupán egy weblapra, SEO-ra, egy landing page-re van szükség, és már lehet is indulni. Az egyes piacokon való marketing-megjelenés nem bizonyít semmit, csak a felhasználók megléte. 100.000 ingyenes globális felhasználó többet ér, mint a hazai piac krémjével kötött szerződés.

### 5. Szalonképes befektetőtársak

Minden újonnan érdeklődő befektető megnézi, milyen társak mellé száll be. Minden befektetési körben érdemes végiggondolni, hogy a kiválasztott befektető vajon szalonképes-e potenciális későbbi körökbe beszálló, esetlegesen nemzetközi befektetők számára. Különösen fontos ez annak tekintetében, hogy kevés olyan ügyet ismerünk, ha egyáltalán, ahol külföldi pénzügyi befektető korábbi pénzügyi befektető kiszállását finanszírozta volna (olyanról hallottunk már, hogy az alapítóknak volt némi vagyonrealizáció, de ez inkább megélhetési, mint megtérülési kérdés). A nemzetközi pénzügyi befektetőknek tehát nemcsak a menedzsmenttel, hanem a korábbi finanszírozókkal is együtt kell tudnia utazni.

Az a befektetőtárs is a „nem szalonképes” kategóriába kerül, aki korai befektetőként elrontja a captable-t, azaz túl sok tulajdoni hányadot birtokol. Ha az alapítók ugyanis túl korán nagyon kihígnak (pl. kisebbségbe kerülnek), akkor siker esetén a további tőkebevonási körökben az upside-juk nem lesz elég motiváló a fizetésükhöz képest – és ezt egyik VC sem nézi jó szemmel.

### 6. A terv és az értékelés realitása

A start-up világ az óriási növekedésekről szól. Van ugyanakkor a terveknek egy hazugságpróbája: a papír mindent elbír, de az olvasónak el kell hinnie, hogy a tervek végrehajthatók. Ez összefüggésben van az értékelési elvárásokkal is: mindannyian hallottunk csodás értékelésekről és óriási tőkeemelésekről, de még a VC-szcéna sem teljesen mentes (néhány kivételtől eltekintve) a gazdasági racionalitástól – reális tervet reális értékelésen szokták a nemzetközi VC-k is elfogadni azokban az ügyekben, melyekben sikeresen tranzaktálnak.

### 7. A jól végiggondolt tőkebevonási stratégia

Csak Európában is sok ezer VC van, amelyek nemzetközi finanszírozásra képesek. Ezek tipikusan viszonylag jól definiált specializációval rendelkeznek. Minden nemzetközi tőkebefektetés előtt meg kell csinálni azt a házi feladatot, ami arról szól, hogy ezek közül a legrelevánsabbakat, azokat, melyek az adott iparágban érdekeltek (ha cyber security, akkor az; ha mobilitás, akkor meg az). Célzott kereséssel, ami adott esetben személyes roadshow-t is jelenthet, kell ezeket megkeresni és megtalálni ahhoz, hogy reális esélye legyen egy start-upnak a külföldi VC-finanszírozásra. Egyébként az 500Startup nevű VC európai fő embere mondta egy meetupon, hogy a dealjeik közül szinte semmi sem jön a „deck@” mailcímen vagy „upload your deck” linken át. Mind kapcsolatokon keresztül jön. Fontos, hogy olyan mutassa be a tőkét kereső vállalatokat, aki elég kredibilis a VC számára, hogy meghallgassa a sztorit.

### 8. Nyitottság a költözésre

Tapasztalatunk szerint a legkevésbé problémás ügy, de azért finanszírozáásszervezés előtt meggondolandó, hogy a csapat vagy egy része adott esetben hajlandó-e külföldre költözni, ha a tárgyalások során ez alakul ki, mint praktikus legjobb megoldás a finanszírozó és a céltársaság között. Ez persze visszavisz ahhoz az eredeti kiinduló ponthoz, miszerint a VC-tőkések szeretik, ha a finanszírozott a közelükben van – de ez egyrészt végeredményben ritkán feltétel, másrészt ezt a start-upok gyakran be is vállalják.

Mindezek, ahogy korábban említettük, olyan szempontok, melyeknek együttesen kell fennállnia akkor, ha valaki nem saját környezetéből, hanem a nemzetközi piacokról akar tőkét bevonni. Mi szívesen konzultálunk bármely jelenlegi vagy reménybeli start-upperrel, hogy részletesebben is végigvegyük ezt a szempontrendszer, releváns példákkal alátámasztva. Alapvetően azt gondoljuk, hogy a hazai start-up szcéna megerősítése nem a nemzetközi, hanem a hazai tőkére alapozva történhet, amiben látunk reménykeltő kezdeményezéseket, ugyanakkor az még kitalálandó, hogy egyrészt mi lesz a JEREMIE-világ után, azaz amikor csökken a hazai pénzügyi alapok száma és a rendelkezésükre álló tőke volumene, másrészt ezt megelőzően vizsgálandó, hogy mik az előző JEREMIE-körök tapasztalatai és tanulságai. Különösen érdekes, hogy mi lesz a sorsa annak a száz körüli cégnek a sorsa, ami még a működő JEREMIE-alapok kezében van, és még működik – ha feltesszük, hogy a fentiek szerint kevésbé fog tudni külföldi növekedési tőke beszállni.



**GYÖRKŐ ZOLTÁN**  
ALAPÍTÓ  
BALABIT



**SZENDRŐI GÁBOR**  
ÜGYVEZŐ PARTNER  
IMAP IGAZGATÓSÁGI TAG  
VÁLLALHATÓ ÜZLETI  
KULTÚRÁÉRT NAGYKÖVET  
CONCORDE MB PARTNERS  
GABOR.SZENDROI@CMBP.HU

*Nyíri József, a W.UP Szolgáltató Kft. ügyvezetője*

## EGY PÉNZÜGYI SZPONZOR ÁLTAL TETŐ ALÁ HOZOTT ÖSSZEOLVADÁS TÖRTÉNETE

2021 OKTÓBERÉBEN KERÜLT NYILVÁNOSSÁGRA, HOGY JELENTŐS ÖSSZEOLVADÁSI TRANZAKCIÓ TÖRTÉNT, RÁADÁSUL NEMZETKÖZI SZINTEN, A BANKI INFORMATIKAI TANÁCSADÓI PIACON. MIVEL ÚGY GONDOLJUK, HOGY A LEHETŐSÉGEKHEZ KÉPEST KIFEJEZETLEN KEVÉS ÖSSZEOLVADÁSI TRANZAKCIÓVAL TALÁLKOZUNK, MI EGYBŐL ARRÁ GONDOLTUNK, HOGY ENNEK A SPECIÁLIS TRANZAKCIÓNAK A RÉSZLETEIRŐL BESZÁMOLUNK A CÉGÉRTÉK HASÁBJAIN. A TRANZAKCIÓ BEJELENTÉSE UTÁN HÁROM HÉTTTEL MÁR LEHETŐSÉGÜNK IS NYÍLT, HOGY NYÍRI JÓZSEFFEL BESZÉLGESSÜNK, AKI A BANKINFORMATIKAI SEKTORBAN MOZGÓ W.UP SZOLGÁLTATÓ KFT. EGYIK TULAJDONOSA ÉS ÜGYVEZETŐJE. A TÁRSASÁG SZOFTVERFEJLESZTÉSI TEVÉKENYSÉGET VÉGEZ, ELSŐSORBAN AZ ADAT ALAPÚ SZEMÉLYRE SZABOTT BANKI ÉLMÉNYEK BIZTOSÍTÁSÁRA ÉS A BANKI DIGITALIZÁCIÓRA SZAKOSODOTT. A BESZÉLGETÉS TÉMÁJA TEHÁT AZ OKTÓBERBEN BEJELENTETT NEMZETKÖZI MERGER VOLT A CSEH BSC-VEL, AMELY SORÁN A KÉT CÉG ÖSSZEOLVAD, ÉS ÚJ NÉVEN, FINSHAPE-KÉNT FOLYTATJA A MŰKÖDÉST. AZ ÚJDONSÜLT VÁLLALKOZÁS MÁSIK FELE, A BSC EGY CSEHORSZÁGBAN, SZLOVÁKIÁBAN ÉS OROSZORSZÁGBAN OPERÁLÓ, SZINTÉN BANKI SZOFTVERFEJLESZTŐ CÉG. AZ INTERJÚ SORÁN BETEKINTÉST NYERTÜNK A TRANZAKCIÓ SAJÁTOSSAGAIBA, AZ EGYÜTTMŰKÖDÉS FORMÁJÁBA, A FINSHAPE JÖVŐKÉPÉBE, ILLETVE AZ ÜGYLET TANULSÁGAIBA.

Hiába ment ekkor nagyon jól a cégnek, nem tudunk találni olyan befektetőt, aki csak egy részét vette volna meg a cégnek, és se magának az IND-nek, se nekünk, az alapító tulajdonosoknak nem volt annyi pénzünk, hogy kivásároljuk az Euroventures részesedését, mivel minden profitot visszafordítottunk a társaságba.

**A „sosem volt lehetőségem megkérdezni” típusú kérdés elsőként: hogy kell kimondani a neveteket és mi az eredete?**

A névnek nincs igazán mögöttes jelentése, kiejteni pedig egyben, angolosan „vup”-ként vagy „vap”-ként kell, bár szinte ahány ügyfél, annyi verziót hallottam. Az azért hozzátartozik a dologhoz, hogy a cég története során ugyan eredetileg különösebb jelentés nélkül pattant ki a fejekből ez a név, a termékeink nevében (például *Sales.UP*-ként és hasonló módokon), jól tudtuk hasznosítani.

**A tranzakció természete pontosan mi volt, és honnan jött az ötlet? Teljes merger volt? Mindenki benne maradt a régi tulajdonosok közül?**

A tisztánlátás érdekében elsőként hadd összegezzem röviden a vállalkozás és a tárgyalás történetét, amely elvezetett a merger-hez. A W.UP-ot 2014-ben alapította két kollégánk, *Bodnár Béla* és *Kolozsvári Eszter*, akikkel már egy régebbi vállalkozásunkban, a *Misysnek* eladott IND-ben is együtt dolgoztunk. A fiatal cég a korábbi tevékenységeinek egy részével, a nem dobozos termékek továbbvitelével rajtolt, és az elmúlt hét évben jelentős sikereket elérve közel 150 fős céggé nőtt, jelenleg az EMEA- és APAC-régiókban működik, ezen belül nagyrészt az európai piacokon erős a jelenléte. Az idei év elején az akkori tulajdonosvezetőkkel a nemzetközi terjeszkedést tűztük ki a stratégiánk céljának, és egy belső menedzsmentváltást követően vizsgálni kezdtük a tőkebevonás lehetőségét. Kisebbségi részesedés fejében a magyar székhelyű PortfoLion tőkealap-kezelővel kezdtünk tárgyalni, annak érdekében, hogy a friss tőke elősegítse és meggyorsítsa a vállalat termék- és piacfejlesztését. Ám a term sheet tárgyalási folyamattal párhuzamosan a PortfoLion tőkealap a BSC-vel is elkezdett tárgyalni egy másik tranzakcióról, és a PortfoLion szakembereiben merült fel elsőként, hogy a két társaság hasonló tevékenységéből adódóan hasznos szinergiák keletkezhetnek valamilyen együttműködés során.

A szinergiák alapjául ők azonosították, hogy a két cég tevékenysége és termékei között nincs igazán átfedés, inkább kiegészítik egymást, épp ezért a bankok általában ugyanazt a büdzsét különítik el a szolgáltatásaikra. Végül a PortfoLion összefésülte a W.UP-nál és a BSC-nél tervezett tranzakciókat, és a két

társaság egységes tulajdonosi szerkezet mellett egybeolvadt. Így gyakorlatilag három rész tulajdonosi csoport alakult ki a Finshape élén, amely magyar és cseh vállalatok eredeti tulajdonosaiból, illetve a PortfoLion-tőkealaptól áll. Bár eredetileg önállóan akartunk nemzetközi babérokra törni a tőkebevonás segítségével, a két cég közötti keresztértékesítési potenciál remek lehetőséget nyújtott az együttműködésre, hiszen a BSC-nek körülbelül hatvan, míg nekünk nagyjából negyven kliensünk van, és ezek szinte egyáltalán nem fednek át. Ez a száz ügyfél gyakorlatilag a keresztértékesítésen keresztül biztosíthatja, hogy az eredetileg tervezett jelentős növekedési terveinket megvalósíthassuk. Ezen túl, a tranzakció következtében a rendkívül erős private equity-s háttér is jól jön, amennyiben a termékfejlesztést, vagy az új cégek vásárlásának esélyeit latolgatjuk.

**Mekkora cég lesz a Finshape? Hányan lesztek a közös cégben? Milyen lesz a Finshape-ben a működési set-up, és milyen mértékű integrációt terveztek?**

A Finshape működése két tengelyen fog mozogni: két menedzsmenttel és két céggént működünk tovább négy központi helyszínen (Magyarország, Csehország, Szlovákia és Oroszország), és összesen kb. 650 alkalmazottal. A keresztértékesítés elősegítése érdekében egyedül magát a termékajánlatokat és a propozíciót integráljuk a két cég között, tehát magukat a termékeket és azt, hogy azok hogyan illenek össze, valamint az ehhez fűződő marketinges gépezetet. Ez a folyamat nagyjából 2022 végére zárulhat le, de a végén közös weboldal, e-mail-cím stb. lesz Finshape néven. Maga a termékfejlesztés, értékesítés, projektleszállítás és egyéb operatív funkciók két külön jogi entitásban maradnak külön ügyvezetőkkel, velem és *Petr Koutnýval*, aki a cseh központot irányítja.

**Te már voltál olyan cégben, ami felvásárlás céltársasága volt. Mik az előnyei egy merger-nek a felvásárláshoz képest? Mik voltak a legnagyobb kihívások a tranzakció során?**

Érdekeség, hogy egyszer már kereszteltük egymás útjait a BSC-vel, amikor egy korábbi hasonló méretű vállalkozásunkkal, az IND-vel merült fel a merger ötlete 2010-ben. Akkor a tranzakció nem jött össze, mert nem tudott mindenben megegyezni a két tulajdonosi kör, de jó kapcsolat maradt fenn az alapítók között, és ez elősegítette a mostani összeolvadást.

Egy merger előnyeit a cégfelvásárlásokkal szemben épp ezeken az IND-s élményeken keresztül tudom bemutatni. Az IND 2014-es eladása legfőképp annak volt a következménye, hogy az akkori



résztulajdonosunk, az Euroventures-tőkealap már hét éve benne volt a vállalatban, és zárnia kellett pozícióját. Hiába ment ekkor nagyon jól a cégnek, nem tudtunk találni olyan befektetőt, aki csak egy részét vette volna meg a cégnek, és se magának az IND-nek, se nekünk, az alapító tulajdonosoknak nem volt annyi pénzünk, hogy kivásároljuk az Euroventures részesedését, mivel minden profitot visszafordítottunk a társaságba. Ebből következett, hogy el kellett adnunk a céget egy stratégiai vevőnek, a Misysnek, amely a méretéből adódóan merev társasági szabályokkal rendelkezett, és ez a cégtuláváltás komoly fluktuációkat okozott az eredeti alkalmazottak között. Ezt a kultúraváltást és a tehetséges alkalmazottak elvesztését az őS-IND-sek nem sikerként élték meg, valamint a nemzetközi háttér bekerüléséből adódó szolgáltatási ár növekedését az eredeti ügyfelek is sérelmezték. Ez az élmény motivált ezúttal arra, hogy elkerüljünk egy hasonló szituációt, és elég rálátásunk legyen arra, hogy mi a cégstratégia, milyen befektetéseket csinálunk, hogy bánunk az ügyfelekkel, és milyen alkalmazottakat veszünk fel. A most kialakult merger és a kialakulófélben lévő Finshape-es döntéshozói folyamatok lehetővé teszik, hogy mindezek az igényeink megvalósuljanak.

Legnagyobb kihívásnak a tranzakciós tárgyalások során talán a szindikátusi, avagy együttműködési keretrendszer kialakítását találtuk. Nekünk alapvető célunk volt, hogy a kialakult, tulajdonosi szintű merger, ami a működésben korlátozott integrációként jelenik meg, ne akadályként, hanem motivációként szolgáljon a felek számára, és az egymás közötti egészséges versenyre alapuló növekedést ösztökélje. Meggyőződésünk, hogy a két költségközpont közötti termelési versengés a Finshape fejlődését szolgálja.

#### **Mik voltak a tárgyalás legfőbb tanulságai?**

Rövid távon talán a legfontosabb tanulság az, hogy hatalmas potenciál van a keresztértékesítésben. A hatvan új ügyfél megszerzése akár 4-5 évbe is telhetne önállóan, de ha ennél kevesebb, mondjuk csak húsz ügyfelet sikerül konvertálnunk a termékeink használatára, akkor is néhány évet megspórolunk, erős és azonnali növekedést produkálva. Mondhatni, „az ölünkbe hullanak” ezek az ügyfelek. Másrészt diverzifikálódik a termékportfólióink is, hiszen

A legfontosabb tanulság az, hogy hatalmas potenciál van a keresztértékesítésben. A hatvan új ügyfél megszerzése akár 4-5 évbe is telhetne önállóan.

gyorsabban tudunk terjeszkedni külföldre, és ennek következtében kevésbé leszünk kitéve az országszintű kockázatoknak, amelyek potenciálisan Magyarországot érhetik. Harmadrészt pedig a PortfoLion-tőkealap erős piaci helyzete következtében van „puskapor” arra, hogy akár további cégeket nézegessünk, és egy potenciális vásárlás esetén akár inorganikus növekedést is előidézzünk. Tehát a merger következtében a cég elért egy kritikus méretet, ami után egyszerűbb lehet finanszírozást találnunk egy vállalat felvásárlására.

#### **Hol látod a céget 3-5 éves távon?**

##### **Mikor lennél elégedett?**

Nagyon stabilnak látom a banki szoftverpiacot. El tudom képzelni, hogy a cégünk tevékenységi köre kis mértékben bővíthet a jövőben. Fontos célpontnak az EMEA- és APAC-piacokat látom a következő 3-5 évben, épp ezért nyitunk a közeljövőben irodát Szingapúrban és a Közel-Keleten is. A cél, hogy a megnevezett piacokon nagyon fontos digitális banki technológiai beszállítók legyünk, a mostanihoz képest többszörös méretben.

#### **Mi a siker titka a ti iparágazatokban?**

Úgy látom, hogy a mi iparágunkban nem a sales tevékenység a kihívás, hanem a kínálat biztosítása és skálázása. Ehhez a legfontosabbak maguk a fejlesztők, épp ezért is vagyok büszke arra, hogy a szakképzett szoftverfejlesztők szinte a teljes alkalmazotti létszám kétharmadát adják. Ez elsősorban annak a következménye, hogy HR-fejlesztésekbe és az ideális munkakörülmények létrehozásába szinte többet fektetünk, mint mondjuk az új irodáink megnyitásába. Ezzel kapcsolatban megjegyzem, hogy a jövőben akár a talent pool miatt is vennénk cégeket, ha úgy adódik, hogy ez szükséges lenne a növekedéshez. Épp ezért fontos szempont volt számunkra, hogy ezekben a kérdésekben a BSC is nagyon hasonlóan vélekedik.

A legfontosabbak maguk a fejlesztők, épp ezért is vagyok büszke arra, hogy a szakképzett szoftverfejlesztők szinte a teljes alkalmazotti létszám kétharmadát adják.



**FORGÁCS ÁDÁM**  
IGAZGATÓ  
CONCORDE MB PARTNERS  
ADAM.FORGACS@CMBP.HU



**NGUYEN DÓRA**  
ELEMZŐ  
CONCORDE MB PARTNERS  
DORA.NGUYEN@CMBP.HU

*Interjú Buszlai Istvánnal és Echeff Alexisszel*

## ÚJ RÜGYEK SARJADNAK A MARILLEN KFT.-NÉL

SIKERESEN LEZÁRT MBI-TRANZAKCIÓ ELADÓ- ÉS  
VEVŐOLDALI SZEREPLŐIVEL BESZÉLGETTÜNK

**Hogyan jutott el arra az elhatározásra, hogy új tulajdonost keressen a hosszú éveken át épített vállalkozása számára?**

**Buszlai István (B.I.):** Harminchárom éve kaptam azt a feladatot, hogy a gyümölcsfeldolgozó üzemet vezessem. Kemény kihívás volt, hiszen a feladat távol állt képzettségünkötől, nulláról kellett indulnunk ezen az ismeretlen területen. Az indulás után öt évvel vállalkozásként kellett újra indulnunk, saját lábra állnunk. A feladat sikerre vitele nagy ambíciót, kemény munkát igényelt, ebben kollégáim is sok segítséget nyújtottak.

A vállalkozás sikerrel épült, gyarapodott, elismertséget szerzett szakmai körökben. Azonban az idő telt és önkritikus szemmel el kellett ismernem, hogy egy majd hetvenéves emberben kevesebb az energia, ambíció,

mint kezdetben, 36 évesen. A vállalkozást továbbra is életerősen és sikeresen szeretném látni, ezért gondolkodtam a lehetséges megoldáson. Azt semmiképpen nem szerettem volna, hogy csökkenő energiával továbbra is én vezessem a céget, annak esetleges visszaesését tapasztalni. Szűkebb és tágabb környezetemben nem láttam olyan utódot, kinek a vezetésével fejlődő, sikeres jövőjét láttam volna a cégnek, ezért gondoltam a cég értékesítésére, új tulajdonos keresésére. Ajánlás révén sikerült kapcsolatot létesítenem a CMBP-vel.

**Miért Alexre jutott a választás, miért ő nyerte el a szükséges bizalmat?**

**B.I.:** Természetesen a CMBP több befektetőtársasággal hozott össze bennünket. Adatszolgáltatásaink alapján

elkészítette az információs memorandumot, melyet sok érdeklődő befektetőtársaságnak juttatott el, a szükséges és elvárt diszkréció betartásával. E társaságok természetesen meglátogatták cégünket, és még mélyebb információkat kértek tőlünk. Több esetben is tapasztalhattuk, hogy az adott társaságok nem igazán erre a profilra gondoltak befektetési célként, vagy irreális ajánlatot adtak. Egy-egy látogatás végén szinte érezni lehetett, hogy fennmarad-e az érdeklődésük. Tetszett az ASF AGRO Kft. tagjainak képzettségbeli összetétele, szakmai felkészültsége, egymást megértése. Szimpatikus volt Alex közgazdász végzettsége, fiatal életkora, dinamikus megközelítése, az új kihívás vállalása.

### Alex, honnan jött az ötlet, hogy vezetői karrieredet lecserélve cégvásárlásra add a fejed?

**Echeff Alexis (E.A.):** Már évek óta gondolkoztam rajta, hogy a biztonságos, de kötöttebb munkahelyet egy vállalkozó szellemű, kötetlenebb, kreatívabb helyre cserélném. Egy korábbi vezetőm is motivált, hogy használjam fel a multiknál tapasztaltakat, és próbáljam ki magam befektetőként. Eleinte együtt néztünk lehetséges felvásárlási célpontokat.

### Hogyan találtad meg az általad megvásárolt céget? Miért pont erre esett a választás?

**E.A.:** A Marillen vonzó célpont volt több tekintetben is. Egyrészt jól kiépült kapcsolatokkal rendelkezett mind vevők, mind szállítók tekintetében. A gyümölcsvelő tekintetében viszonylag niche terméket ad el, nincs rengeteg hasonló termék a piacon a régiókban. Eredményesség tekintetében is az elmúlt években stabilan teljesített, annak ellenére, hogy a gyümölcsstermés és az árak hullámzóan alakultak. Ez számunkra biztonságot jelentett, kevésbé láttuk azt a kockázatot, hogy a szektorba zöldfülűként bekerülve rögtön megszűnnek a versenytársak.

### Buszlai úr, mik voltak a tranzakciós folyamat tapasztalatai? Pozitív élmények és kihívások?

**B.I.:** Az ASF Agro mély, szerteágazó, célirányos információkat kért. A CMBP projektvezetője, *Ünnep Tamás* gyorsan továbbította a kérdéseket, és segített a gyors és korrekt válasz megadásában. Valóban át akarták látni a cég teljes tevékenységét. Szükségtelen dolgokat nem ígértek, a kapott információk alapján tovább kérdeztek. Mindvégig szavatartóak és emberileg is szimpatikusak voltak. Ajánlatuk korrekt volt, de törekedtek a szükséges biztonságra, biztosítékokra is. Nem akartak meglepetéseket, de mi sem akarunk inkorrektek lenni. A tranzakciós folyamat során egyre inkább megismertük egymást, egymás mentalitását, és ennek során bizonyosságot nyertünk afelől, hogy tudunk a közös cél érdekében konfliktusok nélkül együtt

dolgozni. A tranzakciós folyamatokat végigkövette, háttérből segítette, a felek között mediált *Nagy Kálmán* úr a CMBP részéről.

### Mindkét felet kérdezném: Az eredeti tulajdonos támogatja az átadás-átvétel folyamatát. Hogyan működik az átadás-átvétel és közös működtetés folyamata?

**B.I.:** Mint régi tulajdonosok abban vagyunk maximálisan érdekeltek, hogy minél gördülékenyebb, teljesebb legyen az átadás-átvétel. Egyrészt presztízsokkából, hogy a Marillen sikeressége töretlen legyen, másrészt minden kolléga és maradó tulajdonostárs változatlanul a helyén maradjon, és motiváltan törekedjék stabil, kiszámítható, dinamikusan fejlődő munkahelye megtartása érdekében. Úgy véljük, az együttműködés harmonikus, konfliktusmentes a régi és új tulajdonosok, illetve a vezetés között. Alex közvetlen természetének is köszönhetően a kollégák rendesen és nyugodtan végzik munkájukat. Sajnos egy buta baleset miatt nem teljes munkaidőben tudom segíteni a napi munkát, de a kollégák többletmunka vállalásával, és én részmunkaidőben próbálom segíteni a sikeres átadást.

**E.A.:** Istvánnak volt egy balesete az átadás-átvételi folyamat elején, így kicsit gyorsabb lett a folyamat, mint vártam. A kollégák viszont tudtak rögtön reagálni, és nagyon gördülékenyen oldották meg a helyzetet. Szerintem ez jó teszt volt mindannyiunk számára, István pedig amint tudott, visszakapcsolódott a munkába. Összességében pozitív mind a volt tulajdonosok, mind a dolgozók hozzáállása, így magabiztosan tekintünk a jövőbe.

### Mindkét felet kérdezném: mi az első száz nap programja új vezetőként?

**B.I.:** A rossz gyümölcsstermésű évben minél jobb eredményességet elérni, a régi vevőket minél teljesebben kiszolgálni, új vevőket elérni, megszerezni. Ügyvezetői ismereteket, információkat – őszintén, nyíltan – minél teljesebben átadni.

**E.A.:** Legfontosabb feladatként a partnerek átvételét és a termelés megismerését emelném ki. A kulcsvevőkkel már az első pár hétben meg tudtuk ismerkedni, ezt fontosnak tartom a gördülékeny átmenet biztosítása miatt. Közgazdász végzettségüként pedig a termelés minél alaposabb megismerése is kulcsfontosságú, ez számomra új terület. Ezen felül még kívülről sok új ötlet merül fel, amiket igyekszem átbeszélni Istvánnal, hogy teszteljem azok megvalósíthatóságát. A jövő évi kihívásokat, és az azokra adandó válaszokat is együtt át tudjuk beszélni, ilyen például az energia-áremelkedés, minimálbér-emelés.



**ÜNNEP TAMÁS**  
IGAZGATÓ  
CONCORDE MB PARTNERS  
TAMAS.UNNEP@CMBP.HU



**BARICZ NIKOLETT**  
ELEMZŐ  
CONCORDE MB PARTNERS  
NIKOLETT.BARICZ@CMBP.HU

Crowdfunding: online tőkebevonás a privát fázisban

# ÉLET AZ IPO ELŐTT

HÁROM HETE LÉPETT ÉRVÉNYBE AZ EURÓPAI KÖZÖSSÉGI FINANSZÍROZÁSRÓL SZÓLÓ RENDELET, DE LAPZÁRTAKOR ROBBANT A BOMBAHÍR

## Mi is az a közösség finanszírozás?

A közösségi finanszírozás mai formában az online kampányon keresztüli tőkebevonást jelenti. A kampánygazda vállalkozás egy arra specializált online platformon 4–8 héten át futó kampányban egy rövid videóban, deckben és az üzleti tervben mutatja meg, milyen célból, mennyi tőkét, milyen feltételekkel keres. A leendő befektetők, támogatók online kérdezhetnek, sőt alkudozhatnak is, s végül megállapodnak a vállalkozással. Minél erősebb a kampánygazda és a platform networkje és követőtábor, annál nagyobb eséllyel talál időben elég befektetőt a kampány. Ezért is hívják a crowdfundingot az online kommunikáción keresztüli digitális tőkebevonásnak. A befektetési döntést igénylő kampányok tartalma éppúgy szabályozott, mint a hagyományos tőkebefektetési formák esetében, a lényeges különbség a teljesen online folyamatban van: a zárt ajtók mögötti személyes közreműködést a távolléti, online jelenlét váltotta fel, a személyes azonosítást pedig a KYC-szolgáltatás. Ma egy platform tulajdonképpen egy online befektetési klubnak is tekinthető, amelynek tagsági követelményeit, valamint a még zártkörű, privát társaságokba történő tömeges befektetés online folyamatát jogszabályok alapján a technológia teszi lehetővé. Az információknak csak a figyelmet felkeltő részét láthatja regisztráció nélkül bárki, a befektetési feltételek megtekintését csak azonosított személyek kérhetik. A platformnak pedig előzetes felülvizsgálati és elutasítási joga van; elemi érdeke pedig az, hogy az crowdfundingoló vállalkozások hosszú évek múlva jól prosperáló, sőt tőzsdére lépő márkákká váljanak.

A közösségi finanszírozás több globális gazdasági probléma megoldását segíti. A kezdő és kisvállalkozások, de számos középvállalkozás sem fér hozzá tőkéhez, nem

tudja magát finanszírozni, mert nem fér hozzá a befektetőkhoz, vagy számára nem transzparens, lassú vagy túl terhes az intézményi tőkebevonási folyamat, és a piacra lépést, márkaépítést nem segíti. A crowdfunding kampány révén az alapító egyszerűbben és gyorsabban, jobb feltételekkel juthat tőkéhez, mert az online folyamat lehetővé teszi, hogy ügyfelekből befektetők, befektetők közül ügyfelek váljanak, és sok kis befektető tudjon belépni úgy a társaságba, hogy közben a döntéshozatalban, a cap table-ban nem zavar: vagy egy közös cégen keresztül egy szavazattal képviselik magukat, vagy osztalékelsőbbiségért lemondanak a szavazati jogról – egyúttal a többszörösnyeshez képest mérsékelve a pénzügyi kockázatokat is.

Az is minden fejlett fiskális politikának fontos, hogy nőjön a pénzügyi tudatosság és a befektetési kultúra, továbbá, hogy a lakossági megtakarítók helyi vállalkozásokba fektethessenek. A kezdő vállalkozások első tőkebevonási köre leghatékonyabban helyi tőke bevonásával történik: statisztikák szerint is e fázisban a tőke 85%-a 120 km-es körzetből jön. Erre épül, ezt erősíti a crowdfunding, és ez validálja a vállalkozás üzleti modelljét igazán. Ezért szokta sok kockázati tőkés is előbb crowdfundingra irányítani az általa még túl korainak vagy kicsinek tartott vállalkozást: ha sikerül pár százezer eurónyi tőkét bevonnia a lakosságtól, angyaloktól, akkor a kockázati tőke-alap is befektet. Sőt olyan példa is van, hogy bankok ugyanezen az alapon validálnak egy vállalkozást, valamint arra is, hogy a kockázati tőke-kört „nyitják ki” a crowd irányába, azaz a crowd az intézményi befektető által meghatározott feltételekhez csatlakozva válik társbefektetővé.

## Egy kis történelem

Közösségi finanszírozás mindig is létezett, és létezni fog: az emberek mindig kérnek pénzt ötleteikre másoktól, támogatásként, kölcsönbe, előlegként, vagy üzletrészt cserébe. Régen csak azoktól tudtak kérni, akiket offline, helyben elértek: családtól, barátoktól, szomszédoktól, azok ismerőseitől, hirdetésekön keresztül. Számos anekdota és dokumentált legenda szól az „első” közösségi finanszírozási kampányról Mozart kottakiadatási módszereitől a Szabadság-szobor felállításán át a Marillion zenekar gyűjtéséig, de a mai értelemben vett közösségi finanszírozáshoz két tényező kellett: az internet terjedése, és egy hatalmas válság, ami a húsába vágott az összes döntéshozónak. 2008 őszén a Lehmann Brothers csődjével egy év alatt 4,1 millióval nőtt a munkanélküliek száma, mert négyszázezer vállalkozás jelentett csődöt a foglalkoztatás felét, a munkahely-teremtési képesség több mint 60%-át jelentő kisvállalati szektorból. Az akkor már hosszú évek óta csökkenő új nyilvános kibocsátások, az IPO-k száma zuhan; a 2007-es 213-ból 31-re, miközben a tőzsdei cégek száma is hatszázzal esett. A kezdő vállalkozásokat korábban sem finanszírozták a bankok, de ekkortól az érettebb fázisúakat sem. Új finanszírozási csatornákat kellett keresni.

A globális kézműves márkaként ismert skót *Brewdog*, amely az *equity punk* kifejezést találta ki a crowd-befektetőkre, iskolapéldává tette a crowdfunding szerepét a növekedésben azáltal, hogy vevőit befektetővé tette, befektetőit pedig ügyfelévé, és a márka nagykövetévé. Az akkor huszoneves alapítók a cég bemutatását azóta is így kezdik: „*This company was founded by two men and a dog.*” 2009 óta számos közösségi finanszírozási körben 180 ezer befektetőtől 90 M USD-t vont be, értékelése 2 Mrd USD-ra rúg, és tőzsdére lépést tervez. Már a 2017-es private equity befektető 27x-es árat kínált az első crowd-befektetőknak – alig 2% adta el részvényeit. Mostanában többszörös befektetők – és ivóik – már nem méltányolják a „mindenáron növekedni” stratégiát. A *Revolut* 2017-ben egy nap alatt vont be 5,4 M GBP-t a *Seedrs* nevű brit platformon, majd a *Crowdcube*-on folytatta, és két év alatt 19x-es hasznot hozott a befektetőinek, az első fintech unicornná vált. A *Mintos* kölcsöncélú közösségi finanszírozási platform 2020-ban több mint 7000 befektetőtől mindössze tíz nap alatt 7,2 M GBP-t tőkét vont be. Első crowdfunding körük után 5–7 évvel tőzsdére lépett például a *Raize*, a *Very Good Food*, a *FundedbyMe* és az *Arcane Crypto*.

Eközben az internet terjeszkedése megteremtette annak a lehetőségét, hogy tömegek érjék el ugyanazon információkat egyszerre. A tőkét kereső vállalkozások új csatormákat találtak. Az egyik legelső, leginkább projektwebshopnak mondható platformszolgáltató az USA-beli *Kickstarter* volt, ahol a mikrovállalkozásoknak is esélye nyílt projektjeik finanszírozására aképpen, hogy potenciális vevőiktől előleget kérve finanszírozzák meg a termék gyártását. Azóta több mint 200 ezer kampányban több, mint 6 milliárd dollárt vontak be megannyi technológiai újdonság, film, könyv stb. megvalósítására. Ezt a formát reward-based, termékcelű crowdfundingnak hívják, amelynek során a támogató megkapja az áhított kütyüt, az a „jutalma”. Ez a forma nem esik tőkepiaci szabályozás alá, mert bár a csalás vagy a nem teljesítés veszélye fennáll, de információszimmetria nincs: a támogató azt kapja, amit vesz, csak előre kell érte fizetnie, de előbb is juthat hozzá, mint az akár egy webshopban megjelenne. A *Kickstarter*-nek nem kellett teljesen nulláról indítania: indulásakor az Amazon már öt éve működött a közvetítők kiiktatásával.

Bár már ekkor számos befektetés- vagy kölcsönközvetítő platform is megjelent, ezek jelentős szabályozási korlátba ütköztek. A 2002-es *Sarbane-Oxley* törvény nagyon drágává tette a nyilvános kibocsátást. Az IPO-piac folyamatos csökkenése már a Lehman-bomba előtt probléma volt, de a változáshoz válság kellett, és persze a tettekész, piacfejlesztő szemléletű döntéshozatal. A válság mélypontján, 2011-ben az USA pénzügyminisztere meghirdette az access to capital stratégiát. Több lobbizás indult a szabályozás megváltoztatásáért. A vállalkozó *Sherwood (Woodie) Neisst* az inspirálta, hogy ügyfelei elkezdtek hívogatni, hogy beszállnának a vállalkozásába, ami gyerekgyógyszerek izesítésével foglalkozott, így arra jutott, hogy ezt lehetővé kell tenni, és a SEC-hez bekopogtatva a javaslataival nyitott fülekre talált, a másik oldalról *David Weild*, a *Nasdaq* egyik vezetője szervezte a jogalkotó lobbizást. *Weild*-nek a *Hewlett* és *Packard* példájára születő Szilícium-völgy volt az a példa, ami alapján bízott abban, hogy az „IPO-utánpótlás” forradalmasítása is egy új piac megszületését hozhatja, immáron a digitális térben.

A 2012. áprilisi *Jumpstart Our Own Business Startups*, a *JOBS Act* két szempontból jelent áttörést. Tudjuk, hogy az amerikaiak rövidítmániasok, de ezúttal a *JOBS* kifejezéssel telibe találták a lényegét: a kisvállalati szektor tőkeellátását biztosítani kell a munkahely-teremtési képességük érdekében, hogy átjussanak azon a „halálvölgyön”, amit a kezdeti sajátjótól elköltése és a cash flow pozitív állapot közti időszak jelenti, amelyben ha nem jut tőkéhez a vállalkozás, akkor becsődöl. A *JOBS Act* korszakalkotó volt abban is, hogy a kibocsátótól a befektetőre helyezte a hangsúlyt: évi összesen egymilliárd dollárt (\$ 1.070.000) nem meghaladó kibocsátás esetében tehermentesítette a kibocsátót az engedélyeztetési kötelezettség alól, és csak a kisvállalkozás teherbíró képességéhez mért közzétételi kötelezettséget írt elő; ugyanakkor a befektetőt szabályozta azzal, hogy maximálj a éves jövedelem vagy vagyon mértékében a start-upokba történő befektetést. Emellett a platformszolgáltatóknak előírta az engedélyeztetési eljárást. 2016-ban módosult a *Securities Act* is, amelyben a *Regulation Crowdfunding (RegCF)* eltörölte, hogy csak minősített (accredited) befektetők fektethessenek be a *JOBS Act* szerint online, valamint számukra eltörölte a befektetési maximumot is.

(Ekkoriban az USA-ban 8,7 millió minősített befektető volt, de kevesebb mint 10%-uk fektetett be start-upokba, helyi vállalkozásokba, amelyek növekedését a törvény az egész gazdaság elemi érdekének ismert el.) 2020 őszén pedig már évi 5 millió dollárra nőttek az így bevonható tőkét.

Eközben Európában, mialatt *Barack Obama* még a *JOBS Act*ot írta alá, az oxfordi egyetem MBA-képzésén egy amerikai ügyvéd, *Jeff Lynn* és egy portugál közgazdász, *Carlos Silva* néhány év befektetési szakmai háttérrel szintén arra jutottak, hogy meg kell oldani, hogy a banki finanszírozásból kizárt kezdő vállalkozók hatékonyan és transzparensten tőkéhez jussanak, ha egy ország versenyképes akar maradni. *Silva* meggyőzte a szállásadóját, egy sikeres vállalkozót, hogy adjon 25 ezer font kezdődőkét az így alapított londoni *Seed&Spark*-nek, amely ma Európa legnagyobb crowdfunding platformja, és idén átlépte az egymilliárd euró tőkeközvetítést. *Jeff Lynn*nek a *Merrill Lynch* példája lebegett a szemében, amely az 1940-es években azzal vált a világ egyik meghatározó brókercégévé, hogy elsőként ment el az amerikai vidékre a háztartásokat részvénybefektetésre tanítani; előtte elképzelhetetlen volt, hogy hétköznapi emberek tőzsdei megbízást adjanak. *Lynn* már 2012-ben napirendre vetette az európai *JOBS* létrehozását, de az EB akkor még túl kicsinek tartotta a piacot ahhoz, hogy szabályozza; és ekkor még a *Capital Markets Union (CMU)*, az egységes európai tőkepiac víziója és szabályozása is csak pár éve született meg. De a következő években a növekvő piac hatására és a digitális térért folytatott harcban számos tagország vezetett be a crowdfunding fejlesztése érdekében helyi rezsimit. A *Prospectus Directive* 2018 közepétől eltörölte az évi 1 millió euró alatti kibocsátások tájékoztatóközlési kötelezettségét, valamint jelentősen módosította a zártkörű és a nyilvános kibocsátás közti különbségeket, szintén arra helyezve a hangsúlyt, hogy kockázatarányos terhet rójon a kibocsátóra, és publikálták az európai közösségi finanszírozási rendelet (ECSPR) tervezetét, amely ezt a limitet az engedélyezett platformokon keresztül évi 5 millió euróra emelte. E rendelet elfogadására 2020 októberében került sor, és nincs három hete, hogy alkalmazandó minden EU-s tagállamban (amennyiben az adott állam nem kért derogációt egy egyszeri, maximum két éves időtartamra).

*Jeff Lynn*-nek az európai piacot egységesítő rendeletben is jelentős szerepe volt; a rendelet elfogadásának hajnalán a tíz éve fej fej mellett haladó riválisával, a *Crowdcube*-bal bejelentett egyesülése is nagyot szólt, de azt nem engedte át a brit versenyhivatal. Fél évvel az elutasítás után, e cikk nyomdába kerülésének pillanatában jött ki a hír, hogy az egyik legnagyobb USA-beli platform, a *Revolut* vásárolta fel 100 millió dollárért azért, hogy elindulhasson a globális crowdfunding piacon.

A *Merrill Lynch* után 70-75 évbe telt tehát, hogy az amerikai és az európai lakossági befektetők számára is elérhetővé vált egy új értékpapír-eszközosztályba történő befektetés. Ezzel egyidejűleg vált reális lehetőséggé a gombamód szaporodó, bankhitelre még érett fázisban sem alkalmas technológiai vállalatok számára az alternatív finanszírozás összes ma elérhető formája, és vált egyúttal a pénzügyi technológiák (fintech) egyik mérvadó szegmensévé a közösségi finanszírozás. Eközben az EU-ban is több mint hetven platform kezdte meg működését,

és bizonyította be a crowdfunding létjogosultságát, kiegészítő szerepét a teljesen privát befektetők (angyaltoke) és az intézményi tőke között.

### A platformszolgáltatás

A tőkepiacon kulcskérdés a befektetők egyenlő elbánásának és megfelelő informáltságának biztosítása. Az ECSPR részletezi a befektetési feltételeket rögzítő *Key Investor Information Sheet* (KIIS), amelyet a platformszolgáltató ellenőriz és nyújt be a felügyeletnek, amelynek azt rövid időn belül nyilvántartásba kell vennie. A rendelettel létrejövő határon átnyúló szolgáltatás értelmében, bárhol is van székhelye az adott kampánygazdának, a KIIS-t a platform nyújtja be a székhelye szerinti felügyeletnek. Attól függően, hogy az adott platformszolgáltató még milyen – pl. a MiFID szerinti – tevékenységi engedélyt szerez, nem kezeli a befektetők pénzét, nem végez befektetési tanácsadást, és nem párosítja a beérkező vételi és eladási ajánlatokat a már kibocsátott értékpapírokra. Mindezt tipikusan sikerdíjért: a legtöbb platform csak a sikeres kampányok után kér komolyabb, a tőke 7–10%-át jelentő díjat. Ezért cserébe rengeteget investál a piacépítésbe, edukációba.

### A crowd diligence, az alvótőke-bevonás és a tőzsdé előszobája

A kampány során a crowdfunding még egy, a többi befektetési formánál nem alkalmazható védelemmel rendelkezik: a befektető kérdezhet a kampány fórumán, és ha a kampánygazda nem jól válaszol, a támogató

odébbáll... Befektetéscélú kampányok esetén a befektetők nemcsak a KIIS-ben és a kampány dokumentációjában lévő adatokra kérdeznek rá, hanem kényesebb kérdéseket is feltesznek. Mivel tipikusan kisebb összeget tervez befektetni a saját kockázatára, ha elszáll a kedve, ha megínog a bizalma, akkor nem fektet be. A *Világbank* már 2013-ban kimondta, hogy azért nincs sok csalás a relatíve egyszerűnek tűnő tőkebevonási módban, mert a crowd a kommunikáció során kiszimatolja, ha valami nincs rendben. A platformok is jogot formálnak arra, hogy leállítsanak egy kampányt, ha ott nagyobb gondra derül fény – a Seedrsen is évente több kampányt zárnak így be, hiába sikerdíj-orientált a platform, még fontosabb számukra is, hogy jó reputációja legyen.

Mivel apró tőkékkel is be lehet szállni egy-egy kampányba, a befektetők nem szállnak ki egyéb eszközeikből, és nem is terhelik meg azokat, azaz tipikusan tőkeáttétel nélkül, új tőke lép be a gazdaságba eladósodás nélkül, és új vállalkozások új munkaerőt tudnak aktivizálni. És ha egy vállalkozás már a kezdő szakaszban külső tőkét kap, akkor az automatikusan implementál egy elszámoltatható vállalatirányítást, ami párosulva a befektetők exitigényével, sokkal könnyebb tőzsdére lépést eredményezhet, mint egy családi vállalkozásnál.

### A befektetők azonosítása, védelme, a kampányfolyamat és a másodlagos piac

Az a platformszolgáltató végezhet 2022 végétől szabályozottan közösségi finanszírozási szolgáltatást, amely a pénzmoss elleni szabályoknak megfelelően előre azonosítja a felhasználóit, és teszteli azok tudását, anyagi kockázatviselési képességét is, és csak az e folyamat során megismert befektetői körben mutatja be a szabályozott módon felülvizsgált befektetési lehetőségeket, azaz a kampányokat. A kampányokra a befektetők a kampány végéig visszavonható szándéknyilatkozatot tesznek. A gyakori osztalékelsőbbeségi részvények is nagyobb biztosítékot jelentenek anyagi szempontból a törzsrészvényeknél. Kibocsátói oldalról a kibocsátás értékének, befektetői oldalról a befektetés összegének van plafonja. S végül, az értékpapírok forgalmazásának elősegítése segíti elő a befektetők kockázatainak mérsékelését. Így jön létre az a szabályozási mix, amivel egy gazdaság anélkül tudja támogatni az új belépőket, hogy a tőkepiac aggregált kockázatait növelné. Ettől még egy kezdő vállalkozásba való befektetés mindig is kockázatos marad, mert üzleti modellje kiforratlan, és sok évig tart még a sikereseknek is a cégérték növelése és az exitlehetőség megteremtése.

*Cikkünk kiadványunk ismeretterjesztő céljaival összhangban, a terjedelmi és a műfaji korlátokat figyelembe véve készült, aktualitását az induló hazai közösségfinanszírozási piac adja. Az alaposságra való törekvés mellett számos részletet nem fejt ki.*

## A CROWDFUNDING PIAC MÉRETE

Bár online platformokról elvileg nem nehéz adatot gyűjteni, a csak most kialakult egységes nemzetközi szabályozás miatt az adatszolgáltatás inkább kutatások alkalmával, ad hoc történt, a mérés és módszertana nem volt egységes. A kínai adatok és a szabályozás rendkívül sokat változott, sőt ott teljes szegmenseket tüntetett el. Észak-Amerikában 12 év alatt mindösszesen 80 milliárd eurónyi dollárt vontak be crowdfundingba. Az USA-ban ma mintegy harminc szabályozott, tehát befektetéscélú platform van, de közel 1500 szolgáltató keres pénzt e piacon. A globális alternatív (bankon kívüli) tőkefinanszírozás, azaz az angyal- és a kockázattőke-befektetésekkel együtt számított tőke 2020-ban 113,6 milliárd dollárt jelentett, ebből az USA és Kanada 74 milliárdot, Európa 10 milliárdot jelent. Ebből a crowdfunding még mindig egy kis szelet csak: Európában 2020-ban 828 millió dollárnyi tőke került így új vállalkozásokba, ennek kétharmada az Egyesült Királyságban, ahol 2011 óta mintegy 1700 vállalkozás jutott így tőkéhez, ami körülbelül a fele a VC-k által támogatott cégeknek, ami a teljes brit kockázattőke-piac mintegy 5%-át jelenti még csak, de ez a csak tízéves múltéhoz képest erős trend. Egyre több az érett fázisú crowdfundingoló cég is: amíg 2013-ban ez az arány még 80% felett volt, ma ez valamennyivel kevesebb, mint a fele. A múlt évben sikeresen crowdfundingoló társaságok iparág szerint a technológia, az élelmiszeripar és a divat területéről jöttek. Nagyon sikeresek voltak a mobilappok, a fintech-szolgáltatások, a platformok és a webshopok, a mesterséges intelligencia, az étel-ital és a divat-kozmetikaipar vállalkozásai. Ebből a körből kerültek ki a Tőkeportál, az első befektetéscélú közösségi finanszírozási platformon sikeresen kampányt záró *Potzak.org* (15 M Ft), a *Solarbnb* (42 M Ft) és a *Las Vegan's* (97 M Ft) is.



**SZELES NÓRA**  
ÜZLETFEJLESZTÉSI VEZETŐ  
TŐKEPORTÁL ZRT.  
NORA@TOKEPORTAL.HU

**21 lecke**

# 21. századi szülőknek

Jövőbiztos ismeretek gyerekeknek és szüleiknek

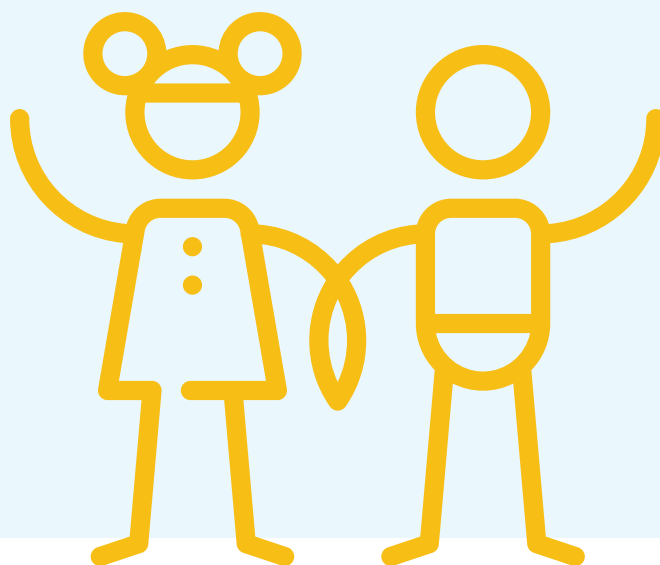
Csatlakozz szülői edukációs programunkhoz, ahol az Edisonplatform Gondolkodó Körének - pedagógusok, fejlesztők, pszichológusok - szakértői segítségével elkalauzolunk titeket a jövőben fontos tudás és kompetenciák világába.

Melyek ezek a területek?

Mit is jelentenek valójában?

Hogyan készíthetjük fel gyermekeinket a jövő kihívásaira?

Iratkozz fel és a 21 leckénkből megtudhatod:  
[www.edisonplatform.hu](http://www.edisonplatform.hu)





# TRANZAKCIÓK, AMELYEK AZ ÁTVILÁGÍTÁS SORÁN KÜTBA ESTEK

A JOGI ÁTVILÁGÍTÁST SOKAN CSAK EGY FELESLEGES NYŰGKÉNT ÉS A TRANZAKCIÓ FORMÁLIS FELTÉTELEKÉNT ÉLIK MEG. A VALÓSÁGBAN AZONBAN NEM EGY TRANZAKCIÓ HIÚSULT MÁR MEG AZ ÁTVILÁGÍTÁS SORÁN. CIKKÜNKBEN KIS ÍZELÍTŐT KÍVÁNUNK ADNI, HOGY MILYEN OLYAN JOGI PROBLÉMÁKRA DERÜLT MÁR FÉNY EGY ÁTVILÁGÍTÁS SORÁN, AMELYEKEN A FELEK NEM TUDTAK TÚLLÉPNI.

Egy vállalatfelvásárlási tranzakció természetes velejárója az, hogy a vevő átvilágítja a megvenni kívánt céget – műszaki, pénzügyi, adózási és jogi oldalról egyaránt. Ennek célja, hogy a vállalat működésében rejlő hiányosságokat, kockázatokat a vevő felmérje, azokat „beárassa”, és beépítse az általa reálisnak tartott cégértékbe. Ez sokszor kinyitja a vételárról szóló alkufolyamatot. Nem ritkán azonban az is előfordul, hogy a vevőjelölt olyan jogi problémát tár fel, amely a tranzakció meghiúsulásához vezet.

## **Nem transzparens javadalmazási struktúrák**

Egy társaság ott farag a költségeken, ahol tud. Hazánkban még ma is jelentősek a munkabérhez fűződő közterhek, néhány évvel ezelőtt pedig azok kirívóan magasak voltak. Nem egy társaságot ösztönzött ez arra, hogy „adókimélő” jövedelemkifizetési struktúrát hozzon tető alá.



A kérdéses ügyben egy szoftvertársaság javadalmazási rendszerének fontos eleme egy offshore társasághoz kötődő konstrukció volt. Egy, a tulajdonosokhoz kötődő adóparadicsomi társaságon keresztül megfuttatott, kölcsönökkel és tartozáselengedésekkel tarkított struktúra végén a társaság szoftverfejlesztői köztehermentesen tudták jövedelmük jelentős részét megkapni. A magyar társaság iránt egy nagy, amerikai, tőzsdén jegyzett szoftveróriás érdeklődött. A tárgyalásaik során a jövedelemstruktúra piros lámpákat kezdett el villogtatni a szoftveróriás központjában, és egy körülbelül 10-15 fős jogász és compliance csapat kezdte el a kifizetés struktúráját vizsgálni. Végül soron arra a következtetésre jutottak, hogy az ezzel járó jogi, adózási és reputációs kockázatot nem kívánják elvállalni. Az ügylet a jogi átvilágítás szakaszában véget is ért.

### Amikor egy szerződéses partner mindent borít

Sok szerződésben szerepel úgynevezett „change of control” klauzula, amely alapján az egyik szerződő fél jogosult a szerződés felmondására vagy valamely szerződéses előny érvényesítésére, ha a partnere tulajdonosi struktúrájában jelentős változás áll be. Egy vállalatfelvásárlás eredménye rendszerint pont egy ilyen tulajdonosváltás.

Az adott tranzakcióban a megvenni kívánt társaság legfőbb vevőjével való szerződés tartalmazott egy ilyen change of control kikötést. Az adott vevői szerződés nélkül a társaság értéke lényegesen csökkent volna. Miután a jogi átvilágítás felvetette ezt a problémát, intenzív tárgyalások kezdődtek a szerződéses partnerrel, hogy nem lenne-e hajlandó erről a jogáról lemondani. A szerződéses partner elzárkózott bármilyen kompromisszum elfogadásától – nem utolsósorban azért, mert ez nála egy standard, csoportszintű kikötés volt. Miután nem közeledtek az álláspontok, a vevő jobbnak látta, hogy más felvásárlási célpontot keressen.

### A tranzakcióval együtt olykor a támogatás is elúszik

A támogatási szerződések komoly korlátozásokat tartalmazó feltételrendszereket alkalmaznak. Korlátozások vonatkoznak a támogatott társaság tulajdonosi struktúrájára, kkv minősítésére, de ugyanúgy a támogatással létrejött eszközök használatára és felhasználására is. Ez a feltételrendszer sokszor nem áll összhangban a potenciális vevő elképzeléseivel.

Az adott tranzakcióban a jogi átvilágítás során kiderült, hogy a potenciális vevő tulajdonszerzése a társaságban több szempontból is sértené az egyik támogatási szerződés rendelkezéseit. Ez azt eredményezte volna, hogy a tranzakciót követően a társaság több százmillió

forintos támogatás azonnali visszafizetésére lett volna köteles. Tárgyalások indultak a támogató hatósággal arról, hogy módosítható-e a vevőjelölt érdekének megfelelő módon a szerződés, de ilyen kompromisszumot nem sikerült találni. Mivel a vevő nem kívánta bevállalni a támogatás visszafizetésének pénzügyi ódiumát, ezért az ügylet megfeneklett.

### Mi lesz az engedélyekkel?

Egy társaság üzleti mozgásterét nagymértékben meghatározza, hogy milyen engedélyekkel rendelkezik. Míg egyes esetekben az jelent problémát, hogy lejár egy engedély, máskor az okoz kockázatot, hogy pusztán a hatóságok addigi kooperatív, habár nem feltétlenül jogszerű gyakorlatára támaszkodik a társaság.

A kérdéses ügyben a jogi átvilágítás feltárta, hogy hiányzik a társaság működéséhez elengedhetetlenül fontos egyik jegyzői engedély. Az eladó – mindemellett, hogy ezt a hiányosságot korábban nem észlelte – a hatósággal való eddigi pozitív és kooperatív kapcsolatát hozta fel érvként: az engedély hiányát eddig senki sem kifogásolta és senki sem róta fel neki. A társaság tehát lényegében exlex állapotban működött. A közigazgatási jogszabályok sajátosságainál fogva másfelől viszont nem is volt arra lehetőség, hogy a társaság megkérje azt az engedélyt, amire egyébként már jóval korábban szüksége lett volna. Azaz a vevő csak azt választhatta volna, hogy a társaság továbbra is a szürke zónában működik, és ki van téve a hatóságok jóindulatának. A vevő ezt a kockázatot nem kívánta bevállalni, és inkább elállt az ügylet folytatásától.

### Konklúzió

Sokszor az eladók maguk sincsenek tisztában a társaságok működését érintő valamely alapvető jogi problémával. Más esetekben azok a jogi ügyek, amiket az eladók természetesnek tartanak, a vevő számára nem azok. Szintén előfordulnak olyan problémakörök, amelyek egy teljesen más kultúrájú vagy méretű vevő érkezése miatt keletkezhetnek. Ezek a helyzetek legtöbbször a jogi átvilágítás során jönnek elő, és okozhatnak kellemetlen meglepetéseket egy, már az eladó zsebében érzett tranzakciónál. Nem árt ezért a pezsgőt még nem betenni a hűtőbe a jogi átvilágítás megkezdése előtt.



DR. BEJÓ ÁGNES  
VEZETŐ ÜGYVÉD  
JALSOVSZKY ÜGYVÉDI IRODA  
ABEJO@JALSOVSZKY.COM



# AZ IGAZI GAZDAGSÁG AZOKÉ, AKIK ÉLVEZNI TUDJÁK VAGYONUK GYÜMÖLCSÉT



## ÉRTÉKTEREMTÉS GENERÁCIÓKON ÁT

Szeretné biztonságban tudni családjá és vállalkozása jövőjét? Szeretne csak azokra a dolgokra koncentrálni amelyek igazán fontosak Önnek? Lépjen kapcsolatba velünk, és ismerje meg, hogyan tud a Primus Trust Zrt. segíteni Önnek céljai elérésében!

Magyarország első és piacvezető bizalmi vagyonkezelőjeként elköteleztük magunkat az iránt, hogy ügyfeleink egyedi igényeinek mindenben megfelelő, a vagyonkezelés valamennyi aspektusát magába foglaló jogi struktúrákat alakítsunk ki és működtessünk. Mindezt úgy, hogy biztosítsuk számukra vagyonuk, illetve bizalmas pénzügyi és céges adataik védelmét, valamint a maximalizált adóelőnyöket.



# A kívánságlevél szerepe a bizalmi vagyonkezelésben



*A kívánságlevél, azaz angolul „letter of wishes”, egyfajta kiegészítő végrendelet, amely nem jár jogi kötelezettséggel, ugyanakkor mégis kifejezi és megerősíti az örökhagyó akaratát. Jellemzően olyan addicionális rendelkezéseket fogalmaz meg, amelyeket az örökhagyó kifejezetten diszkrétan kezelne. Azonban nem csak a végrendeleti öröklésben, de a bizalmi vagyonkezelésben is jelentős szerepet játszhat, hiszen tisztázhatja azokat a kérdéseket, amelyek a bizalmi vagyonkezelési szerződésben bármilyen oknál fogva nem kerültek szabályozásra. Cikkünkben a bizalmi vagyonkezeléshez kapcsolódó kívánságlevél előnyeit járjuk körbe, valamint bemutatjuk a vagyonkezelésben betöltött szerepét.*

## **Mi az a kívánságlevél?**

A kívánságlevél, vagy más néven kívánságnyilatkozat egy informális dokumentum, amelynek elsődleges rendeltetése az, hogy értelmezze, pontosítsa vagy technikai részletekkel egészítse ki a vagyonrendelő szerződésben rögzített szándékát. De arra is van lehetőség, hogy a vagyonrendelő a vagyonrendelés időpontjában még nem eldönthető kérdéseket utóbb kívánságlevél formájában hozza a vagyonkezelő tudomására. Amennyiben erre a lehetőségre a bizalmi vagyonkezelési szerződés kifejezetten kitér, úgy a kívánságlevél szerződés erejével bír, s mint ilyen, a vagyonkezelőre nézve jogi kötelezettséget is teremt. Ellenkező esetben a kívánságlevélnek jogi értelemben vett kötelező ereje nincsen, de a vagyonkezelőt ebben az esetben is a vagyonkezelői kívánság betartására – a bizalmi vagyonkezelés lényegéből fakadóan – egyfajta szerződésen kívüli ún. fiduciárius kötelelem terheli. A kívánságlevél fő rendeltetése tehát az, hogy egyfajta útmutatást nyújtson a vagyonkezelő személy vagy szervezet számára a vagyonkezelés módját és hangsúlyait illetően.

## **LEXIKON**

*Ebben az állandó rovatunkban a bizalmi vagyonkezeléssel kapcsolatos alapfogalmakat, személyeket és folyamatokat mutatjuk be.*

## **Miért lehet szükség kívánságlevélre?**

A kívánságlevéllel elérhető, hogy a vagyonkezelő a vagyonrendelő szándékait és motivációit a szerződésben foglaltaknál mélyebben megismerje, és vagyonkezelési döntéseit eszerint hozza meg.



## **Dr. B. Szabó Gábor, TEP**

partner, igazgató

Primus Trust Zrt.

[bszabo.gabor@primustrust.hu](mailto:bszabo.gabor@primustrust.hu)



## A kívánságlevél szerepe a bizalmi vagyonkezelésben

### LEXIKON

*Ebben az állandó rovatunkban a bizalmi vagyonkezeléssel kapcsolatos alapfogalmakat, személyeket és folyamatokat mutatjuk be.*

#### **Mit határozhatunk meg a kívánságlevélben?**

Bár kevés formai és tartalmi szabály köti a kívánságlevelet, arra kiemelten ügyelni kell, hogy nem kerülhet ellentmondásba a bizalmi vagyonkezelési szerződés tartalmával. Ebben az esetben ugyanis mindenképpen ez utóbbi dokumentum tartalma élvez prioritást.

További általános megállapítás, hogy noha a kívánságlevél nem feltétlenül, és még csak nem is elsősorban a vagyonrendelő halálával beállt helyzetre vonatkozik, tartalmának egyik tipikus eleme mégis erre az esetre ad iránymutatást.

*E vonatkozásban a legtipikusabb tartalmi elemek a következők lehetnek:*

- A vagyonrendelő halálával kapcsolatban értesítendő személyek listája.
  - A temetés módja, körülményei, a szertartással kapcsolatos elvárások, meghívandó vendégek, helyszín kiválasztása, illetve a felmerülő költségek rendezésének módja.
- Főbb vagyontárgyak felsorolása, beleértve a bankszámlákat, életbiztosításokat, értéktárgyakat vagy ékszereket és azok helyét, ami segít a végrehajtóknak a hagyaték kezelésében. Miután ezeket a tételeket érdemes belefoglalni a vagyonkezelési szerződésbe is, a kívánságlevél inkább a vagyonkezelő munkájának könnyítését szolgálja csupán.
  - A vagyonrendelő részletes ajánlásokat tehet a vagyonkezelőnek arról, hogy befektetéseit és a halála után is érkező jövedelemét milyen módon kezelje. Ez különösen fontos pont lehet, hiszen a vagyonrendelő halála olyan tragédia, amely még a legösszetartóbb családokban és közösségekben is konfliktusokhoz vezethet. Ha azonban a jövedelmek korrekt elosztásáról ily módon gondoskodunk, számtalan problémát küszöbölhetünk ki már előre.
  - Noha a bizalmi vagyonkezelést a vagyonrendelő halála nem szünteti meg, a vagyonkezelő halála mégis okozhat jelentős bizonytalanságot a megfelelő vagyonkezelési szempontok, mindenekelőtt a kedvezményezettek személyének és a vagyonkiadási feltételek nem megfelelő rögzítése esetén. Ezek az esetleges hiányosságok a kívánságlevéllel pótolhatók.
  - Gyermekkel, családtagokkal kapcsolatos elképzelések rögzítése. Akár olyan részletek is tisztázhatóak, mint a gyermekek nevelésének módja, iskolaválasztás, vallási kérdések, vagy éppen az idős rokonokról való gondoskodás. A kívánságlevél iránymutatást adhat a vagyon egy elkülönített része vonatkozásában is, a fentiekben részletezett célok pénzügyi fedezetének biztosítása végett.
  - Amennyiben az örökhagyó kitagadna valakit az örökségből, azaz kizárná a végrendeletből, és

# A kívánságlevél szerepe a bizalmi vagyonkezelésben



a bizalmi vagyonkezelés keretén belül sem jelölné meg kedvezményezettként, a kívánságlevél lehetőséget biztosít arra, hogy részletes magyarázatot adjon e döntésére.

Ez nem csupán a leendő konfliktusok elkerülését segíti, de a megtámadhatóságot is kizárhatja.

## Melyek a kívánságlevél formai és tartalmi kritériumai?

A kívánságlevél azon ritka dokumentumok közé tartozik, amely elkészítése gyors és egyszerű. Ügyvédi segítség és ellenjegyzés nélkül is megírhatjuk, nem kellene hozzá tanúk, ugyanakkor dátum és aláírás nélkül nem tekinthető érvényesnek. A tartalmi kritériumok tekintetében egyetlen fontos szempont van: nem lehet ellentétes a bizalmi vagyonkezelési szerződéssel.

## Mikor érdemes a kívánságlevelet megírni?

A kívánságlevél bármikor elkészíthető, akár a vagyonrendeléssel egy időpontban, akár később is, amikor az iránymutatás szükségessé válik.

Fontos ügyelni a kívánságlevél és a bizalmi vagyonkezelési szerződés szinkronizálására is. Ha az utóbbi megváltoztatásra kerül – például új kedvezményezettek kerülnek megnevezésre – akkor a korábbi kívánságlevél tartalma könnyen ellentmondásba keveredhet a jogilag kötelező érvényű szerződéssel. Ha módosítást tervezünk, a két dokumentum újításáról egyszerre gondoskodjunk.

## Kinek lehet betekintése a kívánságlevélbe?

A kívánságlevél olyan bizalmas irat, melyet a vagyonrendelő kizárólag vagy elsősorban a vagyonkezelőnek szán. Jellemző ugyanakkor, hogy akár a vagyonrendelő örökösei, akár a bizalmi vagyonkezelési szerződésben megjelölt kedvezményezettek is meg akarnak győződni a számukra kedvezőtlen vagyonkezelői döntés alapját képező dokumentumok tartalmáról.

Egyetlen kedvezményezett sem jogosult magától értetődően a bizalmi vagyonkezeléssel kapcsolatos dokumentumok megismerésére. A kedvezményezettek ugyanis nem alanyai a bizalmi vagyonkezelési szerződésnek. Az ő vonatkozásukban a vagyonkezelőt „csak” az a fentebb már említett fiduciárius kötelelem terheli, hogy köteles a kedvezményezettel megfelelően elszámolni, és részére a kezelt vagyont a kellő időpontban kiadni a vagyonrendelő szándéka szerint. A vagyonrendelő szándéka pedig részben a szerződésben, részben pedig a kívánságlevélben manifesztálódik. Úgynevezett alanyi joga a kedvezményezettnek a szerződés és a kívánságlevél tartalmának meg-

## LEXIKON

*Ebben az állandó rovatunkban a bizalmi vagyonkezeléssel kapcsolatos alapfogalmakat, személyeket és folyamatokat mutatjuk be.*



## A kívánságlevél szerepe a bizalmi vagyonkezelésben

### LEXIKON

*Ebben az állandó rovatunkban a bizalmi vagyonkezeléssel kapcsolatos alapfogalmakat, személyeket és folyamatokat mutatjuk be.*

ismerésére nincsen. Különösen nincsen joga erre a vagyonrendelő olyan örökösének, aki a bizalmi vagyonkezelési szerződésben nem került kedvezményezettként megjelölésre.

Ugyanakkor a vagyonkezelőnek törvényi kötelessége, hogy az elszámolási kötelezettségén belül információt is szolgáltatson a kedvezményezetteknek.

Ennek keretében adott esetben elkerülhetetlen, hogy bizonyos vagyonkezelési okiratokba vagy azok egyes részleteibe betekintést adjon. A vagyonkezelőnek azonban ilyen esetben is ügyelnie kell arra, hogy kizárólag az érintett kedvezményezettre vonatkozó információkat oszthatja meg, de más kedvezményezettre vonatkozókat nem. Ezt leginkább a szerződés, a kívánságlevél és egyéb vagyonkezelési iratok megfelelő kivonatolásával tudja megtenni, feltéve, ha a vagyonrendelő eleve nem zárta ki ezt a lehetőséget. Ez esetben ugyanis a vagyonkezelőt köti a vagyonrendelői akarat és döntés.

A kedvezményezettek persze nem feltétlenül nyugszanak bele egy ilyen vagyonkezelői döntésbe. Ilyen esetben fordulhatnak bírósághoz, amely az ügy összes körülményére figyelemmel kötelezheti a vagyonkezelőt a teljes vagyonkezelési dokumentáció feltárására. Ezek a helyzetek egy vagyonkezelő számára rendkívüli körülményt, megfontolást és felkészültséget igényelnek.

Nemcsak azért, mert egy esetlegesen helytelen döntéssel kártérítési kötelezettségük támadhat, hanem azért is, mert a helytelen döntéssel a vagyonrendelő eredeti szándékával szembeni hatást keletkeztethetnek, amely adott esetben a vagyonrendelő személyének post mortem megítélését rombolhatja.

#### **Összegzés**

A kívánságlevél különösen akkor válik fontos dokumentummá, ha az örökhagyó bizalmi vagyonkezelést vesz igénybe. A vagyonkezelő számára hagyott rendelkezések ugyan nem kötelező érvényűek, de egy jól megfogalmazott végrendeleten túl a kívánságlevél olyan plusz információkat és javaslatokat tartalmazhat, amelyek megkönnyítik a vagyon kezelését és kiadását. A prudens módon elkészített dokumentumok olyan rendszert alkotnak, amely nemcsak a vagyonrendelő halálával bekövetkező feszültségeket előzi meg, de meggyorsítja a vagyon felosztását, valamint gondoskodik arról, hogy az örökhagyó különleges kérései is teljesülhessenek.

# Adóelőnyök

**HA A LEHETŐSÉG NEM KOPOGTAT,  
ÉPÍTSÜNK NEKI AJTÓT!**



[www.primustrust.hu](http://www.primustrust.hu)

Az adó az egyik legjelentősebb költségelem mind a vállalkozások, mind a magánszemélyek számára. Az időben elkezdett adótervezéssel azonban megteremthetjük magunk és vállalkozásunk számára azt a rendszert, amely hosszú távon biztosítja a legalacsonyabb adók vagy adó jellegű kötelezettségek kombinációját. Lépjen kapcsolatba velünk, és ismerje meg, hogyan tud a Primus Trust Zrt. segíteni Önnek abban, hogy maximalizálja a saját maga vagy vállalkozása számára elérhető adóelőnyöket és adókedvezményeket.

Magyarország első és piacvezető bizalmi vagyonkezelőjeként elköteleztük magunkat az iránt, hogy ügyfeleink egyedi igényeinek mindenben megfelelő, a vagyonkezelés valamennyi aspektusát magába foglaló jogi struktúrákat alakítsunk ki és működtessünk. Mindezt úgy, hogy maximalizáljuk az elérhető adóelőnyöket, illetve biztosítsuk számukra vagyonuk, valamint bizalmas pénzügyi és céges adataik védelmét.



# Cégmentékelési útmutató lépésről lépésre: mennyit ér pontosan egy cég? A cégtulajdon bizalmi vagyonkezelésbe helyezésének előnyei

## MIT ÉS HOGYAN?

*Ebben az állandó  
rovatunkban  
a bizalmi  
vagyonkezelés  
gyakorlati  
alkalmazásával  
kapcsolatos  
javaslatainkat  
osztjuk meg.*

Cégmentékelésről leggyakrabban startupokkal kapcsolatban hallhatunk, hiszen a befektető bevonása tipikus terepe ennek a tevékenységnek. A színpalak mögött azonban több olyan üzleti élethelyzet is adódik, amikor jól jön az, hogy tudjuk, mennyit ér a vállalkozásunk. Cikkünkben bemutatjuk ezeket az eseteket, valamint azt, hogy milyen módon számolhatjuk ki a cégünk értékét.

### **Milyen esetekben van szükség cégértékelésre?**

Mint minden más vagyontárgy esetében, egy vállalkozásnál is akkor van szükség értékelésre a leggyakrabban, ha részleges vagy teljes értékesítésen gondolkozunk. Cégeladások során a cégérték megállapításának módszere, valamint a tényleges ár a legkritikusabb tényező – gyakran elhúzódó tárgyalássorozat alapját képezve.

Résztulajdonosok bevonása esetén is fontos tudnunk a cég aktuális és jövőbeni, várható értékét. Ilyen esetek lehetnek a befektető bevonása, a tőzsdére lépés, a munkavállalói részvényesi program indítása.

*Egyéb esetek, amikor szükség lehet a cégérték megállapítására:*

- Joint venture vállalkozás létrehozása
- Különböző M&A-aktivitások (például összeolvadás vagy felvásárlás)
- Cégmentékhez kötött vezetőségi bónuszok megállapítása
- Tulajdonrész fedezetként vagy biztosítékként való bevonása esetén
- Számviteli és adózási okokból

### **Milyen szempontokat kell figyelembe venni a cégértékelés során?**

A cégértékelési folyamat első lépése – függetlenül a használt metodikától – a célok meghatározása. Értelemszerű, hogy még a legnagyobb objektivitás mellett is másként értelmezzünk bizonyos kockázatokot akkor, ha eladunk, mintha vásárolnánk. Jellemző, hogy a pénzügyi szigorú kockázatkezelése a legrosszabbat feltételezi minden vagyonelemről, így

### **Dr. Ulmann Kristóf**

adótanácsadó

Primus Trust Zrt.

ulmann.kristof@primustrust.hu





# Cégetértékelési útmutató lépésről lépésre: mennyit ér pontosan egy cég? A cégtulajdon bizalmi vagyonkezelésbe helyezésének előnyei



## MIT ÉS HOGYAN?

*Ebben az állandó  
rovatunkban  
a bizalmi  
vagyonkezelés  
gyakorlati  
alkalmazásával  
kapcsolatos  
javaslatainkat  
osztjuk meg.*

fedezetként valószínű, hogy sokkal kisebb értéken tudnánk beszámoltatni egy magas kockázatú startupüzletrészt, mint egy szakmai befektető bevonásánál. A cél mellett olyan tényezők befolyásolják a megfelelő módszer kiválasztását, mint az aktuális világgazdasági helyzet, a piac lokális és nemzetközi alakulása, a cég ezen belül elfoglalt pozíciója, a vizsgált időszak sikerei és céges hírei, a brand értéke, vagy éppen a jövőbeni tervek és azok realitása. Szinte a végteleenségig sorolhatóak azok a tételek, amik az eszközök és kötelezettségek, bevételek és egyéb tételeken túl akár szubjektív alapokon is nagyban befolyásolhatják a cég értékelését.

Függetlenül a választott értékelési modelltől, külső érdekelt fél esetén mindig lefolytatásra kerül egy ún. „due diligence”, azaz átvilágítás. Ennek célja, hogy feltárja mindazon belső folyamatokat, amelyek akár pozitív, akár negatív irányba befolyásolhatják a cégetértékelést.

### **Mit kell tudni a saját tőke alapú cégetértékelésről?**

#### **Mikor érdemes ezt alkalmazni?**

Az angol nyelvben csak liquidation value-nak nevezett módszer lényege, hogy a cég értékét a tulajdonában lévő eszközök vélt eladási ára határozza meg. Nem összetévesztendő a könyv szerinti eszközértékkel, hiszen ebben az esetben az értékbecslő azt határozza meg, hogy mekkora összeget kapna ma a tulajdonos akkor, ha mindent eladna. Könnyen belátható, hogy ezzel a módszerrel kevés esetben tárható fel egy vállalkozás valódi értéke.

A saját tőke alapú cégetértékelés azokban az esetekben alkalmazható sikerrel, amikor a cég valóban nem rendelkezik más értékkel, csupán a tulajdonában lévő tárgyakkal, szoftverekkel vagy gépekkel. Egy csődközeli gyár esetében, ahol az újraindításról már nem lehet szó, a saját tőke alapú értékelés jól lefedi a várható folyamatokat.

Ugyanakkor a legtöbb cég valódi értéke jelentősen túlmutat ezen vagyontárgyakon, így nem alkalmazható ez a módszer olyan esetekben, ahol a vállalkozás szellemi tulajdonát, a meglévő és jövőbeni potenciális szerződésállomány értékét vagy éppen a felépített céges brandet is figyelembe szeretnék venni.

### **Mit kell tudni a szorzószámós cégetértékelésről? Mikor érdemes ezt alkalmazni?**

A szorzószámós cégetértékelés esetén a szakma olyan általánosan használt, iparágankénti szorzókat használ, amellyel az EBITDA, a könyv szerinti érték, az árbevétel vagy az adózott eredmény



## MIT ÉS HOGYAN?

*Ebben az állandó rovatunkban a bizalmi vagyonekezelés gyakorlati alkalmazásával kapcsolatos javaslatainkat osztjuk meg.*

# Cégértékelési útmutató lépésről lépésre: mennyit ér pontosan egy cég? A cégtulajdon bizalmi vagyonekezelésbe helyezésének előnyei

kerül multiplikálásra. Ebben az esetben tehát a cég értékét az aktuális teljesítőképessége és egy jövőbeni várható növekedés határozzák meg. Az egyik leggyakrabban alkalmazott módszer, melynek alapját korábbi tranzakciókból származó adatok teszik ki.

Bár laikus szemmel nézve ez a módszer szintén nem vesz figyelembe számtalan kritikus tételt, amelyek jelentősen befolyásolhatnák a végeredményt, a szakmai konszenzus mégis hatékony megoldásnak tartja. A szorzószám módszer nagy hasonlóságot mutat az ingatlanpiacon is megszokott értékbecslésekkel, ahol szintén a múltbéli eladások alapján következtetnek egy-egy ingatlan értékére.

A módszer pontosan ebből adódóan olyan területeken alkalmazható a legnagyobb pontossággal, ahol nagy számban történnek hasonló tranzakciók, így a startupok körében gyakori megoldás. Azonban új iparágak, különleges technológiák vagy éppen eltűnőben lévő szektorok, leszakadó régiók esetében nem a legprecízebb értékelési fajta.

### **Mit kell tudni a gazdasági hozzáadott érték alapú elemzésről? Mikor érdemes ezt alkalmazni?**

Nyereséges cégek esetén alkalmazható a gazdasági hozzáadott érték alapú elemzés, amely kimutatja, hogy a befektető egy relatív értelemben vett kockázatmentes pénzügyi befektetéshez képest mekkora extra hozamot tud realizálni a cégbe történő befektetés által. Előnye, de egyben hátránya is, hogy az adózott eredményből indul ki, amely egy régóta működő, komplex, több cégből álló cégcsoport esetében nem mindig tükrözi annak valódi teljesítőképességét.

### **Mit kell tudni a diszkontált cash-flow (DCF) elemzésről? Mikor érdemes ezt alkalmazni?**

A DCF-módszer a leginkább elfogadott megoldás a cégérték meghatározására, melynek alapelve, hogy a cég adott időszakban vett várható jövedelmeit veszi alapul, és erre alkalmaz egy szubjektív csökkentő szorzót, azaz diszkontot.

Előnye, hogy a számítás alapját a cég valós teljesítménye és tervei adják, ugyanakkor semmi nem garantálja, hogy a jövőben egy-egy, a cégtől akár teljesen független tényező nem befolyásolja a teljesítőképességét.

Olyan cégek esetében érdemes alkalmazni, amelyek már stabilan működnek, és nem csak többéves, jól dokumentált múlttal rendelkeznek, de képesek realizáltisan számszerűsíteni a jövőben várható profittermelési képességet is.

# Cégetértékelési útmutató lépésről lépésre: mennyit ér pontosan egy cég? A cégtulajdon bizalmi vagyonkezelésbe helyezésének előnyei



## MIT ÉS HOGYAN?

*Ebben az állandó  
rovatunkban  
a bizalmi  
vagyonkezelés  
gyakorlati  
alkalmazásával  
kapcsolatos  
javaslatainkat  
osztjuk meg.*

### **Ezen a négy módszeren kívül még máshogy is meg lehet határozni egy cég értékét?**

A piacon számtalan példát láthattunk már alulárzott felvásárlásra, de olyan helyzet is előfordult, amikor jelentősen túlárzott akvizíció történt. Több példa kötődik a Facebookhoz, amely az Instagramot 1 milliárd dollárért vásárolta fel, és – a számtalan negatív hang ellenére – szinte azonnal megtérült a befektetése. Piacra, cégre, a vezetőség elképzeléseire válogatja, hogy mikor melyik módszert érdemes alkalmazni.

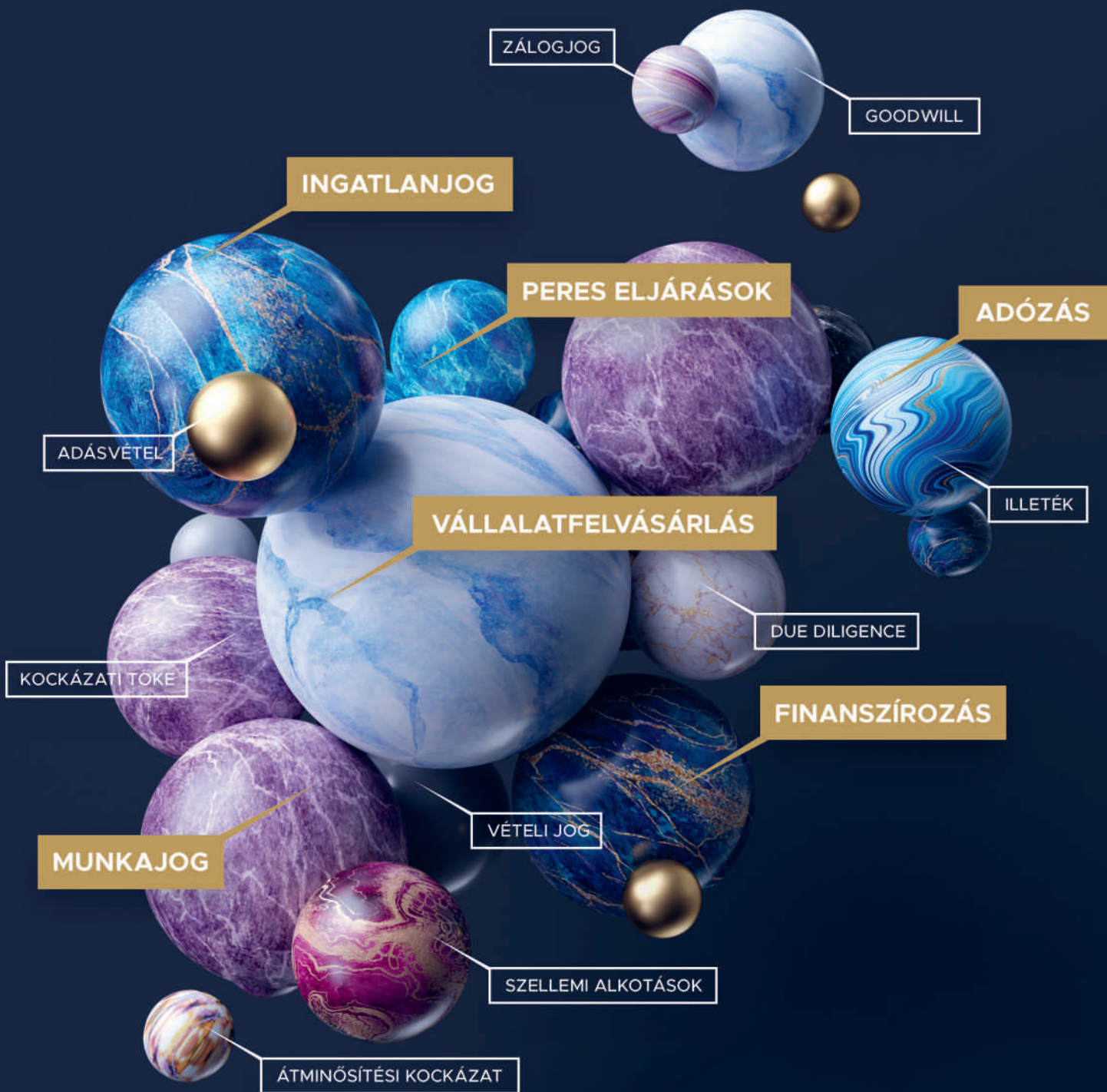
*A fentiekben túl íme néhány további alternatíva:*

- Piaci kapitalizáció: a részvényérték alapú számítás
- Várható megtérülés alapú számítás
- Az „annyit ér, amennyit adnak érte” módszer

A fentiekből jól látható, hogy nincsen egyetlen univerzális módszer. Nincsen biztos módszer, amely 100%-os objektivitással mutatja be a cég értékét. Emiatt különösen fontos, hogy független szakembert vonjunk be a folyamatba, aki többféle módszert alkalmazva határoz meg egy olyan értéksávot, amelyen belül a tárgyaló felek már könnyebben meg tudnak egyezni egy pontos összegről.

### **Miért érdemes bizalmi vagyonkezelésbe adni a cégtulajdont értékesítés előtt?**

Az időben, jól tervezett módon bizalmi vagyonkezelésbe kiszervezett cégtulajdon komoly adóelőnyöket biztosíthat a tulajdonosok számára. A magánszemélyeket ugyanis egy sztenderd értékesítési folyamatban a kapott vételár után szja-fizetési kötelezettség terheli. Bizalmi vagyonkezelő bevonásával azonban az üzletrész tőkeként kerül kiadásra a magánszemély részére, amely adó- és illetékmentességet élvez. Ugyan a kezelt vagyon, mint a bizalmi vagyonkezelésbe adott üzletrész tulajdonosa nem önálló jogi személy, de önálló társasági adóalany (saját adószámmal és adóbevallással), ezért a mindenkor adókedvezményt vagy -mentességet lehetővé tévő szabályok rá is vonatkoznak. Emiatt a leghatékonyabb és legoptimálisabb megoldás üzletrész értékesítése esetén a bizalmi vagyonkezelő bevonása.



# MINDEN EGYÜTT ÁLL?

Egy vállalatfelvásárlás bonyolult művelet. Hacsak nem talál egy olyan partnert, mint a Jalsovszky, amely tapasztalatával, gyakorlatias hozzáállással és a legmodernebb mesterséges intelligencia alapú eszközökkel segíti azt egyszerűbbé és átláthatóbbá tenni.

Vállalatfelvásárlás előtt érdemes megkeresnie minket.



JALSOVSZKY

ADÓJOG | VÁLLALATFELVÁSÁRLÁS | INGATLANJOG | FINANSZÍROZÁS

JALSOVSZKY.COM