

DEBRECENI EGYETEM
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI DOKTORI ISKOLA

Versenyképesség, globalizáció és regionalitás

DOKTORI ÉRTEKEZÉS

A kockázati tőke hozzáadott és „elvett” értéke

Elmélet és gyakorlat

Becskyné Nagy Patrícia

Témavezető:
Dr. Karsai Judit
tudományos főmunkatárs
MTA Közgazdaságtudományi Intézet

Debrecen, 2008

Témavezető: Dr. Karsai Judit tudományos főmunkatárs Magyar Tudományos Akadémia
Közgazdaságtudományi Intézet

Szigorlat:

A Szigorlati Bizottság tagjai:

Prof. Dr. Szabó Katalin egyetemi tanár	Elnök
Dr. Szász Tibor címzetes egyetemi tanár	Kérdező-tanár Mikroökonómia főtárgyból
Prof. Dr. Fülöp Gyula egyetemi tanár	Kérdező-tanár Globális vállalati stratégiák melléktárgyból

A szigorlat időpontja: 2006. február 22.

Munkahelyi vita:

A Bíráló Bizottság tagjai:

Prof. Dr. Bélyácz Iván akadémikus, egyetemi tanár	Elnök
Dr. Habil. Szerb László egyetemi docens	Opponens
Dr. Kosztópulosz Andreász egyetemi adjunktus	Opponens
Dr. Habil. Muraközy László egyetemi docens	
Prof. Dr. Szabó Katalin egyetemi tanár	
Dr. Erdey László egyetemi adjunktus	

A munkahelyi vita időpontja: 2008. június 20.

Nyilvános védés:

A Bíráló Bizottság tagjai:

Prof. Dr. Bélyácz Iván akadémikus, egyetemi tanár	Elnök
Dr. Habil. Szerb László egyetemi docens	Opponens
Dr. Kosztópulosz Andreász egyetemi adjunktus	Opponens
Dr. Habil. Muraközy László egyetemi docens	
Prof. Dr. Szabó Katalin egyetemi tanár	
Dr. Erdey László egyetemi adjunktus	

A nyilvános védés időpontja: 2008. december 12.

Tartalomjegyzék

1.	BEVEZETÉS -----	10
1.1.	A disszertáció témaválasztásának motivációja, indoka, a kutatási kérdés -----	10
1.2.	A disszertáció felépítése -----	11
1.3.	Módszertan -----	15
1.3.1.	Esettanulmányoknál alkalmazott kvalitatív módszerek -----	15
1.3.2.	A statisztikai adatbázis és adatgyűjtési módszerek a kvantitatív elemzéshez -----	17
1.3.3.	Hozammutatók kiszámítási módszere -----	19
1.4.	A kockázatitőke-befektetések formái -----	21
1.4.1.	Az intézményes kockázatitőke-finanszírozás fogalma -----	21
1.4.2.	Az informális kockázatitőke-finanszírozás fogalma -----	24
1.4.3.	Intézményes versus informális kockázati tőke -----	25
1.5.	A kockázati tőkét igénylő vállalatok finanszírozási forrásai az életciklus egyes szakaszaiban -----	27
1.6.	A finanszírozási rés problémája -----	32
1.6.1.	A finanszírozási rések kialakulása -----	34
1.6.2.	A kockázatitőke-befektetők szerepe a finanszírozási rés áthidalásában -----	38
1.7.	Kilépések – a hozzáadott érték realizálása -----	41
2.	A KOCKÁZATITŐKE-FINANSZÍROZÁS ELMÉLETI HÁTTERÉNEK SPECIÁLIS ASPEKTUSA -----	47
2.1.	A vállalatok és a vállalkozók általános elméleti kerete -----	47
2.2.	Az új intézményi közgazdaságtan paradigmái és a tőkeszerkezet-elméletek relevanciája a kockázatitőke-finanszírozásban -----	53
2.2.1.	Előzmény – a Modigliani-Miller-elmélet -----	53
2.2.2.	A tökéletes információk hiányából fakadó problémák -----	54
2.2.3.	Az információs aszimmetrián alapuló tőkeszerkezet-elméletek -----	55
2.2.4.	Ügynökelmélet -----	61
2.2.5.	Megbízó-ügynök probléma a kockázatitőke-befektető és a portfólióvállalat kapcsolatában -----	65
2.2.6.	Megbízó-ügynök probléma a kockázatitőke-társaság és a befektető kapcsolatában -----	70

2.2.7. Információs aszimmetria és megbízó-ügynök probléma informális kockázatitőke-befektetések esetén-----	72
2.2.8. Szerződéselmélet -----	74
2.3. A kockázatitőke-befektetők értékteremtésének modellezése-----	78
 3. A KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK HOZZÁADOTT ÉS „ELVETT” ÉRTÉKE MAGYARORSZÁGI VÁLLALKOZÁSOK KONKRÉT ESETEIBEN -----	81
 3.1. Az értékteremtés forrásainak háromtényezős dinamikus modellje –szekunder kutatás eredménye-----	81
3.1.1. Tőke (capital)-----	84
3.1.2. Tudás (competence)-----	86
3.1.3. Együttműködés (cooperation) -----	90
3.1.4. Az értékteremtés forrásai a kiválasztás során -----	92
3.1.5. Az értékteremtés forrásai a befektetés során -----	93
3.1.6. Az értékteremtés forrásai a kilépés során – a hozzáadott érték realizálása -----	98
 3.2. Esettanulmányok – Üzleti angyalok és professzionális befektető a Solvo finanszírozásában-----	101
3.2.1. A befektetés szereplőinek bemutatása -----	101
3.2.2. A kockázatitőke-befektetések jellemzői, a befektetés okai és kilátásai – A Fast Ventures és négy üzleti angyal-----	102
3.2.3. A társaság működése a befektetés után -----	103
3.2.4. Exit-----	105
3.2.5. Hozzáadott érték – a kockázatitőke-befektetők szerepe a vállalat eredményeiben -	106
3.2.6. A társaság sorsa a kilépés után -----	107
 3.3. Esettanulmányok – Kockázatitőke-befektetések a NABI-ban és az EXBUS-ban ----	108
3.3.1. A befektetés szereplőinek bemutatása -----	108
3.3.2. A kockázatitőke-ügylet jellemzői, okai és kilátásai – a NABI vállalatcsoport megalakítása -----	109
3.3.3. A társaság működése a befektetés után -----	111
3.3.4. Exit, a befektetés értékelése – sikeres kiszállás helyett „kivánszorgás”-----	115
3.3.5. A befektetés értékelése és a befektető hozzáadott értéke -----	117
3.3.6. A társaság sorsa a kilépés után -----	118
3.3.7. Új kockázatitőke-befektető – a Homerica Investment B.V., a Cerberus leányvállalata -----	119
3.3.8. Az új kockázatitőke-befektetés jellemzői, okai és kilátásai – a cég megmentése a Cerberus által -----	119

3.3.9. A társaság működése a befektetés után – a NABI utódjainak sorsa-----	120
3.3.10. Hozzáadott érték – a kockázati tőke-befektetők szerepe a vállalat eredményeiben	
121	

3.4. Esettanulmányok – Kockázati tőke a Hungarocamion és a Waberer's finanszírozásában-----	121
3.4.1. A befektetés szereplőinek bemutatása -----	121
3.4.2. A kockázati tőke-ügylet jellemzői, a befektetés okai és kilátásai – a Hungarocamion privatizációja-----	123
3.4.3. A társaság működése a befektetés után -----	124
3.4.4. Exit-----	126
3.4.5. Hozzáadott érték – a kockázati tőke-befektetők szerepe a vállalat eredményeiben -	129
3.4.6. A társaság sorsa a kilépés után – a Hungarocamion-Volán Tefu terjeszkedése-----	130
3.4.7. Új kockázati tőke-befektető – az AIG New Europe Fund -----	130
3.4.8. Az új kockázati tőke-befektetés jellemzői, okai és kilátásai - tőkeemelés intézményi befektető segítségével -----	131
3.4.9. A társaság működése a befektetés után – A Waberer's Cégcsoport -----	133
3.4.10. Hozzáadott érték – a kockázati tőke-befektetők szerepe a vállalat eredményeiben --	
134	
3.5. Esettanulmányok összehasonlítható szerkezetben -----	135
3.5.1. Solvo-----	135
3.5.2. Ikarus USA, NABI -----	136
3.5.3. EXBUS -----	137
3.5.4. Hungarocamion -----	138
3.5.5. Waberer's -----	139
3.5.6. Hajdú-Bét -----	140
3.5.7. BorsodChem-----	142
3.5.8. Biorex-----	144
3.5.9. Sense/Net -----	147
3.5.10. SkyEurope-----	149
3.6. Az esettanulmányok kiértékelése – primer kutatás eredménye -----	152
3.6.1. A minta sokszínűsége -----	152
3.6.2. A tőke értékteremtése -----	153
3.6.3. A tudás értékteremtése-----	155
3.6.4. A kooperáció értékteremtése -----	156
3.6.5. Értékteremtés folyamata a kiválasztás során-----	157
3.6.6. Értékteremtés folyamata a befektetés idején -----	158
3.6.7. Értékteremtés folyamata a kiszállás során-----	160
3.6.8. A magyarországi esettanulmányok tanulságai -----	162

4.	A MAGYARORSZÁGI KOCKÁZATITŐKE-ÁGAZAT FEJLŐDÉSE A GLOBÁLIS, EURÓPAI ÉS REGIONÁLIS TRENDEK TÜKRÉBEN----	163
4.1.	A kockázatitőke-finanszírozás kialakulása és elterjedése-----	163
4.2.	A magyar kockázatitőke-ipar kialakulása és fejlődése -----	166
4.3.	A kockázati tőke kínálata -----	167
4.3.1.	Az intézményes kockázatitőke-allokálás tendenciái-----	167
4.3.2.	A kockázatitőke-alapok méretének és számának alakulása -----	175
4.4.	A kockázatitőke-befektetések trendjei az ezredforduló után -----	178
4.4.1.	A kockázatitőke-iparág jelentőségét mérő mutatók alakulása -----	178
4.4.2.	A befektetések számának és értékének alakulása -----	181
4.4.3.	A befektetők és az alapok globalizálódásából fakadó új kihívások -----	195
4.5.	A kockázatitőke-alapok kockázat-hozam kombinációi -----	196
4.6.	A befektetésekből történő kiszállások alakulása-----	204
5.	ÖSSZEFOGLALÁS, KÖVETKEZTETÉSEK -----	211
6.	HIVATKOZÁSJEGYZÉK-----	228
6.1.	Irodalomjegyzék -----	228
6.2.	Esettanulmányok forrásjegyzéke -----	246
6.3.	Publikációk és előadások jegyzéke -----	254
6.3.1.	Publikációk -----	254
6.3.2.	Konferenciák -----	255

Diagramjegyzék

1. diagram A Solvo fontosabb mérlegadatainak alakulása, 2000-2006 (millió forint).....	105
2. diagram A NABI konszolidált árbevétele és adózás előtti eredménye, 1994-2005*	112
3. diagram Az Első Magyar Alap pénzáramlásai, 1992-1997	116
4. diagram A Hungarocamion, a Volán Tefu és a Waberer's Csoport konszolidált mutatói, 1996-2006 (milliárd Ft)	126
5. diagram A Waberer's Holding tulajdonosi összetétele, 2006.....	132
6. diagram Kockázatitőke-befektetések az Egyesült Államokban a befektetések értéke és száma szerint, 1997-2006	165
7. diagram Az európai székhellyel rendelkező kockázatitőke-társaságok általallokált kockázati- és magántőke forrás szerinti megoszlása, 2006 (%)	170
8. diagram Az európai székhellyel rendelkező kockázatitőke-társaságok általallokált kockázati tőke értéke, 1996-2006 (milliárd euró).....	171
9. diagram Kockázati- és magántőke-befektetési céllal gyűjtött tőke értékének évenkénti alakulása a magyarországi befektetésekből érdekelte alapoknál, 2002-2007*.....	173
10. diagram A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetésekre allokált tőke értékének forrás szerinti megoszlása, 1989-2004 (%)	174
11. diagram A kockázati- és magántőke-alapok által magyarországi befektetésekre gyűjtött tőke megoszlása az alapok regionális fókuszusa szerint, 1989-2004 (millió euró).....	175
12. diagram Az aktív* kockázatitőke-társaságok számának alakulása Európában, 2000-2006 (db).....	176
13. diagram Az európai székhellyel rendelkező kockázatitőke-társaságok által végzett kockázati- és magántőke-befektetések értékének GDP-hez viszonyított aránya, 2001-2006 (GDP%-a)	178
14. diagram A kockázati- és magántőke-befektetések értéke a GDP százalékában Európa országaiban a befektetések célországai szerint, 2006	179
15. diagram A kockázati- és magántőke-befektetések (PE) értéke a GDP és az adott évi FDI százalékában Magyarországon, 1990-2004.....	180
16. diagram Az európai kockázati- és magántőke befektetések értékének és számának alakulása és megoszlásuk a klasszikus kockázati tőke és a kivásárlás útján megvalósuló befektetések között, 1995- 2006*	185
17. diagram A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetések számának évenkénti alakulása az ügyletek nagyságkategóriái szerint 2000-2007* (db)	188
18. diagram A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetések értékének évenkénti alakulása az ügyletek nagyságkategóriái szerint 2000-2007* (millió euró)	189
19. diagram A kockázati- és magántőke-befektetések átlagos értéke Magyarországon, 1989-2007	190
20. diagram A kockázati- és magántőke-befektetések számának megoszlása a finanszírozott vállalkozások életciklusa szerint Magyarországon, 1998-2007.....	191
21. diagram A kivásárlások méretkategóriáinak* alakulása Európában a befektetések értéke szerint, 2003-2006 (millió euró).....	192
22. diagram A kockázati tőke által finanszírozott vállalkozások számának iparág szerinti megoszlása Magyarországon, 2002-2007	193

23. diagram A kockázati- és magántőke-alapok befektetői által elért ötéves gördülő horizontális belső megtérülési ráták* Európában és az Egyesült Államokban, 1991-2007 (%).....	199
24. diagram Az európai kockázati- és magántőke-alapok befektetői által 1991-2007 között elért három-, öt- és tízéves gördülő horizontális belső megtérülési ráták,* (%)	201
25. diagram A kockázati- és magántőke-befektetésekből történő tőke kivonások összesített értékének megoszlása Európában a kilépések módja szerint, *2000-2006 (milliárd euró, db)	207
26. diagram A kilépések értékének országonkénti megoszlása Európában, 2006 (%)	208

Táblázatjegyzék

1. Táblázat Tulajdonosi szerkezet és a befektetések alakulása	128
2. Táblázat A kelet-közép-európai befektetésekre allokalált kockázati tőke, 2002-2004 (millió euró).....	172
3. Táblázat A kelet-közép-európai kockázati-tőke-befektetések* értéke, 2002-2004 (ezer euró).....	186
4. Táblázat	189
5. Táblázat A kockázati- és magántőke-befektetések értékének megoszlása a finanszírozott cégek életciklusa szerint Magyarországon és az Európai Unióban, 2002-2006 (százalék).....	191
6. Táblázat Az 1980-2007 között létrejött európai kockázati- és magántőke-alapok befektetői által 2007. december 31-ig tartó periódusok alatt elért horizontális belső megtérülési ráták (horizontális IRR), (%)	196
7. Táblázat Az 1980-2007 között alapított európai kockázati- és magántőke-alapok összevont belső megtérülési rátái, azok felső kvartilisei és a felső negyed átlagos hozamai	197
8. Táblázat Az 1980-2007 között alapított kockázati- és magántőke-alapok befektetői által 2007. december 31-ig* öt éves periódusonként realizált hozamok (IRR: %, DPI: szorzó).....	198
9. Táblázat Az európai kockázati- és magántőke-alapok befektetői által 1991-2007 között elért hároméves, ötéves és tízéves gördülő, horizontális belső megtérülési ráták szórása, átlaga és relatív szórása, (%)	200
10. Táblázat Az 1980-2007 között alapított kockázati- és magántőke-alapok befektetői által 2007. december 31-ig realizált horizontális nettó belső megtérülési rátái az alapok mérete szerint (%)	202
11. Táblázat A kockázati- és magántőke-befektetők magyarországi cégekből történt kilépéseinek megoszlása a kilépés módja szerint, 2002-2007* (darab)	210

Ábrajegyzék

1. ábra A vállalkozás tipikus növekedési szakaszai és az ehhez kapcsolódó tipikus részesedés-finanszírozási módok.....	28
2. ábra Többváltozós modell a vállalat teljesítményét meghatározó tevékenységekről	78
3. ábra Az értékteremtés forrásainak háromtényezős dinamikus modellje	84
4. ábra Az Európában allokalált kockázati- és magántőke forrása a befektetők (LP) származása szerint, 2007	168

Köszönetnyilvánítás

A doktori disszertációm megírása meglehetősen hosszadalmas folyamat volt, melynek során sokak támogatását élveztem, ezért sokáig sorolhatnám mindazoknak a nevét, akik egy-egy szakaszban valamilyen módon a segítségemre voltak. Mindenek előtt szeretném megköszönni Karsai Juditnak az éveken át tartó lelkiismeretes, precíz témavezetői munkáját, iránymutatását. Köszönettel tartozom a munkahelyi vita bizottság tagjainak, hogy jóindulatú, építő kritikájukkal hozzájárultak a disszertáció végső formájának kialakításához. A diplomám megszerzése óta, doktori tanulmányaim során nagy segítségemre voltak a Közgazdaságtudományi Kar és a Doktori Iskola vezető oktatói, akik az útkeresésem ösvényein segítettek megtalálni a helyes irányt, amelyet ezúttal szeretnék nekik is megköszönni. Köszönöm továbbá kollégáimnak és barátaimnak, hogy segítségemre voltak az elmúlt időszakban.

Külön köszönettel tartozom a disszertációban szereplő esettanulmányok alanyául szolgáló vállalatok szereplőinek, Zoltán Csabának, Horváth Péternek, Duda Ernőnek és Czakó Gézának, hogy időt szántak arra, hogy válaszoljanak kérdéseimre, és rendelkezésemre bocsátottak olyan bennfentes információkat, amelyekhez a kockázatitőke-iparágban köztudottan nagyon nehéz hozzájutni.

Azt hiszem, hogy ez a disszertáció nem születhetett volna meg a családom kitartó támogatása nélkül, amit ezúton is hálásan köszönök.

1. Bevezetés

1.1. A disszertáció témaválasztásának motivációja, indoka, a kutatási kérdés

2001-ben, amikor megkezdtem tanulmányaimat a Doktori Iskolában, sok tanulmányt és cikket olvastam az „új gazdaság” kialakulásáról, a tudásalapú, technológia-orientált kisvállalkozások elszaporodásáról, ami az egész világon jellemző volt, de a legintenzívebben az Egyesült Államokban jelentkezett. Akkoriban a csúcstechnológiát alkalmazó cégek finanszírozásában nagy szerepet játszott a számomra érdekes témát megcsillantó - kockázati tőke. Kíváncsiságomat tovább fokozta, hogy az információs technológiát alkalmazó cégek értéke hirtelen zuhanni kezdett, és a nagy reményekkel kecsegtető iparág elveszítette a világgazdaság motorjának titulált pozícióját. Érdeklődésem középpontjába került, hogy hogyan működik a kockázati tőke-ágazat, hogy fejt ki gazdaságélénkítő hatását, milyen iparágak irányába fordították a figyelmüket a kockázati tőkések a válság után, illetve mitől válnak sikeressé és sikertelenné a befektetők és befektetéseik, milyen tudást, mekkora tőkét és milyen kockázatcsökkentő technikákat alkalmaznak a sikeres, a technológiai boom után is életben maradt szereplők, és milyen viszonyt alakítanak ki a befektetők a portfólióvállalattal.

Annak ellenére, hogy az USA-ban, Európában, Kelet-Közép-Európában és Magyarországon hasonló fő csapásirányt lehetett megfigyelni az ágazat fejlődése során, mégis eltéréseket lehetett tapasztalni az iparági trendek hangsúlyossága tekintetében. Emiatt érdekesnek találtam a négy földrajzi területhez kapcsolódó statisztikai adatok és az egyes területeken létrejött befektetések eseteinek összehasonlítását. Témaválasztásom aktualitását igazolja, hogy 2004 óta növekvő intenzitású fellendülést lehetett tapasztalni a kockázati tőke-ágazatban az egész világon, ami a globalizálódási folyamatok felgyorsulásával járt együtt. Tudomásom szerint eddig még nem készült hasonló, a nemzetközi és magyar trendeket ilyen részletesen összehasonlító tanulmány, és idáig kevés konkrét magyarországi befektetést feltáró esettanulmány látott napvilágot, elsősorban az ügyletekkel kapcsolatos információk bizalmas kezelése miatt.

Kutatási kérdés:

A kockázati tőke milyen módon (hogyan?) és a gazdaság milyen szektoraiban (hol?) fejti ki értékteremtő hatását a nemzetközi és magyar tapasztalatok alapján?

1. hipotézis: A kockázatitőke-befektetések hosszú távú, fenntartható értékteremtésének forrásai a tudás (competence), a tőke (capital) és az együttműködés (cooperation), amelyek áthatják a befektetés egész folyamatát, és katalizáló hatást gyakorolnak a kockázatitőke-iparág fejlődésére.

2. hipotézis: A kockázati tőke elsősorban az érett vállalkozások támogatása és nagy értékű kivásárlások révén fejti ki értékteremtő mechanizmusait, de a kockázati tőke klasszikus, innovációt finanszírozó funkciója továbbra is érvényesül.

1.2. A disszertáció felépítése

Az első fejezetben a kutatás során alkalmazott módszerek és a kockázati tőkéhez kapcsolódó fogalmak tisztázása után bemutatom a kockázati- és magántőke-finanszírozás szereplőit, típusait, szerepét a speciális finanszírozási igényekkel rendelkező portfólióvállalatok különböző életszakaszaiban, és az általa áthidalható finanszírozási rés problémáját. A fejezetben kitérek az informális kockázatitőke-finanszírozásra is, összehasonlítva az intézményes kockázati tőkével, de a disszertáció többi részében nem célozom az informális kockázati tőke mechanizmusainak feltárását. Az első fejezet végül a befektetésekből történő kilépési módokat részletes leírásával zárul, hangsúlyozva, hogy a befektetésekből történő kilépések a hozam realizálásának egyik legmeghatározóbb mozzanatai. A kilépésekkel foglalkozó szakirodalom részletes kidolgozásakor az vezérelt, hogy teljes körű képet nyújtsak az egyes kilépési útvonalak mechanizmusairól, előnyeiről és hátrányairól.

A dolgozatban nem esik szó sem az állam iparágon belüli szerepvállalásáról, sem a vállalkozási kockázati tőkééről, csak a magánforrások befektetésével foglalkozó professzionális kockázati tőkések befektetéseiről. Ennek oka, hogy az állam aktív és passzív részvételének, illetve a vállalkozási kockázatitőke-finanszírozásnak a teljes körű bemutatása túlmutat a disszertáció keretein.

A témakör elméleti megalapozásához csokorba gyűjtöm a kapcsolódó általános elméleteket, kiegészítve a kockázati tőke aspektusából vizsgáló kutatási eredményekkel, modellekkel. A kockázati tőke-finanszírozás témaköre több tudományterülethez kapcsolódik, azok határmezsgyéjén található. Közgazdasági szempontból a vállalati pénzügyek, a vállalatgazdaságtan és az innováció gazdaságtana kapcsolódik hozzá. Az iparág törvényszerűségeinek, jellegzetességeinek, tendenciáinak és működési mechanizmusainak vizsgálatához alapot szolgáltatnak az imént felsorolt tudományterületekhez kapcsolódó, a témakör szempontjából releváns elméletek, és azok kockázati tőkét érintő speciális vonatkozásai. A kockázati tőke által finanszírozott vállalatok vizsgálatához elengedhetetlen a modern vállalatelméletek fő irányainak ismerete, hiszen megállapításaik hatással voltak a vállalat értékének meghatározási módjára és a tőkeszerkezet-elméletek fejlődésére is. A témához legszorosabban kapcsolódó vállalatelméleti irányokon és a szakirodalomban fellelhető, vállalkozások tőkefinanszírozásával kapcsolatos elméleteken túl az elméleti háttér felvázolásakor bemutatásra kerül az is, hogy a kockázati tőke, a kockázati tőkés és az általa finanszírozott vállalat hogyan és mennyire illeszkedik az általános érvényű modellek sorába, illetve mennyiben tér el azoktól.

A modern vállalatelméletek közül a szerződéses vállalatelméletek, a neoklasszikus közgazdaságtan hatékonyságon és racionalitáson alapuló elméleti keretét megőrizve, de az irracionális feltételeket – mint az információk tökéletessége – feloldva vizsgálták a vállalatokat. Az evolúciós-kompetencia alapú vállalatelméletek dinamikus, bizonytalan környezetbe helyezték a vállalatot, az innovációra, a tanulásra és a tartós versenyelőny megszerzésére helyezve a hangsúlyt, ahol a döntések nem racionalitáson, hanem szabályoknak – egy evolúciós folyamat eredményeként kialakult – követésén alapulnak.

A vállalkozások pénzügyi folyamatainak elemzésén belül a közgazdászok kiemelt szerepet tulajdonítanak a finanszírozás problémájának. A hagyományos tőkeszerkezet-elméletek, ugyan nem tesznek említést a kockázati tőkéről, de kiindulási alapot jelentenek a kockázati tőke tőkeszerkezeten belüli speciális szerepének, a tőkeszerkezet hierarchiájában elfoglalt helyének meghatározásához. Mivel a kockázati tőke-befektetés elsődleges szempontja a vállalatok értékének növelése, ezért lényeges kérdés, hogy a tőkeszerkezeti döntések milyen hatást gyakorolnak a vállalat értékére.

A vállalkozó és a tulajdonos funkcióinak és a vállalatelmélet legfontosabb irányainak felvázolása után bemutatásra kerülnek az új intézményi közgazdaságtan paradigmáin alapuló tőkeszerkezet-elméletek. Előzményként a Modigliani-Miller-elmélet szerepel, amely még kvantitatív módszert javasolt a vállalat értékének meghatározására. A későbbiekben az elmélet szigorú, irracionális feltételrendszerét feloldva a kutatók kvalitatív módszereket javasoltak a tőkeszerkezet vizsgálatához. A legfontosabb tőkeszerkezet-elméleteknek és a megalapozásukat szolgáló közgazdasági elméleteknek a bemutatása a kockázati tőke speciális finanszírozási formáját általános elméleti keretbe ágyazza.

Az információs aszimmetriát feltételező, vezetői döntéseken alapuló tőkeszerkezeti-modellek szerint az információs aszimmetria esetén felmerül a morális kockázat és a kontraszelekció problémája, ami a piacon hatékonyságvesztéshez, a piaci egyensúlytól eltérő állapothoz és a piacok megszűnéséhez is vezethet. Mivel a kockázattőke-finanszírozást, különösen a vállalatok korai életciklusában fokozott információs aszimmetria övezi, ezért kiemelt fontosságú a témakörhöz kapcsolódó elméleti háttér megértése.

Szintén az információs aszimmetria feltételezésén alapszik a megbízó-ügynök viszonyt elemző ügynökelmélet, és a hozzá kapcsolódó tőkeszerkezet-elmélet. A megbízó-ügynök viszony a kockázattőke-finanszírozás szempontjából központi problémakört jelent, mivel a kockázattőke-befektetéseket kétszintű megbízó-ügynök viszony jellemzi. A kockázattőke-befektető az alap befektetőivel szemben ügynök, míg a vállalkozással szemben a megbízó szerepét tölti be. Bemutatásra kerülnek a kockázattőke-iparág gyakorlatában alkalmazott speciális technikák, amelyek a megbízó-ügynök viszonyból fakadó kockázat kiszűrésére és az ügynöki költségek csökkentésére alkalmasak.

A kockázattőke-finanszírozás szempontjából szintén lényeges témakör a szerződéselmélet által megfogalmazott reziduális irányítási jogok és reziduális hozamok elosztásának problémája, illetve annak a megválaszolása, hogy léteznek-e a reziduális irányítási jogok elosztását szolgáló tökéletes szerződések.

A kockázati tőkés értékteremtő tevékenységével foglalkozó többváltozós modell bemutatása arra világít rá, hogy a kockázati tőkés milyen módon fejti ki értékteremtő tevékenységét.

A harmadik fejezetben a nemzetközi és magyar empirikus kutatási eredményeken alapuló tanulmányok megállapításait összegezve, vagyis szekunder kutatás eredményeként, bemutatok egy általam készített háromtényezős dinamikus modellt a kockázati tőke-befektetések értékteremtésének forrásairól és azok érvényesüléséről a befektetés folyamatában, amelyet a feldolgozott tanulmányokból kiemelt esettanulmányok összefoglalásával szemléltetek, rövid keretes példaként szerepeltetve a szövegben.

A modell ismertetése után saját primer kutatásom eredményeit mutatom be, hogy fényt derítsek arra, hogy a Magyarországon megvalósult kockázati tőke-befektetések során **hogyan valósulnak meg az** elméletből és a nemzetközi gyakorlatból ismert **értékteremtő mechanizmusok**, és a konkrét esetekben mik okozták a befektetések, illetve a portfólióvállalatok sikerét vagy sikertelenségét. Először három vállalkozás esetében megvalósult öt befektetés folyamatát mutatom be, törekedve arra, hogy a kockázati tőke-finanszírozás korábbi fejezetekben bemutatott jellegzetességeinek gyakorlati megjelenésére felhívjam a figyelmet.

Ezt követően egy újabb alfejezetben rövid összefoglaló táblázat segítségével összehasonlító formában is bemutatom a korábban részletesen tárgyalt esettanulmányokat, kiegészítve öt másik magyarországi példával. Ezzel az a célom, hogy a nemzetközi kutatási eredmények összegzésén alapuló általam készített modell érvényesülését konkrét magyarországi eseteken keresztül vizsgáljam. Az esetek kiválasztása során az vezérelt, hogy különböző méretű, típusú, a portfólióvállalatok eltérő életszakaszát finanszírozó befektetéseket mutassak be, ahol a kockázati tőkések különféle módon vállaltak aktív szerepet az értékteremtés folyamatában, és eltérő módon, különböző eredményességgel léptek ki a befektetésekből. Megvizsgálom, hogy milyen értékteremtő mechanizmusok érvényesülnek a tőke és a tudás rendelkezésre bocsátása folytán, mennyiben segítette vagy akadályozta a befektetés és a vállalat sikerét a felek közötti együttműködés, és mindezek hogy szövik át a befektetés folyamatát.

A statisztikai adatok összehasonlító elemzésével foglalkozó fejezetben megvizsgálom, hogy milyen jellegzetességekkel rendelkezik a magyarországi kockázati tőke-iparág összehasonlítva a régióbeli és európai országokkal, illetve az Egyesült Államokkal. Az Egyesült Államok iparága a világon a leghosszabb múltra tekinthet vissza, mind a mai napig az egyik legfejlettebb kockázati tőke-ágazattal rendelkezik. Arra törekszem, hogy az összehasonlító elemzés során rávilágítsak, mely

pontokban vonható *párhuzam* az amerikai, illetve európai, kelet-közép-európai és köztük a magyar iparági trendek között. Mivel a magyarországi iparág tendenciái hasonlítanak más európai országok tendenciáihoz, ezért összehasonlításuk során a fellelhető *eltérések* felderítése vezérel, külön figyelmet szentelve a kelet-közép-európai országokra. Az iparág jellegzetességeiről, működési módjáról, fejlettségi szintjéről, fejlődési irányairól és a piac hatékonyságát befolyásoló tényezőkről elvégzett kutatások eredményeinek feldolgozásával összehasonlító elemzést végzek a kockázatitőke-allokálás és a befektetések alakulásáról. Kitérek arra is, hogy az egyes földrajzi területeken milyen típusú kockázatitőke-befektetők, milyen forrásból származó tőke segítségével, milyen iparágakban, milyen méretű és fázisú vállalkozások támogatása folytán, vagyis **hol, milyen területeken fejtik ki értékteremtő hatásukat**. A kockázatitőke-befektetések eredményeként végső soron az alapok tulajdonosai által realizált hozamok alakulásának összehasonlító elemzése arra világít rá, hogy a különböző típusú befektetések az egyes területeken milyen hozamokat eredményeztek az alapok befektetői számára, és ez hogyan hatott vissza az iparág fejlődési irányaira. A kilépések elemzésével arra derül fény, hogy a befektetőknek milyen kilépési módszerek segítségével sikerült a befektetésekből árfolyamnyereségre szert tenniük. Mindezek segítségével sikerült feltárnom, hogy a fejlett és kevésbé fejlett, de már érett kockázatitőke-iparral rendelkező országok milyen iparági sajátosságokkal rendelkeznek, és mik lehetnek a fejlődés vagy a lemaradás okai. Az összehasonlítás eredményeként megállapítom, hogy Magyarország kockázatitőke-ipara milyen fejlettségi szinten áll európai és globális viszonylatban, milyen jellegzetességekkel, sajátosságokkal rendelkezik, fejlődése mennyiben függ a globális és európai trendektől, illetve a jövőben milyen irányú fejlődésre lehet számítani.

1.3. Módszertan

1.3.1. Esettanulmányoknál alkalmazott kvalitatív módszerek

A kockázatitőke-iparág kifinomult értékteremtő mechanizmusainak feltárása elsősorban kvalitatív módszerrel lehetséges, ezért annak érdekében, hogy átfogó képet biztosítsak a kockázatitőke-befektetés portfólióvállalatra gyakorolt hatásairól, ezért a nemzetközi felmérések eredményeinek összegzésén túl konkrét magyarországi eseteket hasonlítok össze.

A nemzetközi szakirodalomban fellelhető, esettanulmányokon alapuló felmérések és tanulmányok eredményeinek összevetésével, szintetizálásával felépítettem egy háromtényezős dinamikus modellt az értékteremtés forrásairól a finanszírozás folyamatában, ami a 3. fejezetben kerül bemutatásra.

Az esettanulmányok korlátozott mértékben szolgálják általános érvényű megállapítások alapját, mivel nem képeznek reprezentatív mintát, de mindenképpen alkalmasak arra, hogy szemléltessék a szakirodalomból ismert értékteremtő mechanizmusok és kockázatcsökkentő technikák gyakorlati megvalósulását.

A modell bemutatását követően három vállalkozásban megvalósult öt befektetést vizsgállok részletesen, hogy a kockázatitőke-befektetés elméletben bemutatott mozzanataira fel tudjam hívni a figyelmet. Ezt követően további öt vállalkozás esetét már rövidebb, összehasonlítható formában szerepeltetem, hogy szemléltetni tudjam, az általam felépített modell érvényesülését magyarországi befektetéseken keresztül.

Az esettanulmányok alapjául szolgáló vállalkozások kiválasztásakor az vezérelt, hogy különböző méretű, típusú, tőkeszükségletű, eltérő életciklushoz és iparághoz tartozó vállalkozásokban, eltérő futamidővel megvalósult befektetések kerüljenek bemutatásra. A kiválasztásnál fontos szempont volt, hogy a mintában szerepeljenek lezárult befektetésen már túlesett vállalkozások is, hogy a kilépés módja, sikeressége, eredménye és a kockázati tőkések hozzáadott értéke is értékelhető legyen. Két esetben sikerült olyan vállalkozást bemutatni, amely második alkalommal is részesült kockázatitőke-befektetésben, de ezek a projektek még jelenleg is folyó befektetésekhez kapcsolódnak.

Az esettanulmányok alanyául nyolc vállalkozást (és utódvállalataikat) választottam, amelyekben tíz kockázatitőke-befektetés valósult meg. A Solvo nevű biotechnológiai, innovatív, induló vállalkozásban, egy intézményi befektető és több informális kockázatitőke-befektető által megvalósított befektetés kerül bemutatásra, amelyből sikeres vezetői kivásárlás útján szálltak ki az intézményes kockázati tőke képviselői. Az Észak-Amerikai Járműipari Kft.-ben (NABI) 14 éves futamidejű befektetés valósult meg, amelyből a befektetők sikeres részleges kiszállást hajtottak végre első tőzsdei bevezetés útján, de a visszatartott tőkét jóval később már csak veszteséggel tudták kivonni a vállalkozásból. A 2006-ra nehéz pénzügyi helyzetbe került vállalkozáson egy újabb kockázatitőke-befektetés segített, amely a nyilvános céget kiürítette, átkeresztelte EXBUS-ra, és helyette két új zártkörű társaságot alapított a NABI tevékenységének folytatása céljából. A Hungarocamion, a korábban

monopolhelyzetű állami vállalat, példája kockázati tőkések vezetői bevásárlását ismerteti, amelyből a befektetők hat éves futamidejű befektetés után sikeres szakmai értékesítés útján szálltak ki. A tranzakció után a cégcsoportban egy újabb kockázati tőke-alap fejlesztőtőke típusú befektetést valósított meg a cég nemzetközi terjeszkedésének támogatása céljából. A Hajdú-Bét baromfifeldolgozással foglalkozó vállalat nemzetközi piaci terjeszkedése és hatékonyságának növelése érdekében vont be kockázati tőkét. A kizárólagos tulajdonossá váló Wallis 10 milliárd forint értékű fejlesztő beruházást hajtott végre, de a nemzetközi baromfipi válság következtében nem tudta megőrizni piaci pozícióját, és fizetéseképtelenné vált. A BorsodChem nyilvános vegyipari vállalatot a Permira vezette ki a tőzsdéről, miután 500 millió euró értékű beruházási tervet mutatott be. A Permira a vezetéssel együttműködésben új üzleti modellt épített ki, és növekedési pályára állította a vállalkozást. A Biorex gyógyszeripari kutatás-fejlesztő cég részvényeinek legnagyobb arányát az Első Magyar Alap szindikált befektetés útján szerezte meg, majd két sikeres év elteltével, sikertelen tőzsdei bevezetés után leírással végződött a befektetés. A Sense/Net portálfejlesztő cégben kisebbségi tulajdont szerzett a Primus, majd néhány éven belül a vállalat kiugró növekedést ért el. A SkyEurope légitársaság indulása után négy évvel került a tőzsdére kockázati tőke többszöri tőkeinjekciói után, de a megalapozatlan, túl gyors növekedés hanyatlásnak indította az addig szárnyaló vállalkozást.

1.3.2. A statisztikai adatbázis és adatgyűjtési módszerek a kvantitatív elemzéshez

A kockázati- és magántőke-ipar tevékenységéről az egyes országokra vonatkozó statisztikai adatokat a kontinensek szereplőit tömörítő **egyesületek**¹ megbízásából **nemzetközi tanácsadó cégek** (ThomsonFinancial, PriceWaterhouseCoopers) végzik. Az adatgyűjtés az alapkezelők által kitöltött kérdőívek alapján történik, így a statisztikák pontossága azon múlik, hogy a megkérdezettek mekkora hányada hajlandó a válaszadásra és milyen pontossággal töltik ki a kérdőíveket. A korábbi statisztikákat oly módon gyűjtötték, hogy csak az adott országban székhellyel rendelkező alapkezelők tevékenységét vizsgálták. A tőke származási országa és célországa viszont nem

¹ Pl. az EVCA: European Private Equity and Venture Capital Association: 1983 óta folytat adatgyűjtést az ágazat fejlődéséről, tendenciáiról, jelenleg 1200 tagja van.

feltétlenül esik egybe, így nem volt nyomon követhető a tőke nemzetközi áramlása. A legújabb adatgyűjtési módszerek szerint már nem csak az alapkezelők székhelye szerint kerülnek kiszámításra a mutatók, hanem az allokált tőke esetében a tőke származási országa, a befektetések esetén pedig a célországa szerint is, annak érdekében, hogy árnyaltabb képet lehessen kapni az adott országokra jellemző tendenciákról.

Azokban az országokban, ahol még rövid múltra tekint vissza a kockázati-tőke-iparág, az adott ország egyesülete is végez adatgyűjtést a nemzetközi adatgyűjtés korrigálása céljából. A magyar kockázati- és magántőke-ipar fejlődésének vizsgálatához segítséget nyújtanak a **Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (MKME)** Statisztikai Bizottsága által készített tanulmányok és éves felmérések. Az MKME felmérései elsősorban a befektetők által kitöltött kérdőíveken és sajtóhíreken alapulnak, és – a kiszállásokra vonatkozó információk kivételével – reprezentálják a magyar piac jellemzőit. Meg kell azonban jegyezni, hogy az adatszolgáltatás sokszor akadályokba ütközik, mivel a szereplők a befektetések körülményeit rendszerint bizalmas információként kezelik.

A kockázati- és magántőke-ipar fejlődésének kimutatásához többféle **mutatót** alkalmaznak a statisztikai adatgyűjtést végző és kimutatásokat készítő szervezetek. A kockázati tőke kínálatát a tőkealapok kezelői által **összegegyűjtött tőke volumenével** lehet mérni. Ez azt mutatja meg, hogy a megtakarítók más alternatív módokat is figyelembe véve milyen hajlandóságot mutatnak arra, hogy a megtakarításaikat kockázati-tőke-befektetésekre szánják, figyelembe véve azt, hogy ez a befektetési forma rendszerint magasabb kockázatokkal, de ígéretesebb hozamokkal jár együtt. Az adott évben felhalmozott tőke néhány éves késéssel kerül befektetésre a portfólióvállalatok hosszadalmas kiválasztási procedúrája miatt, ezért az adott években allokált és a ténylegesen befektetésre kerülő tőke tendenciái között időbeli eltolódás tapasztalható. A befektetett tőke aggregált nagyságát az adott ország GDP-jéhez viszonyító mutató alkalmas a kockázati tőkének az adott ország gazdaságában betöltött súlyának le mérésére. Azokban az országokban, ahol a kockázati tőke túlnyomórészt külföldi forrásból származik, a kockázati tőke jelentőségét a befektetési volumen külföldi működő-tőkéhez viszonyított aránya is jól mutatja.

A **befektetésre került tőke** különféle kategorizálásai léteznek, amelyek rávilágítanak arra, hogy a tőke – volumen és ügyletszám alapján – milyen funkciót tölt be a vállalkozások finanszírozásában. A befektetések **életszakaszok** szerinti megoszlása alapján általában a magvető, induló, korai, expanzív, kivásárlási és helyettesítő tőke

kategóriákat alkalmazzák a statisztikák készítői. A magvető, induló és korai szakaszokat esetenként összevonják, és együttesen korai finanszírozásnak tekintik. A klasszikus értelemben vett kockázati tőke a korai és az expanzív szakasz finanszírozását érinti, amit egyes kimutatásokban kockázati tőkének neveznek. Ilyenkor a kivásárlásokat és a helyettesítő tőkét a magántőke kategóriájába sorolják. Egyes kimutatások a **kockázati tőke** és a **kivásárlás** két fő kategóriáját használják.

Az **ügyletek mérete** alapján történő besorolásból kiderül, hogy az adott kategóriákon belül hány ügylet valósult meg, mekkora együttes értékben és az összes tőkéhez képest ezek az adatok mekkora arányt képviseltek. A portfólióvállalatok **szakágazatok** szerinti megoszlása arra világít rá, hogy melyek voltak az iparág húzóágazatai és melyekre fordított kevesebb figyelmet a kockázati tőke. A kockázati-tőke-iparág működési hatékonyságának fontos jelzőszámai a **kilépésekkel** kapcsolatos mutatók, hiszen ezekből derül ki, hogy milyen kilépési útvonalon és a befektetési korábbi könyvszerinti értéken számolva mekkora összegért sikerült a befektetőknek megválni a részesedéseiktől. A kilépési módok között az első tőzsdei bevezetés, a szakmai befektetőknek történő értékesítés, a leírás, a kockázati-tőke-befektetőknek történő értékesítés, stb. szerepelnek (Karsai 2006a).

1.3.3. Hozammutatók kiszámítási módszere

Az európai kockázati- és magántőke-alapok hozamainak alakulásáról a ThomsonFinancial tanácsadó cég és az EVCA² európai szakmai szervezet együttműködésében rendszeresen nyilvánosságra hozott kimutatások részletes statisztikákat tartalmaznak a kockázati- és magántőke-alapok hozamairól, a klasszikus kockázati-tőke-befektetéseket kockázati tőke néven elkülönítve a kivásárlási ügyletektől. A kimutatások az európai alapok összesített hozamait mutatják, de nem hozzák nyilvánosságra elkülönítve a kelet-közép-európai és az egyes országokra vonatkozó adatokat.

A magyarországi hozammutatókról az MKME felmérése alkalmával nem sikerült a befektetőktől információkat szerezni, úgyhogy a kelet-közép-európai és magyarországi hozamok becsléséhez az egyetlen kiindulópontot az EBRD kelet-közép-

² EVCA: European Private Equity and Venture Capital Association

európai alapokban lévő befektetéseiről publikált adatok jelentik. (Az EBRD adataiban oroszországi és FÁK-országokban működő alapok teljesítményei is szerepelnek.)

A kockázati- és magántőke-alapok hozamainak számszerűsítéséhez a *belső megtérülés rátát (internal rate of return)* szokták alkalmazni, amely annak az éves hozamrátának felel meg, amellyel az alap pénzáramlásait diszkontálva a projekt nettó jelenértéke nulla. Az IRR azt az éves hozamot jelenti, amelyet a befektető a kiszállás után realizál a befektetésén. Az IRR magába foglalja az összes pénzáramlásból származó hozamot, tehát például az évek során kifizetett osztalékokat és a kiszálláskor realizált árfolyamnyereséget egyaránt, levonva a befektetés érdekében az évek során kifizetett összegeket is, például az alapkezelőknek kifizetett díjakat és a nyereségrészesedést. A *horizontális IRR* (horizon IRR) az iparági trendek kimutatására alkalmas mutatószám, amely egy periódus kezdeti időpontjában induló negatív pénzáramlásnak tekinti a nettó eszközértékeket, pozitív pénzáramlásnak tekinti a periódus végső időpontjában az akkor aktuális nettó eszközértékeket, és ezekhez még hozzáveszi a periódus alatt történő pénzáramlásokat. Az így kapott pénzáramlások sorozatának nettó jelenértéke abban az esetben lesz nulla, ha azokat a horizontális IRR-rel, diszkontáljuk. Az iparág rövid-, közép- és hosszú távú teljesítményének mérése érdekében *egyéves, hároméves, ötéves, tízéves és húszéves horizontális IRR-t* szoktak számítani.

A gördülő IRR (*rolling IRR*) a horizontális IRR változását mutatja, oly módon, hogy minden év végén kiszámításra kerül az aktuális, pl. öt évre visszatekintő horizontális IRR.

Az összevont IRR (*pooled IRR*) az iparági hozamok kalkulálására szolgáló mutató, amelyet az egyes alapok az időszak kezdete óta keletkezett pénzáramlásai és az időszak végén aktuális maradványértékei (*residual value*) összeadásával keletkezett aggregált pénzáramlásokból számítanak ki. A maradványérték az alap eszközeinek becsült értéke, az alapkezelőknek járó díjak és nyereségrészesedés levonása után.

A D/PI vagy DPI mutató (*distribution to paid-in capital*) az alap befektetői által befizetett tőkére (tőkerészesedésre) jutó összes kifizetett jövedelmet mutatja, az alapkezelőknek járó díjak és nyereségrészesedés levonása után, amit gyakran „cash-on-cash” mutatónak is szoktak nevezni. Ez a mutató tehát azt mutatja meg, hogy a befektető az általa befizetett kumulált összeg hányszorosát kapta vissza. Ezt a mutatót az alapok befektetéseinek relatív mérőszámaként szokták alkalmazni.

1.4. A kockázatitőke-befektetések formái

1.4.1. Az intézményes kockázatitőke-finanszírozás fogalma

A kockázatitőke-finanszírozás két szegmense az intézményes és az informális kockázati tőke. Az **intézményes kockázati- és magántőke-befektetések** professzionálisan menedzselt tőkebefektetések nyilvánosan nem jegyzett értékpapírokba, ahol a professzionális menedzsmentet a kifejezetten erre specializálódott közvetítők biztosítják. A kockázati tőkések, vagyis a **kockázati- és magántőke-alapok kezelői** (*general partners*) összegyűjtik a **magánszemélyek és intézményi befektetők** (*limited partners*³) által befektetni kívánt tőkét (*fund raised*) egy **kockázatitőke-alapba**. A felhalmozott tőkét – vagyonfedezet kikötése nélkül – befektetik tőzsdén nem jegyzett **portfolióvállalatokba** (*portfolio company*), ahol úgynevezett „**hands on**” befektetést folytatnak, ami azt jelenti, hogy a befektetés során aktív közreműködőként értékes szaktudásukat is a portfoliócég rendelkezésére bocsátják, ezáltal stratégiai tanácsadói, kapcsolatépítő és ellenőrző szerepet is betöltenek. A kockázatitőke-befektetők befektetésük fejében tulajdonosi részesedéshez jutnak, vagy opciós jogot szereznek arra, hogy érdekeltségüket tőkerészesedéssé konvertálhassák. A kockázatitőke-befektetések **hosszú távú** finanszírozási forrást biztosítanak a portfolióvállalat számára jelentős kockázat mellett, melynek elsődleges célja a **kilépéskori tőkejövedelem** megszerzése (*Prowse 1998, 22. old., EVCA 1990, HVCA 2008, Karsai 1997a, 168. old.*).

A kockázati- és magántőke-finanszírozás definíciója az iparág fejlődése során változásokon ment keresztül. Az iparág fejlődésével egyes befektetők kockázatuk diverzifikálása céljából kiterjesztették tevékenységüket a portfolióvállalatok minden fázisának finanszírozására, miközben mások csak az érettebb cégeket támogatták. A nagyobb ügyletek irányába történő elmozdulással a kockázati tőke kettészakadt a **klasszikus kockázati tőke** és **kivásárlási funkciókra**. A klasszikus értelemben vett kockázati tőke közel áll az eredeti definícióhoz, hiszen továbbra is a technológia-intenzív, nagy növekedési potenciállal rendelkező, induló és expanzív vállalkozásokat finanszírozza. A kivásárlások már az érettség szakaszába ért vállalkozások, nagyobb

³ Limited partner: fordítása: korlátozott felelősségű partner

tőkeerőt igénylő finanszírozását végzik. A kivásárlásokkal járó ügyletek mérsékeltebb kockázatot rónak a befektetőkre, mint egy induló, a piacon még esetleg ki sem próbált, újonnan kifejlesztett termékportfólióval rendelkező vállalkozás támogatása (Karsai 1997a). Az induló és expanzív finanszírozást végző klasszikus kockázati tőkét, és az érett szakaszt finanszírozó kivásárlásokat együtt kockázati- és/vagy magántőke-finanszírozásnak nevezzük⁴. A kockázati tőke és a magántőke tehát a továbbiakban szinonim fogalmakként szerepelnek.

A kockázati tőke és a magántőke kifejezések a befektetésre szánt **tőkét** is és magát az **iparágot** is jelölik, vagyis azoknak a piaci szereplőknek az összességét, akik iparszerűen foglalkoznak az ilyen típusú befektetésekkal.

Osman (2006) értelmezésében nem tartozik a kockázati- és magántőke-befektetések kategóriájába a portfólióvállalat jegyzett tőkéjéhez képest csekély részesedés megvásárlása, mivel ebben az esetben a tulajdonosok nem szereznek elegendő részesedést a cég irányításának befolyásolásához. Szintén nem tartozik ide a befektetési alapba történő befektetés sem.

Az intézményes kockázati- és magántőke-finanszírozás legfőbb szereplői az alapok tulajdonosai, az alapkezelők és a portfólióvállalatok speciális viszonyban állnak egymással. Az alapok tulajdonosai (*limited partners*), akik a megtakarításaikat a kockázati-tőke-alap (*venture capital fund*) rendelkezésére bocsátják, **korlátozott felelősséggel és jogokkal** rendelkeznek, nem szólhatnak bele az alap befektetési tevékenységébe, tőkéjüket a kockázati-tőke-alap kezelőre (*general partner*) bízzák. Az alapok tulajdonosainak hozama az árfolyamnyereségből és a befektetéseik után járó esetleges adókedvezményekből fakad.

Az **alapok tulajdonosai** az alapján, hogy saját megtakarításaikat fektetik-e be a vállalkozásba vagy mások megtakarításait összegyűjtve együttesen helyezik ki kockázati-tőke-alapokba, lehetnek **magánszemélyek vagy intézményi befektetők** – pl. bankok, nyugdíjalapok –, egyetemek, alapítványok, tőkealapok, állami szervezetek és multinacionális cégek. A kockázati-tőke-alapok által felhalmozott tőke nagysága függ a

⁴ Az amerikai felfogásban a kockázati tőke és a magántőke befektetések nem teljesen szinonim fogalmak, mert bizonyos értelmezések szerint a kockázati tőke a magántőke részhalmozat képezi, és kizárólag a korai és expanzív szakaszban járó, új, nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások finanszírozását takarja (Karsai 1997a).

lakosság megtakarítási hajlandóságától⁵, emiatt a kockázati célú befektetések elsősorban azokból az országokból származnak, ahol stabil a gazdaság és magas az egy főre eső GDP. A befektetési hajlandóságra szintén hatást gyakorolnak a kockázatitőke-alapok által más befektetési alternatívákhoz képest elérhető alternatív hozamok és kockázatok, a befektetésekhez kapcsolódó adókedvezmények és az árfolyamnyereségből származó jövedelmek adóvonzatai. Emiatt kontinensenként és országonként jelentősek az eltérések a tőkefelhalmozás mértékében és a tőke forrásstruktúrájában is (*Karsai 1998*). Az intézményi befektetők által kockázati tőkébe fektethető tőke maximális arányát általában törvény szabályozza, de mivel a fejlett országokban a megtakarítások volumene igen magas, ezért az intézményi befektetők az összegyűjtött tőke alacsony százalékaival is jelentős erőt képviselhetnek a kockázatitőke-iparágban.

⁵ Néhány országban a jogi szabályozás szab gátat a nyugdíjalapok és biztosítótársaságok kockázatitőke-alapokba történő befektetéseinek, például Németországban a biztosítótársaságok eszközeiknek csak egy limitált arányát fektethetik magas-kockázatú tőkebefektetésekbe. A befektetők ilyen típusú korlátozásai és megszorításai csökkentik az alapok kockázatitőke-befektetésekre szánt kínálatát, és valószínűleg aránytalanul nagyobb hatást gyakorolnak az adott ország kockázatitőke-befektetőire, mint a globális vagy európai szintű befektetők (EVCA 2007c).

Magyarországon 2006-ig a tőkepiaci törvény nem tette lehetővé a magyarországi intézményi befektetők számára, hogy tőkéjüknek akár csak egy kis hányadát is kockázatitőke-alapokban helyezték el, emiatt a magyarországi magánforrások nem tudták javítani a magyar piac kockázati tőkével való ellátottságát. A magyarországi befektetésekre allokált tőke túlnyomó része külföldi forrásból, a hazai források pedig részben állami, részben magánszektorbeli befektetőktől származott.

A tőkepiaci törvény 2006-os módosításának célja az volt, hogy az intézményi befektetők számára megnyíljon a lehetőség a tőke kockázati célú befektetésére, de 2006-ban még ennek ellenére sem vettek részt a hazai intézményi befektetők a kockázatitőke-piac forrásellátásában (*Karsai 2007b*). A törvényi változások várhatóan hosszú távon fogják kifejteni hatásukat a piac alakulására.

A kockázatitőke-befektetések jogszabályi hátterét 1998. április 1-étől az 1998. évi XXXIV. törvény (Ktv.) szabályozta, mely meghatározta az állami felügyelet szabályait és 6 évre szóló adómentességet biztosított a törvény alanyinak. A törvény által megkövetelt túl szigorú befektetési és alapítási szabályok miatt 1998 és 2005 között csak kevés kockázatitőke-alap és alap-kezelő jött létre. Ezen az sem változtatott jelentősen, hogy a 2004. júniusától hatályos jogszabályok értelmében a kockázatitőke-alapok mentesültek a társaságiadó-fizetési kötelezettségük alól. 2006. január 1-ével - a kockázatitőke-iparág szakmai érdekképviselőinek szinte minden korábbi javaslatát tartalmazó - új szabályozás lépett hatályba, mely szerint megszűnt a kockázatitőke-társaságra és a nyilvános tőkealapra vonatkozó konstrukció, és jogi lehetőség nyílt a magyarországi intézményi befektetők számára, hogy tőkéjük egy részét kockázatitőke-alapba fektessék. Ezzel megnyílt a lehetősége annak, hogy magyarországi források is hozzájáruljanak a kockázatitőke-kínálathoz. Az új törvény sokkal rugalmasabb feltételeket szabott, a jegyzett tőke minimumát a korábbi 500 millió forintról a felére csökkentették, melyet már nem szükséges teljes egészében befizetni az alapításakor, hanem elegendő csupán a 10%-át az alap rendelkezésére bocsátani. A korábbi szabályoktól eltérően most már lehetőség van eltérő névértékű tőkealap-jegyek forgalomba hozatalára, és a jogszabály megengedi a „draw-down” (lehívás) technika alkalmazását, vagyis nem szükséges a teljes összeg egyidejű befizetése. Az új törvény a korábbihoz képest változásokat tartalmaz a hozamfizetés tekintetében, a tőkealap-jegy átruházására és végelszámolására vonatkozóan. Változtak az alapkezelőt érintő szabályok és a befektetési szabályok is. A változások eredményeként a korábbinál sokkal rugalmasabb, életszerűbb szabályozás lépett életbe, melynek fontos vívmánya, hogy a törvény hatálya alá eső alapok számára eltörölték a befektetési kényszerelőírásokat. Ugyanakkor még mindig maradtak olyan területek, ahol az új jogszabály versenyképessége és a hatálya alá eső intézmények rugalmassága elmarad a külföldi befektetőkre vonatkozó szabályozástól (*Bányár-Csáki 2006*).

Az **alapkezelők** a kockázatitőke-alap olyan partnerei, akiknek a korlátozott felelősségű társulás tartozásaiért és kötelezettségeiért korlátlan a felelőssége. Az alapkezelőknek jogukban áll részt venni az alap vezetésében és alapkezelői tevékenységükért díjazásban részesülnek (Barry 1994, Karsai 1998, Szlovák 2006).

A kockázatitőke-befektetők **jogi formájukat** tekintve működhetnek alapként vagy gazdasági társaságként, a tőke kezelését pedig végezhetik saját maguk, vagy megbízhatnak vele vagyongazdálkodó cégeket. A két jogi forma között az alapvető különbség, hogy az alap egy befektetésre váró vagyontömeg, melynek kezelését professzionális alapkezelő végzi, így az alap nem rendelkezik döntéshozó és végrehajtó szervvel. Ezzel szemben a gazdasági társaság jogi formája lehetőséget ad arra, hogy a társaság a saját alaptőkéjét fektesse be, amihez saját döntéshozó és végrehajtó szervvel rendelkezik.

1.4.2. Az informális kockázatitőke-finanszírozás fogalma

A kockázati tőke egy speciális formája az **angyaltőke** (*angel capital*). Az **üzleti angyalok** jelentős anyagi háttérrel és magas fokú szakképzettséggel rendelkező magánszemélyek, akik **saját vagyonukat** fektetik be általuk ígéretesnek ítélt kisvállalkozásokba (Coveney-Moor 1998).

Elnevezésük az angolszász országokból származik, szinonimaként szokták használni az angyal befektető (*angel investor*), informális befektető (*informal investor*), magán kockázati tőkés (*private venture capitalist*) és az informális kockázati tőkés (*informal venture capitalist*) kifejezéseket (Makra-Kosztópulosz 2004a).

Az üzleti angyalok befektetései elsősorban abban térnek el a kockázatitőke-iparág többi formájától, hogy a finanszírozási folyamatban nem vesznek részt pénzügyi közvetítők, hanem az üzleti angyalok **közvetlenül** fektetnek be az általuk kiválasztott vállalatba. A finanszírozás nem formális keretek között folyik, innen származik az **informális kockázati tőke** elnevezés (Coveney-Moor 1998, Osman 2000). Ebben a megkülönböztetésben a kockázatitőke-társaságok által végzett befektetéseket intézményes kockázatitőke-befektetésnek tekintik.

A Global Entrepreneurship Monitor elnevezésű nemzetközi felmérés kutatói az informális befektetések egy egészen **tág értelmezését** használják (Szerb 2005), mely szerint minden személyesen nyújtott pénzügyi forrás ide sorolható, a személyesen nyújtott kölcsönök, a részesedések átengedése és a tőkejuttatás is.

Az **informális befektetők** és az üzleti angyalok közötti különbség, hogy míg az informális befektetők közé sorolhatjuk az alapító-vállalkozó barátait, családtagjait, üzleti partnereit, addig az üzleti angyalok ennél valamivel szűkebb kategóriát jelentenek, olyan magánszemélyeket, akik korábban nem álltak családi vagy tulajdonosi kapcsolatban (*Kosztópulosz-Makra 2004*). Az informális befektetők egyes csoportjaival szemben (pl. családi források, szponzorok) az üzleti angyalok üzleti megfontolásból fektetik be tőkéjüket, és befektetéseikhez magas hozamelvárások kapcsolódnak.

Az üzleti angyalok, hasonlóan a kockázatitőke-alapkezelőkhöz, rendszerint **szellemi tőkéjüket**, saját tudásukat, üzleti tapasztalataikat és **kapcsolatrendszerüket** is a vállalkozás rendelkezésére bocsátják (*Osman 2000*).

1.4.3. Intézményes versus informális kockázati tőke

A kockázati tőke – akár intézményes, akár informális forrásból származik – a vállalat **saját tőkéjeként** jelentkezik, nem idegen tőkeként, így nem növeli a vállalat finanszírozási tőkeáttételét. Ebből következik, hogy a forrásbevonás hatására nem nő a finanszírozási kockázat, hiszen a tőkét nem kell visszatörleszteni, és kamatot sem kell utána fizetni (*Brealey-Myers 2005*). Ebből fakad viszont a kockázatitőke-befektetők **speciális kockázata** és **magas elvárt hozamrátája**, hiszen nincs garancia arra, hogy a befektetett pénzüket visszakapják, ráadásul a portfólióvállalat végelszámolása esetén a likvidációs sorrend végén szerepelnek. Emiatt a befektetők elsősorban a vállalat sikerét és a tőke felértékelődését várják, és céljuk az **árfolyamnyereség** maximalizálása, amelyet a kiszálláskor (*exit*), vagyis részesedésük értékesítésekor realizálhatnak. Rendszeres jövedelemre kevéssé számítanak, hiszen a vállalat növekedése érdekében érdemes a tevékenységből származó megtérüléseket – belső forrásokat – visszaforgatni a vállalkozásba, vagyis hozam rendszerint csak **hosszú távon** realizálható. A befektetések időhorizontja általában 3-7 év, de ez sok tényezőtől függ, például attól, hogy az életciklus melyik szakaszában lép be a befektető a vállalkozásba.

Az informális befektetések – hasonlóan az intézményes kockázati tőkéhez – tőzsdén nem jegyzett társaságokba⁶ történnek, és rendszerint az **életpályájuk** korai szakaszában lévő vállalkozásokat támogatnak, tehát befektetéseikkel szűkebb

⁶ A kockázatitőke-finanszírozás egy speciális esete, amikor a befektető nyilvános céget vezet ki a tőzsdéről befektetése révén.

szegmenset céloznak meg, mint az intézményes kockázati tőke, amely korai, expanzív és kivásárlási funkciót is betölthet. Az üzleti angyalok befektetései rendszerint **kisebb összegűek**, mint az intézményes kockázati tőke által preferált mérettartomány, ami abból következik, hogy az üzleti angyalok befektetéseinek felső korlátja saját vagyonuk (szindikált befektetések esetén a befektetők együttes vagyonának) mértéke. Ezzel szemben az alap mérete a tulajdonosok által rendelkezésre bocsátott tőke nagyságától függ. Az üzleti angyalok az alapokhoz hasonlóan befektetési portfólióval rendelkeznek, de portfóliójuk kevesebb, kisebb értékű üzletrészből áll. Az alapok portfóliója diverzifikáltabb és magasabb értékű üzletrészekből tevődik össze.

Az üzleti angyalok **befektetéseinek célpontjai** azok az ígéretes, nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások, amelyek még túlságosan fiatalok, emiatt kockázatosak és nem rendelkeznek biztosítékokkal, ráadásul a tőkeigényük nem éri el az intézményes kockázati tőke-befektetők befektetéseinek alsó határát. Az intézményes kockázati tőke-befektetők célpontjai a nagyobb tőkeigényű vállalkozások, amelyekből magas megtérülés mellett lehet kiszállni.

Az üzleti angyalokra jellemző, hogy tevékenységük kevésbé nyomon követhető, sokszor „**láthatatlanok**”, és emiatt megtalálásuk nehézségekbe ütközik, szemben a kockázati tőke-alapokkal, amelyek létezése publikus, igaz a befektetéseikről csak ritkán hoznak nyilvánosságra információkat. Általában a kiszállásig terjedő **időhorizont az üzleti angyalok esetében hosszabb**, mint az intézményes kockázati tőke-befektetőkénél, hiszen az üzleti angyalok saját forrásait fektetik be, így saját maguk rendelkezhetnek befektetéseik időtartamáról, szemben az intézményes befektetőkkel, akik közvetítő szerepet töltenek be. Hasonlóan lényeges a befektetésekhez **hozzáadott érték**, ami abból adódik, hogy részt vesznek az irányításban, és ezúton saját tapasztalataikat és kapcsolataikat is a cég rendelkezésére bocsátják. Éppen emiatt a vállalkozók nagy része legalább olyan fontosnak tartja a kockázati tőkések tapasztalatát, mint az általuk biztosított tőkét (*Preston 2002*). Az üzleti angyalok regionális alapon választják ki a finanszírozandó cégeket, a személyes kapcsolat és a kommunikáció erősítése érdekében. Az intézményes kockázati tőke-alapok között ezzel szemben léteznek globális, regionális és országos fókuszúak is, és abban az esetben, ha nem nyílik lehetőségük személyes kapcsolattartásra, akkor társfinanszírozási konstrukciót alakítanak ki helyi ismeretekkel rendelkező befektetőkkel. Az üzleti angyalok esetében is jellemző a társfinanszírozás, melynek célja elsősorban a kockázat mérséklése. Ugyanakkor azok az üzleti angyalok, akik egy adott iparágban szereztek tapasztalatokat, befektetési

döntéseiket **iparági alapon** hozzák meg, és a regionális alapon, szindikátusban befektető angyaloknál nagyobb mértékben támaszkodnak személyes megérzéseikre, tapasztalataikra (*Sorheim 2003, Homolay 2007*).

A kockázatitőke-befektetés speciális jellemzője, hogy a kockázati tőkések személyesen is közreműködik a vállalat **értékteremtő** mechanizmusában annak érdekében, hogy a vállalat értékének növekedését követően jelentős hozamot realizálhasson részesedésének értékesítése során.

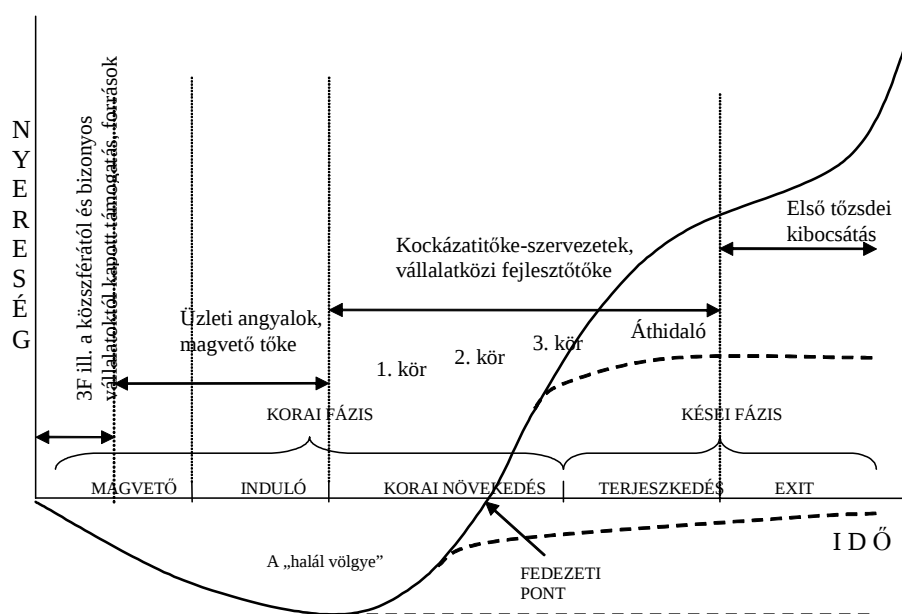
Annak ellenére, hogy az üzleti angyalok befektetései **kisebb összegűek**, összességében mégis sokkal **nagyobb a finanszírozási hatásuk**, mint az intézményes kockázatitőke-befektetőknek (*Freear et al. 2002*). Az informális befektetők által biztosított szellemi- és pénztőke átsegítheti a vállalkozásokat az életciklus talán legkockázatosabb korai szakaszán a **finanszírozási és tudásszakadék áthidalásával**. Emiatt rendszerint olyan iparágban tevékenykedő cégeket támogatnak, amely iparágban saját szakértelmüket szerezték (*Freear-Sohl-Wetzel 2002, Wiltbank 2005*).

1.5. A kockázati tőkét igénylő vállalatok finanszírozási forrásai az életciklus egyes szakaszaiban

Annak érdekében, hogy kialakuljon egy jól működő rendszer a vállalkozások, és különösen a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások finanszírozásához, lényeges, hogy egyre több finanszírozási forma álljon a vállalkozások rendelkezésére, ahogy haladnak előre az életgörbe egyes szakaszain. A különböző finanszírozási források iránti igény függ a vállalat típusától, fejlettségi szintjétől, és attól, hogy milyen problémák adódnak, amikor a vállalat új szakaszokhoz érkezik. Az életciklus bármely szakaszában keletkező *finanszírozási rés miatt egy teljes szektor fejlődése megtorpanhat*. A cégek az életgörbe különböző szakaszaiban nem csak eltérő tőkeigénnyel rendelkeznek, hanem a menedzselésükhöz szükséges tudás is jelentősen különbözik, emiatt a kockázatitőke-befektetők más és más módon fejthetik ki értékteremtő hatásukat.

1. ábra

A vállalkozás tipikus növekedési szakaszai és az ehhez kapcsolódó tipikus részesedés-finanszírozási módok



Forrás: Kosztópulosz-Makra 2005, Szerb 2006

A korai fázis tovább bontható a cég beindítását megelőző szakaszban magvető előtti és magvető (*pre-seed, seed-capital*), a tevékenység megkezdésétől pedig induló (*start-up capital*) és korai növekedés fázisokra. A **magvető előtti** szakaszban még csupán egy előrehaladott alkalmazott kutatásból vagy más forrásból származó ötlet létezik, amelyről ebben a szakaszban készítenek megvalósíthatósági tanulmányt, és folyamatban van a szabadalmaztatás. Egy vállalkozás fejlődésének kezdeti, magvető előtti szakaszában még nem rendelkezik pénzügyi jelentésekkel, korábbi tapasztalatokkal, és ebből kifolyólag nincs lehetősége hozzáférni a hagyományos finanszírozási forrásokhoz. Emiatt a finanszírozási forrásait többnyire az ötletgazdák saját forrásaikból és informális forrásokból, családtagjaiktól, barátaitól, kollégáiktól, üzlettársaiktól (*3F: friends, family, fools, vagyis család, barátok, bolondok*) származó összegekből (*love money*), esetleg vissza nem térítendő kormányzati vagy egyetemi támogatásokból, vagy helyi szervezetektől, alapítványoktól származó forrásokból, illetve az általuk alapított magvető alapok társfinanszírozókkal együtt biztosított tőkeforrásaiból fedezik. A finanszírozási forrásokat általában termékfejlesztésre és megvalósíthatósági tanulmány készítésére szokták felhasználni. Az informális forrásokból származó tőke jórészt véglegesen átadott pénzeszközökből áll, ami nem minősül befektetésnek.

A **magvető** szakaszban történik a cégalapítás, az üzleti terv elkészítése, a prototípus kifejlesztése, a piac felmérése és a toborzás. Ennek a szakasznak a finanszírozása a korábban említett forrásokon túl esetleg már üzleti angyalok által biztosított tőkéből is származhat, akik informális kockázatitőke-befektetést hajtanak végre a vállalkozásban. Ritkán az is előfordul, hogy az intézményes kockázati tőke is részt vesz a vállalkozás magvető szakaszának finanszírozásában, de a magvető ügylettípusok fajlagos tőkeszükséglete még viszonylag kicsi, és nem éri el az intézményes kockázatitőke-befektetések alsó határát. Amennyiben a vállalkozás még nem létezik, a kockázati tőkések opciós jogot szereznek arra, hogy később tulajdoni részt szerezhessenek (*Osman 2005, Kosztopulosz-Makra 2005, OECD 2006*).

Az **induló** szakaszban folytatódik a termékfejlesztés és elindul a marketing-tevékenység, de a termelés és az értékesítés ebben a szakaszban még nem kezdődik meg. A saját belső forrásokon és a támogatásokon túl ebben a szakaszban már megnő az üzleti angyalok szerepe, akik sokszor kulcsszerepet játszanak a korai finanszírozásban. Elméletileg ebben a szakaszban már az intézményes kockázati tőke is szerepelhet a tőkeszerkezetben, hiszen az innovatív, nagy növekedési potenciállal rendelkező fiatal vállalkozások tulajdonosi tőkével való ellátása a kockázati tőke klasszikus funkciója, de az utóbbi időben a kockázati tőke figyelme elfordult ettől a funkciójától. Ebben a szakaszban a vállalkozásnak viszont nagy szüksége van az üzleti angyalok és a kockázatitőke-alapok által nyújtott a tőkeinjekción túl *szellemi hozzájárulásukra* is a vállalkozás fejlődéséhez kapcsolódó tudásszakadék áthidalása érdekében (*Harrison-Mason 1999, Makra 2007b, Bajmóczi et al. 2006*).

A **korai növekedés** szakaszában már elindul a termék termelése és piaci bevezetése, melynek következtében már a vállalkozás saját bevételei is hozzájárulnak a tevékenység finanszírozásához. Amennyiben a piaci bevezetés sikeresnek bizonyul, nagy eséllyel következhet a második, majd a harmadik körös finanszírozás, vagyis a korábban külső tőkeforrásokhoz jutott vállalkozások további növekedését biztosító újabb tőkeinjekció.

Amint a vállalkozás helyzete stabilizálódik, felgyorsul az **expanziója**, ami újabb tőkeinjekciókat tesz szükségessé. A vállalkozás a terjeszkedés fázisában gyors növekedésre tehet szert, és mivel ekkorra a fejlődési irányok jobban előre jelezhetővé válnak, csökken a vállalatspecifikus kockázat. Ebben a szakaszban a terjeszkedésekhez szükséges tőke nagysága már egyre inkább közelít a kockázati- és magántőke-alapok által preferált befektetésméretekhez, így ha még további növekedési lehetőségek is

rejenek a vállalkozás jövőjében, akkor a cég nagy eséllyel igényelhet kockázatitőke-forrásokat piaci pozíciójának javítására.

A vállalatok finanszírozási igénye és a kockázatitőke-finanszírozás funkciója, jellemzői, működési módja, értékteremtése és megszűnése eltér, attól függően, hogy a finanszírozott portfólióvállalat fejlődésének melyik szakaszában tart.

A már **érett** vállalkozások finanszírozását szolgálják a kockázati- és magántőke-alapok által támogatott **kivásárlások**, amelyek családi vállalkozások, cégek stratégiai üzletágai, illetve tőzsdéről kivont vállalatok tőkével való ellátottságát célozzák. A kivásárlásokra – hasonlóan a kockázati tőke által finanszírozott korábbi szakaszokhoz – csak abban az esetben kerülhet sor, ha a kockázatitőke-befektetőknek jó esélye van arra, hogy néhány év elteltével magas hozamok realizálása mellett szállhassanak ki a vállalkozásból, elsősorban első tőzsdéi bevezetés vagy szakmai értékesítés útján. A kivásárlások rendszerint hitel igénybevételével történnek, annak érdekében, hogy a professzionális befektetők elegendő forrással rendelkezzenek ahhoz, hogy az ellenőrzési jogot megszerezzék. A kivásárlások során teljes vállalatok, leányvállalatok és vállalatrészek megvásárlására is sor kerülhet. A kivásárlások legelterjedtebb módja a vezetői kivásárlás, amikor a professzionális befektetők mellett a korábbi cégvezetők is tulajdonosokká válnak. További konstrukciót jelent a vezetői bevásárlás, amikor kívülről érkeznek a tulajdonosokká vált vezetők, vagy amikor a munkavállalókat is bevonják a kivásárlásba, illetve, amikor a kivásárlást maguk a befektetők kezdeményezik (Wright-Robbie 1998, Karsai 2002b).

A **kivásárlások** útján megvalósított **érett szakaszok** finanszírozására a nagy összegű tőkeszükséglet miatt csak az intézményes kockázati tőke alkalmas. Az érettebb vállalkozások támogatása esetén a **kockázat mérsékeltebb**, hiszen már *kipróbált technológiával és termékkel/termékportfólióval* rendelkező cégekről van szó, amelyek már vevőkörrel is rendelkeznek. A kivásárlások **funkciója** eltérő lehet, attól függően, hogy *önálló cégek* vagy *leányvállalatok* részesedését szerzik meg, vagy esetleg a kivásárlás útján a *cég tőzsdéről történő kivezetése* valósul meg, vagy egy *családi vállalkozás* cégtulajdonosának utódlását oldja meg, illetve korábban állami tulajdonban lévő vállalkozás *magánosítását* segíti elő. A befektetők a kivásárlások alkalmával nem csak anyagi forrásaikkal, hanem szakértelmükkel, kapcsolataikkal és információikkal is javítják a vállalkozás tevékenységét, vagyis hozzájárulnak a **vállalat értékének növeléséhez** (*value added*), miközben közreműködésükkel csökkentik saját befektetéseik kockázatát (Prowse 1998, Fenn-Liang-Prowse 1995, Karsai 1997a,

Ludányi 2002). A kivásárlások útján megvalósult befektetések növekedési potenciálja elsősorban a hatékonyságjavító intézkedésekben rejlik, amelyek a professzionális befektetők személyes közreműködése útján jönnek létre. A befektetést megelőző szórt tulajdonosi struktúra, a munkavállalók ösztönzésének hiánya, a cégen belüli alacsony színvonalú információáramlás, a stratégiai szemlélet hiánya mind a kockázati tőkések által megoldásra váró probléma, amelyek áthidalásával hozzáadott értéket teremthetnek. A befektetők nem csak pénzügyi tanácsadással, hanem a vezetés és a munkavállalók ösztönzésével, az ellenőrzési funkció megerősítésével, a kivásárlásokhoz igénybe vett hitelforrások miatt megnőtt lehetőségek kihasználásával, kutatás-fejlesztési beruházások végrehajtásával, a marketingtevékenység élénkítésével, kulcsfontosságú stratégiai akciók megvalósításával járulhatnak hozzá a vállalat teljesítményének és ezzel együtt értékének növeléséhez (Wright et al. 2001, Karsai 2002b).

Amennyiben a vállalkozás kockázati-tőke-finanszírozásban részesül, a magasabb saját tőke arány miatt megnyílik előtte a lehetőség arra, hogy a tőkeáttétel mérsékeltebb szintje mellett jusson idegentőke-forrásokhoz.

1. Táblázat

Az innovatív kis- és középvállalkozások életciklusának koncepciója

Fázis	Tőke forrásai	Előfeltételek
Magvető	Személyes források Család, barátok Egyéni befektetők Kollégák Kormányzati és egyetemi támogatások Alapítványok és alapok Magvető alapok	Vállalkozói környezet Üzleti világ/kormányzat/kutatás kapcsolatai Alkalmazott kutatás kormányzati és egyetemi támogatása
Induló	Család, barátok Egyéni befektetők Kollégák Kormányzati és egyetemi támogatások Üzleti angyalok Kockázati tőke Alapítványok és alapok	Erős jogrendszer <i>Szerződések kikényszeríthetősége</i> <i>Hatékony csődeljárási rendszer</i> Létesítmények támogatása <i>Tudományos parkok</i> <i>Inkubátorok</i> Kedvező adózási környezet Üzleti angyal hálózatok
Expanzív	Üzleti angyalok Kockázati tőke, magántőke, mezzanine finanszírozás <i>Nyugdíjalapok</i> <i>Alapítványok és alapok</i> <i>Vállalati fejlesztőtőke</i> <i>Kormányzat</i> <i>Külföldi kockázati tőke</i>	Intézményi megtakarítások <i>Hatékony volumen</i> <i>Rugalmas szabályozás</i> Jogi környezet <i>Adók átláthatósága</i>
Kiszállás	Első tőzsdei bevezetés (IPO) <i>Intézményi befektetők</i> <i>Magánszemélyek</i> Szakmai értékesítés <i>Stratégiai befektetők (M&A)</i> <i>Magántőke</i>	Nagy növekedési potenciállal rendelkező kisvállalatokra specializálódott tőzsdék Fúziók és felvásárlások környezeti feltételei
Tőzsdei jegyzés	Intézményi befektetők Magánszemély befektetők	Befektetés jogi és szabályozási keretrendszere

Forrás: OECD (2006)

1.6. A finanszírozási rés problémája

A **finanszírozási rés** a pénzügyi források kereslete és kínálata közötti különbséget jelenti (Szerb 2006), amely a cégek egy-egy adott csoportját érinti a szükséges beruházás mérete, az életgörbe szakasza, az alkalmazott technológia és a földrajzi elhelyezkedés alapján. Külső forrás keresésekor nehézségekbe ütköznek a kisebb beruházást igénylő, az életgörbe korai szakaszaiban járó, a modern technológiát alkalmazó és a periférikus földrajzi területeken elhelyezkedő cégek (Mason-Harrison 2000).

Az *OECD 2006-ban (OECD 2006)* kiadott felmérése alapján az OECD-országokban a kis- és középvállalkozások körében nincs általános finanszírozási rés, viszont az innovatív kisvállalkozások sok országban szembesülnek a finanszírozási rés problémájával, különösen a tőkeforrások szektorában.

Az innovatív, technológia-orientált vállalkozásokat érintő finanszírozási rés problémája az elmúlt években a kutatók érdeklődésének középpontjába került, mivel a világ kockázatitőke-piacain egy újabb finanszírozási rés keletkezett, melynek kialakulását új jelenségek okozták.

A technológia-orientált kisvállalkozások finanszírozási forrásokhoz való hozzáférését korlátozza az induló és korai szakaszban, hogy a vállalkozásoknak ekkor még nincs elegendő fedezetük ahhoz, hogy idegentőke-forrásokhoz jussanak, ráadásul túlságosan nagy vállalat-specifikus kockázattal rendelkeznek, nincs elegendő előéletük és nehezen becsülhető jövőbeli piaci teljesítményük, modern technológiai környezetben és fejlődő piacon vannak jelen. Mindemellett sok technológiai vállalkozás egyetemről indult útjára (*Lindström-Oloffson 2001*). Az **idegentőke-finanszírozás** egyébként **sem** lenne **megfelelő** számukra, mert a törlesztő részletek korlátoznák a pénzáramlások rugalmasságát, ami válságos időkben komoly problémákat okozhat. Sőt a magvető szakaszban a vállalkozásnak egyáltalán nincs pénzügyi bevétele, miközben jelentős pénzügyi igényrel rendelkezik. A bank és a vállalkozás kapcsolatát ráadásul magasabb információs aszimmetria⁷ jellemzi, mivel hiányzik a technológiai háttér felméréséhez szükséges szakértői háttér.

A vállalkozások a korai szakaszban egyfajta tudásrész⁸ is rendelkeznek, ami azt jelenti, hogy nincsenek annak a tudásnak a birtokában, ami szükséges a vállalat sikerre viteléhez (*Rasila et al. 2002*). Ez a tény szintén a kockázatitőke-finanszírozás alternatívája mellett szóló érv, hiszen a kockázati tőkések szakmai tudásukat is a vállalat rendelkezésére bocsátják., hozzáadott értéket teremtvé a vállalatban.

A Szerb (2006) által kidolgozott **hullámmodell** bemutatja, hogy a külső finanszírozások kereslete és kínálata hogyan változik az életciklus függvényében, ami lehetőséget ad az egyensúlytalanságok kimutatására. A modell szerint a kereslet az

⁷ Információs aszimmetriáról (information gap: információs rés) akkor beszélhetünk, amikor egy tranzakció egyik szereplője rendelkezik teljes körű információkkal, a másik fél számára viszont az információkhoz való hozzáférés korlátozott, nagyon költséges vagy lehetetlen.

⁸ A tudásrész nem egyezik meg az információs résszel, ami a finanszírozási rés kapcsán kerül bemutatásra.

induló és a korai növekedés fázisaiban haladja meg a kínálatot, az informális befektetők kínálatának felső határa és az intézményes kockázatitőke-befektetők investícióinak alsó határa között.

A finanszírozási rés kialakulását keresleti és kínálati tényezők együttesen befolyásolják, amelyek a vállalkozások eltérő életciklusaiban különbözőek, emiatt csak a kereslet és a kínálat relatív egyensúlytalansága értelmezhető. Ez azt jelenti, hogy a kockázati tőke kínálatában bekövetkező emelkedés mellett, egyes fázisokban relatív túlkínálat alakulhat ki, míg máshol túlkereslet maradhat fenn.

1.6.1. A finanszírozási rések kialakulása

Az Egyesült Államokban a nagy növekedési potenciállal rendelkező technológia-orientált vállalkozások számára finanszírozási rés alakult ki a kilencvenes években a **korai fázis** finanszírozása területén (*Freear et al. 2002, Freear et al. 1994, Freear-Sohl 2001*), a belső források felső határa és a kockázatitőke-források alsó határa között, ami az ügyletek értéke alapján *100.000 dollár és 2 millió dollár közé tehető*.

A finanszírozási rést a megfelelő tőkekínálat hiányából fakadó tőkerés és az információs aszimmetriából fakadó információs rés együttesen eredményezték. A **tőkerés** a tőke keresletének és kínálatának egyensúlytalanságából fakad. A tőkekínálat hiányának legfőbb oka, hogy az ügyletek méretkategóriája nem éri el az intézményes kockázatitőke-befektetők befektetéseinek alsó határát, emiatt itt az **informális kockázati befektetők** tevékenysége segítheti a vállalkozásokat.

Az informális kockázatitőke-befektetések esetében azonban a fokozott információs aszimmetria, vagy más néven **információs rés** (*Harding 2002*), tovább nehezíti a vállalkozások kockázati tőkével való ellátottságát.

Az információs rés kialakulását kínálati és keresleti oldalról fellépő információs aszimmetriák együttesen okozták. Az információs rés a kereslet és a kínálat egymásra találását megnehezítő információs aszimmetriából, a találkozást követően pedig a befektető és a tőkét igénylő vállalkozás befektetéshez kapcsolódó információinak egyensúlytalanságából származik. A kínálati oldal szereplői, az üzleti angyalok törekednek anonimitásuk megőrzésére, hogy elkerüljék az állandó megkereséseket. A keresleti oldalon a céget alapító vállalkozók alacsony hajlandóságot mutatnak arra, hogy a cégükről információt szolgáltatassanak a befektetők számára, de az is gyakori, hogy nem ismerik az informális kockázati tőke finanszírozási alternatíváját. A piac hatékony

működését korlátozza, és tovább növeli a rést a **keresési idő hossza**, mivel átlagosan hat hónap telik el a finanszírozó megtalálásáig attól kezdve, hogy a vezetők meghozták a döntést a külső finanszírozók bevonásáról (Nagy 2004).

A kockázati tőke-alapkezelők tevékenységét nem jellemzi az üzleti angyalokhoz hasonló információs aszimmetria, szervezettebben működnek és összességében több forrással rendelkeznek (Freear et al. 2002), ennek ellenére az intézményes kockázati tőke jelentősége a korai fázis finanszírozásában továbbra is csekély. A piac jóval eltolódott az alsó határától, elsősorban nagy volumenű befektetésekre koncentrál a kivásárlások területén (Freear et al. 2002, Mason-Harrison 2003).

Az USA kockázati tőke piacán először 1998-ban azonosítottak egy új finanszírozási rést (Sohl 1999) a **növekedés korai szakaszában** járó cégek finanszírozásában, az 1-3 millió dollár (Sohl 1999) közötti értéktartományban. Az itt keletkezett **tőkerés**, a finanszírozási rés egy speciális esete, ami azt jelenti, hogy kialakulását nem az információk és a tőke hiányának együttes hatása, hanem elsősorban a tőke kínálatának hiánya okozza. A tőkerést a befektetők más típusú ügyletek által elérhető kedvezőbb lehetőségekre való koncentráció okozta.

A kockázati tőke-befektetéseken eltolódás történt a nagyobb értékű ügyletek és a későbbi szakaszok finanszírozása irányába. A klasszikus kockázati tőke funkciója mellett nagyobb hangsúlyt kaptak a kivásárlások útján megvalósuló befektetések, amelyek az érett vállalkozásokat finanszírozták.

Eközben az **üzleti angyalok** figyelme továbbra is a 2 millió dolláros felső határ alatt maradt, melynek hatására egy második finanszírozási rés keletkezett.

A klasszikus kockázati tőkések korábban a kockázatosabb induló vállalkozásokra koncentráltak, befektetéseik az ezredfordulón érték el csúcspontjukat. A technológiai boom-ot követő visszaesés következtében a kockázati tőke-társaságok körültekintőbb, kiegyensúlyozottabb politikát folytattak, mint a fellendülés idején. Az alapok tartózkodtak a korai finanszírozástól, vagy portfóliójukat megosztották a különböző típusú és eltérő méretű ügyletek között. Ezzel együtt az intézményes kockázati tőke figyelme eltolódott a nagyobb értékű ügyletek és a **kivásárlási szakaszok** finanszírozása irányába.

A technológiai válságot követően az Egyesült Államokban, Európában és a világ más országaiban **növekvő tőkefelhalmozást** lehetett tapasztalni, de a kínálati bőség nem jelentette a finanszírozási rés problémájának megoldását, hanem éppen ellenkező hatást gyakorolt. Ahelyett, hogy a kockázati tőke kereslettel rendelkező vállalkozások

egyőtől egyig hozzájutottak volna a számukra szükséges tőkéhez, a **finanszírozási rés kiszélesedett** és a 2-5 millió dolláros tartományba jutott (Sohl 2003). Ennek legfőbb oka, hogy a kockázati tőke kínálata erősen szegmentálódott, és a kereslet sem egységesen alakult.

A kockázati tőke-piacon a nagyobb méretű ügyletek, a későbbi szakaszok és a már meglévő portfóliók finanszírozása irányába történő elmozdulás hozzájárult a második finanszírozási rés kialakulásához. A **intézményes kockázati tőke** tehát sem a már korábban meglévő finanszírozási rés, sem az újabb rés feloldásában nem játszott jelentős szerepet, éppen ellenkezőleg: a második **rés kialakulását**, majd kiszélesedését okozta (Nagy 2004). Ugyanakkor az informális kockázati tőke felső határa és a hosszú lejáratú hitelek alsó határa között, az expanzív fázis finanszírozásában jelentős szerephez jut a klasszikus kockázati tőke.

Az Egyesült Államokban az **üzleti angyal befektetések** eközben elmozdulást mutattak a kockázati tőke által maga mögött hagyott űr kitöltése irányába, de az angyalbefektetések maximuma és a kockázati tőke-befektetések minimuma között még meglehetősen széles rés található.

Weatherby (2007) szerint a finanszírozási rés valóban létezik, de egyre inkább szűkül, aminek három okát látja. Az utóbbi időben feltűntek a *szuper angyalok* (*főangyalok*) és a *szuper angyal csoportok*, amelyek készen állnak arra, hogy az elvárásaiknak megfelelő vállalkozások számára szakértelmet és készpénzt biztosítsanak, akár 2 millió dollárt meghaladó értékben is. Másrészt sok olyan induló vállalkozás található, különösen az internetes cégek között, amelyeknek alig 500 ezer dollár van szüksége ahhoz, hogy elinduljanak és elnyerjék a vásárlók bizalmát. A piaci rés szűkülésének harmadik tényezője, hogy a kockázati tőkések befektetései lassú elmozdulást mutattak az alacsonyabb értéktartomány irányába. A *kockázati tőkések racionálisak*, számukra is nyilvánvaló a finanszírozási rés jelenléte és közülük egyre többen irányítják a figyelmüket a finanszírozási rés vállalkozásaira. A tőkerés problémája tehát valóban létezik, de többen törekednek arra, hogy ezt megoldják.

A magyarországi kis- és középvállalkozások finanszírozási lehetőségeinek feltárása céljából a GKM által 2006-ban végzett GAP-analízis eredményeként megállapításra került, hogy a magyar vállalkozások mintegy 80%-a banki hitel nélkül dolgozik, ellentétben az Európai Unió fejlettebb tagállamaival, ahol ez az arány 15-20% körül alakul. A nem pénzügyi vállalkozásoknak nyújtott hitel GDP-hez viszonyított aránya Magyarországon 25,7%, míg az EU-15 átlaga közel 45%. Szintén

megállapították, hogy számos mikro- és kisvállalkozás hitelképes lenne, azonban mégsem tudnak bekerülni a banki finanszírozás körébe. Ennek legfőbb okai a hiányzó hitelezési múltból, a megbízhatatlan információkból, az összetettebb kockázatelemzés igényéből fakadó információs aszimmetria, a magas relatív tranzakciós költségek, a nehezen teljesíthető biztosítéki elvárások, és az, hogy a vállalatok jó része az életgörbe sérülékeny oldalán helyezkedik el (Pogácsás 2007).

A Global Entrepreneurship Monitor (GEM) kutatási eredménye alapján, Magyarországon egy átlagos **induló vállalkozásnak** 2004-ben a kezdő finanszírozási igénye 3,32 millió forint volt, amelynek – a világátlaghoz hasonlóan – kétharmadát tudják a tulajdonosok biztosítani. A fennmaradó 1 millió forintot nem tudják, vagy nem akarják az informális befektetők teljes egészében a cég rendelkezésére bocsátani, és így a cégek alapításakor átlagosan 475 ezer forint **nem áll rendelkezésre**. Bygrave és Hunt (2004) által végzett becslés szerint az **informális tőkebefektetők csupán a kezdő Magyarországi vállalkozások 5%-át képesek finanszírozni**. *Ilyen strukturális problémák azonban a környező országokban és általában a világ országaiban sem jellemzőek.*

Magyarországon az **innovatív ötletek** kivitelezéséhez első szakaszban az átlagos vállalkozásokhoz képest jóval magasabb, kb. 10-30 millió forint (50-150 ezer dollár) körüli összegre lenne szükség ügyletenként (Innostart 2004, Karsai 2003b). Ezzel szemben a magyarországi befektetésekben érdekelt, intézményes kockázati tőkét nyújtó szervezetek kevesebb, mint fele vállalkozik 1 millió dollár alatti befektetésekre. Ezek a szervezetek a befektetéseik minimumának a 100-120 millió forintos (500-600 ezer dolláros) sávot tekintik (Karsai 2004a). Ebben a fázisban tehát fontos szerepet tölthetnének be az *üzleti angyalok*, akik általában a 10-100 millió forintos (50-500 ezer dolláros) határok között hajtanak végre befektetéseket Magyarországon (Innostart 2004). Az *informális kockázati tőke-piac nem hatékony működése* miatt azonban itt **finanszírozási réssel** találkozhatunk, mely **információs és tőkerésből** egyaránt adódik. Ez a finanszírozási rés – az Észak-Amerikában és Európában tapasztaltaknak megfelelően – a cégek belső forrásainak felső határa és a kockázati tőke források alsó határa között alakult ki (Nagy 2004).

A GKI (2003) által végzett kutatás eredményei alapján egy vállalkozás **kockázati tőke keresletének** átlagos értéke 110 millió forint (500 ezer dollár), ami a kínálati oldal szempontjából a korai finanszírozás felső határát jelenti, tehát nincs komoly kereslet a közepes értékű fejlesztőtőke-befektetések iránt. Ennek egyik oka az lehet, hogy más alternatív finanszírozási források is elérhetők a vállalatok számára,

például devizahitel formájában. A fejlesztőtőke iránti alacsony kereslet másik okára a magyarországi technológia-orientált vállalkozásokról 2007-ben végzett felmérés világított rá, melynek eredménye szerint a magyar technológiai vállalkozások kétharmada növekedésének korai szakaszában tart. A vállalkozások 9%-a magvető, 32%-a induló, 25%-a pedig a korai növekedés fázisában jár. Mindössze a cégek 19%-a sorolható a terjeszkedő, illetve 13%-a az érett vállalkozás kategóriába (*Makra et al. 2007*).

Magyarországon a közepes értékű ügyletek finanszírozásban kialakult *problémák* további oka, hogy a **kockázati tőke kínálata erősen polarizálódott** a befektetési méret és a finanszírozandó vállalkozások életciklusa alapján, és a magyar piacon is jelentős elmozdulás történt a későbbi szakaszok és a nagyobb értékű ügyletek irányába. Ugyanakkor a 90-es évek óta mindig jóval magasabb volt a befektethető tőke aránya a tényleges befektetéseknél, tehát általában nem a kockázati tőke hiány okozott gondot (*Karsai 2003a, Karsai 2004a*).

1.6.2. A kockázati tőke-befektetők szerepe a finanszírozási rés áthidalásában

Az informális kockázati tőkének fontos szerepe van a **finanszírozási rés**ek áthidalásában. Minden induló kisvállalkozás finanszírozási problémáját persze nem tudja megoldani, vagyis nem tekinthető általános megoldásnak a kisvállalkozás-finanszírozásban. Egyrészt a vállalkozókból is hiányozhat a szándék és képesség új tulajdonos bevonásához, másrészt az üzleti angyalok is szigorú kiválasztási kritériumokkal rendelkeznek, és csak a nagy növekedési képességű cégek iránt érdeklődnek (*Mason-Harrison 1994, Hill-Power 2002*). *Mason-Harrison (2004)* szerint az üzleti angyalok – iparági és vezetői tapasztalataik révén – a kockázati tőke-alapok kezelőinél is jobban tudják kezelni a technológia-alapú befektetésekben rejlő kockázatot és emiatt számukra a technológia-alapú és a hagyományos befektetések kockázata és hozama között nincs jelentős különbség. Az első **finanszírozási rés**, vagyis a magvető és induló finanszírozás problémájának megoldására az üzleti angyalok tevékenysége még csak potenciális lehetőségnek tekinthető, a második rés megoldásában viszont már kifejezetten az üzleti angyalok finanszírozása a legfontosabb megoldási alternatíva, miközben egyik finanszírozási rés megoldásában sem jut jelentős szerephez az intézményes kockázati tőke. A korai növekedés szakaszában jelentkező második rés finanszírozása magasabb tőkeszükséglete miatt nagyobb kihívást jelent, emiatt

megoldásához szindikált befektetési stratégia szükséges (*Harrison-Mason 1999, Preston 2002, Brettel 2003*).

Az üzleti angyalok tehát kiterjedt szerepet játszanak a vállalkozások magvető, induló és korai szakaszában, illetve a második körös finanszírozás területén. Az üzleti angyalok befektetéseinek ösztönzésére és az információs aszimmetria megoldására *Aernoudt (2005)* hétféle módszert javasolt: a szindikáció ösztönzését, a társfinanszírozási formák létrehozását, a befektetésekre való felkészültség támogatását, a vállalati orientációt, az üzleti angyal hálózatok és akadémiák fejlesztését és integrált finanszírozási koncepció kialakítását.

A nagyobb tőkeigényű, de még mindig a korai finanszírozáshoz sorolható beruházások céljából **üzleti angyal szövetségek** (*angel alliance, angel syndication*) jöttek létre. A szövetség az üzleti angyalok nagyobb létszámú csoportját jelenti, amely közös befektetéseket hajt végre korai szakaszban járó cégek második körös finanszírozására. Egy másik megoldási forma a **társfinanszírozási stratégia** (*co-investment strategy*) lehet, amely magánbefektetők és korai finanszírozásra létrejött szervezetek közös befektetéseit jelenti (*Sohl 2003*).

Az üzleti angyalok által támogatott vállalkozások ráadásul nagyobb eséllyel jutnak kockázati tőkéhez (*Madill et al. 2005*). Az induló és korai szakasz finanszírozásával foglalkozó kockázattőke-társaságok befektetési hajlandóságát jelentősen befolyásolja a piacon elérhető projektek száma, minősége, a meghódítani kívánt piac nagysága, valamint a kilépési lehetőségek (*Murray-Marriott 1998*).

A kockázattőke-alapok méretgazdaságossági szempontból csak a magvető és korai szakasz túlélése után, a vállalkozás jövőjével kapcsolatos kilátások kitisztulásakor jelentenek potenciális finanszírozási forrást, amikor lehetőség nyílik magas megtérülés elérésére az alap számára optimális időhorizont alatt, így nincs jelentős szerepük a finanszírozási rés problémájának megoldásában.

A fejlett piacgazdaságokban az intézményes kockázattőke-befektetők előszeretettel választanak olyan cégeket a portfóliójukba, amelyeket előzőleg üzleti angyalok finanszíroztak (*Sohl 2003*), mert az üzleti angyalok fontos **akkreditációs szerepet** játszottak a vállalkozásban (*Madill-Haines 2005*), ami csökkentette a vállalat-specifikus kockázatot (*Nagy 2004*). Emiatt az informális és intézményes kockázattőke-piac kiegészítő kapcsolatban állnak egymással.

A korai finanszírozás területén az intézményes és az informális befektetők hasonló funkciót töltenek be. A befektetések kockázata magasabb és eltér a

hagyományos finanszírozási módoknál felmerülő kockázattól, különösen, ha **korai szakaszban** lévő vállalatokat vagy új termékek bevezetését támogatják, amikor az esetek nagy részében kevés információ áll rendelkezésre a jövőre vonatkozóan. Ez abból következik, hogy sokszor a finanszírozott cégek **még nem létező piacon**, még csupán ötlet szinten lévő termékekkel szeretnének korábban nem létező igényeket kielégíteni, **új technológiák** alkalmazásával. Az innovatív kisvállalkozásokba történő befektetés során a standard tulajdonosi és vezetési modellek nem alkalmazhatók. A vállalkozás értéke nagyrészt immateriális javakból tevődik össze, nem ismert a *kipróbálatlan ötletek* piaci potenciálja és *a portfólióvállalat alapítói nem rendelkeznek elegendő vezetői képességgel*, hogy a vállalkozást egy koncepcionális állapotból átalakítsák piacképes termék előállítására alkalmas vállalattá. Emiatt a kockázatitőke-befektetők rendszerint *többségi részesedés* megszerzésére törekednek, miközben a befektetést megelőzően az alapító tag többnyire többségi tulajdonosként és cégvezetőként szerepelt. A befektetők általában *elnökségi tagokká* vagy **felsővezetővé** válnak és szakmai segítségük révén *értéktերemtő tevékenységet* biztosítanak a portfólióvállalat számára. A vezető befektetők törekednek **szindikált befektetéseket** megvalósítani, ami annyit jelent, hogy kockázatuk diverzifikálása érdekében társbefektetőket keresnek.

A kockázati tőkések különböző **technikákat** alkalmaznak annak érdekében, hogy segítsék kutatók, befektetők és vállalkozók egymásra találását. Ezek a technikák arra irányulnak, hogy megoldják a finanszírozással kapcsolatosan felmerülő **piaci elégtelenségeket**, mint az információs aszimmetria, ügynök probléma, értékelési és ellenőrzési problémák és monitoringgal kapcsolatos nehézségek.

A kockázati tőkések a speciális helyzetben lévő vállalkozásokra *speciális kiválasztási, finanszírozási és kockázatcsökkentési konstrukciókat* alkalmaznak és befektetéseiktől *magas hozamokat* várnak el.

Murray és Marriott (1998) csokorba gyűjtötték azokat az általános jellemzőket, amelyek növelik a technológiai kisvállalkozásokba történő befektetések **költségeit és kockázatát**.

Eszerint a kiváló műszaki szaktudással rendelkező vállalkozók csak ritkán jó gazdasági szakemberek, de a kockázati tőkések hozzájárulnak a vállalkozás kompetenciaépítéséhez szakmai tudásuk rendelkezésre bocsátásával és a hiányzó kompetenciák kiegészítésével. A csúcstechnológiát alkalmazó területeken komoly problémát okoz a projektértékelés és a részletekbe menő szakértői vizsgálat („due

diligence”). A bizonytalanságot tovább növeli, hogy meg kell vizsgálni a technológia megbízhatóságát és azt is, hogy elegendően nagy és vonzó piaccal rendelkezik-e az a termék, amely a valóságban sokszor még nem is létezik. Sok esetben a siker feltétele, hogy a technológia rendkívül gyors életpályát fusson be robbanásszerű változásokat eredményezve a piacon, még a versenytárs termékek megjelenése vagy a technológia elterjedése előtt. A sikeres, új technológiát alkalmazó induló vállalkozásoknak nagyon rövid időhorizonton belül kell növekedni, nemzetközi szintre emelkedni, és második generációs termékeket kifejleszteni. További bizonytalansági tényező lehet a korlátozott hozzáférési lehetőség a megfelelő tőkepiacokhoz, vagyis a későbbi finanszírozási forrásokhoz és a kockázati tőke befektetők nyereséges kiszállásához.

A tudás-alapú kisvállalkozások nagy növekedési potenciáljuk, innovatív tevékenységük és munkahelyteremtő képességük révén a gazdaság hajtóerejévé válhatnak, és a fogyasztói igények magasabb szintű kielégítésével hozzájárulhatnak a társadalmi jólét javításához. Az ilyen típusú vállalkozások azonban az őket övező információs űr, az újdonságból fakadó magas kockázat és a szűkös erőforrások miatt nehezen tudják bejárni speciális növekedési pályájukat. A kockázati tőke egy lehetséges megoldási alternatívát jelenthet ezen kisvállalkozások fejlődésének előmozdításában, tőkeinjekció és a kockázati tőkés személyes közreműködése által. A finanszírozási rés azonban arról tanúskodik, hogy az intézményes kockázati tőke figyelme a nagyobb értékű ügyletekre koncentrálódik, az üzleti angyalok pedig önmagukban nem képesek áthidalni az intézményes kockázati tőke által maga mögött hagyott finanszírozási rést. Ugyanakkor felmerül a kérdés, hogy ha a **kockázati tőke** nem elsősorban a korai finanszírozás által fejti ki gazdaságfejlesztő hatását, akkor **milyen területeken és milyen módon valósítja meg gazdaságfejlesztő és értékteremtő tevékenységét.**

1.7. Kilépések – a hozzáadott érték realizálása

A kockázati tőke-befektetők döntéseit jelentős mértékben befolyásolják az exit kilátások, vagyis, hogy milyen esélyük nyílik a jövőben a kiszállásra és eladáskor mekkora hozamot fognak tudni realizálni. Ez nagy mértékben függ attól, hogy értékteremtő tevékenységükkel mennyire tudták javítani a vállalat teljesítményét, serkenteni növekedését. A hozammaximalizáló célok mellett viszont legalább annyira fontos számukra a **kilépés esélyének maximalizálása** is, hiszen csak sikeres kilépés esetén nyílik lehetőségük a hozzáadott érték realizálására (Vanhaerents-Shroud 1998,

Wall-Smith 1999, Füzesi 1998, Osman 1999b, Fisher 2000, Murray 2001). Az informális kockázatitőke-befektetők befektetési döntéseit is jelentősen befolyásolják a kilépési lehetőségek és a kilépések alkalmával realizálható árfolyamnyereség nagysága, de szemben az intézményes befektetőkkel, az üzleti angyalokat nem csak pénzügyi, hanem hedonista és altruista célok is vezérik.

A **vállalat értékelésének módszere** döntő tényező a kockázatitőke-finanszírozás szempontjából, hiszen a legtöbb új befektetést nagyon nehéz értékelni a fizetéseképtelenség és a bizonytalan kilátások miatt. Amennyiben a vállalat részvényeinek nincs piaca, akkor minden érintett más módszert alkalmaz a vállalat értékelésére saját érdekeik érvényesítése érdekében. Az értékelési szempontok nem csak a befektetés létrejöttékor és a futamidő alatt lényegesek, hanem a **kilépéskor** is kritikus kérdést jelentenek (OECD 2006).

A kockázatitőke-befektetésekből történő **kilépés tervezése** ideális esetben már a befektetés előtti időszakban megkezdődik, és a befektetés egész futamideje alatt folytatódik. Általában a hozam legnagyobb részét az értékesítéskor realizálhatják attól függően, hogy az eredetileg befektetett tőkének hányszorosát teszi ki az eladási ár. Az exit tervezése és szervezése során felméri azokat a külső és belső tényezőket, amelyek hatással lehetnek a kilépés sikerére, és azok összehangolásával kerül meghatározásra a kilépés legkedvezőbb módja és ideális időpontja.

A befektetésekből történő kilépések különböző **módjainak** számos előnye és hátránya lehet, amelyeket mindig az adott cég szempontjából kell figyelembe venni. Az első nyilvános tőzsdei bevezetés például a legköltségesebb és leghosszadalmasabb, de a legjobb hozamkilátásokkal kecsegtető kiszállási útvonal. Ezzel szemben a szakmai befektetőnek történő értékesítés egyszerűbb, olcsóbb és nagy előnye, hogy egyetlen egy vevőt kell meggyőzni a vásárlásról. Ugyanakkor ez a potenciális vevő sokszor a legnagyobb versenytárs, akivel bizalmas információkat kell megosztani. Ha ezek a módszerek nem jöhetnek szóba, bizonyos esetekben a pénzügyi befektetőnek vagy kockázatitőke-befektetőnek történő továbbértékesítés is sikeres kilépést biztosíthat, például, amikor a vállalat a növekedés szakaszához jut, és tőkebevonásra van szüksége. A társtulajdonosok és a vezetők visszavásárlása is jó megoldás lehet a tőke kivonására, ha más lehetőség nem mutatkozik. Ezen a kategórián belül kitüntetett szerep jut a másodlagos vezetői kivásárlásoknak. Az elsőbbségi részvények visszaváltása révén is megvalósítható a kiszállás, de ehhez már a befektetési szerződésben biztosítani kell a

jogokat a befektető számára. A rossz befektetések leírásra kerülnek és ilyen esetben a hozam nulla vagy negatív (Becslyné Nagy 2006).

A kockázatitőke-piac kibontakozását jelentősen befolyásolják az adott régióban fennálló kilépési lehetőségek. A kilépések száma, értéke és a kiszállási módok a kockázatitőke-piac fejlettségi szintjét is jellemzik. Az egyes térségek gazdaságának, valamint az elsődleges és a másodlagos pénzügyi piacok fejlettségének szintje, a jogszabályi környezet meghatározzák a kilépési lehetőségek kereteit, a kiszállások módját, idejét és az elérhető hozamokat.

A befektetési időszakban jelentkező bizonytalanságok miatt nem lehet előre megjósolni a kiszállások pontos menetét, időpontját és várható hozamát. Ezért minden befektető megpróbál a lehető legjobb pozícióba kerülni, hogy az adódó lehetőségekből a legtöbb haszna származhasson (Vanhaerents-Shroud 1998).

A kockázati befektetők sokszor már a befektetési szerződésben szerepeltetnek **biztosítékokat** a sikeres kiszálláshoz. Ilyenek lehetnek a különféle pénzügyi instrumentumok, mint például az elsőbbségi részvények, az eladási és vételi opciók vagy a hitelbevonás. A tulajdonosok egyéb jogokat is szerezhettek, például többségi részesedés megszerzése esetén, melyek segítségével a későbbiekben kikényszeríthetik a kiszállás megvalósulását. Az exit esélyeit tovább növelhetik a cég menedzselésére, teljesítményének növelésére és jó hírnevének kialakítására fordított erőfeszítések (Füzesi 1998, Wall-Smith 1999). A tranzakció létrejöttét követően a befektetési stratégiát a jövőbeni kilépési célok figyelembevételével alakítják ki. A tőkepiacok helyzete és a vállalkozás szűkebb piaci környezete meghatározzák azokat a legfontosabb külső tényezőket, amelyek befolyásolják a kilépési módok közötti választás lehetőségeit. Ezek közül a tervezés során ki kell szűrni azokat, amelyek megnehezíthetik a kilépés megvalósítását és csökkenthetik az elérhető hozamokat. A kiszállást **akadályozó külső tényező** lehet például első nyilvános részvénykibocsátás esetén a tőzsde alacsony likviditása vagy az intézményi befektetők hiánya. Speciális befektetés esetében gondot okozhat szakmai, vagy más néven stratégiai befektetőt találni, akit nem csupán pénzügyi célok vezérelnek, hanem a cég tulajdonrészének megszerzésével piaci vagy más stratégiai fontosságú előnyökhöz szeretne jutni. A kiszállás lehetőségeit a **cég belső adottságai**, mérete, menedzsmentje, szervezeti felépítése, teljesítménye és tevékenységi köre is meghatározza. A kilépést megnehezítő, belülről fakadó problémák elsősorban a menedzsment és a társtulajdonosok rossz **együttműködéséből** származhatnak, vagy abból, hogy az átvilágítás eredményeként

olyan információk kerülnek felszínre, amelyek a befektető visszalépését eredményezik. További gondot jelenthet még a cég gyenge – várakozáson aluli – **teljesítménye**, ami rontja a hírnevét, és egyúttal csökkenti az érdeklődők befektetési hajlandóságát. A tevékenységi kör leszűkíti azoknak a szakmai befektetőknek a körét, akik érdeklődést mutathatnak a cég iránt. A vállalat mérete szintén meghatározza azokat a potenciális befektetőket, amelyeknek a profiljába illik az adott vállalkozás (Wall-Smith 1999, Vanhaerents-Shroud 1998).

Az itt felsorolt tényezőkből fakadó **kockázatok mérsékelhetők**, ha a kiszállás tervezése már a befektetés létrejötte előtt, de legkésőbb a befektetés korai szakaszában megkezdődik. A tervezés során többféle kiszállási alternatíva keresésével, szakmai befektetők korai felkutatásával, a menedzsment anyagi és nem anyagi ösztönzésével, a cég valós teljesítményének kontrollálásával és a kiszállás jó időzítésével a kockázatok nagy része kiküszöbölhető (Wall-Smith 1999).

A kiszállás akkor tekinthető sikeresnek, ha a befektetőnek a lehető legtöbb haszna származik belőle. Az *exit* megtervezésekor a kockázatitőke-befektetők a kilépés időzítésére és a kiszállás módjának megválasztására helyezik a hangsúlyt. A **kiszállás időzítésekor** több szempontot is szem előtt tartanak, és ezek függvényében a befektetések tervezett futamideje tág időhatárok között mozog, ami lehet néhány hónap, de akár 10 év is. (Egy átlagos befektetés megtérülését a beszálláskor a befektetők 3–5 évre tervezik.) Szükséges a menedzsment érdekeinek szem előtt tartása, hiszen különféle eszközökkel késleltethetik, vagy akár gátat is szabhatnak a kiszállás sikeres megvalósításának. A menedzsereket elsősorban az érdekli, hogy a kiszállás időpontja ne gyakoroljon kedvezőtlen hatást a cégre vagy saját érdekeltségeikre (Vanhaerents-Shroud 1998). A menedzserek és a tulajdonosok céljainak összehangolásából a befektetőknek is haszna származhat, hiszen a megbízó-ügynök problémából adódó hátrányok így módon háttérbe szoríthatók. A cég érdekei azt kívánják, hogy a kilépés ideális **piaci körülmények** között valósuljon meg, és a tulajdonosváltás ne okozzon visszaesést a cég eredményeiben. A **vállalat életciklusa** is befolyásolja a kilépés ideális időpontját, hiszen nagyobb eséllyel lehet vevőt találni még az érettség szakasza előtt, mert így a vásárlónak is nagyobb esélye marad a nyereséges kiszállásra, ugyanakkor érdemes kivárni a részesedések felértékelődését, amelyre a növekedési szakaszban kerülhet sor. **Zárt végű befektetési alapok** csak az előre meghatározott futamidő alatt folytatnak finanszírozási tevékenységet, ezért ilyen esetekben különös gondot kell fordítani a kiszállás időpontjának megtervezésére.

A másik lényeges kérdés a **kiszállás módjának** megválasztása, ami szintén hatást gyakorol a kockázati tőkére, a befektetés alapjául szolgáló vállalatra és annak menedzsmentjére, és éppen ezért ezek az érdekcsoportok megpróbálják befolyásolni a kilépésről szóló döntést. A kilépés módjának megválasztását rajtuk kívül még külső tényezők is befolyásolják, mint a cég versenytársi környezete, az elsődleges és másodlagos tőkepiacok likviditása, az adott országok gazdasági helyzete és jogszabályi háttere. A kiszállás legelterjedtebb formái a szakmai (stratégiai) befektetőknek történő értékesítés (*divestment by trade sale*), illetve a tőzsdei úton történő kiszállás (*divestment by public offering*). Ez utóbbin belül elkülöníthető az első nyilvános tőzsdei bevezetés vagy részvénykibocsátás (*IPO: initial public offering*) és egy bizonyos tőkehányad értékesítése (*sale of quoted equity*), amely már a másodlagos piacon valósul meg. Amennyiben ez a két útvonal valamilyen oknál fogva nem járható, akkor szokott sor kerülni a többi módra. A pénzügyi befektetők vagy más kockázati tőke-befektetők részére történő értékesítés (*replacement*) is egyfajta lehetőséget biztosít a kilépéshez. Európában és különösen Közép-Kelet-Európában nagy hagyománya van a társtulajdonosoknak történő értékesítéssel vagy a vezetői visszavásárlással (*management-buy-back*) megvalósuló kiszállásoknak. Amennyiben a részvények típusa megfelelő elsőbbségi jogokat biztosít a tulajdonos javára, a kilépés úgy is megvalósulhat, hogy az elsőbbségi részvények tulajdonosainak a tőkét, illetve a rendelkezésre bocsátott hiteleket visszafizetik. Sikertelen befektetés esetén, ha már nincs más megoldás, a befektetés leírásra kerül (*EVCA 2005b, CMBOR 2005*).

A siker érdekében egyértelmű kilépési útvonalat kell meghatározni az összes érintett fél érdekeinek egyensúlyban tartásához. A **kockázati tőke-ipar fejlettségi szintje** meghatározza a piac likviditását és egyúttal a kilépési lehetőségeket is. A befektetések iránti kereslet ismeretében az eladási döntés meghozatala a tulajdonosok kezében van, akiknek a tulajdonságai, értékítélete, tapasztalata és habitusa nagyban befolyásolja az exit kimenetelét. *Wall és Smith (1999)* kétféle kockázati tőke-befektetőt különböztet meg, bár a legtöbb befektetőben keverednek a két típus tulajdonságai. Az **előrelátó befektető** (*pro-active*) elsősorban üzletet vásárol, majd megkezdje a vezetők ösztönzését tőzsdei opciókkal vagy más módokon. Már az első naptól foglalkozik a kiszállás megtervezésével. Kizárólag a pénzhozam vagy a belső megtérülési ráta (*IRR: internal rate of return*) motiválja a kilépés módjának meghatározásában. A **passzív befektető** általában kisebbségi tulajdonos, aki hosszabb távra fektet be anélkül, hogy különösebb elképzelése lenne a kiszállás módjáról. Az éves osztaléktól várja

befektetésének megtérülését. Nagyon sokszor a kiszállás kizárólagos lehetősége a menedzsment vagy a társtulajdonosok visszavásárlása. Az ilyen befektető a „fiatalabb”, kevés szereplős kockázatitőke-piacon tevékenykedik. Egyaránt foglalkoztatja saját intézményének és általánosságban véve a kockázatitőke-iparnak a hírneve, ezért hajlandó engedni a **hozammaximalizáló** célokból, ha egy kilépési stratégia azt megkívánja (*Becskyné Nagy-Biczók 2006*).

2. A kockázatitőke-finanszírozás elméleti háttérének speciális aspektusa

2.1. A vállalatok és a vállalkozók általános elméleti kerete

A kockázatitőke-finanszírozás során a vállalkozók és a tulajdonosok speciális kapcsolatba kerülnek egymással, amely az alapító-vállalkozó vagy a vállalat menedzsmentje illetve a tulajdonosi szerepet betöltő kockázatitőke-alap képviselőjében a kockázati tőkés között kialakult viszonyban nyilvánul meg. Ennek a speciális viszonynak a vizsgálatához nyújtanak elméleti alapot a vállalatokkal és vállalkozókkal foglalkozó általános közgazdasági elméletek.

A klasszikus angol közgazdaságtan⁹ képviselői nem tulajdonítottak jelentőséget a vállalkozónak, véleményük szerint a tőkés mint foglalkoztató legfőbb szerepe a **tőke allokációja** – vagyis munkásokat alkalmaz, akik a termelési feladatokat ellátják –, miközben célja a **profitszerzés**, melynek eszköze a tőke akkumulációja. Ekkor még összemósódott a tulajdonosi és az irányítási szerepkör és a hozzájuk kapcsolódó jövedelemkategóriák is, a vállalat működésének alapja a kutatók szerint az volt, hogy elegendő tőkét biztosítsanak hozzá (*Baumol 1968*).

A vállalkozó kockázatviselő-képességét először *Cantillon* azonosította a XVIII. században, aki a **vállalkozó** kulcsszerepét abban látta, hogy **kockázatot** visel bizonytalan gazdasági környezetben. *Say* vele szemben **statikus** piaci viszonyok között vizsgálta a vállalkozót, aki a termelési tényezők kombinálásával, a gyártási folyamatok megszervezésével és a vállalat irányításával foglalkozik és azért képes profit elérésére, mert speciális **tudással** rendelkezik a feladatoknak az elvégzéséhez. *Say* értelmezésében egy családi vállalkozás tulajdonosának a **jövedelme** három különböző funkciójához kapcsolódik: tulajdonosként megkapja a tőke kamatát, vezetőként a fizetését és vállalkozóként a profitot. *Mill (1948)* *Say*hez hasonlóan a vállalkozó **irányító, ellenőrző** funkcióját hangsúlyozta, amihez a vállalkozónak különleges képességekre van szüksége, de nem tett különbséget a vállalkozó és a tőkés funkciói között (*Mátyás 1992*).

⁹ Szerb (2000) alapján

A **neoklasszikus iskola** sem szentelt komolyabb figyelmet a vállalkozó szerepének vizsgálatára, figyelme középpontjában a **piaci egyensúly** kialakulásának vizsgálata állt. A vállalkozást a vállalkozóval azonosította és nem foglalkozott a vállalkozói akciók és a döntéshozatal mechanizmusainak elemzésével. *Walras* szerint tökéletes egyensúly esetén a vállalatok zéró gazdasági profitot termelnek, vagyis szerinte a vállalkozó gazdasági profitja is nulla.

Marshall (1921) különbséget tett a **vállalkozó és a tőkés** között, szerinte a vállalkozó vezetői funkcióval is rendelkezik, fontos szerepe van az **innovációban** és ezáltal a gazdasági növekedés előmozdításában. A vállalkozót jövedelmének egy része a különleges képességi miatt illetik meg, másrészt pedig azért, mert tevékenysége során kockázatot vállal. *Keynes* a vállalkozó beruházási döntéseivel foglalkozott, melynek során a kereslet bizonytalansága miatt kockázatot vállal. *Keynes* elméletei a makrogazdaságtan irányába fordították a közgazdászok figyelmét.

Az **osztrák iskola** a vállalkozást az innovációval és a piaci folyamatokkal hozta összefüggésbe. Alapítója, *Menger*, a vállalkozó döntéshozói, kalkulációs képességét hangsúlyozza, melyben fontos szerepe van a **tudásnak** és az emberi értékítéletnek. *Mises* szerint a vállalat feladata, hogy azokat a technológiákat fejlessze ki, amelyek segítségével olyan termékeket lehet előállítani, amelyek a leginkább alkalmasak a kereslet kielégítésére. Vagyis csak azok a vállalkozások lesznek sikeresek a piacon, amelyek előre tudják jelezni a kereslet alakulását.

Schumpeter (1980) a vállalkozást és a vállalkozót összefüggésbe hozta a gazdasági fejlődéssel. Szerinte a vállalkozó megbontja a gazdaság önmagát reprodukáló körkörös áramlását az **innováció** által. *Schumpeter* értelmezésében az innovációhoz nem feltétlenül kapcsolódik új tudás vagy tudományos felfedezés, hanem az innováció abban rejlik, hogy a termelésben –vagyis a gyakorlatban– sikeresen alkalmaznak egy új megoldást. *Schumpeter* **kreatív rombolásnak** nevezi, hogy a vállalkozó az innováció véghezvitelével folyamatosan megzavarja a piaci egyensúlyt, mivel **új piacokat** teremt és ezzel kulcsszerepet játszik a gazdasági fejlődésben. *Spencer és Kirchoff (2006)* elmélete *Schumpeter* nyomán arra irányul, hogy az új technológiai kisvállalkozások először egy új piacon kezdenek el működni, ezért a domináns nagyvállalatok nem vesznek tudomást róla, mivel nem zavarja a piaci pozíciójukat. A technológiai kisvállalatok azonban miután megerősödnek és képesekké válnak az új technológiát a nagyvállalatok piacain meglévő **fogyasztói igények magasabb** színvonalú kielégítésére

alkalmazni, akkor a kisvállalat versenyelőnyei kiegyenlítődnek, így a domináns cég elveszti a piaci pozícióját.

A technológiai kisvállalkozások innovációban betöltött ereje elsősorban technológiai dinamizmusukban áll, vagyis a technológia kifejlesztésében és disszeminációjában betöltött szerepük jelentős, amit kétféle szerepkörben valósítanak meg. Kihívó szerepük azt jelenti, hogy **új technológiákat hoznak létre**, és arra készítetik a versenytársaikat, hogy alkalmazkodjanak ehhez a versenyhez vagy saját fejlesztéssel vagy az új technológia átvételével. Másrészt **technológia transzfer** szerepük abban áll, hogy az új technológiákat úgy alakítják, hogy a lehető legalkalmasabbak legyenek fogyasztói igények kielégítésére, vagyis ezzel a tevékenységükkel az új technológiák piacosítását valósítják meg (*Fontes-Coombs 2001*). *Autio és Yli-Renko (1998)* szerint a fiatal technológiai cégek növekedés nélkül is képesek **dinamizálni a regionális innovációs rendszereket**, és ezáltal hozzájárulnak a gazdasági növekedés serkentéséhez. Mindezt az alábbi mechanizmusok segítségével érhetik el: (1) kiaknázzák azokat a lehetőségeket, amelyek a kis- és nagyvállalatok komplementer tulajdonságából fakadnak, (2) elősegítik az ipari hálózatokban és klaszterekben a technológiák diffúzióját, (3) innovációkat vezetnek be és validálnak, (4) hidat képeznek a kutatóintézetek, egyetemek és az ipar között, (5) regionális agglomerációs előnyöket generálnak.

Hayek (1937) az osztrák iskola szintén jeles képviselője szerint az egyének nem rendelkeznek tökéletes információkkal, ami a neoklasszikus elméletek egyik feltétele, hanem az egyének csak a tudás és az információ egy részével rendelkeznek. A gazdasági szereplők arra törekednek, hogy a birtokukban lévő **releváns tudás** segítségével elmozduljanak a piaci egyensúly irányába. Ennek az alkalmazkodási folyamatnak a sikere és ezáltal a gazdaság hatékonysága attól függ, hogy mennyire sikerül a releváns tudást eljuttatni azokhoz, akiknek szükségük van az adott információkra. *Kirzner* szintén a piacok általános egyensúlytalanságából indul ki (*Kirzner 1973*), ami a vállalkozók számára profitszerzési lehetőséget rejt magában, ha kihasználja az **egyensúlytalanságból** fakadó piaci lehetőségeket. Ezzel a tevékenységével a vállalkozó a piaci egyensúly irányába tereli a gazdaságot. *Kirzner* szerint a vállalkozás lényege a már létező, de mások által fel nem ismert lehetőségek felismerése, nem pedig újak teremtése. *Kirzner* tehát nem az innovációban látja a vállalkozó szerepét és nem a piaci egyensúly kialakulásának folyamatát tekinti lényegesnek, hanem magát az egyensúly állapotát. Szerinte az információk

összegyűjtéséből fakad a vállalkozónak az a képessége, hogy a piacot el tudja mozdtítani az egyensúly irányába.

Az amerikai közgazdászok közül *Knight (1921)* a vállalkozót a **bizonytalan körülmények** között meghozott döntésekért felelős személynek tartja. Mivel az információk nem tökéletesek, ezért bizonytalan körülmények között kell döntenie a vállalkozónak. A vállalkozó az olyan bizonytalanságokért vállalja a felelősséget, amelyek nem jelezhetők előre, nem lehet meghatározni bekövetkezésük valószínűségét, és amelyeket emiatt nem is lehet bebiztosítani. Emiatt a vállalkozó egy szerződéses fix jövedelmen túl rendelkezik egy bizonytalan jövedelemmel is, ami a **profit**. *Leibenstein (1968)* érdeme, hogy összekapcsolta a **piaci elégtelenségeket** a vállalkozó szerepével. Szerinte a gazdaság soha nem működik hatékonyan, vagyis nem éri el a terelési potenciál maximumát. Az **X-hatékonyság** azt fejezi ki, hogy a vállalat vagy a gazdaság milyen mértékben tér el a maximális hatékonyságtól. Ennek a hatékonyságvesztésnek az okai a munkaszerződések tökéletlenségeiből, a meg nem határozott termelési függvényből és a termelési tényezők piacosításának hiányából fakadnak. A humánerőforrás kapacitások kihasználatlansága elsősorban pszichológiai tényezőkre vezethető vissza, vagyis az egyén lelki tényezőire, amik akadályozzák az egyént abban, hogy magas hatékonysággal dolgozzon. A vállalkozó szerepe ebben az egyensúlytalan helyzetben, hogy érzékeli a veszteségforrásokat és tevékenységével javítja a hatékonyságot. A vállalkozó tevékenysége kétféle lehet, egyrészt **piacirés-betöltő**, másrészt **input-kiegészítő**. A piacirés-betöltő szerep abban rejlik, hogy az inputokhoz és az információhoz való hozzáférés korlátozott, de a vállalkozó piacot teremt az ilyen típusú inputokból előállított termékeknek és információnak. A vállalkozó input-kiegészítő funkciója azt jelenti, hogy javít egy létező termelési folyamaton vagy egy új termelési folyamatot létesít, ami az inputok jobb felhasználását biztosítja. Mindezt úgy teszi, hogy ha a gazdasági tevékenység végzéséhez nincs meg az input minimum, akkor a vállalkozó a meglévő inputszintet kiegészíti. (*Szerb 2000*)

Az itt leírt elméletek inkább leíró jellegűek voltak abban a tekintetben, hogy mi a vállalkozó szerepe, de még nem különösebben foglalkoztak a vállalkozó személyiségével, a vállalkozó döntéseit befolyásoló környezeti tényezőkkel. A modern vállalatelméletek a korábbi elméletek feltevéseinek finomításával próbálkoznak realisabb körülmények között megvizsgálni a vállalkozó és a vállalkozás gazdaságban betöltött szerepét. Az új kutatási irányok az aktorok magatartására, a vállalkozók akcióira koncentrálnak, melynek kiindulópontja *Mises (1949)* **emberi cselekedet**

(human action) **elmélete**, amelyben a racionalitás általános keretének meghatározására tesz kísérletet. Mises szerint az ember képes célok hatékony követésére, vagyis **maximalizáló magatartásra**, ha a cél-eszköz keretet adottnak tekintjük. Az ember azonban képes arra is, hogy célokat és eszközöket határozzon meg, ami egy kreatív folyamat eredménye és valójában ez a vállalkozói elem. Az egyének cselekedetei tehát nem csupán kalkulatív jellegűek, hanem **kreatívak**, vagyis innovatívak, melyben az **innováció** megvalósítása után következik a **kalkuláció**.

Az **új intézményi közgazdaságtan**¹⁰ képviselői által megfogalmazott modern vállalatelméletek a 70-es évektől bontakoztak ki, és két irányzatuk létezik: a szerződéses vállalatelméletek és az evolúciós-kompetencia alapú vállalatelmélet (Hámori-Kapás 2002).

A **szerződéses vállalatelméletek** legfontosabb nézete, hogy a vállalat optimális megoldást jelent szerződéses szituációkban. Az irányzat kiterjedt irodalommal rendelkezik, de azon belül négy homogén csoportra osztható: (1) A vállalat mint szerződések nexusa elmélet (Alchian-Demsetz 1972, Cheung 1983, Jensen-Meckling 1976), (2) Formális ügynök-megbízó elmélet (Holmström 1979), (3) Tranzakciós költségek elmélete (Williamson 1979, 1985, 1996), (4) Új tulajdonosi jogok elmélete (Hart 1995).

Ezek az elméletek mind tartalmazzák a neoklasszikus közgazdasági irányzat két fontos elemét, a **hatékonyságot és a racionalitást**, de sikerült feloldaniuk az olyan irracionális feltételeket, mint például a tökéletes információk feltételezése. Az új elemzési keretek realisabb alapokra helyezték az elemzéseket, és jelentős új nézeteket eredményeztek. A legfontosabb problémák, amikkel az elméletek foglalkoznak a bizonytalanság, az információs aszimmetria, a korlátozott racionalitás, az opportunizmus és az eszközspecifikusság. Az irányzat első képviselője Coase (1937), aki először közelítette meg szerződéses alapon a vállalatot. Legfőbb megállapítása, hogy a neoklasszikus árelmélet alapján nincs értelme a vállalat létezésének, hiszen az

¹⁰ Az új intézményi közgazdaságtan tárgya az intézmények szerepe, kialakulása és fejlődése, vizsgálatának középpontjában a piaci mechanizmusok állnak. Az egyéneket és preferenciarendszerüket adottságnak tekintve a közöttük lévő kapcsolatokat vizsgálja és ennek megfelelően az intézmények működését is az adott egyének közötti kölcsönhatás fogalmaival írja le. Bírálja a neoklasszikus közgazdaságtant, a régi institutionisták homo oeconomicus ideáját kiterjeszti homo sociologicus-ra, mely szerint a társadalom határozza meg az embert, aki a társadalmi normák és szabályok szerint halad előre. A gazdaságot fejlődésében vizsgálja és egy nagy rendszer részeként elemzi. Az irányzat képviselői többek között Coase, Williamson, Douglas North, Alchian, Olson, Hayek, Nelson, Winter, stb.

árelmélet szerint a **piaci koordináció** a tranzakciók lebonyolításának ideális mechanizmusa. Coase fő kérdése az volt, hogy akkor miért léteznek vállalatok? Elmélete szerint a vállalatok létalapja a **tranzakciós költségek**ben keresendő, vagyis ha nem lennének tranzakciós költségek, akkor csak a piac koordinálna.

Coase és Williamson elméletei alapján már láthatjuk azt is, hogy a vállalatot nem egyetlen cél – a profitmaximalizálás – vezérli, hanem egyidejűleg **több céllal** is rendelkezik, amelyek miatt többféle **korláttal** kell szembenézniük. A célok sokfélesége szükségessé teszi az aktorok **kooperatív magatartását**, melyre akkor van szükség, ha egyszerre áll fenn konfliktus és kölcsönös **függőség** az aktorok között (*Schelling 1960*), melynek tipikus esetei a hálózatok. Ugyanakkor a kooperáció nem magyarázható mindig a profitmaximalizálással, egy hálózaton belül mindig megtalálhatóak a reciprocitás elemei is. A hálózatosodás az egyik olyan jelenség, amely a mai kutatókat a leginkább foglalkoztatja.

Az **evolúciós-kompetencia alapú vállalatelmélet** kialakulása a 80-as évekre tehető, de jóval korábbra nyúlik vissza (*Knight 1921, Penrose 1959*). A vállalatelméleteknek ez az irányzata elveti a racionalitáson alapuló hatékonyság és egyensúly keresését, helyette a vállalatot egy **dinamikusan** változó, egyensúlytalan közegbe helyezi, ahol a döntések nem a racionalitáson, hanem evolúciós folyamatokban kialakult szabályok rutinszerű követésén alapulnak. Az irányzat kutatásainak középpontjában az **innováció**, a **tanulás**, a **tartós versenyelőny** szerepelnek, amelyek a vállalat endogén tényezőin, a szervezet képességein alapulnak. Az elmélet az **emberi kompetenciákra** épít, a döntés optimalizálásánál figyelembe veszi az emberi képességek határait, jelentős szerephez jutnak a társadalmi normák és emberi érzelmek, motivációk, emberi kapcsolatok és a hozzájuk kapcsolódó tényezők, mint például a bizalom. (*Hámori-Kapás 2002*)

A vállalkozók és a tulajdonosok **kockázatitőke-finanszírozás** során kialakuló speciális viszonya abban áll, hogy a tulajdonosok nem csak a tőkés szerepét töltik be, hanem a vállalkozók vagy a menedzsment hiányzó kompetenciáit kiegészítve közreműködnek a vállalat irányításában is, emiatt az általános elméletek által megfogalmazott **tulajdonosi és vállalkozói funkciók keverednek**. A klasszikus kockázatitőke-finanszírozást általában **fokozott információs aszimmetria** jellemzi, ezért a szerződések megkötéséhez és a vállalat irányításához speciális kockázatcsökkentő technikák kapcsolódnak, ami tovább fokozza a menedzsment és a tulajdonosok egymástól való elkülönítésének nehézségét.

2.2. Az új intézményi közgazdaságtan paradigmái és a tőkeszerkezet-elméletek relevanciája a kockázati-tőke-finanszírozásban

2.2.1. Előzmény – a Modigliani-Miller-elmélet

A vállalatok tőkeszerkezetével kapcsolatosan széles irodalmat találhatunk, egészen *Modigliani és Miller* 1958-ban megjelent elméletéig (MM-elmélet) (*Modigliani-Miller 1958*) visszamenőleg. Ezek a modellek elsősorban a saját és az idegentőke-finanszírozás optimális, **vállalati értéket maximalizáló** kombinációival foglalkoznak.

Az új intézményi közgazdaságtan paradigmáin alapuló tőkeszerkezet-elméletek bemutatása előtt lényeges bemutatni a *Modigliani-Miller elméletet*, amely alapul szolgált a későbbi elméletek kifejlesztéséhez.

Modigliani és Miller klasszikus **kvantitatív** tőkepiaci elmélete szerint egy olyan **ideális piacon**, ahol nincsenek adók és tranzakciós költségek, a várakozások homogének valamint a piaci szereplők tökéletes informáltságának feltételéből fakadóan az információszerzés költsége nulla, ott a vállalat értékét kizárólag a vállalat reáleszközei határozzák meg, nem pedig a vállalat saját és idegen tőkéjének aránya, vagyis a vállalat finanszírozási politikája nincs hatással a vállalat értékére. Tökéletes piac esetén minden tőkeszerkezet ugyanolyan vállalati értéket eredményez, mivel a különböző finanszírozási források tökéletesen helyettesítik egymást. *Modigliani és Miller* –belátva, a túlzottan szigorú feltételrendszert– 1963-ban megjelent cikkükben (*Miller-Modigliani 1963*) a modellt továbbfejlesztették enyhítve a korlátokon és figyelembe véve az **adók hatásait**, és arra a megállapításra jutottak, hogy a nyereséget terhelő adók kedvezőbbé teszik a hitelből történő finanszírozást, mert a hitelek kamatai csökkentik az adózás előtti eredményt és így az adóterheket is, miközben az adómegettakarítások jelenértékének összege növeli a vállalat értékét.

A vállalat növekvő tőkeáttétele ugyanakkor emeli a csőd kockázatát, így a valóságban az eladósodottság optimális mértéke függ az ágazattól, a vállalati mérettől és sok más egyedi tényezőtől. A gyakorlati tapasztalatok eltérő eredményei miatt az idők során sorra fel kellett oldani a modell eredeti feltételeit és úgy megvizsgálni a törvényszerűségeket (*Brealey-Myers 2005*). Az **új intézményi közgazdaságtan** által kidolgozott elméletek lehetővé tették a tőkeszerkezet **reálisabb feltételrendszer** melletti vizsgálatát és megcáfolták az imént bemutatott tételeket. A tökéletes piaci

feltételeket feloldó tőkeszerkezeti modellek **kvalitatív** módon közelítik meg a tőkeszerkezet problémáját, vagyis nem a MM-elmülethez hasonló, konkrét számadatokat tartalmazó modellt ajánlanak megoldásként. Helyette vezetői döntéseken alapuló, nem számszerűsíthető eredményre vezető modelleket javasolnak, amelyek egymást kiegészítve keresik a választ a tőkeszerkezet kérdéskörére.

2.2.2. A tökéletes információk hiányából fakadó problémák

A kockázati tőke piacán keletkező elégtelenségek és finanszírozási rések vizsgálata szempontjából a közgazdasági elméletek közül a legfontosabbak közé tartoznak a hiányos információkra épülő modellek. Az információ hiánya megváltoztatja a tökéletes információkon alapuló optimalizálás alapfeltételeit, és ennek eredményeként **piaci elégtelenségek** alakulnak ki.

Arra az esetre, ha **egy tranzakció mindkét szereplője hiányos információkkal** rendelkezik Stigler (1989) kidolgozta a **keresési modellt**, amely egy tranzakció magvalósítását megelőző, az információk összegyűjtésére vonatkozó keresés hasznának és költségeinek optimalizálási folyamatát írja le. Elmélete szerint az **információkeresés** akkor **optimális**, ha a keresés határköltsége megegyezik a keresés határhozadékaival. Az információszerzés költségei lehetnek pénzben kifejezhető költségek, mint a telefonköltség, a benzinköltség, a hirdetésre fordított költség, stb., vagy pénzben nem kifejezhető ráfordítások, mint az erre fordított idő. A keresés haszna az, hogy megtaláljuk a számunka legmegfelelőbb jószágot. A keresési költségek sokszor olyan magasak, hogy csak hasonlóan kiugró várható haszon esetén érdemes belefogni a keresésbe. Jó **példa** erre az **informális kockázattőke-piacon** a befektetők és a potenciális befektetési célpont egymásra találásának folyamata, mivel a befektetők anonimitásra törekszenek, a vállalkozók pedig sokszor nincsenek tisztában a finanszírozási forma adta lehetőségekkel vagy törekszenek függetlenségük megőrzésére. Ilyen hiányos információk mellett meglehetősen költséges a keresés, ugyanakkor a nagy növekedési potenciállal rendelkező cégekbe történő befektetések tetemes hasznokat hozhatnak mindkét fél számára, ha mégis létrejön a tranzakció. A keresés során viszont mindkét félnek szem előtt kell tartania a keresésre fordított pénzbeli és nem-pénzbeli költségek és a várható hozam optimális arányát.

Információs aszimmetriáról akkor beszélhetünk, amikor egy tranzakció egyik szereplője rendelkezik teljes körű információkkal, a másik fél számára viszont az

információkhoz való hozzáférés korlátozott, nagyon költséges vagy lehetetlen. Ennek első közgazdasági modelljét a Nobel-díjas *Akerlof (1970)* alkotta meg a „Market for Lemons”, magyarul Tragacspiac¹¹ néven elhíresült példájával. A modell a használtautó-piacon kialakuló mechanizmusokat írja le tökéletes informáltság, illetve aszimmetrikus információk esetében és megállapítja, hogy bizonyos feltételek mellett a piacon **kontraszelekció** (adverse selection) valósul meg. Kontraszelekció valósul meg akkor, ha egy adott tranzakció egyik szereplője információk hiányában az eredeti szándékaival ellentétes döntést hoz meg. Ebben az esetben, ha az első szereplő minden lényeges információ birtokában lett volna, akkor ez saját maga és a társadalom számára is hasznosabb folyamatokat eredményezett volna. A kontraszelekció miatt sok értékes ügylet meghiúsul, ami a piacon **hatékonyságvesztés**hez vezet. Különösen erős kontraszelekció a **piacok megszűnéséhez** is vezethetnek, még akkor is, ha magáninformációk hiányában nyereség származna az ügyletből. Az aszimmetrikus információk tehát a tökéletes információkat feltételező piaci egyensúlytól eltérő helyzetet eredményeznek.

Mivel a **kockázatitőke-piacot**, különösen a korai finanszírozás szegmensében, **fokozott információs aszimmetria** jellemzi, ezért nagyobb az esély a kontraszelekció kialakulására. Ez a tényező az egyik oka annak, hogy finanszírozási rés alakulhat ki a piacon, vagyis nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások is finanszírozási források nélkül maradhatnak. Mivel az ezredforduló idején tömegesen valósultak meg **kontraszelektív tranzakciók** a technológia-orientált kisvállalkozásokban, ezért érthető, hogy a kockázati tőkések elfordultak az iparági szegmens finanszírozásától, ami **piacok megszűnéséhez** is vezetett.

2.2.3. Az információs aszimmetrián alapuló tőkeszerkezet-elméletek

A vállalkozások finanszírozásával kapcsolatos irodalom jelentős részét képezik azok a cikkek, amelyekben a kutatók az információs aszimmetriát mint a

¹¹ Akerlof (1970) a kontraszelekció problémáját a használtautók (tragacsok) piacának példáján úgy vezette le, hogy az autók eladói több információval rendelkeznek az autóikról, mint a vevők. Ha például az eladók úgy hirdetik az autóikat alacsony áron, hogy azonnal eladó, mert a tulajdonos elköltözik, ez a bizalmatlan vevőkben azt az érzetet is keltheti, hogy az eladó csak gyorsan meg akar szabadulni egy tragacstól, és nem veszi meg az autót. Az ilyen kontraszelekció miatt sok értékes ügylet meghiúsul, ami a piacon hatékonyságvesztéshez vezet. Különösen erős kontraszelekció a piacok megszűnéséhez is vezethetnek, még akkor is, ha magáninformációk hiányában nyereség származna a kereskedelemből.

kisvállalkozások finanszírozását befolyásoló egyik legfontosabb jelenséget tárgyalják. Ezen belül az információs aszimmetria és az idegentőke-finanszírozás illetve a sajáttőke-finanszírozás összefüggéseiről külön is találhatunk cikkeket. Az előbbiek a **hitelpiacon** fellelhető, a hitelező és a vállalkozó vagy vállalatvezető között jelentkező információs aszimmetriával foglalkoznak és kitérnek az ennek kapcsán fellépő morális kockázat és kontraszelekció problémáira is. Közülük a leginkább említésre méltó *Stiglitz és Weiss 1981-es* cikke.

A **sajátőke-finanszírozással** kapcsolatos elméletek képviselői abból indulnak ki, hogy a vállalkozók vagy a vezetők olyan magáninformációkkal rendelkeznek a vállalkozás természetéről, kilátásairól, amelyek befolyásolják a vállalat értékét.

A **jelzésérték modell** szerint a vállalatvezetők belső információik birtokában meghozott tőkeszerkezeti döntéseikkel jelzést adnak a vállalat helyzetéről, vagyis döntéseik „üzenetével” befolyásolják a külső befektetőket. Úgy is fogalmazható, hogy a tőkeszerkezeti döntések a belső információk közvetítésének eszközei. *Ross (1977)* kompenzációs sémája szerint a vállalatvezetők jól járnak, ha magas a vállalat értéke, de ha a vállalat csődbe kerül, akkor büntetést kapnak. Mivel a vállalatvezetők tisztában vannak a vállalat eszközeinek hozamával, ezért gyenge teljesítményű vállalat esetében nem mernek magas tőkeáttételt felvállalni, nehogy csődbe kerüljenek. Ha tehát egy vállalat tőkeáttétele magas, a jelzésérték modell alapján azt az információt közvetíti a befektetők felé, hogy a vállalat jól működik, mert a belső információkkal rendelkező vezetők fel merték vállalni a tőkeáttétel növelését. *Raviv és Saring* elmélete szerint, ha egy vállalatvezetés nem tudja tartani a megígért osztalékfizetési szintet, az azt jelzi, hogy a vállalatnak problémái adódtak (*Milgrom-Roberts 2005*).

Leland és Pyle (1977) modellje azt igazolja, hogy az olyan piacokon, ahol **jelentős** mértékű az **információs aszimmetria** és nagyobb arányt képviselnek a „gyengébb” befektetési lehetőségek a jó projektekkel szemben, ott fellép a **„hiányzó piac” problémája**, vagyis ha nem kerülnek a felszínre olyan befektetési lehetőségek, amelyeket a piac hajlandó lenne finanszírozni, akkor a források is eltűnnek a piacról. Ahhoz, hogy a jó projektek finanszírozása megvalósuljon, **információs transzferre** van szükség, amelyen keresztül az információhoz közvetlen és közvetett módon juthatnak hozzá a befektetők. Abban az esetben, ha az információk közvetlen módon nem vagy csak nagyon költségesen férhetők hozzá, akkor a közvetett információk alapján választhatják ki a projektet a befektetők. Például a belső információkkal rendelkező személyek befektetési hajlandósága információt közvetít a potenciális külső befektetők

számára a projekt minőségével kapcsolatosan, vagyis feltételezhetően egy vállalkozás annál értékesebb, minél nagyobb részét birtokolja a vállalkozó. A közvetett információs transzfer - vagyis a jelzés - hatására kialakuló tőkestruktúra és finanszírozási egyensúly természetesen nem ugyanahhoz az egyensúlyi állapothoz vezet, ami tökéletes információk esetében valósulna meg, de – *Leland és Pyle modellje* alapján – megegyezik azzal, ami közvetlen információkhoz való hozzáférés esetén alakulna ki.

A kutatók közül többen is úgy látják, hogy az információs aszimmetriával jellemzett piacon a vállalkozások finanszírozásában kialakult **piaci űr megoldására a kockázati tőke-befektetők** hivatottak, azonban ezt a feltételezést a gyakorlat nem mindig igazolja (*Hall 2002*).

Myers (1984, 2001) és *Majluf (Myers-Majluf 1984)* megalkották a vállalkozások finanszírozási forrásainak hierarchiájával kapcsolatos kutatások alapjait és megnyitották az utat a **tőkeszerkezet hierarchiaelmélete** (pecking order theory) előtt. Az elmélet a vállalkozó információs előnyét feltételezi a külső szereplőkkel szemben, és ezzel az információs aszimmetriával magyarázza, az idegen tőke és a saját tőke közötti átváltás korlátait. Másrészt, figyelembe veszi a túlzott hitelfelvétel esetén az eladósodottságból fakadó csődveszélyt, vagyis cáfolja, a MM-tételt, miszerint a vállalkozás jobban jár, ha növeli a hitelből történő finanszírozás arányát. A teória szerint a vállalkozások a finanszírozási források egy hierarchiáját állítják fel, és ennek megfelelően választanak a tőkebevonási módok közül, miközben tagadják a tőkeáttétel optimalizálásának lehetőségét. A hierarchiában a legkevésbé kockázatosak és egyben leginkább preferáltak a **belső források**, mint a visszatartott nyereség és az amortizáció. A **külső források** közül első helyen a rövid lejáratú hitelek, a sor végén pedig a legkockázatosabb források, a **részvények** állnak. *Myers* szerint a források annál **kockázatosabbak**, minél több információt kell a külső szereplők rendelkezésére bocsátani, mert ezzel csorbul a vállalkozó információs előnye (*Myers 1984, Szerb 2003, Makra–Kosztópulosz 2006*). Az elmélet szerint a források a hierarchiának megfelelően egyre **drágábbak** is, közülük a legdrágábbak a részvények, mivel a tulajdonosok az általuk vállalt **magasabb kockázat** miatt magasabb hozamokat igényelnek. Természetesen nem definiálható egy általános érvényű optimális tőkeszerkezet, de iparági átlagok vagy adott periódusra vonatkozó vállalati átlagok irányadóak lehetnek. Fontos azonban látni, hogy ez a modell csak egy általános elméleti háttérrel ad a források sorba rendezéséhez, és ráadásul csak az érettebb szakaszokban lévő cégek esetében alkalmazható. A modell nem tér ki külön a kockázati tőke besorolására a hierarchián belül (*Szerb 2006*), így annak sajátosságai

miatt a modell nem egyértelműen ültethető át a kockázattőke-bevonási lehetőségekkel kapcsolatos döntések értelmezésére.

Garmaise (1997) cikkében vitatkozik a modell feltételezésével, miszerint a vállalkozók információs előnnyel rendelkeznek saját vállalkozásaikkal kapcsolatosan, a külső finanszírozókkal szemben. Érvelését a **kockázattőke-társaságok** példájával magyarázza. Szerinte ugyanis a kockázattőke-társaságok kiterjedt tapasztalatokkal és adatbázisokkal maguk mögött jobban meg tudják ítélni egy vállalkozás piaci esélyeit, mint maguk a vállalkozók, mindamellett, hogy a vállalkozók több projekt-specifikus információval rendelkezhetnek, például egy új technológia alkalmasságára vonatkozóan. Emiatt a közöttük lévő **információs aszimmetria kisebb**, mint más esetekben, sőt a kockázati tőkések törekszenek az információs különbségek további csökkentésére speciális tőkefinanszírozási formák alkalmazásával, mint például az elsőbbségi részvények vagy a részvényekké konvertálható vállalati kötvények. Éppen ezért a **kockázati tőke** a vállalkozók **hierarchiában előkelőbb helyre** kerül. Ez az okfejtés ellentétben áll azzal a kisvállalkozásokra vonatkozó általános állítással, amelyet *Zoppa és McMahon (2002)* módosított hierarchiaelmélete tartalmaz, miszerint a kisvállalkozások tartanak a tulajdonosi szerkezet felhígulásától, ezért az idegen tőkét előnyben részesítik a saját tőke típusú finanszírozással szemben.

Zoppa és McMahon (2002) állítása a hagyományos iparágak hagyományos vállalkozásai esetében több relevanciával bír, mint a **technológia-intenzív cégek** esetében, mivel biztosítékok, pozitív pénzáramlások és fokozott információs aszimmetria miatt ez utóbbi vállalkozások hiába preferálnák az idegen tőkét, ha nincs esélyük idegen tőkéhez hozzájutni. Ugyanakkor egy technológia-intenzív kisvállalkozás preferencia-sorrendjén belül a sajáttőke-financezírozás csoportjába tartozó informális kockázati tőke, majd expanziójuk során az intézményes kockázati tőke előkelő, a saját belső források után következő helyet is betöltheti, mivel ez a finanszírozási forma kölcsönös előnyökkel járhat mindkét fél számára.

Az innovatív kis- és középvállalkozások finanszírozása tehát eltér a legtöbb kis- és középvállalkozás hagyományos hitelalapú finanszírozási formáitól, finanszírozási igényeiknek kielégítéséhez speciális technikákra van szükség.

A *hagyományos kisvállalkozás-financezírozás* statikus vagy lassú növekedésű cégeket céloz meg, esetükben amint egy vállalkozás elér egy életképes méretet és pozitív cash-flow-val rendelkezik, hozzáférhet bankhitelekhez, eszköz-alapú finanszírozáshoz vagy kormányzati programokhoz. Expanziójuk megvalósításához

igénybe vehetnek hiteleket, kötvényeket vagy nyilvános tőzsdei jegyzést a kisvállalkozások jegyzésére specializálódott tőzsdéken.

Ezzel ellentétben az *innovatív kis- és középvállalkozások finanszírozásához* sem az idegentőke, sem az alacsony tőkeigényű tőzsdék nem nyújtanak megfelelő forrásokat. Az innovatív technológia-orientált kis- és középvállalkozások finanszírozásának célja ugyanis, hogy végighaladjanak azon a **speciális finanszírozási folyamaton**, amely az informális tőkefinanszírozástól az intézményes kockázati- és magántőke-finanszírozás különböző formáin keresztül a szabályozott általános **tőkepiacokig** vezet. Ez a finanszírozási folyamat **katalizátor** szerepet tölt be a fejlődő technológia kifejlesztésében, piacosításában és a termékfejlesztés fázisainak lerövidítésében, valamint hozzájárul a kutatás élénkítéséhez, amely kiegészíti az egyetemi, kormányzati és vállalati kutatásfejlesztési tevékenységet (OECD 2006).

Az innovatív kisvállalkozások finanszírozási igényeinek legfontosabb jellemvonása, hogy fejlődésüknek abban a szakaszában igényelnek tőkét, amikor még nem tudnak elegendő bevételt generálni ahhoz, hogy fedezzék a költségeiket. Ezen túlmenően, amikor a vállalkozás már elért abba a fázisba, hogy rendelkezzen bevétellel, még sokáig *nem képes pozitív cash-flow-t generálni*, mert a megtermelt bevételt még vissza kell forgatni a vállalkozásba. A finanszírozás során további problémák adódnak az alapján, hogy a fejlődés mely fázisában tart az adott vállalkozás.

A technológia-orientált kisvállalkozások finanszírozását érintő egyik legfontosabb kérdés, hogy ezek a vállalkozások, különösen a korai fázisokban gyakorlatilag alkalmatlanok hitelből történő finanszírozásra a rájuk jellemző jelentős **információs aszimmetria** miatt, mivel ekkor még **nem rendelkeznek** megfelelő **biztosítékokkal** és piaci tapasztalatokkal. Egyes írások (Mason–Harrison 1998) a technológiai projektek elbírálásakor jelentkező információs űrrrel magyarázzák azt, hogy a technológia-intenzív kisvállalatok miért nem jutnak hitelekhez. Szerintük a bankok és más hitelintézetek nem tudnak különbséget tenni jó és rossz projektek között, és emiatt elmulasztják a jó kilátásokkal rendelkező projektek finanszírozását is. Mások - például Philott (1994), Gompers (1995) és Hall (2002) - azt hangsúlyozzák, hogy a technológia-intenzív kisvállalatok azért nem képesek a korai finanszírozásukhoz kölcsöntőkét megszerezni, mert nem rendelkeznek a megfelelő biztosítékokkal. Ez abból fakad, hogy miután a vállalkozók már az összes saját forrásukat befektették a vállalkozásba, saját forrásból már nem tudnak biztosítékot nyújtani, ugyanakkor a vállalkozás eszközeinek értékét elsősorban a biztosítékoknak alkalmatlan immateriális javak (például

szabadalmak) és vállalatspecifikus eszközök adják. Ez azonban mindaddig így is marad, amíg ki nem fejlesztik a prototípust, és amíg meg nem valósul a sikeres piaci bevezetés. A termék kifejlesztése azonban egy modern technológiai környezetben és fejlődő piacon jelentős **bizonytalanságokat** és csődvészélyt rejt magában, hiszen elképzelhető, hogy a kutatás-fejlesztés zsákutcába jut, ebben az esetben pedig a befektetők a teljes befektetett összegüket elveszíthetik. A finanszírozási források előteremtésének nehézségét tovább növeli, hogy sok ilyen vállalkozás az egyetemekről származik (*Lindström-Oloffson 2001*). *Mason és Harrison (2004)* Egyesült Királyságban és az EU-ban végzett felmérése szerint a technológia-alapú vállalkozásoknak valóban nehéz tőkéhez jutniuk fejlődésük korai szakaszában, de felmérésük nem igazolta, hogy a modern technológiai cégek magasabb kockázattal rendelkeznének, mint a hagyományos iparágak vállalatai.

Az innovatív, technológia-intenzív kisvállalkozások tehát az **átlagostól eltérő finanszírozási struktúrát** igényelnek. Az innovatív kisvállalkozásokba történő befektetéseket sokszor pontatlanul leegyszerűsítve kockázati tőkének szokták nevezni, eltekintve attól, hogy a kockázati tőke csak egy hosszabb folyamatnak a végén válik relevánssá. A kockázati tőke-befektetők, szemben más befektetőkkel, annak tudatában választják ki a portfólióvállalatokat, hogy közülük lesz olyan, amelyik veszteséges befektetést fog eredményezni, de közben arra is számítanak, hogy néhány kiugróan magas jövedelmezőségű projekt viszont kompenzálni fogja a sikertelen befektetések veszteségét (*OECD 2006*). Az innovatív kisvállalatok a jelentős információs aszimmetria és a biztosítékok hiánya miatt tehát nagy nehézségek elé néznek, amikor finanszírozási forrásokat próbálnak találni vállalkozásuk fejlesztéséhez. Ezek a nehézségek elsősorban a kezdeti szakaszokban okoznak problémát (*Nagy 2004*), de a kockázati tőkések megoldási alternatívát nyújthatnak ezek megoldására.

A hagyományos cégektől eltérően a technológia-intenzív kisvállalkozások esetében a finanszírozási források **hierarchiaelmélete** által felállított sorrendje (belső források, idegen tőke, saját tőke) a fokozott információs aszimmetria és a biztosítékok hiánya miatt nem alkalmazható, mivel az idegen források bevonásának kevesebb a létjogosultsága, mint a tőkefinanszírozásnak. Ezt empirikus kutatások is igazolták, például *Himmelberger és Petersen (1994)* az 1983-tól 1987-ig terjedő periódusban 179 amerikai high-tech cégre kiterjedő tanulmányukban megállapították, hogy a technológia alapú vállalkozások más kisvállalkozásoknál **alacsonyabb hitelarányokkal** rendelkeztek. *Jordan, Lowe és Taylor (1998)* szintén hasonló eredményre jutottak,

amikor 605 délkelet-angliai kisvállalkozást vizsgáltak meg, melynek során arra világítottak rá, hogy a **leginnovatívabb cégek** rendelkeztek a **legalacsonyabb hitel-tőke aránnyal**.

Más források ugyanakkor arra utalnak, hogy a technológia-intenzív vállalkozások túlságosan is **függenek** a belső finanszírozási forrásoktól és a kereskedelmi hitelektől (*Sahlman 1990, Wetzel 1994, Moor 1994*). *Roberts (1991)* pedig azt állítja, hogy az ilyen vállalkozások számára szükséges kezdeti tőkeforrások 70%-ban maguktól a vállalkozóktól vagy azok családjától és barátaitól származnak. *Mason és Harrison (2004)* kutatási eredménye alapján a technológia-alapú kisvállalkozások korai fejlődésében jelentős szerepe van az **üzleti angyalok** személyes közreműködésének. *Thornhill és szerzőtársai (2004)* kutatásaik során erős **korrelációt** találtak a **tőkestruktúra és a tudás intenzitása** között, de megállapításaik szerint a korai növekedés karaktere nincs hatással a finanszírozási struktúrára. *Sjorgen és Zackrisson (2005)* megvizsgálták a technológia-alapú kisvállalatok finanszírozási forrásainak szokásos sorrendjét. A hagyományos hierarchia-elmélet szerint a nagyvállalatok finanszírozásában elsősorban a belső források, majd a hitel és a tőke játsszák a legfontosabb szerepet. Megállapították, hogy ettől eltér a high-tech kisvállalkozások ideális finanszírozási hierarchiája, mivel sokkal nagyobb szerepet kapnak a saját tőke, mint az idegentőke források. Eltéréseket tapasztaltak a Szilícium-völgy és a svédországi Linköpingben található kisvállalkozások esetében is, de a földrajzi eltérések okait nem a források eltérő hierarchikus sorrendjében, hanem a **pénzügyi rendszerek** eltérő működési mechanizmusában és az egyes finanszírozók által nyújtott eltérő **kompetenciákban** látták.

Az empirikus kutatások egymástól eltérő eredményei ellenére abban azonban egyetértenek a kutatók, hogy a technológia-intenzív kisvállalkozások a szokásostól eltérő finanszírozást igényelnek, és problémájukra sok esetben megoldást jelenthet az **informális tőkefinanszírozás** alternatívája, amely **előkészíti** a későbbi életciklusokban releváns **kockázattőke-finanszírozás** lehetőségét.

2.2.4. Ügynökelmélet

A tőkefinanszírozást érintő, információs aszimmetriából fakadó problémák közül lényeges kiemelni a vállalkozók és befektetők illetve a vezetők és tulajdonosok kapcsolatával foglalkozó ügynökelméletet. Az aszimmetrikus információk hatással

vannak az imént említett szereplők közötti **megbízó-ügynök viszony** (Jensen-Meckling 1976) kialakulására, és ily módon közvetetten a **tőke kínálatára**, a kínált tőke **árára** és a tranzakciók során megvalósuló befektetési **szerződésekre** is.

Az ügynökelmélet megértéséhez először is szükség van a megbízó-ügynök viszony definiálására. **Megbízó-ügynök viszony** akkor alakul ki, amikor megbízó saját tulajdonjogának vagy egyéb érdekeinek képviseleti jogát delegálja ügynökre, vagy ügynökként viselkedő embercsoportra, mert idő, erőforrás és ismeret hiánya miatt úgy ítéli meg, hogy nem képes vagy nem is kívánja önállóan gyakorolni érdekeinek képviseletét (Williamson 1988). Ilyen megbízó-ügynök viszony áll fenn a vállalat menedzsmentje és tulajdonosai vagy a vállalkozó és a potenciális befektető között. Korábban a közgazdászok azt feltételezték, hogy mindegyik szereplő a közjó érdekében cselekszik, de az elmúlt évtizedekben az új intézményi finanszírozási elmélet megalapozói fényt derítettek a lehetséges **érdekellentétekre** és a leküzdésükre irányuló törekvésekre. Az ügynökelmélet két különböző, de összefüggő problémával foglalkozik, az egyik az ügynök probléma, a másik a kockázat megosztásának problémája (Eisenhardt 1989).

Az **ügynök probléma** (agency problem) abból a megfigyelésből fakad, hogy a tulajdonosokat vagy a befektetőket (megbízó) és a menedzsereket vagy vállalkozókat (ügynök) eltérő célok vezérik. A tulajdonosok akkor tudják **maximalizálni a hasznukat**, ha a vezetők megfelelően irányítják a vállalatot, szem előtt tartva a tulajdonosok vagyonának gyarapítását mint a vállalkozás legfőbb célját. Eközben azonban a szintén haszonmaximalizáló menedzsereket saját jólétük fokozása hajtja, amit elsősorban a tulajdonosok vagyonának öncélú elköltésével tudnak megvalósítani. A problémát fokozza, hogy a tulajdonosok nem rendelkeznek teljes körű információkkal sem a menedzserek kinevezésekor azok képességeiről, sem később arról, hogy a vezetők tevékenységüknek gyakorlása közben legjobb tudásuknak megfelelően és a tulajdonosi érdekek elsődleges célját szem előtt tartva járnak-e el. Abban az esetben, ha egy ügynök lényeges információkat hallgat el a megbízó elől, akkor fellép az opportunizmus (ex ante) vagy az erkölcsi kockázat (ex post) problémája. Példa az opportunizmusra, ha a menedzser képességeiről nem valós képet kap a tulajdonos a kinevezése előtt, és példa az erkölcsi kockázatra, amikor a vezető nem a megbízatásának megfelelően jár el, visszaélve a lehetőségeivel aránytalan költsékezésbe fog a vállalkozás számlájára, saját kényelmének és jólétének fokozása érdekében.

A **kockázat megosztásának problémája** abból fakad, hogy a megbízó és az ügynök eltérő kockázati szintet preferálnak (*Eisenhardt 1989*). Az ügynök például nem fog túl kockázatos ügyletekbe belefogni, ha elsősorban a megbízatását szeretné biztonságban tudni, miközben lehet, hogy a megbízó kockázatosabb ügyleteket preferálna a nagyobb hozamok érdekében. A szituáció ellenkezője is kialakulhat, amikor az ügynök túl magas kockázatot vállal, tudván, hogy nem a saját vagyonát kockáztatja.

Jensen és Meckling (1976) elméletükben vizsgálják a tulajdonosok és vállalatvezetők, illetve a részvényesek és kötvényesek közötti kapcsolatot. Feltételezéseik szerint nincsenek adók, nem bocsátanak ki komplex pénzügyi termékeket, csak egy menedzser létezik, aki tulajdoni résszel rendelkezik a vállalatban. A megbízó – ügynök kapcsolatok **ügynöki költségeket** vonnak maguk után, amelyek mind a részvényfinanszírozás mind a hitelfinanszírozás esetében felmerülnek. *Jensen és Meckling (1976)* az ügynöki költségek három fő típusát különböztette meg. Ezek a **monitoring típusú költségek**, amelyek az ügynök tevékenységének kontrollálásából fakadnak, a **„bonding” típusú költségek**, amelyeket azért merülnek fel, hogy arra késztessek az ügynököt, hogy ne cselekedjen a megbízó érdekeivel ellentétesen, vagy ha mégis, akkor vállalja annak következményeit. Ez abból fakadhat, hogy az ügynök nem fordít elég figyelmet a megfelelő beruházás felkutatására, vagy nem jó beruházási döntéseket hoz. A harmadik típusú költség a **megbízó alternatív költség**, ami az ügynök nem kielégítő tevékenységéből fakadó elmaradt hasznokból fakad, vagyis abból, hogy a vezető elkényelmesedik és megnőnek a kényelmi javakra fordított kiadások. Ez közvetlen következménye a tulajdonos és a vezető szétválasztásának. A külső részvénytőke bevonásával nőnek a hozzá kapcsolódó ügynöki költségek, és mivel ebben az esetben csökken a tőkeáttétel, vagyis az idegen tőke (hitel) aránya, ezért relatíve csökken a hozzájuk kapcsolódó ügynöki költség. Az elmélet szerint az **optimális tőkeáttétel** ott alakul ki, ahol a részvénytőkével és a hitellel történő finanszírozás **ügynöki költségei minimálisak**. Az elméletben felsorolt **vertikális ügynöki költségeken** túl a több lépcsős vagy szindikált befektetések esetén **horizontális ügynöki költségek** is felmerülhetnek, amelyek a befektetők egymás közötti – például a kiszállás módját vagy a finanszírozási stratégiát érintő – érdekkülönbségekből fakadnak (*Bartlett 2006*). Az ügynökelmélettel foglalkozó kutatások arra irányulnak, hogy megoldást találjanak a megbízó-ügynök viszonyban felmerülő problémákra, és ezáltal mérsékeljék a felmerülő ügynöki költségeket (*Makra 2007a*).

Az ügynökelméletnek **három fő irányzata** alakult ki, a **megbízó-ügynök megközelítés**, a pozitivista irányzat illetve a tökéletlen szerződés irányzata. A megbízó-ügynök kapcsolatrendszerének vizsgálatával foglalkozó irodalmak célja egy olyan optimális szerződés matematikai módszerekkel történő meghatározása, amely az ügynök viselkedésének befolyásolásával csökkenti a problémából fakadó veszélyeket, úgy, hogy az ügynökre hárítja a magatartásából fakadó teljesítményromlás kockázatának viselését. A szerződés az eredmény bizonytalansága esetén az ügynök magatartásával kapcsolatosan fogalmaz meg elvárásokat, míg a teljesítmény mérhetősége esetén az ügynök teljesítményét igyekszik ösztönözni, áthárítva rá a nem teljesítésből fakadó kockázatot is. A **pozitivista irányzat** kevésbé számszerűsíthető módszerekkel próbál olyan irányítási mechanizmusokat meghatározni, főként a nagyvállalatok vezetői számára, amelyek mérsékelik az ügynöki viselkedés kockázatait. A **tökéletlen szerződés irányzata** szerint fölösleges a szerződések költséges előkészítése, úgysem lehetséges mindenre kiterjedő, azaz tökéletes szerződést megírni. Ehelyett inkább a kontrollnak a szerződés utáni (ex post) elosztására kell koncentrálni (Makra 2007a).

Az ügynökelmélet szoros összefüggésben áll a tulajdonosok vagyonának maximalizálását szolgáló **tőkeszerkezet** meghatározásával, mégpedig annak egyik korlátozó tényezőjét magyarázza a megbízó-ügynök között fennálló érdekkülönbségekkel. Az általánosan elfogadott felfogáshoz képest azonban a kockázati tőke az ügynökelméleten belül is külön tárgyalást érdemel. Ennek legfőbb oka a kockázati tőke jellegzetességeiből fakad, amelyet jól példáz az, hogy a **kockázati tőkések** a tőkefinanszírozási szerepkörön túl igyekeznek **részt vállalni a vállalat irányításából** is, ami jelentősen lecsökkenti a megbízó-ügynök viszonyból fakadó kockázatokat. A kockázati tőkést érintő ügynökproblémával először Sahlman (1990) foglalkozott, aki bemutatta, hogy a kockázattőke-társaságoknak egy **kétszintű megbízó-ügynök kapcsolattal** kell szembenézniük, amely egyrészt a finanszírozott portfólióvállalathoz, másrészt a befektetőkhez, vagyis az általuk kezelt kockázattőke-alap tulajdonosaihoz fűződő kapcsolataiból fakad. Az első esetben a kockázattőke-társaság tölti be a megbízó szerepét, amikor választania kell a potenciális befektetési célpontként szolgáló vállalkozások között egy bizonytalan környezetben, ahol felléphet a kontraszelekció és a morális kockázat veszélye. A második esetben a kockázattőke-társaság tölti be az ügynök szerepét, és ekkor annak a kockázatnak van kitéve, hogy amennyiben a vállalkozás nem teljesít jól, akkor nem fog olyan befektetőket találni,

akik megvásárolnák az alap részesedéseit, biztosítva ezzel a vállalkozásból való kilépését.

2.2.5. Megbízó-ügynök probléma a kockázatitőke-befektető és a portfólióvállalat kapcsolatában

Mivel a kockázatitőke-társaság a befektetők és a portfólióvállalatok között közvetítőszerpet tölt be, ezért **kétszintű megbízó-ügynök viszony** alakul ki. A kockázatitőke-társaság és a vállalkozó kapcsolatát tekintve a társaság megbízó szerepet tölt be, míg a befektető irányában a kockázati tőkés az ügynök szerepében áll.

Egy technológia-orientált kisvállalat alapítója, egy **innovatív ötletekkel rendelkező magánszemély**, aki esetleg, mint egy új termék előállításához szükséges új technológia ismerője érthető módon tart attól, hogy átengedje a birtokában lévő tudást, illetve a vállalat feletti irányítási és ellenőrzési jogot a kockázatitőke-befektetőnek vagyis érdekében állhat, hogy lényeges információkat hallgasson el a befektető elől, ami fokozza az információs űrt.

Jensen és Meckling (1976) megállapítása szerint a megbízó-ügynök probléma nem létezik akkor, ha a tulajdonos és a vezető személye egybeesik, de amint a vállalkozás külső tőkéstárs bevonásával emeli meg a tőkéjét, akkor az addigi kizárólagos tulajdonos-vezető magatartása arra fog irányulni, hogy a vállalaton belüli **fogyasztását maximalizálja**, mivel így kizárólag ő lesz a haszonélvező. Az ügynök céljainak elérését megkönnyíti, hogy számára a vállalattal kapcsolatos információk könnyebben hozzáférhetőek, mint a megbízó számára. Természetesen a tulajdonosok tisztában vannak ezzel a törekvéssel, éppen ezért arra törekcszenek, hogy növeljék a vállalat illetve a vezetés fölötti **ellenőrzési** jogukat, ami viszont sérti az ügynök döntési önállóságára vonatkozó törekvéseit. A probléma megoldásának nyitja a két fél **kooperációjában** áll. Ezt támasztja alá *Jensen és Meckling (1976)* a korábban említett cikkükben, illetve *Cable és Shane (1997)* is, a kockázati tőkés és a vállalkozó kapcsolatát a „**fogoly dilemma**” megközelítésében tárgyaló tanulmányban. Mindannyian arra a következtetésre jutottak, hogy a szereplők kölcsönös együttműködés esetén járnak a legjobban, és az együttműködés esélyeit a közöttük lévő *kommunikáció javításával, az üzleti kapcsolat közelségével és az együttműködés hiányának büntetésével* (ceteris paribus) tudják javítani. *Reid (1996)* 1988-1992 közötti időszakra vonatkozó angliai empirikus kutatása is alátámasztotta, hogy mind a

kockázatitőke-befektetők, mind a vállalkozók belátják, hogy szükség van az információs aszimmetria csökkentésére a mindkét fél számára kedvező szerződés megírása érdekében. A szerződés megírása előtt az információáramlásra a **kontraszelekció** kivédése érdekében, míg a szerződés létrejötte után a **morális kockázat** csökkentése érdekében van szükség. A vállalkozók is belátják, hogy a befektetés létrejötte és megtartása érdekében széleskörű információkkal kell ellátniuk a befektetőket, de Reid rávilágított arra, hogy még így is megmarad az **információknak egy „zajos” része**, ami fenntartja a kapcsolatban rejlő bizonytalanságokat.

A **kockázati tőkés és a vállalkozó** kapcsolatával foglalkozó irodalom az ügynöki viszonyból eredő erkölcsi kockázat és kontraszelekció problémáinak *enyhítésére* irányuló mechanizmusok alapján hat különböző területre osztható, amelyek az alábbiakban kerültek felsorolásra (*Bank of England 2001*).

A speciális és magas kockázatvállalás a kockázatot kompenzáló **magas elvárt hozamokkal** és speciális kockázatcsökkentő technikákkal párosul, melynek következtében a kockázati tőke **drágább, mint a hitel**. A kockázatitőke-befektetők által elvárt magas hozamokat az empirikus kutatások jól igazolják, amelyek egyúttal azt is alátámasztják, hogy az induló vagy korai finanszírozás esetén különösen magas elvárásokat jelentenek. *Mason és Harrison (1999c)* számításai szerint egy magvető vagy induló vállalkozásnak 30-60 százalék közötti belső megtérülési rátát kell ígérnie, hogy a kockázatitőke-finanszírozás potenciális célpontjává váljon. Ez nagyjából megegyezik *Plummer (1987)* korábbi számításaival, miszerint egy korai stádiumban lévő vállalkozás elvárt hozama 50-70 százalék között mozog. *Murray és Lott (1995)* egy felméréséből az derül ki, hogy a kockázatitőke-befektetők a technológia-intenzív vállalkozásoktól minden életszakaszban nagyobb megtérülési rátát várnak el, mint a hagyományos iparágakból származó cégektől, és minél fiatalabb egy vállalkozás, annál magasabb megtérülést kell ígérjen a befektetők számára. Ezek szerint az empirikus eredmények is igazolják azt a feltételezést, hogy az információs aszimmetriából és a megbízó-ügynök viszonyból fakadó kockázatok élenkebben jelentkeznek a fiatalabb illetve a modernebb technológiát alkalmazó cégek esetében és ennek a magasabb kockázatnak a kompenzálását célozza a magasabb elvárt hozamráta. *Sahlman (1990)* vélekedése alapján ez a magas elvárt hozamráta a kontraszelekció fokozott veszélyét hordozza magában, mivel a legjövödelmezőbb, legnagyobb növekedési potenciállal rendelkező cégeket arra készíti, hogy olcsóbb finanszírozási forrásokat keressenek projektjük megvalósításához, és így a kockázati tőkének már csak azok a lehetőségek maradnak,

amelyek más módon nem tudtak forrásokhoz jutni. Ezt a kockázatot persze hatékony, részletes szakértői vizsgálattal illetve a befektető és a vállalkozó szoros együttműködésével mérsékelni lehet. *Mason és Harrison (2004)* a korábbi kutatásokkal szemben azt találták, hogy a technológiai vállalkozások magas kockázata és a hozzájuk kapcsolódó magas elvárt hozamok túldimenzionáltak, mivel az üzleti angyalok szakmai hozzáértése segítségével az információs aszimmetriából fakadó kockázat kiszűrhető.

A kockázat mérséklése már a befektetést megelőzően elkezdődik, amikor először is a potenciális vállalatok körének ágazati, életciklusonkénti és méretkategóriánkénti megszűrését végzik el (*Ludányi 2002*), ahol a kockázati tőkét igénylő vállalkozások körének 90%-a fennakad a rostán (*BÉT 2003*). Ezt követően a befektetésre esélyes 10-20 vállalkozást egy nagyon költséges procedura keretében részletekbe menően átvilágítják (*due diligence*) szakértők bevonásával és tárgyalásokat kezdeményeznek a vezetéssel. A befektetési lehetőségek értékelésével és **kiválasztásával** kapcsolatos irodalmak (*Bruno-Tybjee 1985, MacMillan et al. 1985, 1987, Fried et al. 1993, Hall-Hofer 1993, Rah et al. 1994 és Zacharakis-Meyer 1995*) korábban arra utaltak, hogy a legfontosabb szempontok a kockázattőke-befektetők számára a vállalkozó üzleti tapasztalatával és személyiségével kapcsolatosak, de ezeknek ellentmondanak az későbbi tanulmányok eredményei, mely szerint az **iparági és piaci tényezőknek** van a legfontosabb szerepe a befektetési döntés meghozatalában. Az ellentmondás feltételezhetően abból fakad, hogy a felmérések csak kisvállalkozásokra vonatkoztak. A *Fried és Hisrich (1994)* által készített, minden szakaszra kiterjedő felmérésből ugyanis kiderül, hogy a kockázati tőkések három szempont alapján értékelik a vállalkozásokat: a **projekt életképessége**; a menedzsment integráltsága, előélete és szakmai képessége valamint a magas várható hozamok elérésének lehetősége, **jó kilépési kilátások** mellett. *Silva (2004)* egy évtizeddel későbbi kutatása szerint ismét kulcsfontosságú tényezőnek találta a **vállalkozó személyiségét**, az üzleti ötletet, a versenyelőnyöket, a növekedési potenciált, de a korábbi irodalmakkal szemben nem találta jelentős szempontnak a **pénzügyi elvárásokat**. A fentiek összegzéseként tehát a befektetési döntésben leginkább a menedzsment minősége, az üzleti terv, a várható piaci versenyhelyzet és a kilépési lehetőségek játszanak fontos szerepet. Azzal kapcsolatosan viszont egyetértés van a kutatók körében, hogy a magas elvárt hozamráta és a szigorú kiválasztási szempontok vezetnek oda, hogy a finanszírozást igénylő vállalkozások 90-95%-a elutasító választ kap a kockázattőke-társaságoktól. A befektetési lehetőségek alapos és egyébként

költséges átvizsgálása valamint a projektek megbízható forrásból történő beszerzése azonban mind azt a célt szolgálják, hogy megakadályozzák az olyan ügynöki költségek későbbi jelentkezését, mint a csőd vagy az alkalmatlan menedzsment szükségszerű leváltása.

A vállalkozások életciklusának a **legkorábbi szakaszában** okoz a befektetők számára a legnagyobb problémát a befektetések kiválasztása (*Amit et al. 1990*). Éppen ezért a kockázati tőkések, mielőtt befektetnének egy új technológiát alkalmazó induló vállalkozásba, **részletesen megvizsgálják**, hogy a vállalkozás milyen gazdasági vonzerővel rendelkezik. Az új technológia, amely eddig még nem lett kipróbálva, vajon felhasználható-e egy új termék előállításához, vagy megmarad a vállalkozó gondolataiban, illetve lesz-e potenciális kereslet a tervezett termékekre. Továbbá a vállalkozás menedzsmentje kereskedelmi tapasztalatokkal nem rendelkező műszaki szakemberekből áll-e, akik helyett egy képzett, szakmai tapasztalattal rendelkező menedzsmentet szükséges a cég élére állítani (*Murray-Marriott 1998*).

A befektetési döntés meghozatalát követően egy szintén hosszadalmas ügyvédi eljárás következik egy részletekbe menő **befektetési szerződés**, illetve egy szindikátusi szerződés megfogalmazása céljából. A szakértői átvilágítással és a szerződések tökéletesítésével csökkenthető a szerződéskötés előtti és a szerződéskötést követő információs aszimmetriából, morális kockázatból és kontraszelekcióból fakadó összes kockázat. A kockázattőke-befektetők kockázatát jelentősen befolyásolja, hogy a megszerzett tulajdonosi részarány alapján milyen tulajdonosi jogok illetik meg, illetve milyen jogai maradnak meg a korábbi tulajdonosoknak. A **szindikátusi szerződés azt a célt szolgálja**, hogy a társasági törvény által nem szabályozott **tulajdonosi jogokat** deklarálja. Ebbe a szerződésbe általánosan belefoglalják, hogy a kockázattőke-befektetők milyen módon korlátozzák a **menedzsment döntési jogait**, ami szintén egy kockázatcsökkentő technikának minősül (*Karsai 1998*). A szerződések ugyanakkor tartalmazzák a különféle tőke és/vagy hitelforrások bevonása közötti választási lehetőségek feltételeit, a vezetők **ösztönzésére** vonatkozó tényezőket - mint a teljesítményalapú bérezés vagy a részvényjuttatási opciók -, az **igazgatósági tagságra** vonatkozó kitételeket, a szavazati jogokat, stb. (*Bank of England 2001*). *Reid (1999)* empirikus kutatása során arra az eredményre jutott, hogy nem lehet meghatározni egy általános érvényű optimális, befektető és vállalkozó közötti szerződést, mivel minden kapcsolatot egyedi tényezők határoznak meg, és ezeknek megfelelően kell a szerződést kialakítani. A vállalat sikeréhez hozzátartozik, hogy minden érintett jutalmazva legyen.

Ellentétben azokkal a hagyományos vállalkozásokkal, ahol viszonylag erős a hierarchia és a munkavállalók többnyire az alapfizetésükön keresztül kapnak kompenzációt itt minden **munkavállaló** jutalma szorosan összefügg az egész vállalat sikerével. Ebben az esetben a **részvényopciókat** szokták alkalmazni a dolgozók és tulajdonosok érdekeinek összehangolása érdekében.

A kockázati tőkések körében elterjedt gyakorlat az olyan **kvázi-tőkefinanszírozási formák**, mint az átváltható vagy az átváltható elsőbbségi részvények alkalmazása, amelyek szintén csökkenthetik az ügynöki kockázatokat. Ezek a finanszírozási formák ugyanis egyszerre juttatják a tulajdonosaikat a hitelekhez hasonló **pénzáramlási** jogokhoz, mint például az elsőbbségi részvény után fizetett fix osztalék, likvidációs jogokhoz, melynek következtében egy esetleges csőd esetén a likvidációs sorrendben a hagyományos részvények tulajdonosaival szemben elsőbbséget élveznek, illetve **részvényesi jogokhoz**, mint a szavazati és a képviseleti jog, amelyek biztosítják számukra, a vállalkozó fölötti kontroll gyakorlásának jogát. Kockázatcsökkentő technika lehet még az **elővásárlási jog** kikötése, a **kiszálláshoz kapcsolódó jogok** rögzítése.

A befektetés szigorú figyelemmel kísérése, vagyis a **monitoring** tevékenység az egyik legfontosabb módja annak, hogy a befektető megakadályozza vagy korlátozza a vállalkozót abban, hogy opportunista módon a saját érdekeit előnyben részesítve tevékenykedjen (*Bank of England 2001*). Ehhez kapcsolódik a vállalkozások folyamatos **tájékoztatási és jelentési kötelezettsége** kapcsolódik a befektetők irányába (*Karsai 1998, BÉT 2003*).

A **több lépcsőben** történő finanszírozás szintén hozzájárulhat az ügynöki költségek mérsékléséhez. *Neher (1997)* lépcsőzetes finanszírozási modelljének lényege, hogy a vállalkozás fejlődési szintjei legyenek összhangban a kockázati befektető által kínált finanszírozás szintjével, ami azt jelenti, hogy a vállalkozásnak mindig csak annyi forrás álljon a rendelkezésére, amennyi egy fejlődési szakaszhoz szükséges. A kilátásba helyezett újabb finanszírozási lehetőség, amelyhez az előírt fejlettségi szint elérése után juthat hozzá a vállalkozás ösztönzőleg fog hatni a teljesítményére, a hatékonyság javítására és a határidők betartására. Közben a befektető is csak kisebb összegeket kockáztat több lépcsőben, és az egyes szakaszok teljesítményei biztosítékként szolgálhatnak számára a jövőbeli eredményekre vonatkozóan, ami az ügynöki kockázat csökkenését eredményezi.

A kockázatitőke-alap egész portfóliójára vonatkozó kockázat csökkentésének módja, hogy a kockázatitőke-társaság az általa finanszírozott vállalkozások körét úgy válogatja össze, hogy azzal minimalizálja a **portfólió kockázatát**. Gyakori, hogy az alapkezelők **hálózatba szervezik** a portfólióvállalatokat, hogy erősítsék egymás működését (Karsai 1998, Osman 2006).

2.2.6. Megbízó-ügynök probléma a kockázatitőke-társaság és a befektető kapcsolatában

A **befektetők** által a **kockázatitőke-alapok** rendelkezésére bocsátott tőke kihelyezéséről, vagyis portfólióvállalatokba történő befektetéséről az alapkezelők gondoskodnak. Itt tehát **megbízó-ügynök problémával** szembesülhetünk, amelyet a szereplők kapcsolatát szabályozó jogi struktúra (*limited partnership*) tovább fokoz, azáltal, hogy a befektetőknek nem biztosít beleszólási lehetőséget a kockázatitőke-társaság irányításába, illetve befektetési tevékenységébe. Ugyanakkor többféle módszer (Sahlman 1990) is létezik az így kialakuló ún. ügynökprobléma csökkentésére.

Az alapkezelők **közvetítő szerepet** játszanak a megtakarítások és a vállalatok között, emiatt szükséges az alapkezelők megfelelő **ösztönzése**, ami azt a célt szolgálja, hogy harmonizálja a befektetők és az alapkezelők érdekeit, vagyis az elért eredmények mindkét fél számára hasznokat eredményezzenek. A menedzserek javadalmazását tehát olyan tevékenységekhez rögzítik, amelyek hozzájárulnak az egész alap értéknövekedéséhez, így díjazásuk teljesítményükhöz kötött, ami három komponensből tevődik össze. Egyrészt az alapkezelők a tulajdonosok bizalmának megszerzése érdekében rendszerint saját forrásaik egy részét az alap rendelkezésére bocsátják (1-3% körüli összeget), vagyis érdekeltté válnak az alap teljesítményében, amit a korlátlan felelősségű partner kötelezettségvállalásának is szokták nevezni. Másrészt a vagyonkezelői tevékenységükért általában 1,5-2,5%-os vagyonkezelői díjban részesülnek, harmadrészt pedig a portfólióvállalatok értékesítéséért sikerdíjat kapnak. Ez utóbbi igen jelentős mértékű lehet, rendszerint eléri az elvárt hozamot meghaladó árfolyamnyereség 20%-át (*carried interest*). A nyereségrészesedés (vagy más néven átvitt jutalék) viszont csak akkor fizethető ki, ha a befektetők már megkapták az eredetileg befektetett összeget és egy minimálisan elvárt hozamot (Barry 1994, Karsai 1998, Szlovák 2006).

A szerződések rendszerint **megtiltják** a kockázati tőkéseknek az olyan **tevékenységeket**, amelyek **érdekkülönbségeket okozhatnak** a befektetők és a kockázati tőkések között. Így például szigorúan tilos az alap által finanszírozott portfólióvállalatban a kockázati tőkéseknek saját részesedést szerezniük.

A **korlátozott futamidejű kockázatitőke-alapok** miatt a kockázati tőkések csak egy bizonyos ideig rendelkezhetnek a rájuk bízott tőke fölött, és az a feladatuk, hogy ez idő alatt ériék el a befektetők által igényelt hozamokat, miközben ösztönözve vannak arra, hogy újabb alapot hozzanak létre, amely újabb tőkét tud mozgósítani, melynek segítségével biztosítani tudják az üzletben maradásukat.

A **hozamok kötelező szétosztására** vonatkozó politika megvéd az esetleges nézetkülönbségektől, például, hogy mi legyen a sorsa a keletkezett jövedelmeknek: a befektetésbe történő visszaforgatás, újabb befektetés vagy a befektetők közötti megosztás. A keletkezett hozamok szétosztásával a kockázati tőkések sem tudnak olyan további befektetéseket választani, amelyek elsősorban a saját érdekeiket szolgálnák, a befektetők költségére.

A befektetők folyamatosan **monitoring** tevékenységet láthatnak el, annak érdekében, hogy figyelemmel kísérjék az alap kezelőjének a tevékenységét. Emellett a kockázati tőkések kötelesek folyamatosan **információt szolgáltatni** a befektetésekről az befektetők felé.

A kockázatitőke-alapba való fokozatos, **több lépcsős befektetés** a befektetők számára biztosítja azt a lehetőséget, hogy amennyiben úgy ítéli meg, hogy a portfólióvállalatokba való befektetési tevékenység nem fog kielégítő eredményt hozni, akkor az alap felhalmozott tőkéjéhez való kezdeti hozzájárulásaihoz képest későbbre ütemezett befizetéseit megtagadhatja. Igaz, hogy ez a szerződési feltételeknek megfelelően büntetéseket vonhat maga után, de egyéni elbírálás alá esik, hogy a befektető melyik esetben jár rosszabbul, ha tovább finanszírozza az alap tevékenységét, vagy ha a hátrányos következményeket választja.

Az egyes portfólióvállalatokba történő **befektetések limitálásával** lehetőség nyílik a túl magas portfóliókockázati szint elkerülésére. A portfólióban szereplő vállalatok száma ugyanis csökkenti a portfólió kockázatát, ami a megfelelő kockázat-jövedelem szint érdekében meglehetősen fontos tényező (*Sahlman 1990*).

Ahhoz, hogy a kockázati tőkések a befektetőktől minél több tőkét tudjanak vonzani az alapba, tanúbizonyságot kell tenniük **szakmai kompetenciájukról** és **hozzaértésükről** a befektetési tevékenység területén. A befektetők korlátozott jogaik

miatt elsősorban azzal tudnak véleményt nyilvánítani az alapkezelők munkájáról, hogy megváltoztatják a kínálatukat az adott alap irányába. Az ügynökprobléma enyhítésére szolgálhat **közvetítők beiktatása** a kockázati tőkések és az intézményi befektetők közé, mint az **alapot alapja** (*fund of funds*), amely egy olyan speciális kockázatitőke-alap, amely egyszerre több kockázatitőke-alapban hajt végre befektetéseket (*Bank of England 2001*).

2.2.7. Információs aszimmetria és megbízó-ügynök probléma informális kockázatitőke-befektetések esetén

A kockázatitőke-befektetések és az ügynökelmélet viszonylatában némi eltérés van az informális és az intézményi befektetők között, abból kifolyólag, hogy másképp közelítik meg az ügynöki problémák kezelését. Az intézményi befektetők kapcsolatait a megbízó-ügynök iskola által leírt modellekkel lehet magyarázni, míg az informális befektetések inkább a **tökéletlen szerződés irányzatával** írhatók le (*Makra 2007a*).

Az üzleti angyalok a saját pénzüket fektetik be, így esetükben nincs értelme olyan típusú ügynökproblémáról beszélni, mint ami felmerül a intézményes kockázatitőke-finanszírozás esetében a befektető és az alapkezelő kapcsolatában.

Az üzleti angyalok és a portfólióvállalat közötti **információs aszimmetria** azonban **fokozottan** jelentkezik a felek egymásra találásának folyamatában, mivel az üzleti angyalok törekszenek anonimitásuk megőrzésére. Az üzleti angyal **hálózatok** és más az üzletek megismerését támogató platformok az angyalok anonimitásának megőrzése mellett az információs különbségek leküzdését és a keresési költségek csökkentését szolgálják, de ezek hatékonysága vitatott. Esetükben a **kontraszelekcióból** fakadó kockázat csökkentésének módja, hogy csak a megbízható információs forrásból származó lehetőségeket –vagyis az általuk vagy partnereik által személyesen ismert vállalkozók cégeit– finanszírozzák (*Bank of England 2001*). Az informális befektetők üzleti érzékükre és **személyes tapasztalataikra** hagyatkozva választják ki befektetéseik célpontját, így rövidebb és kevesebb költséggel jár a szerződéskötést megelőző szakasz. Ugyanakkor sokkal nagyobb hangsúlyt fektetnek a tranzakció utáni folyamatok **ellenőrzésére**, és úgy próbálják meg csökkenteni az ügynöki kockázatokat, hogy személyesen is részt vesznek a vállalkozás irányításában (*Makra 2007a*). Emiatt az üzleti angyalok a szerződéskötést követő információs aszimmetriát és a morális kockázatot jelentősen tudják csökkenteni.

Az informális kockázatitőke-piacon egyre több, a befektetők és a vállalkozók egymásra találását támogató szerveződési forma jelenik meg, melyek célja a mindkét oldalon jelen lévő információs aszimmetria leküzdése. Az üzleti angyalok által alkotott **piacot öt részre** oszthatjuk az alapján, hogy a felek milyen mechanizmus segítségével találhatnak egymásra. Az első és egyben az egyik legjelentősebb, ugyanakkor a legkevésbé szervezetten működő szegmens a **feltáratlan piac** (*uncover market*), ahol a kritikus információk elsősorban más vállalkozóktól, ügyvédektől, szolgáltatóktól származnak. A piac második, már némileg szervezettebben működő dimenziója, a –tíz, vagy még annál is kevesebb üzleti angyalt tömörítő– **kockázati tőke klubok** (*venture capital club*) összessége. A harmadik szegmens a viszonylag új keletű, regionális alapon szerveződő **üzleti angyal szövetségek** (*angel alliance*) alkotják, melyek keretein belül az üzleti angyalok egy nagyobb –akár száz főt is számláló– csoportja konzorciumként hajt végre befektetéseket, egyesítve forrásaikat és tudásukat (know-how). A negyedik rész azokból a **non-profit alapon működő hálózatokból** (*matching network*) áll, amelyek üzleti terveket és üzleti angyalokat tartanak nyilván, majd megpróbálják azokat egymáshoz illeszteni. Ezek a formális hálózatok kifejezetten a korai finanszírozás piacának hatékonyabbá tétele érdekében jöttek létre. Az ötödik csoportba az **elektronikus hálózatok** tartoznak, amelyek internetes adatbázisok segítségével közvetítenek információt a két oldal számára, támogatva ezzel a felek egymásra találását (Sohl 1999).

Az **üzleti angyal hálózatok** földrajzi kiterjedtségük alapján három csoportba sorolhatók: **lokális-regionális**, **nemzeti szintű** és **nemzetközi szintű** hálózatokra (Klandt et al. 2001). A lokális hálózatok a legelterjedtebbek, mivel megfelelnek az üzleti angyal befektetések lokális befektetési kritériumának, ami azt jelenti, hogy a befektetők a portfólióvállalathoz fűződő szoros személyes kontaktust érdekében lakóhelyük közelében –50-200 km-es körzetben– fektetnek be. Az üzleti angyal hálózatok lehetnek állam által támogatott non-profit szervezetek vagy piaci alapon szerveződött profitorientált szervezetek.

Az üzleti angyal hálózatok **közvetítő tevékenységük** során kommunikációt folytatnak a keresleti és a kínálati oldal szereplőivel, **adatbázist** készítenek a potenciális portfólióvállalatokról és a befektetni szándékozó magánszemélyekről egyaránt. A hálózatok a kereslet és a kínálat adatbázisának számítógépes összeegyeztetésével, közlemények, hírlevelek küldésével és személyes találkozók szervezésével tudják betölteni közvetítő funkciójukat. A hálózatok segítséget nyújtanak az üzleti terv

elkészítése során és segítik felkészíteni a vállalkozásokat arra, hogy alkalmassá váljanak kockázati tőke befogadására. A hálózatoknak fontos szerep jut az üzleti angyalok azonosításában, az üzleti angyal fórumokon való részvételük megszervezésében. A hálózatok tevékenységükért cserébe regisztrációs díjat és tagdíjat szednek, illetve a sikeres közvetítések után sikerdíjban részesülnek.

Az állam segítséget nyújthat a jelentős információs aszimmetria leküzdésében üzleti angyal hálózatok létrehozásával és támogatásával (*Kosztópulosz-Makra 2004*).

2.2.8. Szerződéselmélet

A vállalkozások tőkeszerkezetével kapcsolatos irodalomnak egy másik lényeges irányát képezi a tulajdonláshoz kapcsolódó **irányítási jogok** (control rights) és a **szerződések** kapcsolatával foglalkozó irodalom, amelyekben arról olvashatunk, hogy a szerződések hogyan járulhatnak hozzá a **megbízó-ügynök probléma** enyhítéséhez, tudva azt, hogy ezek a szerződések sosem lehetnek tökéletesek, például nem lehetséges minden speciális körülményre kiterjedően meghatározni a felek kötelezettségeit. Emiatt a szerződéseket úgy kell megalkotni, hogy azok pontosan meghatározzák az irányítási jogok elosztását (*Hart 1995*). A **hatékony, értékmaximalizáló tulajdonosi szerkezet** elemzéséhez elsősorban *Hart és Moor (1990)* valamint *Williamson (1979)*, *Grossman és Hart (1986)* járultak hozzá.

A témakör szorosan kapcsolódik a hierarchia-elmélet fontos felismeréséhez, miszerint a befektetések jövedelmezőségét nem lehet adottságnak venni, mivel a **menedzserek döntései** és választásai valamint a vállalati **kontroll elosztása** hatással vannak a vállalkozás értékére.

Az elmélet szerint a vállalkozó a tőkeszerkezettel kapcsolatos döntései során összehasonlítja az új befektető bevonása következtében elveszített ellenőrzési jogokból fakadó marginális költségeket a kölcsöntőke-bevonás esetén fellépő csődveszély miatt felmerülő marginális költségekkel. Egyes kutatók, köztük *Aghion és Bolton (1992)*, *Dewatripont és Tirole (1994)*, *Hart és Moor (1990)* bizonyították, hogy a hitel- és a tőkefinanszírozáshoz kapcsolódó eltérő ellenőrzési jogok a tőkeszerkezeti döntéseknél legalább olyan fontos szempontokat jelentenek, mint az árbevétellel kapcsolatos eltérő pénzáramlások vagy az adózási kérdések.

A tulajdonjogok közgazdasági elemzésével *Coase (1960)* foglalkozott először, elméletének középpontjában az áll, hogy a felek képesek szerződéskötésre és

kereskedésre. Coase tétele szerint, ha a tulajdonjogok biztosak és forgalmazhatók, miközben az alkuköltségek alacsonyak, akkor az emberek addig kereskednek a jogokkal, amíg a tulajdon új elosztása hatékonyabbá válik. A *Grossman és Hart (1986)* nevéhez fűződik a **reziduális irányítás** (*residual control*) mint a tulajdonlás egyik definíciójának meghatározása. Egy adott eszköz birtokosa a reziduális irányítási jogok birtokosa, aki bármilyen döntést meghozhat az eszköz használatával kapcsolatosan, ha az eszköz használatát a törvény explicit módon nem szabályozza, vagy egy másik szerződés máshoz nem rendelte. Például egy vállalat birtokosának joga van alkalmazottakat felvenni és elbocsátani, vagy dönteni a vállalat erőforrásainak elosztásáról, de csak a megengedett törvényi és szabályozási keretek között. A tulajdonlás ilyen értelmezéséből az következik, hogy –egyszerűbb tranzakcióktól eltekintve –**nem lehet olyan teljes és kikényszeríthető szerződést kötni**, amely az összes irányítási jogot meghatározza, például, hogy adott jövőbeli helyzetekben a szereplőkre milyen jogok és kötelezettségek hárulnak, illetve hogyan oszlik meg közöttük az adott eszköz használatából származó hozam. Különösen nehéz az ilyen típusú szerződések létrehozása, ha az adott eszköz egy vállalat. A szerződési feltételek egyértelmű meghatározásának többféle akadály is van, például a nem várt események, a hosszú időtáv, a szerződések kidolgozásának költségessége és időigénye vagy az információs aszimmetria, amik együttesen azt eredményezik, hogy a szerződések szükségképpen hiányosak. Emiatt, ha egy kiemelt személy olyan irányítási jogokhoz jut, amelyek másképpen nincsenek rögzítve, jelentős költségelőnyhöz jut.

A reziduális irányítási jogok elosztásának nehézségei a kockázattőke-ügyletek esetében is sok bonyodalmat okoznak, hiszen a **kockázati tőkések** rendszerint igényt tartanak olyan reziduális irányítási jogokra, mint a stratégiai és operatív irányításba való beleszólás. A reziduális irányítási jogok elosztására hosszas és költséges ügyvédi folyamatok keretében kerül sor, amelynek eredményeként törekcszenek a lehető legtökéletesebb szerződés megfogalmazására, de az információs aszimmetria problémája és a nem várt események miatt még így is kialakulhatnak olyan helyzetek, amikor a reziduális irányítási jogok nem ahhoz a félhez kerülnek, akit az eredetileg megilletne.

A reziduális irányítási jogokhoz szorosan kapcsolódó fogalom a reziduális hozam fogalma, amelynek jelentőségét *Alchian és Demsetz (1972)* fogalmazták meg. Szerintük a vállalat tulajdonosa a rezidumra jogosult fél, vagyis az a személy, aki jogosult a vállalat által megtermelt minden nettó jövedelemre, vagyis a bevételekből a

kiadások és szerződésbeli kötelezettségek kifizetése után megmaradt összegre. Teljes szerződések esetén nem lennének reziduális hozamok, mert minden eshetőségre rögzítve lenne a vagyon elosztása, de a valóságban a szerződések hiányosak, emiatt keletkezhet reziduális hozam. Ha a **reziduális hozamra jogosult személy** egyúttal a **reziduális irányítási jogokkal is rendelkezik**, akkor saját érdekeinek maximalizálása érdekében meghozott döntéseivel a teljes értéket is maximalizálni fogja, vagyis a **reziduális döntés hatékony** lesz. Abban az esetben, ha a döntéshozó csak részben viseli a költségeit és élvezi a hasznait a döntésének, vagyis a reziduális irányítási jogok és a rezidumra való jogosultság részben vagy egészen elválík egymástól, többnyire *nem fog hatékony* döntéshez vezetni. Ugyanakkor a reziduális irányításnak és a reziduális hozamnak a megfelelő kombinációja ösztönzi a tulajdonost arra, hogy az adott eszköz értékét fenntartsa vagy növelje.

Jó **példa** erre a **vezetői kivásárlás** esete, amikor a kockázattitőke-társaság a vezetőkkel együtt szerez tulajdonosi jogot egy vállalatban, melynek következtében a vezetők ösztönözve vannak arra, hogy a tulajdonosok köztük a saját érdekeiket is képviseljék döntéseik meghozatala során.

Egy **részvénytársaság** esetében reziduális irányítási jogokkal eredetileg a tulajdonosoknak kellene rendelkezni, de legtöbbször a részvényvásárláskor szerződésben lemondanak az irányítási jogok gyakorlásáról az igazgatótanács javára. Nyilvánvaló, hogy a tulajdonosok közvetve hatást gyakorolhatnak a vállalat működésére, de ezek a jogaik meglehetősen korlátozottak. Az igazgatótanácshoz tartoznak tehát a reziduális irányítási jogok, de csak abban az esetben, ha a felsővezetők megfelelő információkkal látják őket és nem állnak a felső vezetők befolyása alatt. Ugyanakkor az alsóbb szinteken lévő alkalmazottak is képesek befolyásolni egy vállalat működését, tehát akár ilyen esetben ők is lehetnek reziduális irányítási jogok birtokosai. A reziduális hozamok szintén meglehetősen homályos képet alkotnak egy részvénytársaságon belül, mert nem lehet egyértelműen eldönteni, hogy kiket illet a reziduális hozam, a tulajdonosokat, a vezetőket, az alkalmazottakat vagy más külső érintetteket. Felmerül tehát a kérdés, hogy kiknek az érdekeit kell képviselni egy vállalat működtetése során. A magán- és intézményi-befektetők és a szabadpiac-orientált közgazdászok szerint a tulajdonosok érdekeinek előtérbe helyezése, vagyis a **vállalat értékének maximalizálása a legfontosabb**, mert ez esetben a vállalat javítja a gazdaság hatékonyságát. Mások ezzel szemben a vállalatok **társadalmi felelősségét**

hangsúlyozzák, akik szerint az externális hatások miatt nincs létjogosultsága figyelembe venni a tulajdonosok vagyonának maximalizálását.

A szerződéselmélet is foglalkozik információs aszimmetria, az opportunizmus, a morális kockázat és a kontraszelekció problémájával. Az elmélet szerint az **opportunizmus** lehetősége akkor áll fenn, ha az egyik fél jelentős magáninformációval rendelkezik a szerződés aláírása előtt (ex ante). Az opportunizmus információs aszimmetriából fakad, azáltal, hogy a szerződéskötés előtt az egyik fél **magáninformációkkal** rendelkezik, ami a másik fél számára nem hozzáférhető információ, aki emiatt olyan döntést hoz, amit az információ ismerete esetén nem hozott volna meg. Ilyen szituációkban az egymás iránti bizalmatlanság kontraszelekcióhoz vezethet. A szerződéselmélet a teljes és tökéletes szerződések korlátozó tényezőjének tartja a **korlátozott racionalitást**, ami azt jelenti, hogy nem lehet előre látni az összes releváns kimenetelt, ami miatt nem lehetséges mindenre kiterjedő szerződéseket írni. Ez a körülmény növeli a szerződéskötés után a **morális kockázatot** (ex post), olyan helyzetekben, amikor szerződésbe foglaltan kifejezett módon nem várt esemény következik be. Az ilyen szerződések nem optimális elköteleződést eredményeznek.

2.3. A kockázati tőke-befektetők értékteremtésének modellezése

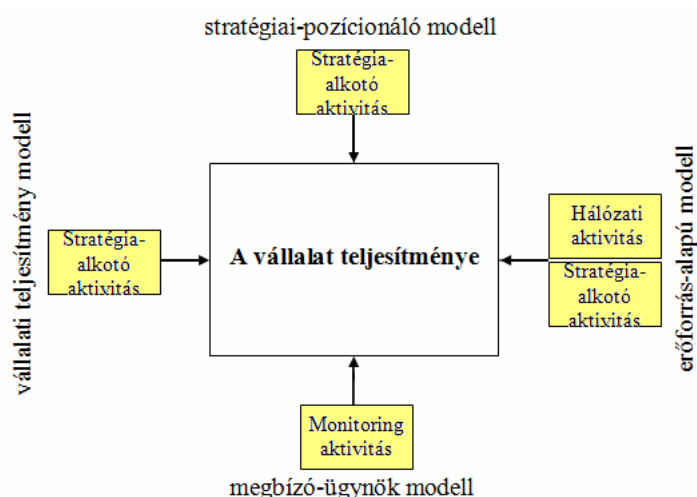
A kockázati tőke három különböző típusú tevékenységével tudja növelni a vállalat hozzáadott értékét: a hálózati, a stratégia-alkotó és a monitoring tevékenysége révén.

A **hálózati tevékenység** folytatása során a kockázati tőke értékes információkat bocsát a vállalat rendelkezésére, segíti a vállalkozást iparági és szakértői kapcsolatainak kiszélesítésében, érdekérvényesítő képességének javításában és kritikus erőforrásainak biztosításában. **Stratégia-alkotó** tevékenysége folytán a kockázati tőke közreműködik a vállalat környezeti kihívásokhoz alkalmazkodó stratégiájának kidolgozásában és a stratégiai szintű döntések meghozatalában. A **monitoring** tevékenység pénzügyi és operatív ellenőrzést jelent, melyeknek célja a vállalat teljesítményének növelése. A hálózati és a stratégia-alkotó tevékenységek során a kockázati tőke aktív szerepe van és ezáltal értékteremtő funkciót tölt be, ezzel szemben a monitoring tevékenysége során passzív szerepet játszik, ami alapján értékmegőrző funkciót tölt be (*Fama-Jensen 1983, MacMillan et al. 1987, MacMillan et al. 1988, Baji Gál 2008*).

Wijbenga és szerzőtársainak (2003) a **vállalat teljesítményét** meghatározó **többszörös modellje** négy különböző parciális modell és a kockázati tőke hozzájuk kapcsolódó tevékenységeinek kombinációját mutatja be.

2. ábra

Többszörös modell a vállalat teljesítményét meghatározó tevékenységekről



Forrás: Wijbenga et al. 2003, Baji Gál 2008, 42. old.

A **megbízó-ügynök modell** a kockázati tőkés monitoring tevékenységére helyezi a hangsúlyt, a kockázati tőke-befektető és a menedzsment között fennálló információs aszimmetria csökkentése céljából. A teória szerint **dinamikus környezetben** megnő az információs aszimmetria, ami fokozott **monitoringot** tesz szükségessé, viszont monitoring tevékenységet stabil környezetben lehet hatékonyan folytatni. A paradoxon megoldása és a fokozott információs aszimmetria leküzdése érdekében a kockázati tőkés aktív, stratégia-alkotó és hálózati tevékenységet folytat, amelyek hatékonyabb gyógyírnek bizonyulnak dinamikus környezetben. A kutatók szerint a monitoring tevékenység szintje pozitív kapcsolatban áll a költséggazdálkodási és a motivációs rendszer kifinomultságával, viszont negatívan befolyásolja az ellenőrző rendszerek (költség és motivációs rendszer) hatását a pénzügyi teljesítményre. A monitoring tevékenység egyrészt a reziduális költségek csökkenését ugyanakkor az operatív költségek növekedését eredményezi, vagyis a **megbízó-ügynök probléma túldimenzionálása** esetén a **monitoring** tevékenység **kontraproduktívvá** válhat és alááshatja a menedzsment és a kockázati tőkések közötti bizalmat (*Postma et al. 2007*).

A **vállalati teljesítmény modell** alapján (*Sandberg 1986*) a fiatal vállalkozás teljesítménye a vállalkozó karakterének, a meghódítandó iparágnak és a vállalat stratégiájának a függvénye. Ez a modell nem az információs aszimmetriából, hanem a vállalkozó személyiséből fakadó problémákra helyezi a hangsúlyt. A kockázati tőkés aktív értékteremtő szerepe itt a **stratégia-alkotó tevékenységén** keresztül fejt ki hatását, a kockázati tőkés a **vállalkozó kompetenciáit kiegészíti**, és a vállalat működését segíti saját menedzseri képességeivel. Ez a stratégia akkor sikeres, ha a vállalkozó nem rendelkezik bizonyos menedzseri kompetenciákkal, és amennyiben a vállalkozót jó együttműködő és alkalmazkodó képesség illetve **tanulási hajlandóság** jellemzi.

A Porter-féle **stratégiai-pozícionáló modell** szerint a stratégia a vállalkozás által szándékosan kiválasztott pozíciót jelent a piaci térben, melynek célja, hogy egyedi értékkel bíró terméket kínáljon a fogyasztó számára a vállalkozás képességeihez mérten. Az eltérő kompetitív előnyökön alapuló két alapstratégia a **költségvezető stratégia** és a **termékinnovációs megkülönböztető stratégia**.

A kisvállalkozások elsősorban a dinamikus változó fogyasztói igényekhez alkalmazkodó innovációs előnyökből profitálhatnak. Ebben az esetben a kockázati tőkés elsősorban **stratégia-alkotó** tevékenységével segítheti a vállalkozást, melyek főként akkor lesznek hatásosak, ha egy letisztult, egyértelmű általános stratégiai pozíció

kialakításához vezetnek. Az innovatív stratégia erősítését szolgálhatja például a kockázati tőkés kapcsolatrendszere a szabadalmaztatás területén. A **költségvezető stratégia** elsősorban az érettebb vállalkozások számára alkalmas, ez esetben a kockázati tőkés főként **hálózati** tevékenységével támogathatja a vállalkozást, pl. a beszállítók keresésével. A hálózati tevékenységek elsősorban akkor hatásosak, ha ráerősítenek a portfólióvállalat stratégiai pozíciójára (Wijbenga et al. 2003).

Az **erőforrás-alapú modell** szerint a **stratégiai fontosságú erőforrás** típusok a vállalkozói képességek, a humán erőforrás, a szociális erőforrás, a technológia és a stratégiai pozíció. A versenyelőnyök alapja mindig valamilyen **tudás**, különleges képesség elszántság vagy tapasztalat. Fizikai eszközökből és pénzforrásokból nem származnak versenyelőnyök, ezért nem számítanak stratégiai fontosságú erőforrásoknak. A modell szerint a **kockázati tőke fontos stratégiai erőforrás**, mivel a kockázati tőkés a cég rendelkezésére bocsátja a nem pénzügyi erőforrásait (tudás, know-how, kapcsolatok), és ez a tevékenység akkor lesz hatékony, ha **kiegészíti a vállalkozás erőforrás szerkezetét** jelentős versenyelőny megszerzése érdekében. Továbbá a kockázati tőkés monitoring, stratégia-alkotó és hálózati aktivitása akkor lesz hatékony, ha javítja a cég dinamikus alkalmazkodó képességét, illetve stratégiai és tanulási képességét (Zollo-Winter 2002, Wijbenga et al. 2003).

Az **integrált modell** végső következtetése szerint a vállalat akkor fog magas teljesítményt elérni, ha a **kockázati tőkés értékteremtő tevékenysége** összhangban áll a megbízó-ügynök viszonyal, a vállalkozó személyiségével, a vállalkozó versenystratégiai profiljával és a vállalat erőforrás-struktúrájával, és ez az egység tökéletesen illeszkedik a környezeti lehetőségekhez és veszélyekhez (Wijbenga et al. 2003, Baji Gál 2008).

3. A kockázatitőke-befektetések hozzáadott és „elvett” értéke magyarországi vállalkozások konkrét eseteiben

3.1. Az értékteremtés forrásainak háromtényezős dinamikus modellje – szekunder kutatás eredménye

A kockázati- és magántőke ágazatban világos trend mutatkozik arra vonatkozóan, hogy az alapkezelők egyre nagyobb méretűek, tevékenységük egyre globalizáltabb és diverzifikáltabb. *Meerkatt és szerzőtársai (2008)* ennek kapcsán megvizsgálták az alapkezelők **teljesítménye és négy strukturális tényező** – az átlagos alap méret, az átlagos ügylet méret, a földrajzi illetve az iparági fókusz – közötti kapcsolatot, hogy rávilágítsanak arra, hogy milyen tényezőkkel van összefüggésben az alapkezelők sikere. Gyenge korrelációt találtak az alapkezelők teljesítménye és a strukturális tényezők között, vagyis az alapkezelők képesek átlag fölötti hozamokat generálni, függetlenül attól, hogy kis- vagy nagyméretűek, tevékenységük diverzifikált vagy összpontosított. Ebből arra következtettek, hogy a sikertényezők árnyaltabb meghatározása **kvalitatív módszerekkel** lehetséges, például személyes interjúk, esettanulmányok segítségével.

A kockázatitőke-befektetők figyelmének a kivásárlásokra fókuszálása és a kivásárlások terén az elmúlt néhány évben felgyorsult verseny arra készítette a befektetőket, hogy ne csak pénzügyi trükkökkel és a tőkeáttétel indokolatlan növelésével valósítsák meg a kivásárolt cégekben lévő részesedéseik rövid távú felértékelődését, hanem helyette valós értékek teremtésével járuljanak hozzá a portfólióvállalatok teljesítményének és versenyképességének hosszú távú, fenntartható javításához. Mindemellett a hatékony tőkestruktúrának továbbra is fontos szerepe van a portfólióvállalat sikerre vitelében (*Private Equity Council 2007a*). A klasszikus kockázati tőke szegmensében korábban sem volt lehetősége a befektetőknek arra, hogy alacsony áron vegyenek, majd drágán adják el részvényeiket, anélkül, hogy személyes részvételükkel hozzá ne járulnának a portfóliócég értékteremtéséhez. A kockázati tőke értékteremtésének mechanizmusa az iparág kialakulása óta egyre bonyolultabbá, kifinomultabbá vált, de legfontosabb sikertényezői behatárolhatók.

A közelmúltban a kockázatitőke-finanszírozással foglalkozó kutatóközpontok, egyetemek, szakmai szervezetek több kísérletet tettek arra, hogy esettanulmányok összehasonlításával tárják fel a kockázatitőke-finanszírozás sikertényezőit, illetve

megvizsgálják, hogy a kockázatitőke-befektetők értékteremtő tevékenysége milyen feltételek teljesülése esetén válik valóban a cégek hosszú távú növekedésének katalizátorává.

Az EVCA kelet-közép-európai munkacsoportja által 2004-ben közreadott (EVCA 2004) tanulmány a kelet-közép-európai régióban megvalósult befektetések közül 24 sikertörténetet elemez, részletezve a kockázatitőke-befektetők szerepét az értékteremtésben. 2007-ben az EVCA megbízásából, egyetemi kutatók által készített újabb tanulmány látott napvilágot, amely a klasszikus kockázatitőke-befektetések hét konkrét példáját tartalmazza (EVCA 2007c). Az Ernst&Young által készített felmérés (Ernst&Young 2007b) 11 kockázatitőke-befektető által végrehajtott 60 ügylet tanulságai alapján összegzi a kockázatitőke-befektetés sikertényezőit, összehasonlítva az európai és amerikai jellegzetességeket. A Meerkatt és szerzőtársai által összeállított tanulmány (Meerkatt et al. 2008) 1750 eset elemzését tartalmazza, összehasonlítva a kockázati tőke által támogatott, illetve a nyilvános cégek teljesítményét a kockázati tőkések értékteremtő tevékenységének igazolása céljából. A Private Equity Council (Private Equity Council 2007a, b) az iparágat ért támadásokra válaszul esettanulmánygyűjteményt és elemzést készített a kockázati tőkések által végzett értékteremtés hosszú távú hatásainak alátámasztása végett.

Az itt felsorolt – széleskörű, nemzetközi, empirikus kutatások eredményeinek és megállapításainak összevetése és szintetizálása után elkészítettem egy háromtényezős dinamikus modellt a kockázati tőkések értékteremtésének forrásairól. A következőkben a modell részletes bemutatása során a korábban említett források esettanulmányai közül néhánynak az összegzését is szerepeltetem, az értékteremtés mozzanatainak szemléltetése céljából.

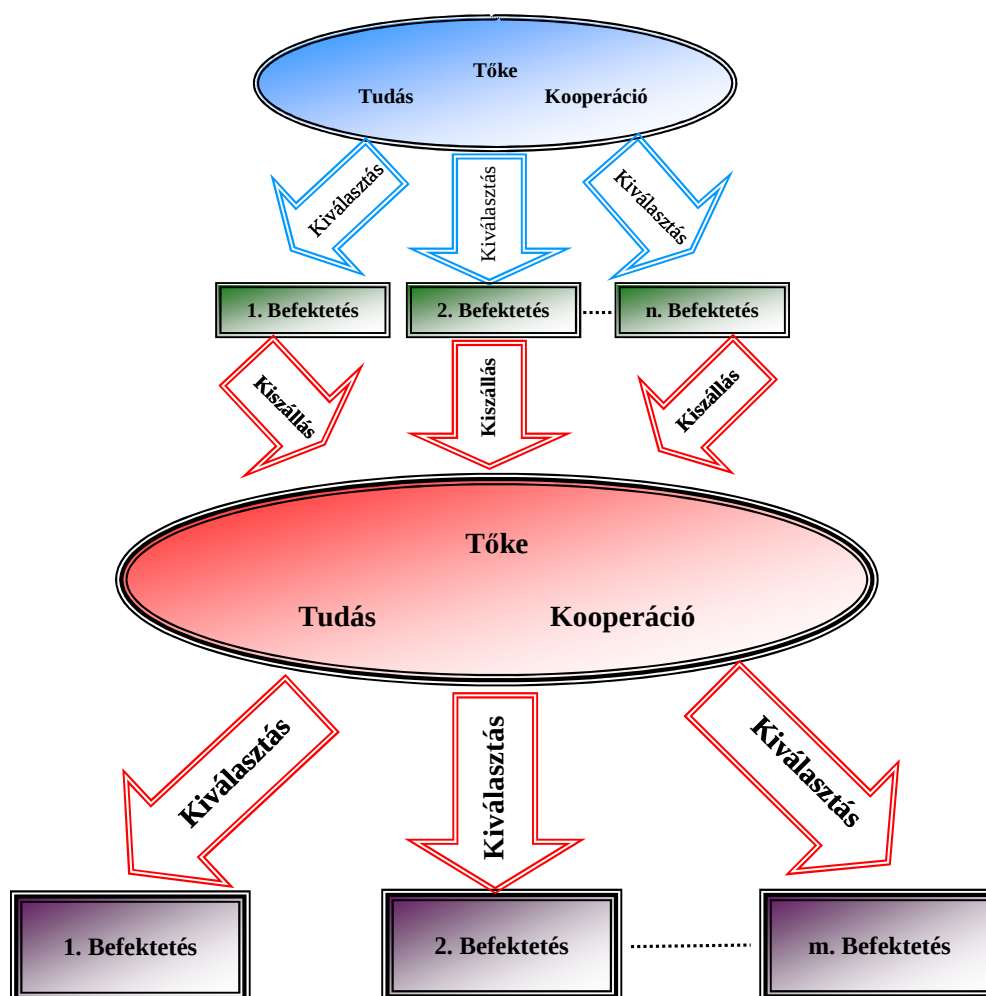
Az empirikus kutatások tanulságainak összegzése alapján a kockázatitőke-befektetések sikerének feltétele, a kockázati tőkések **hozzáadott értéke** a nagy növekedési potenciállal rendelkező projektek kiválasztásához, a befektetés és a kilépés jó időzítéséhez és lebonyolításához, illetve a vállalat teljesítményének növeléséhez. A kockázatitőke-befektetés értékteremtésének forrásai a nemzetközi kutatások tanulságai alapján a kockázati tőkések (1) **tőkéje**, (2) **tudása** és (3) **együttműködése**. A kockázati tőkések vállalkozói, iparági és befektetési tapasztalatai és képességei meghatározzák a cégek értékteremtéséhez való hozzájárulási képességüket. A kockázatitőke-alapkezelők sajátos szervezeti képességei lehetővé teszik számukra a legjobb üzletek azonosítását, megkötését és a portfóliócégek teljesítményének javítását (Meerkatt et al. 2008). A

kockázati tőkések értékteremtésének eredményei végső soron megjelennek a kockázati tőke-alap hozamaiban, így az alapkezelők által allokált alapokba befektetni szándékozó magánszemélyek és intézményi befektetők befektetési hajlandóságára is hatást gyakorolnak (*Private Equity Council 2007a*). Emiatt a kockázati tőke-befektetők közül egyre jobban kiemelkednek azok, amelyek rendelkeznek értékteremtő képességekkel (*Meerkatt et al. 2008*). A kockázati tőkések hozamának és újonnan allokáható tőkéjének gyarapodásán túl a portfóliócégekben végzett személyes közreműködésük és együttműködésük folytán tudásuk és kooperációs képességük is tovább gyarapszik. Az értékteremtés forrásainak gyarapodása folytán a befektetőknek lehetőségük nyílik az alapok és az ügyletek méretének növelésére, az iparági és földrajzi fókusz kiszélesítésére. Az értékteremtő mechanizmus tehát egy **öngerjesztő, önmagát erősítő folyamat**, ami a **strukturális tényezőkre** (alap mérete, ügyletek mérete, iparági fókusz, földrajzi fókusz) is hatást gyakorol. Egyrészt emiatt nevezhető a modell **dinamikusnak**, hiszen az alapok által korábban elvégzett befektetések hatással vannak későbbi befektetési lehetőségeikre, másrészt amiatt, mert az értékteremtés mechanizmusai **áthatják az egész befektetési folyamatot**.

A háromtényezős dinamikus modell értelmezése érdekében a következőkben a tőke, a tudás és az együttműködés, vagyis az értékteremtés forrásai, illetve a befektetési folyamat során érvényesülő értékteremtési mechanizmusok is bemutatásra kerülnek.

3. ábra

Az értékteremtés forrásainak háromtényezős dinamikus modellje



Forrás: saját szerkesztés

3.1.1. Tőke (capital)

A kockázati tőke-befektetők által biztosított tőkeforrások szintén az értékteremtés **forrásai**, mivel a tőkét **nagy összegben** és kevesebb korlátozás mellett biztosítják, ami azért lehetséges, mert közben a befektetők ellenőrzésük alá vonják a vállalatot. A kockázati tőkések tőkéje által teremtett érték tehát nem csak a tőke nagyságával hozható összefüggésbe, hanem azzal is, hogy a kialakult **új tőkestruktúra** mellett a kockázati tőkések ellenőrzésével és a vezetők tulajdonosi érdekeltségének biztosításával lehetővé válik a tőke hatékonyabb működése. Mivel a kockázati tőkések a tőkepiacok aktív szereplői, ezért pénzügyi szemléletet hoznak a portfólióvállalatba, és hozzáférést biztosítanak olyan további pénzügyi forrásokhoz, amelyeket nélkülük a portfóliócégek

nem tudnának elérni. Ma már ugyanis a tőkéhez jutás általában nem okoz nehézségeket, de kockázatos vagy hosszú távú lekötést igénylő befektetésekhez szükséges források még a nagy növekedési potenciál ellenére is nehézségekbe ütköznek (*Private Equity Council 2007b*).

1. példa

A magyarországi **Euronet Worldwide** nevű induló cégbe az **Euroventures** és a **Hungarian – American Enterprise Fund (HAEF)** szindikált befektetési stratégiával 1-1 millió dollárt fektetett be Magyarországon 1994-ben. Két évvel később az **Innova Capital** és az **Advent International** további 6,8 millió dollárral finanszírozta a céget. A kockázati tőkések által támogatott gyors terjeszkedés eredményeként a Euronet Worldwide világelsővé vált a biztonságos elektronikus pénzügyi tranzakciók szolgáltatásában és a független cégek között piacvezetővé vált Európában az ATM szolgáltatások terén. A befektetők által megkövetelt pénzügyi beszámolók és a **szigorú kontroll** átláthatóvá tette a cég pénzügyi helyzetét, ami megalapozta a tőzsdei bevezetés sikerességét. A befektetők hozzáadott értéket teremtettek stratégiai szemléletük és kapcsolataik révén az ügyfelek bizalmának megerősítésében, a tőzsdei bevezetés menedzselésében és az európai terjeszkedésben kritikus kötvénykibocsátás során.

1997-ben a Nasdaq-on történt első **nyilvános részvénykibocsátás** és későbbi tőzsdei eladások nyomán a HAEF, az Innova és az Advent rendre 7,8-szeres, 10,3-szeres és 5,2-szeres tőkefelhalmozódással adták el a tulajdoni hányaduk egy részét. 2000-ben az Euroventures teljes kilépésével 125%-os belső megtérülési rátát (IRR) realizált, és eredeti tőkéjét 11,3-szeresére növelte. (*EVCA 2004*)

A klasszikus kockázati tőke-befektető tőkéje rendszerint kritikus szerepet játszik a portfóliócég életben maradásában, hiszen a magas kockázat mellett, biztosítékok, vállalati előélet és pozitív pénzáramlások hiányában a vállalat más forrásból nem tudna tőkéhez jutni. A klasszikus kockázati tőke a belső források és az informális kockázati tőke felső határa illetve a hitelforrások alsó határa közötti finanszírozási rés áthidalásában játszhat jelentős szerepet.

2. példa

A PEMEAS vegyipari cég a Celanese Chemical Group-ból vált ki négy kockázatitőke-befektető (Conduit Ventures, BankInvest, CDP Technology Ventures, Emerald Technologies) 20 millió dolláros tranzakciójával 2004-ben, amit szintén 2004-ben illetve 2006-ban további 8 illetve 4 millió dolláros tőkeinjekció követett. Az iparágban jártas, nemzetközi szemléletű vezetők sikeresen közvetítették a vevők irányába a cég legfőbb versenyelőnyét, az egész világon egyedi technológiát, ami a vevők saját gyártási költségeinek csökkentését és megbízhatóbb üzemanyagcellák előállítását tette lehetővé. Ahhoz azonban, hogy a cég részvényeit 2006-ban magas áron tudják értékesíteni a BASF szakmai befektetőnek, elengedhetetlen volt a kockázati tőkések részvétele az értékteremtés folyamatában. A részesedések megvásárlásával **irányítási és ellenőrzési jogokat** szerzett befektetők egyenlő arányban folytak bele a cég **stratégiai irányításába**, vezetői megbeszélések és személyes találkozók révén **monitoring** tevékenységeket folytattak, hogy meggyőződjenek a helyes irányba haladásról, az operatív vezetésbe viszont nem szóltak bele. A négy befektető kiterjedt **kapcsolatrendszerével** segített új vevőket, alkalmazottakat találni és azonosítani a cég részvényeinek potenciális stratégiai vevőit. A befektetők további érdeme, hogy konstruktív **együttműködési** képességükkel sikerült harmonizálniuk a tulajdonosok eltérő érdekeit és együttes döntést hozni a vállalat részvényeinek értékesítéséről a kilépés folyamatában. (EVCA 2007c)

A kivásárlások alanyai gyakran nagy konglomerátumok elhanyagolt leányvállalatai, vagy szórt tulajdonú nyilvános társaságok, ahol a kockázati tőkések új értéket tudnak teremteni a célok, a vezetés és a vezetői struktúra világossá tételével és az ellenőrzési jogok koncentrálásával. Így a korábbi leányvállalatok az anyavállalat által elvárt teljesítmények helyett saját céljaik érdekében működhetnek tovább, a zártkörűvé tett cégeknek pedig nem kell a rövid távú pénzügyi jelentésektől tartva folyamatosan rövid távú célokat követni, helyette az új tulajdonosokkal egyeztetve a hosszú távú célokra koncentrálhatnak (Private Equity Council 2007b).

3.1.2. Tudás (competence)

A kockázati tőkések sikerének kulcsa, hogy képesek legyenek a világszínvonalú tudás azonosítására, megszerzésére és megtartására annak érdekében, hogy megnyerjék a tudásért vívott harcot a portfóliócégek versenytársaival szemben (Private Equity Council 2007b). A klasszikus kockázati tőke és a kivásárlások esetében bizonyos szempontból eltérő tudásra és szakmai tapasztalatokra támaszkodnak a sikeres befektetők.

A klasszikus kockázatitőke-befektetéssel foglalkozó sikeres alapkezelők elsősorban a forradalmian új termékek és technológiák piaci potenciáljának megítélésében, kiválasztásában és piaci transzferjének lebonyolításában, a termék(ek) megfelelő piaci szegmens számára történő pozicionálásában, illetve a növekedés, nemzetközivé válás támogatásában és a kilépések menedzselésében szereztek **iparági**,

vállalkozói és befektetői tapasztalatokat. A nemzetközi esettanulmányok tanulságai alapján a siker további feltétele, hogy a befektető képes legyen együttműködni a vállalkozóval, meggyőzni stratégiai fontosságú kérdésekben (mint például a vezetők leváltásának kérdése), illetve képes legyen támogatni és átsegíteni a céget a nehéz helyzeteken. A kockázati tőkések sikerének további feltétele, hogy ne csak magas hozamelvárásaik legyenek és a kockázat csökkentésére koncentráljanak, hanem célratorően, elszántan, szisztematikusan küzdjenek és emellett konkrét erőfeszítéseket tegyenek a portfólió cég **stratégiájának** kialakítása és végrehajtása érdekében. A klasszikus kockázati tőke eseteinek vizsgálatakor bebizonyosodott, hogy a sikeres kockázati tőkések a portfólió cég fejlődéséhez, az induló vállalatok új termékeinek/szolgáltatásainak kifejlesztéséhez és piacosításához szélesebb körű iparági, befektetői és vállalkozói tapasztalattal rendelkeztek, és elszántabbak, céltudatosabbak voltak, mint a gyengén teljesítő társaik. A befektetési tapasztalatok azért bizonyultak kulcsfontosságú sikertényezőnek, mert a befektetés felértékelődésének feltétele a pénzáramlások és a tőke hatékony menedzselése. A tapasztalatok fontosságát igazolta, hogy a sikeres alapkezelők átlagosan 15 évvel voltak idősebbek a többi kockázati tőkéshöz képest (EVCA 2007c).

A kivásárlásokkal foglalkozó sikeres befektetők a vállalkozások hatékonyságának, teljesítményének javításában, versenyelőnyének megszerzésében – például új termékek bevezetésével, új piacokra való betöréssel és új fogyasztók azonosításával – valamint pénzügyi folyamatainak menedzselésében, illetve a terjeszkedéshez szükséges vállalatfelvásárlások terén rendelkeztek kiterjedt **iparági, vállalatvezetési, pénzügyi-befektetési** tapasztalatokkal. A kockázati tőkések egyik legfontosabb értékteremtő tevékenysége, hogy közreműködésük során kifejlesztenek és végrehajtanak egy új szigorú üzleti stratégiát (Private Equity Council 2007a).

3. példa

Az Avonmore Pásztó magyarországi tejtermékekkel foglalkozó élelmiszer-feldolgozó vállalat egy alultőkésített, helyi piaci szereplőből, a Euroventures és a Equinox kockázati tőke-befektetők hozzáadott értékének köszönhetően Magyarország legnagyobb tejipari termékekkel foglalkozó vállalata, a Sole részévé vált két év alatt. A kockázati tőkések legnagyobb érdeme az volt, hogy sikerült a menedzsment meglévő tudását kiegészíteni új szakemberekkel, illetve sikerült egy feszes, növekedés-orientált stratégiát és pénzügyi szemléletet kialakítani, új termékeket bevezetni, melyek eredményeként a cég a piac kulcsszereplőjévé és szakmai vásárlók potenciális célpontjává vált. A vállalat értékesítései 50%-kal, adózás előtti eredménye 200%-kal nőtt, és a szakmai értékesítés eredményeként a befektetők 2,4-szeres szorzót és 53%-os IRR-t realizáltak. (EVCA 2004)

Meerkatt és szerzőtársai (Meerkatt et al. 2008) kutatásaik során azt találták, hogy a legsikeresebb kivásárlásokkal foglalkozó alapkezelők versenyelőnye az volt, hogy magas színvonalú speciális **szektor-specifikus tudással** rendelkeztek, ami lehet iparági szintű, egy iparág részére vonatkozó vagy különböző típusú ügyletekre koncentrált tapasztalati tudás.

A legjobb kockázatitőke-befektetők a saját maguk és a portfólióvállalatok vezetői által birtokolt **tudás kiegészítése** és az együttesen birtokolt tudás optimális kombinációja érdekében szükség esetén igénybe veszik **szakértői hálózatukat**. Az empirikus kutatások igazolták, hogy a sikeres kockázatitőke-befektetőknek kiterjedtebb a kapcsolatrendszere, mint a gyengébb teljesítményt elért társaiknak (*EVCA 2007c*).

A kapcsolatrendszer típusát illetően kisebb eltérések találhatók a klasszikus kockázati tőkére és a kivásárlásokra szakosodott befektetők körében, de általánosan igaz, hogy kiterjedt **iparági, szektor-specifikus és befektetői-pénzügyi hálózattal** rendelkeznek.

4. példa

A németországi Xing AG személyre szabott online szolgáltatásokkal és hálózatmenedzsmenttel foglalkozó cég 2003-as alapítását követően 2004-ben üzleti angyal finanszírozásban részesült, majd 2005-ben 5,7 millió eurós kockázati tőkét vont be, amit több ajánlattevő után végül a Wellington biztosított. Azért a Wellingtonra esett a választás, mert az egyik partnere részt vett az USA-ban egy hasonló befektetésben, az eGroups-ban, amelyet később a Yahoo! vásárolt meg. Emiatt értékes támogatást tudott biztosítani a Xing AG stratégiai döntéshozatalában, a virtuális cég üzleti modelljének fejlesztésében és globalizációjában, **kiegészítve** a kiváló vállalkozói szemlélettel rendelkező **vezetők kompetenciáit**. Javaslatot tett egyes vezetők leváltására és segített helyettük újakat találni, illetve kritikus szerepet játszott a cég első tőzsdei bevezetésre történő felkészítésében, amit kiegészített a befektetési bankokhoz fűződő kapcsolatrendszerének felhasználása. Értéktérítő hozzájárulása folytán a vállalat 2006-ban bevezetésre került a frankfurti tőzsdén, amivel a kockázati tőkés a befektetett összeg hatszorosát realizálta. Ekkor a cégnek már 3,5 millió felhasználója volt és 10,1 millió eurós éves árbevételt generált. (*EVCA 2007c*)

A **klasszikus kockázatitőke-befektetők** kockázati tőkésekhez fűződő kiterjedtebb kapcsolatrendszere megkönnyíti a finanszírozás későbbi lépcsői alkalmával a társfinanszírozók bevonását. Az iparági kapcsolatok beszállítókat vagy vevőket mozgósíthatnak, illetve egy további speciális aspektus, hogy a kisvállalkozások nemzetközivé válását és kilépését megkönnyítheti az alapkezelők fejtárgyszakokhoz és befektetési bankokhoz fűződő ismeretsége.

A **kivásárlásokra** specializálódott befektetők szakembergárdája nem csak üzletkötőkből áll, hanem bennfentes tudással, további kiterjedt iparági kapcsolatokkal rendelkező, az iparágban jártas tanácsadók tartoznak a hálózatukhoz. A tanácsadók

gördülékennyé teszik a befektetők munkáját, lehetővé teszik az ígéretes ügyletek azonosítását, segítséget nyújtanak a kiaknázatlan értékek feltárásában, az innovatív stratégiák kitalálásában, az agresszívabb üzletkötésben és a portfólióvállalat hivatalban lévő vezetőinek meggyőzésében (Meerkatt et al. 2008). A szakértők általában korábbi elnök vezérigazgatók, pénzügyi vezetők, tanácsadók vagy iparági szakemberek (pl. egy adott technológiát ismerő mérnökök), akik általában a portfólióvállalat iparágában szerezték tapasztalataikat (Private Equity Council 2007b). A kivásárlási ügyletekre szakosodott sikeres befektetők kiterjedt kapcsolatrendszerrel rendelkeznek a pénzügyi világban, így a hitelintézetek segítségükre lehetnek a finanszírozási tőkeáttétel növelésében, garanciák vállalásában, a brókerházak pedig az első tőzsdei bevezetés terén nyújthatnak segítséget. A fúziók és vállalatfelvásárlások terén tapasztalatokat szerzett tanácsadók pedig a portfólió cég terjeszkedéséhez nyújthatnak segítséget.

5. példa

Az Intercell biotechnológiai vállalkozást 1998-ban Bécsben alapította egy kutatókból álló csoport fertőző betegségek elleni oltások kifejlesztésére. A cég sikertényezője a kutatók és a vezetők tudásának kiváló kombinációja volt, amihez hozzájárult, hogy a vezérigazgató mindig a cég fejlődési szintjének megfelelően bővítette és változtatta a menedzsmentet. A siker másik kulcsa az volt, hogy nem egy adott termékre vagy termékcsoportra koncentráltak, hanem a vakcinák területén kiterjedten használható innovatív technológiákra. Ezek a sikertényezők azonban hiábavalóak lettek volna, ha – az 1999-ben két regionális befektetővel karöltve 5 millió eurós tőkeinjekciót végrehajtó TVM Capital nevű – kockázattőke-befektető kapcsolatrendszerének igénybevételével hozzá nem járult volna a vállalat értékének növeléséhez. A TVM Capital partnerének ugyanis kapcsolatai révén 2001-ben (27 millió euró értékben) és 2003-ban (46 millió euró értékben) – a biotechnológiai cégek számára ínséges időkben – is sikerült újabb kockázattőke-befektetőket vonzania a portfólió cégbe, továbbá 2004-ben egy amerikai iparági specialistát is bevont a fejlesztésbe, majd a bécsi tőzsdén történő első tőzsdei bevezetést megelőzően nemzetközi kapcsolatait felhasználva a cég nemzetközivé válásának mozgatórugójává vált. Jelenleg a cég összértéke a bécsi tőzsdén meghaladja az 1 milliárd eurót. (EVCA 2007c)

Az **európai piacon** az elmúlt évtizedekben más, fejlettebb kockázattőke-piacokhoz képest sokkal több tapasztalatlan alapkezelő volt jelen az európai kockázattőke-piac viszonylag rövid múltja miatt. Ez alól kivételt jelent az Egyesült Királyság iparága, ahol az iparág már régebbi múltra tekint vissza és sokkal fejlettebb a kontinens országaihoz képest.

A kontinensen a legtöbb szakember az 1990-es évek végén, a fellendülés éveiben kezdte pályafutását. A kockázattőke-befektetők véleménye szerint a befektethető tőke bőséges kínálata és a kormányok közvetlen befektetésekre irányuló tevékenysége akkoriban lehetővé tette sok hozzá nem értő számára, hogy kockázati tőkésé váljon. Mivel legtöbbjük banki, könyvvizsgálói vagy tanácsadói szférából

érkezett, emiatt nem rendelkeztek technológiai ismeretekkel és vállalkozói tapasztalatokkal, így korlátozott mértékben tudtak hozzájárulni a portfólióvállalatok értékének növeléséhez. Ezzel szemben az USA-ban a partnerek többnyire technológiai háttérrel, értékesítési vagy marketing tapasztalatokkal rendelkeztek. Mostanra azonban az alapkezelőknek – egy teljes befektetési ciklus eltelte alatt – elegendő lehetősége volt Európában is arra, hogy tökéletesítsék befektetési stratégiájukat, mélységeiben is megismerjék az életképes lehetőségeket, illetve kifejlesszék azokat a mechanizmusokat és gyakorlatokat, amelyek a portfólióvállalatok értékének javulását eredményezik (EVCA 2007c).

Kelet-Közép-Európában és Magyarországon a nyugat-európai iparágnál is fiatalabb ágazat már behozta korábbi lemaradását, fejlődése elérkezett az érettség szakaszába. A hatékony működéshez szükséges infrastrukturális háttér kiépült, a '90-es években létrehozott alapok túl vannak az első befektetési cikluson, és az évek alatt összeforrt csapatok az első alap sikereinek nyomán már eredményeket értek el a második, harmadik, negyedik és esetleg már az ötödik új alap létrehozásában is (EVCA 2004), **igazolva a dinamikus háromtényezős modell értékteremtő folyamatainak strukturális tényezőkre gyakorolt hatását.**

A Magyarországon jelenlévő kockázatitőke-alapkezelők szakmai színvonala megfelel az európai színvonalnak (Karsai 2008a), ugyanakkor a magvető és korai finanszírozást akadályozó tényező, hogy 2007-ig egyetlen egy alap sem foglalkozott magvető befektetésekkel, így továbbra is hiányzik a hazai befektetők szektor-specifikus know-how-ja, a nemzetközi befektetők pedig nem rendelkeznek elegendő információval a régióról, a régióban elérhető befektetési lehetőségekről és a potenciális társbefektetőkről (Karsai 2007b).

3.1.3. Együttműködés (cooperation)

A nemzetközi kutatások által kissé elhanyagolt kérdés, de a kutatási eredményekből arra lehet következtetni, hogy a kockázatitőke-befektetők és a vállalat értéknövelésének és egyben a kockázatitőke-befektetés sikerének kulcsa a **kockázatitőke-befektető és a vezetés kooperációjában** rejlik, ami összefügg az érdekek harmonizálásával, a vezetők ösztönzésével, a tulajdonosok aktív szerepvállalásával, a rendszeres kommunikációval, az egymás közötti bizalommal és a munkavállalók integrálásával. Az esettanulmányok a kockázati tőkések és a vezetés

kooperációjának jó és rossz példáit is prezentálták, amelyek a befektetés sikerességét és sikertelenségét eredményezték. Az irányítás és a vállalat felett megszerzett **kontroll mértéke** összefüggésben volt az együttműködés minőségével, a túlzott kontroll aláásta az együttműködést.

A kutatási eredmények azt bizonyítják, hogy kockázati tőkések vállalkozói kultúrát honosítanak meg a portfólióvállalatban azáltal, hogy lehetővé teszik a portfóliócég felső vezetői számára 5-10%-os tulajdonosi részarány megszerzését, ami jelentős jövedelmi forrást jelenthet a vezetők számára, ha képesek értéket teremteni. A befektetők és a vezetők érdekeinek és céljainak harmonizálása jelentős hatást gyakorol a vezetők teljesítményére. A kockázati tőkések és a cég elnök-vezérigazgatója egy **szorosan összefonódott csapatot** alkotnak, amihez hozzájárul, hogy a kockázati tőkések gyorsabb, tényeken alapuló döntési kultúrát visznek a portfóliócégekbe, sokkal szigorúbb ellenőrzés mellett (*Private Equity Council 2007a, b*).

6. példa

A Czech On Line cseh internet és telefonszolgáltató cég részvényeinek 97%-át **vezetői kivásárlás** útján szerezte meg a DBG Eastern Europe, a részvények fennmaradó részét az akkori vezérigazgató, Mariano Pireddu szerezte meg. A kockázati tőke-befektetés nyomán a cég Csehország első ingyenes internet-szolgáltatójává vált, drámaian megnövelve az Internet elterjedését az országban. A kockázati tőkések legfontosabb hozzájárulása a vállalat értékteremtéséhez abban rejlett, hogy szakértelmét, ötleteit és kapcsolatait a cég rendelkezésére bocsátotta, tette készen **dolgozott együtt** a vállalat értékének növelésében érdekelt vezetéssel, ami **gyors és hatékony döntéshozatalt** eredményezett. A gyors növekedés sikeréhez hozzájárult, hogy egy **új pénzügyi igazgatót** neveztek ki a folyamat pénzügyi felügyeletére. A befektető két év után 2000-ben **31-szeres** szorzó és **566%-os** IRR realizálásával szállt ki részvényeinek eladásával a Telekom Austria-nak 200 millió euróért. (*EVCA 2004*)

Mivel a kivásárlások rendszerint hitel bevonásával valósulnak meg (tőkeáttételes kivásárlás), ezért a kockázati tőkéseknek a portfóliócég magasabb eszközértéke nagyobb mozgásteret nyújt a vállalat tevékenységének kiterjesztéséhez, ugyanakkor a finanszírozási tőkeáttétel indokolatlan és megalapozatlan növelése kockázatosabbá teszi a vállalat működését. Emiatt csak rövid távú értékteremtés jön létre és a kockázati tőkések kiszállása után a vállalat csődjéhez vezet, így a kivásárlásokkal foglalkozó kockázati tőkések sikerének feltétele, hogy pénzügyi és befektetési tapasztalatokkal illetve szemlélettel rendelkezzenek. A kivásárlások szegmensében kialakult verseny miatt azonban a kockázati tőkések sikeréhez ma már nem elegendő a pénzügyi kreativitás, a siker záloga ebben a fázisban is a kockázati tőkések **aktív szerepvállalása**, melynek során **új képességgel ruházza fel a portfólióvállalatot**. Ennek megfelelően ma már nem csak a korábbi gyakorlatnak megfelelő befektetési, banki tapasztalatokkal

rendelkező üzletemberek, hanem a vállalatok menedzselésében és teljesítményük szisztematikus javításában jártas szakemberek alkotják az alapkezelőket, akik **szorosan együttműködnek** a portfóliócég menedzsmentjével.

3.1.4. Az értékteremtés forrásai a kiválasztás során

A kockázati tőkések a potenciális befektetések felkutatása, átvilágítása és kiválasztása érdekében komoly erőfeszítéseket tesznek, vagyis a befektetést megelőzően is folytatnak szakértői tevékenységet (**pre-due diligence**) tanácsadói hálózatuk igénybevételével.

A befektetés legfőbb sikertényezője és ezzel együtt a befektetők kiválasztási kritériuma a klasszikus kockázati tőke esetén a **piaci potenciál**, illetve a portfólióvállalat globálissá válásának lehetősége. Emellett a **menedzsment minősége** is lényeges befektetési kritérium, az európai felmérés során egyes befektetők azt hangsúlyozták, hogy nem vállalatba, hanem emberekbe fektetnek be. A **technológia** egyes esetekben a siker kulcsa volt, máskor viszont a túlzottan egyedi technológia nem talált új vevőkre a kiszálláskor. A felmérés alapján a siker feltétele a legtöbb esetben az volt, hogy a források jelentős hányadát fordították kellő gondosságu szakértői vizsgálatra az üzleti terv és a vezetők átvilágítása érdekében (EVCA 2007c).

7. példa

Karbon System ma már egy olyan amerikai vállalkozás, amelyet a kockázati tőkések kedvelnek. Az öt éves cég mindig nyereséges volt, minden évben megduplázza az árbevételét, és jelenleg hosszú távú szerződésekkel rendelkezik, irodái vannak Virginiában és Kaliforniában. Nem véletlen, hogy a vállalkozásért 12 millió dollárt ajánlott három különböző kockázati tőke-társaság.

A Karbon azonban nem volt mindig ilyen népszerű, négy évvel ezelőtt, amikor az alapítók magvető tőkét próbáltak bevonni, számos kockázati tőke-társaság által lettek elutasítva. Tény, hogy 2001 nem a legideálisabb év volt a tőkét kereső vállalkozások számára, de a kockázati tőkések abban az évben 40 milliárd dollárt fektettek be az USA-ban (szemben a 2005-ös 20 milliárd dollárral). „Azt javasolták a kockázati tőkések, hogy akkor menjünk vissza, ha utolértük a Google-t”- mesélte Emeka Okereke alapító-tag. A Karbon számára tehát akkoriban nem volt elegendő egy ígéretes technológia, később viszont a piaci potenciál növekedésével a kockázati tőkések célpontjává vált a vállalat. (Dalph 2006)

A kockázati tőkések napjainkban hosszú, óvatos és szelektív **módszerekkel választják ki befektetési célpontjaikat** az USA-ban és Európában egyaránt. A befektetések eseteinek háromnegyede a kockázati tőkések módszeres keresésének eredményeként született, amely egy adott iparág vagy egy vállalat követésén, vállalatvezetőkkel való kapcsolatépítésen, illetve ismeretségi körből szerzett

információkon alapult. A befektetési lehetőségek felkutatását intenzív értékelési és szakértői vizsgálat követte. Az üzletek megkötésének sikere az **előkészítettség**, a kiszemelt cég **vezetőivel kialakított kapcsolat** minőségén és az **iparági fókusz**on múlt (Ernst&Young 2007b).

Az **iparági fókuszálás** bevett szokás az USA-ban és Európában is kezd elterjedni. Európában az iparági fókusz az ügyletek 25%-ában jelentett előnyt, miközben az USA-ban az esetek kétharmadában tartozott a sikertényezők közé, mivel biztosította a cégvezetők bizalmának megnyerését és elősegítette a növekedési potenciál megítélésének képességét (Ernst&Young 2007b).

Egy fontos **különbség**, hogy az USA-ban az ügyletek 30%-ában alkalmazott egyszerre három vagy annál több befektető **szindikált befektetési stratégiát**, míg Európában csak az esetek 8%-ában került erre sor. Ennek oka az Egyesült Államokban létrejött ügyleteknek az alapok méretéhez viszonyított relatíve nagy mérete, ami a kockázat diverzifikálására ösztönözte a befektetőket (Ernst&Young 2007b). A klasszikus kockázatitőke-befektetések esetén ugyanakkor Európában is bevett szokás volt a szindikált befektetési stratégia, az ügylet kockázatának csökkentése végett (EVCA 2007c).

8. példa

Az Alantos Pharmaceuticals nevű, eredetileg németországi székhelyű biotechnológiai vállalatot 1999-ben alapították, majd 2000-ben négy befektető 3 millió dollár értékben; 2003-ban **9 befektető**, 24 millió dollár értékben; majd 2005-ben öt befektető, 20 millió dollár értékben biztosított finanszírozási forrást a növekedéséhez. A kockázati tőkések közül az egyik három körben, 5 befektető pedig két körben szerepelt. A SV Life Sciences és az Oxford Biosciences voltak a vezető befektetők, akik a leginkább befolytak a cég irányításába, illetve két németországi székhelyű kockázati tőkések segítette a portfóliócég vezetésével való kommunikációt. A **társfinanszírozási stratégiából** a befektetőknek és a portfóliócégnek is haszna származott, az egyes befektetők **kapcsolatrendszere és szakmai tudása összeadódott**, növelve a hozzáadott érték potenciális nagyságát. A hálózati és tudásbázis kiszélesedésének eredményeként és az Alantos Pharmaceuticals új vezérigazgató és pénzügyi igazgató vezetésével valamint a vezetés és az igazgatóság szoros **együtműködésével** átalakították a vállalat üzleti modelljét és áthelyezték a székhelyét az USA-ba, majd a kezdeti befektetés után 7 évvel, 2007-ben eladták az Amgen nevű szakmai befektetőnek 300 millió dollárért. (EVCA 2007c)

3.1.5. Az értékteremtés forrásai a befektetés során

A kockázatitőke-befektetők gyors változási folyamatot irányítanak új üzleti tervek segítségével, új menedzsmenttel, új ösztönzőkkel, és erős igazgatósági szintű vezetéssel. A siker alapja és a gyorsabb növekedés mozgatórugója a legjobb üzleti terv kifejlesztése és végrehajtása (Ernst&Young 2007b).

A befektetés **menedzselésére fordított idő** eltér finanszírozási fázisonként, növekedési stádiumonként, a futamidő kezdetén és kilépés alkalmával, illetve a cég stratégiájának sikerességétől függően. A kockázati tőke-befektető által delegált vezető partner a befektetés első néhány kritikus hónapjában munkaidejének felében, vagy több mint felében a portfóliócéggel foglalkozik, a portfólió cég menedzsmentjével együttműködve segít a rövid távú hatékonyságjavító intézkedések és a hosszú távú, megalapozott üzleti terv kidolgozásában, a cég helyzetének stabilizálásában és növekedési pályára állításában (*Private Equity Council 2007b*).

A kockázati tőkés egy kezdeti, gyakran 100 napos terv kivitelezésének ideje alatt igyekszik feltárni azokat a negatív információkat, amelyek a szakértői vizsgálat során nem kerültek felszínre, majd az összes információra alapozva az alapítókcal együttműködve segít összeállítani egy világos jövőképet és stratégiát tartalmazó **üzleti tervet** (*EVCA 2007c*). A vállalat helyzetének megszilárdítása után a kockázati tőkés az elnökségen keresztül koordinálja a vezetőket, ahol a megszerzett szavazati aránya alapján gyakorol befolyást a döntéshozatalra és az üzleti terv végrehajtásának koordinálására.

Válságos helyzetekben a kockázati tőkés támogatása kritikus a portfólióvállalat és a befektetés hozama érdekében, a kockázati tőkés feladata, hogy átsegítse a vállalatot a nehéz helyzeteken, de ha a cég menthetetlen, helyesebb leírni a befektetést, mint fölösleges erőforrásokat pazarolni rá. Ezt a döntést azonban nehéz meghozni, ha egyszer már bizalmat szavaztak a menedzsmentnek és az üzleti tervnek (*EVCA 2007c*).

A kockázati tőkések egyik legfontosabb képessége, hogy dönteni tudjanak az üzleti terv életképességéről és az üzleti terv végrehajtásához a **vezetők alkalmasságáról** (*EVCA 2007c*). A rosszul teljesítő vezetőket leváltják, hogy biztosítva legyen a képességek megfelelő kombinációja a vállalat magas szintű teljesítménye érdekében (*Private Equity Council 2007a*).

Az USA-ban és Európában az esetek háromnegyedében történtek változások a menedzsment összetételében. A vezérigazgató az esetek 61%-ban, illetve 45%-ában került leváltásra az USA-ban és Európában. Az európai befektetők határozottabbak lettek a vezetők leváltásában, mert 2006-ban a befektetések 68%-ában váltották le a vezetést, szemben a 2005-ös 44%-os aránnyal. Az USA-ban és Európában egyaránt pozitív kapcsolat volt a vezetők leváltása és a jobb teljesítmények között (*Ernst&Young 2007b*). A kockázati tőke-befektetések egyik sikertényezője a pozícióban maradt és újonnan választott vezetők együttes minősége (*EVCA 2007c*).

Két sikeres stratégiát azonosítottak, ami Európában és az Egyesült Államokban is bevált, és amelyek eltérő módszerekkel törekedtek arra, hogy a célok és a felelősségek világosak legyenek a vezetők és a befektetők között (*Ernst&Young 2007b*). Az első stratégia lényege a **hivatalban lévő menedzsment** és üzleti tervének szakmai **támogatása** és a finanszírozás biztosítása. Ezt a stratégiát 17 amerikai és 22 európai ügylet esetén alkalmazták (*Ernst&Young 2007b*). A második stratégia alkalmazásakor a kockázati-tőke-befektető **új menedzsmentet** nevezett ki a cég élére, új üzleti tervet alakított ki és együttműködött a cégvezetéssel a terv végrehajtásában. Ez a megközelítés sokkal elterjedtebb volt, az USA-ban 39%-ban, Európában 48%-ban alkalmazták (*Ernst&Young 2007b*).

9. példa

A lengyelországi HTL Group-ban 3 millió dollár értékű fejlesztőtőke befektetést hajtott végre a European Renaissance Capital LP, a cég új szabadalmaztatott találmányához szükséges gyártási kapacitás bővítése végett. A piaci rés kitöltésére alkalmas találmány globális piaci potenciálja miatt bizonyult értékes befektetési célpontnak a befektető számára. A befektetés után a kockázati tőkések aktív közreműködésével visszafizetésre kerültek a felvett **hitelek**, radikálisan megemelték a **marketingkiadásokat**, módosították a **termelési berendezéseket**, **illetve új vezérigazgatót** neveztek ki a cég élére. A cég költséghatékonyságából fakadó versenyelőnyére alapozva két év alatt megduplázta árbevételét és a világpiac jeles szereplőjévé vált. A Renaissance háromszoros szorzót és 40%-os IRR-t eredményező részleges kiszállást hajtott végre, részesedésének kétharmadát a cég menedzsmentje vásárolta meg. (*EVCA 2004*)

A kivásárlások esetében a vezetők kiválasztását követően a **vezetők tulajdonosi részesedésének növelése és az ösztönzőik kiterjesztése** kulcsfontosságú sikertényezők a legjobb tudás megszerzéséhez, megtartásához és motiválásához. A legtöbb esetben a menedzsmentnek 5-10%-os részesedést adományoztak, ami magasabb, mint a nyilvános cégek vezetőinek általában felajánlott részesedés. Megjegyzendő, hogy mind az USA-ban, mind Európában az ösztönzési terveket kiterjesztették a felső- és középvezetés szélesebb csoportjára, hogy szélesítsék a vállalati növekedésre gyakorolt hatásukat (*Ernst&Young 2007b*). A klasszikus kockázati-tőke-befektetések esetében legtöbbször az alapító tag továbbra is tulajdonos maradt, és azok a befektetések bizonyultak sikeresnek, amelyekben az alapító tag vállalkozói szemlélettel rendelkezett, gyakorlott, többszörös vállalkozó volt, illetve képes volt a nemzetközi szintű gondolkodásra (*EVCA 2007c*).

10. példa

A BlackSpider Technologies nevű, számítógépes biztonsági szolgáltatással foglalkozó, 2002-ben Angliában alapított szoftvercég 2006-ban lezajlott szakmai értékesítésének sikertörténete elsősorban az alapító korábbi vállalkozásai során megszerzett tudásának és kapcsolatrendszerének volt köszönhető. A céget **tapasztalt, vállalkozói szemlélettel rendelkező menedzserek** vezették, a sikert már a kezdetektől a fogyasztói igények magas szintű kiszolgálására alapozták. A vezérigazgató kapcsolatrendszerének és a 2004-ben 4,6 millió font befektetésével részesedést szerzett DJF Esprit nevű kockázattőke-befektető **nemzetközi terjeszkedést** forszírozó stratégiájának köszönhetően tudott a vállalat a német és francia piacokra betörni, majd az európai piac egyik meghatározó szereplőjévé válni. A sikerhez hozzájárult, hogy a kockázati tőkés kapcsolatrendszere révén egy 22 éves iparági tapasztalattal rendelkező szakember is közreműködött a vezetők támogatásában. Végül az európai piacszerzési célokkal rendelkező, amerikai székhelyű SurfControl több mint 20 millió fontért megvásárolta az – akkor már 102 alkalmazottat foglalkoztató, 4 millió fontos éves árbevétellel rendelkező – cég részvényeit, ami a befektetőnek 40-50%-os belső megtérülési rátát eredményezett. (EVCA 2007c)

A **célok és az érdekek összehangolása** a vezetők illetve más alkalmazottak tulajdonosi részesedésének kiterjesztésével – maximalizálva a kilépéskori jövedelmet három-öt évben – a kockázattőke-befektetések megkülönböztető és erőteljes jellegzetessége más vállalkozásokkal szemben (Ernst&Young 2007b). A vezetői teljesítmény további ösztönzője és a kockázat mérséklésének eszköze a **több lépcsős finanszírozási stratégia**, amelynek során az újabb forrásokat fokozatosan, csak egy-egy fejlődési szint és a kitűzött célok elérése után biztosítják (EVCA 2007c).

Az esetek többségében lényeges szerepe volt a kockázati tőkések **monitoring** tevékenységének, amely rendszeres jelentéseket, vezetői megbeszéléseket és személyes kapcsolattartást foglalt magában és jelentős szerepe volt a vállalatok értékének megőrzésében. Majdnem minden kivásárlási ügylet alkalmával a kockázati tőkések **szoros kapcsolatot építettek ki** a portfóliócégekkel a megvásárlás után. Gyors döntéseket hoztak a vezetésről, ösztönözték a növekedést és speciális szakértelmet tettek elérhetővé – iparági, szabályozási, pénzügyi, valamint fúziók és felvásárlások terén. A befektetők és a vezetők közötti elkötelezettség erősebbnek bizonyult, a korábbi tulajdonosokhoz képest (Ernst&Young 2007b), hasonlóan a klasszikus kockázati tőkések eseteihez, tehát a sikernek lényeges feltétele volt a felek közötti **együttműködés** szándéka és képessége.

11. példa

A Burger King 1954-ben nyitotta meg első gyorséttermét az Egyesült Államokban, az ezredfordulón már 50 államban és 60 országban rendelkezett franchise hálózattal, de 2002-re a cég pénzügyi válságba került, 2540 étterme küzdött pénzügyi problémákkal és kezdte elveszíteni piaci pozícióját. A Texas Pacific Group (TPC) két társbefektetővel együtt megvásárolta az étteremláncot, mivel rejtett értékeket fedeztek fel a vállalatban. Rájöttek ugyanis, hogy a Burger King problémái abból eredtek, hogy nem volt egy olyan központi egysége, amely felügyelte volna az üzleteket. Az új tulajdonosok időt, pénzt és energiát fektettek a vállalatba, új menedzsmentet neveztek ki, megmentették a franchise- partnereket, javították a vásárlói szolgáltatásokat és a nemzetközi kapcsolatokat. Ennek eredményeként 2002-től 2006-ig 60-ra csökkent a pénzügyi problémákkal küzdő éttermek száma, árbevétel 24%-kal nőtt. 2006. májusában a céget bevezették a New York-i tőzsdén. A befektetők részleges kiszállását követően (56%-os részesedést megtartottak), 2006-ról 2007-re az EBITDA több mint 30%-kal nőtt és 2007 tavaszán a cég már osztalékot is fizetett a tulajdonosoknak. (*Private Equity Council 2007c*)

Az európai és amerikai kivásárlások eseteiben a vállalati EBITDA (kamatfizetés, adózás és értékcsökkenés előtti eredmény) növekedése, vagyis a **hozzáadott értéknek a 70%-a a vállalat teljesítményének javításából**, az árbevétel organikus növekedéséből, vagyis az értékesítés, a marketing és az új termékek bevezetéséhez kapcsolódó beruházásokból származott. Azokban az esetekben, amelyekben nem értek el kiemelkedő teljesítményeket, a sikertelenség abból fakadt, hogy a kockázati tőkések nem sikerült alapvető változást eredményezni a portfólióvállalat működésében. Ezt az USA-ban még kiegészítette a vonzó iparági szegmensekben való befektetés, Európában pedig a nemzetközi terjeszkedés (*Private Equity Council 2007a*).

A **vállalatfelvásárlások** fontos szerepet játszottak abban, hogy felgyorsítsák a növekedést az új termékkategóriák és piacok terén, illetve, hogy a létrejött **szinergiák** révén megtakarításokat érjenek el. Megjegyzendő különbség, hogy a befektetők az USA-ban több kisebb értékű felvásárlást végeztek, mint Európában (*Private Equity Council 2007a*).

12. példa

Az eredetileg hardver kis- és nagykereskedéssel foglalkozó Elender Informatika Rt. 1995-ben lépett a hazai internet-szolgáltatások piacára. 1998-ra az ország egyik legnagyobb internet-szolgáltatójává nőtte ki magát. A cég további fejlődésének biztosítása érdekében fejlesztőtőke bevonása mellett döntött. Az Advent International és helyi leányvállalata, az Equinox 2,2 és 1 millió dollár fejében 18, illetve 8,4%-os üzletrészt szerzett a vállalatban és egy tagot delegált az igazgatótanácsba. A további **felvásárlásoknak** és a befektetők által támogatott dinamikus üzletpolitikának köszönhetően az Elender gyorsan növelte üzletfelei számát, és az internet-boom közepette az ország egyik legvonzóbb információtechnológiai befektetési célpontjává vált. A **pénzügyi folyamatok** és a **beszámolói rendszer** javítása érdekében a két befektető egy **új pénzügyi igazgatót** nevezett ki. Kérőként a világ egyik legnagyobb független üzleti internet-szolgáltatója, a PSINet jelentkezett, és a kockázati tőke-befektetők megjelenése után 10 hónappal 33,3 millió dollárért felvásárolta a teljes céget. A **stratégiai befektetőnek** történő értékesítéssel a kockázati tőkések **2,71-szeres** készpénznövekedést és **281%-os megtérülést (IRR)** értek el. A kockázati tőkések sikeresen megalapozták a cég jövőjét, mert a dotcom válság ellenére az Elender továbbra is növekvő és nyereséges piacvezető cég maradt. (EVCA 2004c)

A **költségcsökkentések** a harmadik legfontosabb tényezőnek bizonyultak az EBITDA növelése érdekében az USA-ban és Európában egyaránt, a teljes árbevétel növekedésének rendre 23%-át, illetve 31%-át okozták, melynek fele az operatív hatékonyság javításából származott.

A kockázati tőke közreműködésével **fenntartható, hosszú távú növekedés** következett be a portfólióvállalatokban. Az USA-ban a kockázati tőkések által támogatott tőzsdére bevezetett cégek jobban teljesítettek, mint más hasonló nyilvános cégek. Európában az ügyletek 30%-ából kockázati tőkéseknek történő másodlagos értékesítések útján léptek ki a befektetők, és ezeknek a cégeknek a hosszú távú EBITDA mutatója kétszer olyan gyorsan nőtt, mint a szakmai vagy nyilvános értékesítések útján tulajdonosváltáson átesett vállalkozásoké (Private Equity Council 2007a).

3.1.6. Az értékteremtés forrásai a kilépés során – a hozzáadott érték realizálása

Az Egyesült Államokban, ahol a világ kockázati tőkéjének legnagyobb hányada összpontosul, nincs egy általánosan elfogadható kilépési szabály és széles egyenlőtlenségek találhatók abban, hogy a különböző alapok hogyan értékelik ugyanazt a befektetést.

Wall és Smith (1999) tanulmányában több, az európai kiszállások piacát jellemző hiányosságra is fényt derített. Annak ellenére, hogy a befektetők a kiszállást a befektetés egyik legkritikusabb pontjának tekintették, az európai alapkezelők a kilencvenes években nem szenteltek elég figyelmet az exit megtervezésére a befektetés létrejöttkor, és a tervezés során más hibákat is elkövettek. Az európai kockázati tőkések a tőzsdére bocsátást tekintették ideális kilépésnek, és nem vették számításba, hogy a ténylegesen megvalósuló kilépések sokkal nagyobb arányát adták a szakmai értékesítések. Másrészt, a tulajdonosok nem vették komolyan a pénzügyi befektetőket, sőt még meg is lepődtek, ha közülük valaki érdeklődött a részesedésük iránt. A visszavásárlás útján történő kilépés lehetősége az ügylet megkötésekor elkerülte a figyelmüket, emiatt a befektetési szerződésben nem teremtették meg az ilyen úton történő kilépés biztosítékait. Ráadásul a legtöbb kockázati tőkések nem a befektetés kezdetétől foglalkozott a kiszállás gondolatával és nem szenteltek elegendő figyelmet a kilépés menedzselésére. Nem árusították elég széles körben a befektetésüket, és nem használták ki a közvetítők által nyújtott segítséget sem. Végül a befektetők sokszor elsiklottak a menedzsmenttel kialakult érdekkülönbségek fölött, emiatt a vezetők a nyereséges kiszállás akadályozó tényezőjévé válhattak.

Wall és Smith tanulmánya óta a piac tisztulásának következtében az **értékteremtés öngerjesztő folyamata** segítségével csak azok a kockázati tőke-társaságok maradtak életben, amelyek professzionális módszereket fejlesztettek ki és vettek át a sikeres alapkezelőktől. Ma már az európai alapkezelők zöme a kilépések menedzselése terén is **professzionális módszereket** használ és a környezeti feltételekhez alkalmazkodva törekszik a **hozam maximalizálására**. Az európai kilépések piacát elsősorban már nem a befektetők szakmai hiányosságai, hanem az **elsődleges és másodlagos tőkepiaci struktúrából fakadó problémák** korlátozzák.

A kockázati tőke-befektetők a befektetésük értékesítése alkalmával realizálják befektetésük értékének legnagyobb részét, és mint gyakorlott kiszállók, értenek az értékesítéshez. Ennek megfelelően a megvizsgált esetek 80%-ában az értékesítés során sikerült elérni az elvárt, vagy annál magasabb hozamokat (Ernst&Young 2007b). A kockázati tőkések hosszú távú befektetési forrásokat biztosítanak a portfóliócégek számára, ezért kívárnák a legjobb alkalmat a kiszálláshoz.

13. példa

A MutuiOnline nevű internetes hitelközvetítéssel foglalkozó milánói cégbe 6 millió eurót fektető Net Partners-360 türelmes befektetési stratégiájának köszönheti, hogy 2000-2007-ig **hússzorosára** növelte befektetett tőkéjének értékét, ami több mint **70%-os** éves belső megtérülési rátát eredményezett. A cég részvényeire ugyanis korábban már több ajánlat érkezett kockázatitőke-befektetőktől és befektetési bankoktól, de a befektető képes volt elutasítani a vártnál alacsonyabb hozamot ígérő lehetőségeket, és **kivárni** a kilépés legalkalmasabb pillanatát. (EVCA 2007c)

Alapvető **különbség**, hogy míg az USA-ban a kilépések 61%-a valósult meg **első tőzsdei bevezetéssel**, Európában ez az érték csak 17%-ot ért el. Az amerikai kockázati tőkések a kilépési stratégiájukat arra összpontosították, hogy hogyan és kinek adják el a részesedésüket, miközben figyelmüket azokra a bankokra és brókerházakra koncentrálták, amelyek az első tőzsdei bevezetéseket menedzseltek. Megjegyzendő, hogy a legmagasabb kilépéskori értéket a **stratégiai értékesítések** során realizálták (Ernst&Young 2007b).

14. példa

A NextGenTel, norvégiai székhelyű, a hazai piacon úttörőnek számító telekommunikációs cégbe több befektető által összesen 28 millió dollár értékű kockázati tőke befektetésére került sor. A vezető kockázatitőke-befektető, a Geocapital, szoros kapcsolatot épített ki a cégvezetéssel és folyamatos monitoring tevékenysége révén felszínre jött információk alapján hozzásegítette a vállalati folyamatok hatékonyabbá tételéhez. Legfontosabb hozzájárulása az értékteremtő mechanizmushoz mégis abban állt, hogy az **első tőzsdei bevezetés előkészítése** során sikerült bevonnia egy amerikai székhelyű prominens kockázatitőke-befektetőt a tulajdonosok körébe, amely segített a nyilvános tőkepiac által értékelt **vállalati profilt** kialakítani. (EVCA 2007c)

Európában a befektetők a kilépések tervezésekor a stratégiai befektetőknek és kockázati tőkéseknek történő eladásokra koncentráltak. A kilépés tervezése már korán elkezdődött, odafigyelve arra, hogy a portfólióvállalatot vonzó célponttá tegyék a potenciális vevők számára, miközben folyamatosan ápolták a kapcsolatot a leendő ajánlattevőkkel. Eközben a menedzsment erőfeszítéseket tett a tervezés és a beszámolás részletes és gondos kidolgozására a piac figyelmének felkeltése érdekében. A várható értékesítés kommunikálása már több hónappal az értékesítés tervezett időpontja előtt megkezdődött. Az európai esetek egynegyedében teremtett extra hozamokat a **kilépési folyamatok aktív menedzselése** (Ernst&Young 2007b).

3.2. Esettanulmányok – Üzleti angyalok és professzionális befektető a Solvo finanszírozásában

3.2.1. A befektetés szereplőinek bemutatása

A kockázatitőke-befektető – a Fast Ventures Kft.

A kockázatitőke-társaságot a technológiai boom idején, 2000-ben, – adómegfontolások miatt Hollandiában – alapították **5,4 millió euró tőke közvetítésére** (Világgazdaság 2003) nagy növekedési potenciállal rendelkező magyar induló és korai fázisban lévő vállalkozások számára. Ebből a tőkéből eddig 3,5 millió eurót fektettek be 6 portfólióvállalatba. A társaság **0,1 és 0,8 millió euró** közötti befektetéseket eszközöl **technológiai, telekommunikációs és biotechnológiai cégekbe**, azzal a céllal, hogy hozzásegítse a vállalkozókat maradandó értékek megteremtéséhez. A tulajdonosok között szerepel több mint 20 magánszemély és egy prominens finanszírozási intézmény, a Bank Austria A.G. (Solvo 2006). Ez a kisméretű alap tehát az 1-5 millió eurós finanszírozási rés alatti méretkategóriát és az életciklus korai fázisának finanszírozását preferálja.

A kockázatitőke-befektetés célpontja – a SOLVO Biotechnológiai Kft.

A Solvo (latin, ford.: megoldom) nevű, 2001-ig kft.-ként majd utána részvénytársaságként működő, magántulajdonban lévő gyógyszeripari és biotechnológiai kutatásokat végző társaságot 1999-ben alapította egy eminens kutatókból álló csoport Szegeden, **20 millió forintos törzstőkével** (Rákóczi 2005, Kaszás 2005, Solvo 2006). A kutatók élvonalban lévő magyar egyetemeken dolgoztak gyógyszeripari kutatások, diagnosztikai és terápiás fejlesztések területén. Az **induló, spin-off vállalkozás** tevékenységét a gyógyszerjelölt és az élő sejtek membránjaiban található transzportfehérjék kölcsönhatását vizsgáló, piacosításra szánt kutatási eredményekre építették, amelyek elsősorban a Szegedi Biológiai Kutatóközpontban található laboratóriumokban láttak napvilágot.

A biotechnológia a világ egyik leggyorsabban fejlődő iparága, ezért nem könnyű versenybe kerülni és maradni. Az iparág jellegzetessége a rendkívül **magas kockázat**, mivel sokszor éveken át –akár tíz éven keresztül– kell finanszírozni egy kutatást, amely **a K+F ideje alatt semmilyen bevételt nem generál** és közben egyáltalán nem biztos, hogy piaci siker lesz belőle. Emiatt, különösen a Solvo-hoz hasonló, induló, befutott

termékkel még nem rendelkező vállalkozások tulajdonosai saját erejükön túl csak kockázati-tőke-befektetőktől remélhetnek tőkeforrásokat. A Solvo alapítása idején még csak alig néhány biotech vállalat létezett Magyarországon, azonban mára már a Magyar Biotechnológiai Szövetség 70 taggal büszkélkedhet. Ez a szám is jelzi, hogy abban az időben kezdett kifejlődni a kimagasló magyar kutatási eredményeknek köszönhetően rendkívül sok **potenciális lehetőséget** magában hordozó iparág, amiben úttörő szerepe volt és van is a Solvo Kft.-nek. A **vállalkozás belső forrásain** túl más forrással nem rendelkezett, ráadásul az iparág és a vállalkozás **kimagasló kockázati szintje** miatt tőkét elsősorban a klasszikus értelemben vett kockázati tőkéből remélhetett, mivel akkoriban az állam még csekély szerepet játszott az iparág támogatásában, miközben a vállalkozás **alkalmatlan volt hitelből** történő finanszírozásra. A vállalkozás tehát a finanszírozási források innovatív, technológiai kisvállalkozásokra jellemző hierarchiájával rendelkezett.

3.2.2. A kockázati-tőke-befektetések jellemzői, a befektetés okai és kilátásai – A Fast Ventures és négy üzleti angyal

A cég vezetése az ezredfordulón, megalakulása után egy évvel megállapodást kötött a Fast Ventures-el egy **150 ezer dolláros (kb. 42,6 millió forintos) tőkeinjekcióról**, de a tényleges befektetés csak egy évvel később valósulhatott meg az elhúzódó, közel 7 millió forintos költséggel járó átvilágítási és szerződéseket előkészítő jogi folyamat (due diligence) miatt. Az intézményi befektetők mellett, velük egyidejűleg **négy üzleti angyal** is társult a cég finanszírozásához, **összesen 200 ezer dollár** (56,8 millió forint) investálásával, 25-25-50-100 ezer dolláros megoszlásban. Az informális befektetők között volt olyan, aki annak ellenére, hogy kevés információval rendelkezett a vállalatról, mégis hajlandó volt befektetni a pénzét, mert bízott egyik befektetőtársának a megérzéseiben. Ez a példa is igazolja az informális és az intézményes kockázati tőke **komplementer tulajdonságát** és az üzleti angyalok által preferált **szindikált befektetések** létjogosultságát. Az intézményi befektető és az üzleti angyalok befektetései kiegészítik és **erősítik egymást**, hiszen több szereplő együttes befektetése esetén megoszlik a kockázat, és ha már az egyik szereplő a befektetés mellett döntött, ez megerősíti a további befektetők finanszírozási szándékát.

A befektetést követő években **komoly konfliktusok** keletkeztek az alapítók és az intézményi befektető között, a sok pénzt felemésztő, zsákutcába jutott kutatások

miatt. A befektetők által biztosított első százmillió forintot másfél év alatt felemésztették a kutatások, miközben az árbevétel mindössze kétmillió forint volt. A kutatások folytatásához újabb tőke szükségeltetett, miközben a befektetők az értékesítést szorgalmazták. A **tulajdonosi érdekek által is vezérelt elnök-vezérigazgatónak** végül sikerült rávenni az egyik **üzleti angyalt további 75 ezer dollár** majd a **Fast Ventures-t újabb 200 ezer dollár részvényekké konvertálható hitel** (*convertible*) nyújtására, amelyek értékelését jövőbeli EBITDA-hoz (kamatok, adózás és értékcsökkenés előtti eredményhez) kötötték. 2005-ben mindketten éltek a beváltás lehetőségével, megnövelve ezzel részesedésüket a vállalkozásban. A Fast Ventures tulajdoni hányada ekkor tízről tizennyolc százalékra változott. A részvényesi megállapodás értelmében a tulajdonosoknak egy úgynevezett **„downside protection”** vagyis lefelé irányuló védelemre vonatkozó pozíciója volt, ami esetükben azt jelentette, hogy amennyiben veszélyben érzik a befektetésük jövőjét, akkor feltölthetik a tulajdoni hányadukat 50+1 százalékra és átvehetik a cég irányítását (*Duda 2007*). A részvényekké konvertálható hitel és a többségi tulajdon megszerzésére vonatkozó opció a tulajdonosi érdekek védelmét szolgálták a morális kockázat csökkentése érdekében.

3.2.3. A társaság működése a befektetés után

A társaság működésének első öt évében többször került csőd közelébe elhibázott döntések és zsákutcába jutott, 100 milliós költséget is felemésztő kutatások finanszírozása miatt (*B. Horváth 2005, Kaszás 2005*), ami egyébként nem ritka a biotechnológia-iparban. A befektetők elégedetlenkedtek, a céget a szállítók fel akarták számoltatni, a menedzsment pedig nem kapott fizetést. A súlyos problémák közepette a vállalat elsősorban a humán erőforrás összetételéből tudott előnyöket kovácsolni. Az alkalmazottak mindvégig kitartóan küzdöttek azért, hogy megvalósítsanak egy hazai viszonylatban addig szinte egyedülálló (spin-off) modellt, melynek lényege, hogy hidat képez a tudomány zárt világa és az ipar között, vagyis technológiai transzfer útján pénzre váltja az alapkutatás eredményeit. A világszínvonalú tudással rendelkező magyar kutatók – néhány elhibázott ötlet után – végül jó érzékkel választották ki a ritkaságnak számító, alapkutatásból eladható terméké konvertálható ötleteket (*Rákóczi 2005*), amelyek kifejlesztéséhez az **elnök-vezérigazgató jó üzleti érzékével**, tudatosan kiépített **kapcsolati tőkéjével és kiváló csapatával** előteremtette a rendkívül magas finanszírozási forrásokat. A **740 millió forintos saját erő** biztosításán túl a későbbi

sikerekhez az is sokban hozzájárult, hogy 2004-től a Solvo sorra nyert az egyre szaporodó, biotechnológiai és innovatív kisvállalatok számára kiírt magyar és uniós **kutatás-fejlesztési pályázatokon**, a legjobb években a pályázati bevételek elérték az árbevétel egyharmadát. A Solvo-nak önállóan vagy konzorciumi tagként megítélt állami támogatások 2004 és 2006 között **999 760 ezer forintot** tettek ki, míg a cég számára konzorciumi tagként megítélt uniós támogatások ugyanebben az időszakban **1,118,736 eurót** jelentettek.

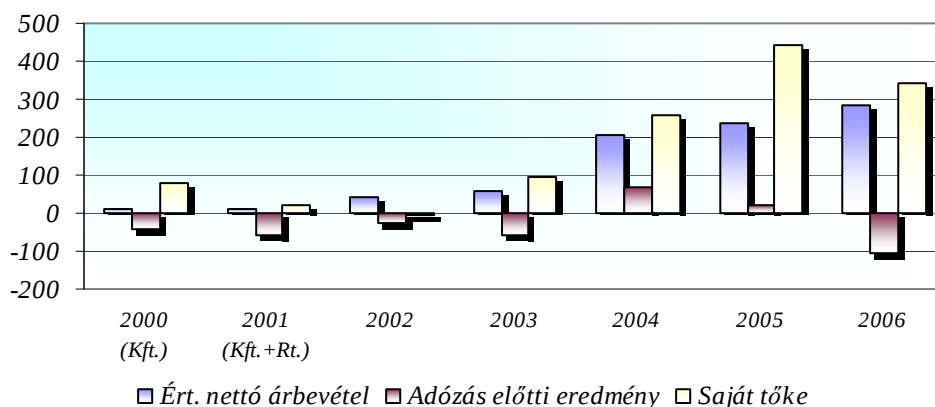
A kitartó munka, a hibákból való tanulás, a szemléletváltás, a jövedelmező piaci szegmens megtalálása, a sikeresen kifejlesztett termékek, a professzionális szintre fejlesztett pályázatírási képességek, az informális kapcsolatok és jókora szerencse révén a cég 2004-ben megnégyszerezte árbevételét és nyereségessé vált. A társaságot akkor az egyik nemzetközi könyvvizsgáló cég a harmadik leggyorsabban fejlődő kelet-közép-európai kisvállalatként értékelte. A vállalat sikere igazolja a szakirodalom elméleteit, hiszen a vállalat fejlődésében kulcsszerepet játszott a tulajdonos-vezető, vagyis a **vállalkozó** különleges **vezetői képessége** és magas **kockázatvállalási hajlandósága**, illetve a **szervezet innovációs és tanulási képessége**.

A Solvo legsikeresebb, legnagyobb árbevételű generáló, Innovációs Nagydíjat elnyert terméke egy gyógyszergyárak részére kifejlesztett tesztrendszer, amely lehetővé teszi az állatkísérletek kiküszöbölését, miközben időt és költségeket spórol meg a gyógyszerfejlesztők számára. A kutatók konzorcium keretében még dolgoznak egy új fehérjecsald diagnosztikai és terápiás fejlesztésén, amelyhez 1,4 millió eurós uniós illetve 250 millió forintos hazai támogatást nyertek. A Solvo **vevői és partnerei** közé tartozik a **világ tíz legnagyobb gyógyszergyára**, és **öt legnagyobb biotechnológiai vállalata**. A Solvo már a budaörsi Közép-magyarországi Innovációs Központban is folytat kutatás-fejlesztési tevékenységet, és a kutatások eredményeként több tucat szabadalommal rendelkezik. A vállalat hosszú távú fejlesztési potenciállal és kiterjedt **stratégiai partnerhálózattal** rendelkezik, árbevételének háromnegyede az EU és az USA export piacaiból származik (Torontály 2007). Ez azt igazolja, hogy a Solvo-nak **innovációjával** sikerült olyan **iparági szegmenset** találni, ahol a nemzetközi piacok határait áttörve a világpiacon élvonalba kerülhetett, ami biztosította számára a kiugróan magas növekedési potenciált. Itt tehát érvényesült a vállalkozó céltudatossága és innovatív, **kreatív romboló tulajdonsága**, hiszen új termék és új piac kialakításával, más megfogalmazásban **piaci rés betöltő funkciójával** hozzájárult a gazdasági növekedés előmozdításához.

Az alábbi ábrából jól látható, hogy a cég hét év alatt milyen meredek növekedési pályát járt be, és hogyan fejlődött négy nehéz év után sikeres vállalkozássá. A 2006-os negatív adózott eredmény nem a cég gyenge teljesítményének, hanem a jelentős belső forrásokat is felemésztő vezetői kivásárlásnak az eredménye.

1. diagram

A Solvo fontosabb mérlegadatainak alakulása, 2000-2006 (millió forint)



Forrás: B. Horváth 2005, Rákóczi 2005, VG 2006b, Solvo 2003, 2004, 2005 alapján saját szerkesztés

3.2.4. Exit

Az intézményi befektető Fast Ventures az alapítókkal szemben kialakult **stratégiai vitái** miatt megpróbált élni azzal a jogával, hogy többségi tulajdonossá váljon, azonban – a hosszas procedúrával megszületett **szerződések ellenére** – egy jogi kiskaput kihasználva az alapítók megakadályozták ebben. Ez a szituáció igazolja, hogy a legrészletesebb szerződéssel sem lehet minden előre nem látható körülményre kiterjedő tökéletes szerződést készíteni.

A pénzügyi befektetők ragaszkodtak ahhoz, hogy kilépjenek a befektetésükből, és addig nem engedték az alapítóknak a további fejlesztésekhez szükséges új tőke bevonását, amíg az ő tulajdonrészüket ki nem vásárolták. A vezetőség tehát **kényszerhelyzetbe került**, biztosítaniuk kellett a befektető kilépését, ugyanakkor ők is szerették volna, ha a cég feletti **kontroll** teljes egészében visszakerül hozzájuk, mivel nem voltak képesek együttműködni az intézményi befektetővel. A kockázati tőke **kritikus szerepet** töltött be a vállalkozás korai fázisaiban, de akkor már három éve nyereségesen működött, és ki akarta bővíteni a lehetőségeit új termékek kifejlesztésével (Duda 2007). Ez a vállalkozó és befektető közötti **feszült kapcsolat** jó példája annak,

hogy miért tartanak a vállalkozók saját vállalkozásokban új tulajdonosok bevonásától és a vállalat fölötti kontroll megosztásától.

A kiszállást megelőzően egy kockázatitőke-befektető ígéretet tett arra, hogy a kilépő helyébe lép, de ez végül nem valósult meg. A tulajdonosok kénytelenek voltak **800 ezer dollárért kivásárolni** a Fast Ventures teljes tulajdonrészét, amihez 50 százalékban **ismerősöktől**, 100 ezer dollár értékben **üzleti angyaloktól** és 300 ezer dollár értékben **vállalati cash-flow-ból** teremtték elő a szükséges tőkét. A befektetőknek a Solvo volt az egyetlen biotechnológiai portfólióvállalata, amely magasabb nyereséget termelt, mint az információs technológiai befektetések legtöbbje, de kevesebbet, mint az induló vállalkozásoktól elvárt átlagos kockázatitőke-hozam. A kilépéskor a kockázati tőkések az öt évvel azelőtt befektetett 350 ezer dollár 2,8-szeresét – **800 ezer dollárt** – kaptak kézhez, úgy, hogy az alapítók jóval az akkori elméleti **piaci érték alatt** vették meg a részvényeket (Duda 2007, Bodoky 2007). A kockázati tőkések kilépése túl korainak és szokatlannak mondható, korainak, mivel a vállalat a jelek szerint még a kilépés idején is növekedési pályán állt, és szokatlannak, mert vezetői kivásárlások meglehetősen ritkán fordulnak elő a biotechnológiai vállalkozások körében – ebben a régióban például ez volt az első ilyen jellegű ügylet. Az ügylet eredményeként a társaság részvényeinek több mint 75 százaléka magánszemélyek, alapítók és munkavállalók kezébe került, köztük a legnagyobb, egyharmados részesedéssel a cégalapító elnök-vezérigazgató rendelkezik (Solvo 2007, Zegnál 2006, Világgazdaság 2006b).

3.2.5. Hozzáadott érték – a kockázatitőke-befektetők szerepe a vállalat eredményeiben

A Fast Ventures befektetési döntését az indokolta, hogy a piacosithatónak tűnő innovációkkal rendelkező vállalatban *nagy növekedési lehetőséget látott, amihez a rátermelt, pénzügyi szemlélettel rendelkező, de a biotechnológia iparágában jártas alapító vállalkozó személye és a nemzetközi hírű kutatócsoport megfelelő háttérrel biztosított.* A befektető kockázatának mérséklése érdekében **részvényekké konvertálható hitel** formájában biztosított forrást a vállalat számára, és szerződésbe foglalta a többségi irányítás átvételének lehetőségét. A befektető kockázatát mérsékelte és befektetési döntését támogatta, hogy egyszerre **több üzleti angyal is társult** a finanszírozáshoz.

Az intézményi kockázati tőke-befektető által biztosított tőke kritikus szerepet játszott a vállalkozás induló szakaszában az összesen 350 ezer dolláros **tőkeinvestícióval**, amely kiegészült az üzleti angyalok 275 ezer dolláros befektetésével. Az üzleti angyalok nem okoztak fejtörést a vállalatnak, mivel nem gyakoroltak komoly befolyást a vezetésre, az általuk biztosított tőke azonban mind az alapításkor és a fejlesztésekkor, mind a kivásárlás alkalmával (100 ezer dollár), meghatározó szereppel bírt.

A finanszírozási források egy részének biztosításán túl a Fast Ventures-nek nem volt nagy érdeme a vállalkozás szakmai sikereiben, az elsősorban a kutatók és a vezetőség munkájának köszönhető, a velük kialakult **konfliktusok inkább csak fokozták** az amúgy is sok **nehézséget**. A befutott termékek eredményeként megsokszorozódott árbevétel és a kutatás-fejlesztési pályázatokon elnyert vissza nem térítendő **támogatások** a növekedés fázisában **kiváltották az intézményi kockázati tőke finanszírozó szerepét**, így miután nagy nehézségek árán összegyűjtötték a kivásárláshoz szükséges tőkét, a tulajdonosok megkönnyebbülhettek, hogy nem kell többet velük stratégiai kérdésekben egyezkedniük. Itt tehát a kockázati tőkés morális kockázat csökkentése érdekében folytatott **túlzott monitoring** tevékenysége inkább **hátráltatta** a vállalkozást, ahelyett, hogy a vállalkozás értékének megőrzését szolgálta volna, a **stratégia-alkotó és hálózati tevékenységek pedig nem érvényesültek**, így nem tudtak hozzáadott értéket teremteni. A kockázati tőke-befektető és az üzleti angyalok is **passzív befektetőnek** bizonyultak, a kockázati tőke-befektető hajlandó volt még a megtérüléssel kapcsolatos elvárásaiból is feladni a kilépés érdekében, ami a vezetők általi visszavásárlások velejárója volt.

3.2.6. A társaság sorsa a kilépés után

2006-ban a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület a Solvo Rt.-nek adományozta az év vállalata díjat kisvállalati kategóriában, amellyel elismerését fejezte ki a kimagasló gazdasági teljesítményt nyújtó példaértékű **üzleti modellje** miatt (VG 2006c).

A Solvo 2006-ban elérte a 2003-as árbevételének tízszeresét és hosszú távú célja, hogy 2010-re Közép-Európa legnagyobb és lehetőleg tőzsdén jegyzett biotechnológiai vállalatává váljon, hiszen már felkészült az első tőzsdei bevezetésre. A cég folyamatosan jelen van a világszerte rendezett konferenciákon és kiállításokon azzal

a céllal, hogy a társaság újabb partneri **kapcsolatokat alakítson** ki kutatóközpontokkal, technológiai transzferirodákkal, multinacionális biotechnológiai és gyógyszeripari vállalatokkal. 2006-ban és 2007-ben az Egyesült Államokban tett biotechnológiai road-show a vártnál nagyobb sikert hozott a vállalat számára (VG 2006a), ahol a többi hazai biotech vállalattal, a Nemzeti Kutatási és Technológiai Hivatallal és a gazdasági tárca munkatársaival karöltve sikerült új üzleteket kötni és felhívni a résztvevők, köztük kockázatitőke-társaságok, figyelmét az új növekedési pályára állt magyar biotechnológiai iparágban rejlő lehetőségekre (Világgazdaság 2007). A cég nem tervezi a jövőben intézményes kockázati tőke bevonását a **körülményes átvilágítási procedúra** miatt, azonban állami kockázati tőke vagy szakmai magánbefektető bevonása szerepel a vezetők tervei között. A kormány idő közben elfogadta a középtávú biotechnológiai stratégiát, melynek eredményeként egyre több finanszírozási és pályázati lehetőség nyílik a feltörekvő vállalkozások, köztük a Solvo Rt. számára is (N. Vadász 2006).

3.3. Esettanulmányok – Kockázatitőke-befektetések a NABI-ban és az EXBUS-ban

3.3.1. A befektetés szereplőinek bemutatása

A kockázatitőke-befektető – az Első Magyar Alap (First Hungary Fund)

A Róna & Társai Rt. alapkezelésében álló **First Hungary Fund** zártvégű befektetési alapot 1989-ben jegyezték be a Csatorna-szigetekhez tartozó Jersey szigetén **76 millió USD tőkével**, amit a részvényesek 1994-ben **123 millióra emeltek**. Az Alap célja az volt, hogy intézményi befektetők és magánszemélyek számára lehetőséget biztosítson magyar vállalkozásokba történő befektetésekhez. Az alapítók közül a Quantum Industrial Fund 13%-os, a Mercury European Privatization Trust 11%-os míg a többi, nagyrészt angolszász befektető 76%-os tulajdonrészhez jutott. Az Alap nettó eszközértékeinek legfeljebb 15%-át fektethette egy vállalkozásba. Befektetési volumenének alsó korlátja **2 millió**, felső korlátja **15 millió USD** volt. 1998-ban az Alap portfóliójában 14 magyar vállalkozás szerepelt. A befektető **a többségi tulajdon megszerzésére** törekedett a befektetést fogadó vállalatokban, hogy megszerezhesse az operatív irányításhoz való jogot. Az alapkezelő díjazása az Alap tulajdonában lévő vállalkozások nettó eszközértékének évi 3%-a volt (Fernbach 2000, Zoltán 2007).

A kockázati tőke-befektetés célpontjai – az Ikarus USA és a NABI

Az **Ikarus USA** nevű, amerikai székhelyű vállalat, korábban a **magyar Ikarus** által gyártott karosszériákat szerelte össze és adta el Észak-Amerikában a városi buszok piacán. Az Ikarus USA egy UCBC nevű amerikai postakocsi-gyártó cég leányvállalataként működött, majd **csődbement**, egyrészt az anyavállalat csődje, másrészt az alacsony rendelésszám miatt.

Az **Észak-Amerikai Járműipari Kft.-t** (North American Bus Industries - NABI) az Első Magyar Alap hozta létre azzal a céllal, hogy a gyár további működtetésével hosszú élettartamú, megbízható buszokat tervezzen, és az általa gyártott karosszériákat és alkatrészeket az Észak-amerikai városi buszok piacán értékesítse.

Az USA városi (tömegközlekedési) autóbusz piaca egy **koncentrált piac** volt, kevés, kb. 50 jelentősebb vevővel és 3000 db-os éves megrendeléssel, a piac 98%-át hat gyártó fedte le. A **közepes vállalatméret** volt ideális, a kis cégeknek nem volt kellő kapacitása, a világ nagy buszgyártó cégei számára pedig alacsonynak bizonyultak a speciális igényeknek megfelelő rendelésszámok. A piacot nagyban befolyásolta két rendelet, a „**Buy American Act**”, amely előírta, hogy a buszok alkatrészeinek legalább 60%-a az USA-ban készüljön, és az „**Americans with Disabilities Act**”, amely a mozgáskorlátozottakra vonatkozóan tartalmazott előírásokat. A városok megrendelőként **ajánlati és/vagy jótéjesítési garanciákat** kértek a tenderek kiírásakor a pályázóktól, ami a szerződés értékének 5-25%-át tette ki. Ezeket a garanciákat csak **tőkeerős cégek** tudták biztosítani. A tendereken legtöbbször **árverseny** volt, ezzel szemben a tárgyalásos pályázatok alkalmával komplett ajánlatok versenyeztek egymással. A vállalat alapításának idején az USA tömegközlekedési ipara komoly növekedésnek indult, a forgalmi torlódások és a légszennyezettség romló helyzete, valamint az előregedett buszpark miatt a városok sorra írták ki a tendereket új, modern buszok beszerzésére (Fernbach 2000, Zoltán 2007, NABI 1997, Kiss 1998).

3.3.2. A kockázati tőke-ügylet jellemzői, okai és kilátásai – a NABI vállalatcsoport megalakítása

A csődbejutott Ikarus USA megmentése csak magántőke bevonásával valósulhatott meg. 1992-ben az Első Magyar Alapot kezelő Róna és Társai Rt. részletes, főként **szakmai átvilágítás** (due diligence) után úgy döntött, hogy megvásárolja a vállalatot. Döntését arra alapozta, hogy a vállalat menedzsmentje **jelentős szakmai**

múlttal és a jövőt illetően **komoly tervekkel** rendelkezett a **javuló piaci körülmények** között. A vállalkozás **ismert** volt a piacon, **terméke jól tervezett** volt, de a gyártás rossz minőségű, ami a cég hírnevének romlását okozta. A befektetők úgy látták, hogy a vállalat nagy növekedési pályát járhat be, ha sikerül javítani a minőségen és kihasználni a cég világpiacon viszonyokhoz képest kicsi méretéből adódó **rugalmasságot**, amihez a **jól képzett szakember gárda** megfelelő háttérrel biztosított. A döntés meghozatalában jelentős szerepet játszott, hogy a csődeljárás keretében **olcsón** lehetett a tulajdonjoghoz hozzájutni. Végül az Első Magyar Alap 1992-ben **1,3 millió dollárért** megvásárolta az Ikarus USA gyárát és önállóan megalakította az Anniston-i székhelyű American Ikarus-t, amely 6 millió dolláros tőkével és 2 millió dolláros tulajdonosi forgóeszközhitellel kezdte meg a működését (*Fernbach 2000, Zoltán 2007*).

Ezt követően, 1992. szeptemberében, az Alap létrehozta a magyarországi székhelyű Észak-Amerikai Járműipari Kft.-t (North American Bus Industries, röviden NABI) 1 millió forintos jegyzett tőkével, majd 1993-ban törzstőkéjét 2,36 milliárd forintra emelték. Az Alap 1,45 millió dolláros befektetéssel és az American Ikarusban lévő részvényeinek apportálásával 75%-os tulajdonossá vált, miközben a magyar Ikarus 25%-os tulajdonrészt szerzett a vállalatban azáltal, hogy beapportálta egyik üzemét, ahol később a NABI buszokat készítették. Az ügylet eredményeként tehát az **American Ikarus a NABI 100%-os tulajdonú leányvállalatává vált**. Az anyavállalaton belül a magyar Ikarus csak 25%-os részesedéshez jutott, ezért a többségi tulajdonosnak nem kellett vele egyezkednie a stratégiai döntések meghozatala során. A cég helyzetén egy 13,5 millió dolláros bankhitel és egy 6,2 millió dolláros, az Alap által nyújtott **hosszú lejáratú hitel** segített (*Kiss 1998*).

A NABI igazgatóságának elnöke a Róna és Társai elnök-vezérigazgatója és tulajdonosa lett, aki egyben az Alap elnök-helyettese is volt. Így az elnök egyértelműen érvényesíteni tudta az Alap tulajdonosainak illetve saját magának az érdekeit (*NABI 1997, Zoltán 2007, Fernbach 2000*).

A befektetők az exit-et illetően a belépés idején **két** teljesen eltérő **stratégiában** gondolkodtak.

1. Az első terv egy **rövid futamidejű** befektetésről szólt. A befektetést megelőzően az Ikarus USA-nak volt egy 260 db-os megrendelése. Mivel nagyon olcsón jutottak a tulajdonjoghoz, ha a 260 busz legyártása után rögtön eladták volna a céget, akkor is annyi nyereséget (kb. 20%-os éves belső megtérülési rátát) tudtak volna elérni, hogy bőven megtérült volna a befektetés. Arra azonban nem számítottak, hogy a

megrendelő élni fog azzal a jogával, hogy csődbe jutott szállító esetén visszavonja a megrendelést. Így hosszas rábeszélés után is csak 90 buszt tudtak leszállítani. A gyors kiszállítás így csak elmélet maradt.

2. A másik egy hosszú távú, **5-10 évre szóló terv** volt. Az új cég alapításával – a gyár korábbi működése ellenére – mégiscsak egy **új vállalkozásról** volt szó, amiből az érettség szakaszába jutva akartak kilépni **szakmai befektetőnek** történő értékesítéssel, mint pl. a Volvo, a Renault, az Iveco, stb., vagy **tőzsdei úton** történő kiszállással. A tulajdonosok a befektetéstől ebben az esetben 20%-os éves átlagos belső megtérülési rátát (IRR) vártak (Zoltán 2007).

3.3.3. A társaság működése a befektetés után

A fellendülés évei 1992-1996-ig

Az Ikarus USA megvásárlásakor az Alap tulajdonába kerültek az Ikarus USA és a magyar Ikarus között létrejött, technológiai, névhasználati és marketing megállapodások is. A tőkeemeléssel egy időben a NABI licencdíj ellenében megvásárolta a magyar Ikarustól a buszok gyártás és észak-amerikai értékesítés jogát. Ezen kívül az Ikarus-tól minden szakember és fizikai munkás átment a NABI-hoz. A korábban említett 90 db-os megrendelés teljesítésével 1994-ben megkezdődhetett a NABI felfelé ívelő sikertörténete, amihez 1995-ben egy 400 db-os Philadelphia-i megrendelés is nagyban hozzájárult.

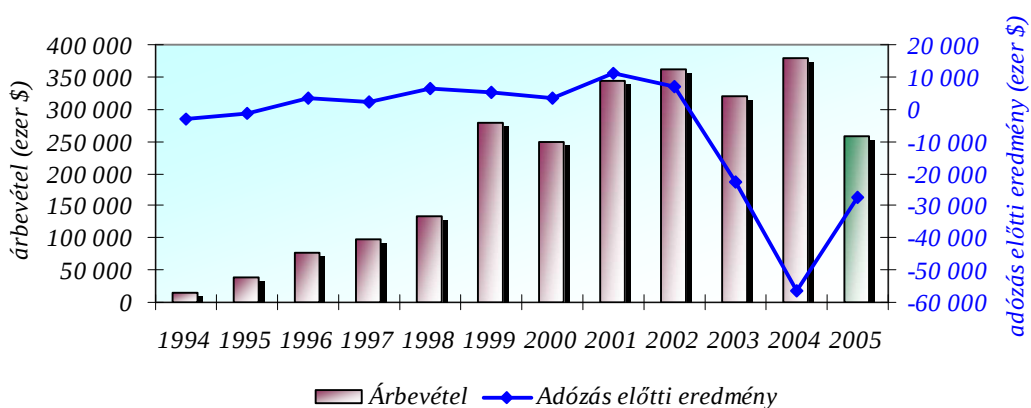
Azáltal, hogy **a teljes termelési folyamat egy kézbe került**, a teljesítmény és a nyereségesség **kontrollálhatóvá** vált. Ez lehetővé tette az **új vezetés** számára a **hatékonyságjavító döntések** meghozatalát. A NABI versenylőnyei közé tartozott, hogy **rugalmasan** reagált a piaci kihívásokra, mivel a buszok gyors áttervezésével rendkívül rövid határidővel meg tudott felelni az egyedi igényeknek. A **jól képzett mérnöki gárda** intenzív termékfejlesztésbe kezdett és új, alacsony padlós buszokkal jelent meg a piacon. A rugalmassághoz a cég közepes mérete is hozzájárult, mivel a világpiaci cégekhez képest kicsi volt, de **elegendő kapacitással** rendelkezett a piaci igények kielégítéséhez. A piacon lévő **versenytársak** közül az idők során sok **tönkrement**, köztük az egyik legnagyobb részesedéssel bíró Flexible Corporation is, ami hozzájárult a NABI térnyeréséhez. Abból is sok előny származott, hogy **Magyarországon** 25-30%-kal **olcsóbban** lehetett **kivitelezni a karosszériagyártást**, mint az USA-ban, ráadásul ki lehetett használni a kedvezőbb magyar **adózási**

feltételeket is. Az itt felsorolt tényezők eredményeként az amerikai közlekedési ipar fejlődésével egyidejűleg a NABI is fejlődésnek indult, értékesítése 1996-ban az előző évihez képest 180%-os emelkedést ért el és a korábbi veszteséges évek után 3,1 millió dollár nyereséget generált, amivel az Egyesült Államok piacának elismert szereplőjévé vált, 9,3%-os piaci részesedéssel. 1996-ban a **pótalkatrész-üzletág** kifejlesztésével az autóbuszok piacánál jóval **nagyobb jövedelmezőségű piacon** is jelentős szerephez jutott. A sikert fokozta, hogy a korábbi minőségi gondok miatt rosszul csengő **Ikarus** nevet **NABI Inc.-re változtatták**.

1996-ban **tőkebevonás** vált **szükségessé**, aminek több oka is volt. A társaság **adósságai nagyon megnőttek** a tevékenység finanszírozása során. Ahhoz, hogy a tendereken részt tudjanak venni, biztosítani kellett a **pénzügyi garanciákat**, ami jelentős készpénzállományt igényelt. A nagy távolságok és a hosszú szállítási idő miatt alacsony volt a készletek forgási sebessége, és a pótalkatrész üzletág nagy készleteket igényelt, így tehát sok pénzt kellett forgóeszközökbe fektetni. A vállalat **fejlesztéseket tervezett és terjeszkedni** is akart az európai piacon új leányvállalat megvásárlásával (Fernbach 2000, Zoltán 2007, NABI 2004).

2. diagram

A NABI konszolidált árbevétele és adózás előtti eredménye, 1994-2005*



*2005-ben beleértve az Optare eladását is
 Forrás: cégadatok alapján saját szerkesztés

Tőkeemelés tőzsdei úton

1996. márciusáig az Alap a társaság törzstőkéjét 2,76 milliárd forintra emelte, melynek következtében az Ikarus részesedése 21,3%-ra csökkent (*Fernbach 2000*). A fejlesztések megvalósításához és a garanciák biztosításához további tőkeinjekcióra volt szükség. A cég először magántőke-befektetőnek próbálta eladni a társaság üzletrészeinek 25%-át, de végül nem sikerült a vételárban megegyezniük. Így tehát maradt a **nyilvános tőkebevonás**, amely mellett más érvek is szóltak. A **tőzsde** akkoriban nagyon **kedvezően alakult**, ráadásul a NABI magyar viszonylatban **siker-sztorinak** számított, mivel egy állami időkből származó vállalat tevékenységét átvéve egy amerikai piacon sikeresen működő, amerikai termelő leányvállalattal rendelkező céggé nötte ki magát (*Zoltán 2007*).

Az intézményi befektetők részére történő nemzetközi nyilvános forgalomba hozatalra készülve a társaság átalakult részvénytársasággá. Az Alap megvásárolta az Ikarus részesedését, melynek következtében **kizárólagos tulajdonossá vált**.

A társaság a nyilvános forgalomba hozatal során a tőkeemelés érdekében **1.704.700 db új részvényt bocsátott ki és 27 millió dollár új tőkét vont be**, amit elsősorban a hitelállomány 19,7 millió dolláros csökkentésére, pénzügyi biztosítékokra, és az alkatrész üzletág készleteinek feltöltésére fordított. Az első nyilvános forgalomba hozatal után a részvények bevezetésre kerültek a **Budapesti Értéktőzsdén** (*NABI 1998a, NABI 1998b, Fernbach 2000, Zoltán 2007*).

Terjeszkedés és innováció a tőkeemelés után

Nem sokkal a tőkeemelés után a társaság megkezdte az újonnan kifejlesztett, nagy népszerűségnek örvendő, **alacsony padlós modellek** szériagyártását, amire komoly megrendeléseket kapott. Ennek eredményeként 1997-ben már 12%-os piaci részesedése volt (*NABI 1998a, NABI 1998b*). 1998-ban bevezetésre került a BaaN **integrált termelésirányítási rendszer**, az eredmények pedig ugrásszerűen megnöttek, az addigi **legsikeresebb évet zárták**, viszont a részvényárak visszaesést mutattak (*NABI 1999b*). 1999 és 2000 stratégiai szempontból fontos évek voltak. Torontóban bemutatták az újonnan kifejlesztett, innovatív, üvegszál-erősítésű technológiával gyártott **CompoBus-t**, amitől **piaci áttörést vártak**. Előnyeit abban látták, hogy nem rozsdásodik, mivel műanyagból készül, könnyebb, mint a piacon lévő modellek és ezáltal kevesebbet is fogyaszt. A CompoBus kifejlesztésére és gyártásának előkészítésére 20-25 millió dollárt költöttek, **hitelből** (*Fernbach 2000, Zoltán 2007*,

NABI 2000a, NABI 2000b). A társaság 2000-ben, szintén **hitelből**, 25 millió dollárért és 10 millió dollár átvállalt kötelezettségért **megvásárolta** az Egyesült Királyságban működő harmadik legnagyobb városi autóbuszgyártó vállalatot, az **Optare Holdings Ltd.-t**, melynek következtében a NABI Európában és Észak-Amerikában a tíz legnagyobb buszgyártó közé került. A vezetők az akvizíciótól jelentős szinergiák létrejöttére számítottak, az angol modellekkel akartak az európai piacokon érvényesülni (*NABI 2001a, NABI 2001b*). **2001-ben** a cég **rekordnyereséget** ért el, 11 millió dolláros adózás előtti eredménnyel (*NABI 2002a, NABI 2002b*). Idő közben elkészült a gyártókapacitásokat megkésztetező **új üzem Annistonban**, és 2002-re a NABI Inc. 800 busz gyártásával az amerikai piac harmadik legnagyobb gyártójává vált. 2002-ben a cég bevezette az Optare buszait Magyarországon. **Új gyárat** épített Kaposváron illetve az angliai **Rotherhamban**. Az árbevétel 2002-ben is tovább nőtt, de a pénzügyi eredmények növekedési üteme lelassult, miközben folyamatos termékfejlesztési projektek eredményeként újabb és újabb típusokkal rukkolt elő a vállalat, amikhez nagy reményeket fűztek (*NABI 2003a, NABI 2003b*).

Válság – elhibázott stratégia, kedvezőtlen árfolyammozgás és romló piaci körülmények

A terjeszkedés és az újítások nem mindenben hozták meg a várt eredményt, és a nagyrészt hitelből megvalósuló beruházások miatt a vállalat **teljesen eladósodott**. A cég 2003-ban **hanyatlásnak indult**, pénzügyi mutatói egyre rosszabb eredményeket mutattak.

Az amerikai megrendelések visszaestek a **romló piaci körülmények** miatt, miközben a **fejlesztések** nagyon **magas költségekkel** jártak. Az Optare-t nem sikerült megfelelően integrálni a NABI-ba, így a várt szinergiák elmaradtak (*NABI 2004*).

A legnagyobb **stratégiai hiba a CompoBus** kifejlesztésével és gyártásával kapcsolatosan történt. Az amerikai piacon a CompoBus nem hozta meg a várt áttörést, aminek külső és belső okai is voltak. Az eredeti terv több szempontból is hibásnak bizonyult. A városi tulajdonban lévő helyi busztársaságok az őket ért költségvetési megszorító intézkedések miatt kevés buszt vásároltak, és nem szívesen cserélték le a jól bevált modelleket az újak kedvéért. A busz karosszériája egyébként sem volt sokkal könnyebb a vetélytársakénál. Az alacsony üzemanyagárak mellett a versenytársak rozsdamentes acélból készült, hagyományos modelljei kapósabbnak bizonyultak. A helyzetet fokozta, hogy gyártási problémák merültek fel, a teljesítés sokat késett, és egy

busz karosszéria **legyártása 30 ezer dollár helyett 70 ezer dollárba került**, majd 2004-ben a **devizaárfolyamok** drasztikus megváltozásával **100 ezer dollárra nőtt** (Zoltán 2007). A hagyományos buszgyártás jövedelmezőségének alacsony szintje arra sem volt elegendő, hogy kitermelje a hitelek kamatait. A *piac pangása, a sokasodó garanciális javítások, a dollár forinttal szembeni drasztikus gyengülése, az acélárak növekedéséből származó rendkívül magas anyagköltségek, a túlzottan nagy kaposvári kapacitás és a magas hitelarány* mind hozzájárultak ahhoz, hogy a társaság megkezdje mélyrepülését. A problémákat fokozta, hogy a vezetés nem tette meg kellő időben a szükséges intézkedéseket a veszteségek felhalmozódásának megakadályozására (Halaska 2004). A **vezetés** már a CompoBus projektjének bevezetése előtt **megosztott** volt, mert kétségeik voltak a sikeresség felől, de a befektető sajátjának érezte az újítást és nagy fantáziát látott benne. A cég folyamatosan működött tovább finanszírozva a fejlesztéseket, miközben sokszor már önmagában is veszteséges megrendeléseket teljesített. A vezetés 2004-ben **átszervezésbe kezdett**, hosszú egyeztetés után a hitelezőkkel aláírták az összesen 103 millió dollárnyi **hitel** hosszabb lejáratúvá történő **átstrukturálásáról** szóló megállapodást, és a devizaárfolyamok ingadozásainak kiküszöbölésére határidős fedezeti ügyleteket kötött. Az átszervezés legfőbb céljai a *minőségellenőrző rendszerek kialakítása, a fő tevékenységekre való koncentráció, a kockázatsökkentés és a versenyképesség visszaállítása voltak a jövedelmezőség helyreállítása érdekében, a fejlesztések további támogatása mellett*. Az USA-ban egy új, növekvő piaci szegmens, a gyorsbuszos utazás (Bus Rapid Transit- BRT) területén egy **új típus bevezetésével** új távlati lehetőségek adódtak a NABI számára. A cég papírjainak értékét azonban két újabb negatív hír sújtotta, egyrészt 2005. január elsején megkezdtek az **Első Magyar Alap végelszámolását**, másrészt **megvonták** a NABI-tól a korábban a CompoBus-ra meglévő **felmentését a „Buy American Act” alól**, emiatt a gyártás egy részét át kellett telepíteni az USA-ba (Manager Magazin 2005, NABI 2004, Zoltán 2007). A nehéz piaci körülmények között a vállalat **hanyatlásához** jelentős mértékben hozzájárult, hogy a vezetésen belül a tulajdonosok képviselői és a többi vezető között megromlott a viszony és **megszűnt a kooperáció**.

3.3.4. Exit, a befektetés értékelése – sikeres kiszállás helyett „kivánszorgás”

Az Alap a tőzsdei bevezetéskor **csak részleges kiszállást** hajtott végre, tulajdonában maradt a részvények 55,9%-a. Az igazgatóság elnöke akkoriban ezt azzal

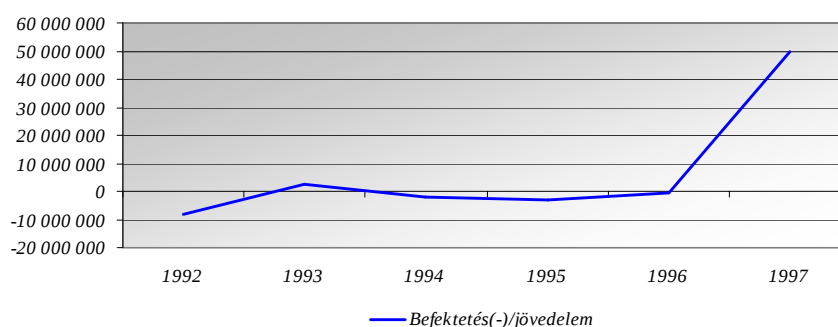
indokolta, hogy a NABI még nem érett meg a tőzsdei bevezetésre, csak a tőzsde kedvező alakulását akarták kihasználni a tőkeemelés érdekében¹² és a folyamatban lévő fejlesztésektől még újabb eredményeket vártak. Másrészt az Alap a befektetők bizalmának megszerzése végett vállalta, hogy a tőzsdei bevezetést követő másfél évig nem értékesíti részvényeit. A tőzsdei úton történő kiszállásra a moratórium lejárta után sem került sor (Zoltán 2007, Fernbach 2000).

A befektetők a belépéskor a korábban említettek alapján 20%-os éves belső megtérülési rátával számoltak, és **összesen 13 millió dollárt fektettek be** a cégbe az évek során.

Az első tőzsdei bevezetés alkalmával 3.240Ft-ért (17,38 dollárért) bocsátották ki a NABI papírjait. Ha az Alap akkor az összes, 2,5 millió darab részvényét eladta volna, akkor az 1992 és 1997 között megvalósított befektetésén **31,2%-os éves átlagos belső megtérülési rátát realizálhatott volna.**

3. diagram

Az Első Magyar Alap pénzáramlásai, 1992-1997



Forrás: Zoltán Csaba számításai alapján saját szerkesztés

Az Optare megvásárlását követően a részvényárak elérték a **6.790Ft-os csúcsot**, de a tulajdonosok még mindig **nem szálltak ki** (Manager Magazin 2005). Még a tőzsdei bevezetés után **több szakmai befektető** is érdeklődött a cég iránt, de a tulajdonosok, főként a társaság elnöke, nem voltak hajlandók belemenni az eladásba, mert a folyamatban lévő projektektől nagyon sokat vártak, és nem utolsósorban az alapkezelő magas jutalékban részesült tevékenységéért cserében.

¹² Megjegyzendő, hogy az alapkezelő, amelynek az elnök a tulajdonosa volt, a tőzsdei árfolyamnak megfelelő nettó eszközérték 3%-át továbbra is megkapta az alapkezelői tevékenységért cserébe.

A NABI méreteinek növekedésével egyre kevésbé volt vonzó célpont a szakmai befektetők számára, mert azok többnyire standardizált termékeket gyártottak nagy tételben, míg a NABI egyéni igényeket kielégítő, kisebb szériákat készített, ráadásul teljesen más eljárással. Emiatt a NABI-t nehezen lehetett volna beolvasztani egy globális buszcsoportha (Zoltán 2007). Később, a piaci kudarcok nyomán és az eladósodottság növekedésével a tőzsdei **árfolyam zuhanni kezdett**, 2004. szeptemberében a részvény már csak 720 forinton forgott (Brückner 2004). A kilépési lehetőségek, különösen a részesedések egyszerre történő értékesítése, egyre kilátástalanabbá váltak, pedig az Alap lezárási ideje vészesen közeledett. Idő közben felmerült ugyan egy amerikai tőzsdén történő kilépés lehetősége, de ez végül nem valósult meg.

Az Alap **futamidejét kétszer is meghosszabbították**, mert nem sikerült eladni a NABI részvényeit. Az Alap tulajdonosai nem nézték tovább az elnök sorozatosan elhibázott döntéseit, **a társaság és az Alap** elnökségét leváltották. Az **új vezetésnek** két szorosan összefüggő faladata volt. Az egyik az Alap likvidálása, a másik a NABI további sorsának rendezése. Az lett volna az optimális megoldás, ha egyszerre adják el a részvényeket, de ehhez nem találtak partnert. Végül az Alap tulajdonában álló 2 500 000 darab, **54,06%-os tulajdonrészt** megtestesítő **NABI részvényt szétoztották** az Alap tulajdonosai között (NABI 2006), majd a legtöbb tulajdonos gyorsan meg is vált a papírjaitól (Figyelő 2006).

3.3.5. A befektetés értékelése és a befektető hozzáadott értéke

A befektetési döntés meghozatalában az alapkezelőt az alábbi szempontok ösztönözték: a menedzsment és a szakembergárda felkészültsége, a kedvező piaci körülmények, az innovatív termékek, a rugalmas cégméret, az alacsony vételár, a kedvező exit kilátások és a többségi tulajdon megszerzésének lehetősége. A befektetés kezdetétől **öt év alatt 13 millió dollárt** fektettek a vállalatba, amitől **20%-os** átlagos éves megtérülési rátát **vártak el**, kb. 5 év alatt. Az ötödik évben sikeres **részleges tőzsdei úton történő kiszállást** végre is hajtottak, de a fennmaradó 55,9%-os részesedés értékesítésének **időzítését és módját** az alapkezelő **elhibázta**, amihez olyan **hibás stratégiai és tőkeszerkezeti döntések** kapcsolódtak, mint a túlzott és megalapozatlan terjeszkedés hitelből történő finanszírozása. Így ahelyett, hogy a

befektetők az elvárt hozamnál magasabb hozamot realizáltak volna, végül csak **veszteséggel** tudtak kiszállni a befektetésükből az alap végelszámolása után.

A befektetőknek és az őket képviselő vezetők hozzáadott értékének köszönhető, hogy a csődbe jutott Ikarus USA helyett létrejött **egy új vállalat**, amely elődjét jóval túlszárnyalva **virágkorában** az amerikai városi buszgyártás piacán az eladások alapján a **második legnagyobb vállalatnak** számított. Szintén a befektetők érdeme, hogy megoldották a magyar gyártási kapacitások biztosítását, és létrehoztak egy olyan cégcsoportot, amely a gyártás és szervízelés teljes folyamatát tartalmazta. Nagy sikernek számított a tőzsdei bevezetés is a vállalat szempontjából és a **sikeres fejlesztési projektek** megvalósulásához szintén szükség volt a **tulajdonosok stratégiai döntéseire**. Az alapkezelő a cég versenyelőnyeit kihasználva jelentős hozzáadott értéket teremtett stratégiai-alkotó és hálózati tevékenysége révén.

Ezzel szemben a társaság a **bukását** is nagyrészt a befektetők által meghozott **elhibázott döntéseknek** köszönhetette, ami az alapkezelő hibás stratégiai-alkotó és gyenge monitoring tevékenységére vall. A legnagyobb hibát azzal követték el, hogy túl sokat vártak a fejlesztésektől, amelyek közül a legelhibázottabbnak a CompoBus bizonyult. A **projektcélokat, illetve az alapkezelő önértékét az Alap pénzügyi céljai elé helyezték**, ami a cég válságát okozta. A kilépés késleltetéséhez ugyanis hozzájárult, hogy az alapkezelő tulajdonosa egyben a vállalkozás elnök vezérigazgatója is volt, akinek érdeke fűződött ahhoz, hogy minél tovább legyen a vállalat a kezelésében, mert tetemes alapkezelői díjban részesült. Ez az eset jó példa a befektetők és az alapkezelő megbízó-ügynök viszonyából fakadó **morális kockázatra**. Az elhibázott stratégiai és pénzügyi döntések azt is jelentették, hogy az alapkezelő nem rendelkezett azokkal a menedzseri és kooperációs képességekkel, amelyek szükségesek lettek volna ahhoz, hogy a vállalatot kimentse a válságos helyzetből. Az eset jó példája annak, hogy a különböző fázisú cégek irányítása eltérő képességeket igényel a vezetőktől.

3.3.6. A társaság sorsa a kilépés után

2005 végére a NABI csaknem kilátástalan pénzügyi helyzetben volt, **hitelállománya elérte a 81,8 millió dollárt** és minden eszközén banki teher volt. Sorsa a hitelezők kezébe került. A társaság és a három országban lévő három leányvállalat hitelezői viszont sokáig nem tudtak megegyezni a hitelek átstrukturálásáról, miközben rengeteg pénzt fizettek tanácsadóknak a helyzet rendezéséért. A társaság 2005 nyarán

eladta az Optare-t, bezárta, de eladni nem tudta a **kaposvári gyárat**, tömeges **létszámleépítést** hajtott végre, illetve egy korábbi megrendelésből pénzhez jutott. Az így befolyt összegekből csökkenteni tudták az adósságot. 2005 novemberétől a Budapesti Értéktőzsde automatikusan átsorolta a **részvényeket B kategóriába**.

3.3.7. Új kockázattőke-befektető – a Homerica Investment B.V., a Cerberus leányvállalata

A New-York-i székhelyű Cerberus Capital Management, L.P. a világ egyik vezető magántőkebefektető-cége, amely a finanszírozási források és szakértelem biztosításával hozzásegíti az **alulértékelt vállalatokat** ahhoz, hogy piacvezetővé váljanak és hosszú távú sikereket érjenek el. **Hosszú távú befektetéseket** hajtanak végre és legfőbb céljuk az **értékteremtés**. Világszerte negyven vállalatban rendelkeznek részesedéssel, amelyek évente 60 milliárd dolláros bevételt generálnak. A Homerica Investment B.V. a Cerberus leányvállalataként működik (Cerberus 2007).

3.3.8. Az új kockázattőke-befektetés jellemzői, okai és kilátásai – a cég megmentése a Cerberus által

A hitelezők nem éltek a közgyűléstől kapott hitel-tőke konverzióra vonatkozó lehetőségükkel, és nyilvános vételi ajánlatot senki nem tett a NABI részvényeire, így a társaság és a hitelezők együtt úgy döntöttek, hogy a felszámolás helyett inkább egy **vevőt keresnek**, aki hajlandó tovább vinni a cég tevékenységét és átvállalja az adósságokat. Ez a hitelezők számára az ügy gyors lezárását, míg a vállalat számára menekülési utat jelentett. Több, meglehetősen szemérmetlen ajánlattevő után végül a **Cerberus leányvállalata**, a Homerica Investment B.V., **nagyon alacsony, de** az akkori állapotnak megfelelő, **reális áron** megvette a hitelezőktől a cég teljes hitelállományát. A Cerberus megvásárolta az amerikai székhelyű NABI Inc.-t, majd a tevékenység folytatása érdekében **újonnan megalapított két vállalattal** – a NABI Gyártó és Kereskedelmi Kft.-vel valamint a NABI Real Estate Holding Kft.-vel – együtt 2006. februárjában megvásárolták a magyarországi **vállalat összes eszközeit és üzleti tevékenységét**, illetve átvették **munkavállalóit**. Mindezek ellenében a **kiürült társaság 2 millió dollárnyi**, majd később még **200 ezer dollárnyi** készpénzt kapott (NABI 2006, EXBUS 2007, Horváth 2007, Portfolio.hu 2006).

A Cerberus befektetési döntését az indokolta, hogy létre akart hozni egy nagy **buszgyártással foglalkozó platformot** több kisebb cég felvásárlásával, hogy az egyesítés után **jó áron kiszálljon** belőle. A NABI-nál végzett nagyon alapos **pénzügyi átvilágítás** azt mutatta, hogy a cég elérte a mélypontját, és innen már csak jobb helyzetbe kerülhet. A NABI szakmai vezetői már látták az alagút végét és **1 évvel későbbre nyereséget terveztek**. Akkoriban nagyon **jó rendelésállománnyal** rendelkezett a társaság, melyeket a korábbinál nagyobb jövedelmezőséggel lehetett előállítani. A NABI-nak **kedvezőbb termszerkezet, a kereslet várható növekedése és az erősödő dollár** javították a kilátásokat. A Cerberusnak nem volt vesztenivalója, mert a befektetésre szánt összeg nem volt nagyobb a cég eszközértékeinél (Horváth 2007, Brückner 2004).

3.3.9. A társaság működése a befektetés után – a NABI utódjainak sorsa

A Cerberus a NABI vezetőivel megállapodott abban, hogy miután a társaság megvált valamennyi alkalmazottjától, eszközeitől és termelő tevékenységétől, javasolják a végelszámolást és a tőzsdei kivezetést, azonban nagy meglepetésre ezt a közgyűlés a kisorvényesek spekulációja miatt nem fogadta el. Az Exbus Nyrt. névre átkeresztelt cég jelenleg egy vagyonkezelői tevékenységet folytató tőzsdei szereplő, vagyonát bankbetétekben és részvényekben tartja. A tranzakció lezárását követően a társaság hitelmentessé vált, saját tőkéjét pedig a 2005 végi -30,84 millió dollárról (-6,5 milliárd forint) 2 millió dollárra (420 millió forintra) növelte. A társaságnak egy 13,5 milliárd forintos továbbvihető elhatárolt negatív adóalapja keletkezett, melyet egy tőzsdei jelenlétre vágó, az Exbus bőrébe bújó cég akár ki is használhat, miközben megspórolhatja a tőzsdei bevezetés költségeit. Ezzel próbálkozott a Bakony Művek is, de ezt két új belépő magánbefektető megakadályozta. 2007 márciusában zártkörű tőkeemelés eredményeként a társaság jegyzett tőkéjét 621,5 millió forintra emelték. A részvények névértékét leszállították 112 forintról 56 forintra, majd a két magánszemély kötelező érvényű vételi ajánlatot tett a vállalat részvényeire (EXBUS 2007, Horváth 2007, HVG 2007a, EBROKER 2007, Brückner 2006).

Az **új vállalatok** a Cerberus által delegált **új vezetők** irányítása alá kerültek, és egymással **együttműködve** lefaragták a **költségeket, átszervezéseket** hajtottak végre és ennek eredményeként **jelentős nyereséget** értek el. A Cerberus azóta **még két buszgyárat és két alkatrészgyárat** is megvásárolt az Egyesült Államokban, hogy

megvalósítsa a nagy egységes buszgyártó platform létrehozásával kapcsolatos terveit (Horváth 2007).

3.3.10. Hozzáadott érték – a kockázatitőke-befektetők szerepe a vállalat eredményeiben

A Cerberus befektetési döntését a részletes pénzügyi átvilágítást követően az indokolta, hogy a csődbe jutott vállalat az alacsony vételárhoz képest –a tervezett **átszervezések, a jó piaci kilátások, a képzett szakemberek és az ígéretes innovációk** révén– **magas megtérülés** elérését jósolta. A Cerberus **többségi részesedéshez** jutott és a céget kivette a tőzsdéről, így **saját irányítása** alatt lehetősége nyílt arra, hogy saját **tapasztalatait felhasználva** megerősítse a két újonnan alapított vállalkozás keretében működő veszteséges céget. Ennek köszönhetően a Cerberus kihúzta a NABI-t a nehéz helyzetéből. Az új befektetés lehetővé tette, hogy a NABI tovább folytassa tevékenységét, és ezáltal megmenekültek a **vállalat által megteremtett értékek** is. Az új NABI-t ismét **növekedési pályára** állították, mentesítették a hitelektől és a termékszerkezetet a piac igényeihez igazították. A Cerberus célja, hogy jelentős **hozzáadott értéket** teremtsen a vállalatban, majd a buszgyártással foglalkozó platformot együtt magas megtérüléssel értékesítse.

3.4. Esettanulmányok – Kockázati tőke a Hungarocamion és a Waberer's finanszírozásában

3.4.1. A befektetés szereplőinek bemutatása

A kockázatitőke-befektetők

Ventura Pénzügyi Befektetési Rt.

Ventura Pénzügyi Befektetési Rt.-t 1994-ben két magánszemély alapította **13 millió forintos jegyzett tőkével**. A Ventura Rt. a **Hungarocamion Rt. privatizációja céljából** hozta létre a HC Invest Kft.-t (Világgazdaság 1998b, Napi Gazdaság 2000).

DBG Eastern Europe Holding

A DBG Eastern Europe kezelésében lévő magánbefektetési-alap létrehozásában a Deutsche Bank AG, az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (EBRD), a Deutsche Investitions und Entwicklungsgesellschaft GmbH és a japán Mitsubishi Corp. működtek

közre. Az alap azzal a céllal jött létre, hogy magántőke-befektetéseket hajtson végre elsősorban **Magyarországon, Csehországban és Lengyelországban, vezetői kivásárlások (IBO, MBO, MBI) formájában, expanziók és iparági konszolidációt célzó ügyletek** finanszírozásával. A Hungarocamionba történő befektetéssel együtt 1998-ig összesen 40 millió márkát investáltak a régió gazdaságába (*Világgazdaság 1998b*). Ez a **közepes méretű regionális alap** tehát már a technológiai boom előtti időszakban is a nagyobb értékű ügyletek kivásárlások útján történő megvalósulását célozta a volt szocialista országokban, ahol jó befektetési lehetőségek nyíltak az állami cégek privatizációja során.

BankAmerica International Investment Corporation

A BankAmerika egy amerikai székhelyű, tőzsdén jegyzett társaság, amely banki és nem banki pénzügyi szolgáltatásokat végez az Egyesült Államokban és a világ más országaiban. A BankAmerica International Investment Corp. a BankAmerica **nemzetközi tőkebefektetésekkel** foglalkozó leányvállalata (*Bank of America 2007*). A társaság a **globális pénzügyi vállalatokat** példázza, amelyek országhatárokon és kontinenseken átívelő befektetéseket hajtanak végre. Befektetésének kockázatát csökkentette, hogy helyi illetve regionális ismeretekkel rendelkező befektetőkkel, **társfinanszírozási konstrukcióban** fektettek be.

A kockázattőke-befektetés célpontja - a Hungarocamion Rt.

A Hungarocamion Rt.-t (HC) 1966-ban alapította az állam az akkori külkereskedelmi szállítási igények kielégítésére azzal a céllal, hogy az állami irányítás alatt álló keleti gazdaságokban és a nyugati piacgazdaságokban egyaránt tevékenykedjen. Sokáig sikeresen működött, de a nyolcvanas években megszűnt a monopóliuma, átalakult az ügyfélköre és nem kellő rugalmassággal reagált a változásokra. Magyarország **legnagyobb szállítmányozó vállalatának** számított, de **vesztesége és adóssága** egyre halmozódott. A **régimódi vezetés** és az **alultőkésítettség** megszüntetésének állandó prolongálása az egyre élesedő **nemzetközi versenyben** tarthatatlanná vált (Figyelő 1999b). A cég 1200 járműből álló előregedett flottájának 70%-a megérett a cserére, így egyre nehezebben jutott hozzá a fuvarengedélyekhez a környezetvédelmi előírások miatt. A kamionok kihasználtsága 20-30%-kal elmaradt a piaci átlagtól (*EVCA 2004, Figyelő 1998*). A cég adózás előtti eredménye 1995-ben 592

millió, 1996-ban 360 millió forintos veszteséget mutatott (*Figyelő 1999a*). A legnagyobb magyar szállítmányozó cég privatizációja sürgetővé vált, annak érdekében, hogy megvalósuljon a tőkeemelés, a járműpark cseréje és a cég korszerűsítése. A vállalat tehát kedvező piaci lehetőségekkel rendelkezett, a cég átszervezésével és hatékonyságának javításával lehetőség volt a vállalat értékének jelentős növelésére.

3.4.2. A kockázattőke-ügylet jellemzői, a befektetés okai és kilátásai – a Hungarocamion privatizációja

1998 elején a Hungarocamion privatizációjára negyedik alkalommal kiírt és végre sikeresen lezajlott privatizációs pályázatot a HC Invest Kft. nyerte el. A **vezetői bevásárlás** (menedzsment buy-in) eredményeképpen aláírt szerződés szerint, a HC Invest Kft. a Hungarocamion **81,5 százalékos részvénycsomagját 426,3 millió forintért**, mindössze **10 %-os árfolyamon** vásárolta meg. A vezetői bevásárláshoz a Ventura Rt. a fent bemutatott két intézményi befektetőt a Deutsche Bank és a BankAmerica befektetési csoportjait választotta partneréül. A HC Invest pályázatában vállalta, hogy az adásvételi szerződés hatálybalépésétől számított 45 napon belül **2,6 milliárd forintos tőkeinjekcióval** 7,83 milliárd forintra növeli a cég addigi 5,2 milliárd forintos jegyzett tőkéjét, amit adósságok rendezésére és fejlesztésekre fordít. A tőkeszükséglet fedezésére az intézményi befektetők adtak fizetési ígérvényt. A befektetést követően a tőkeemelésre zártkörű részvénykibocsátás keretében került sor, amit a pályázatnak megfelelően a Deutsche Bank és a BankAmerica befektetési csoportjai hajtottak végre. A többségi tulajdonos (90%) továbbra is a HC Invest Kft. maradt, amelyben az alapító Ventura Rt. mellett már a tőkeinjekció eredményeként közvetve a BankAmerica és a DBG Osteuropa Holding is tulajdont szerzett, úgy, hogy egyenként 6 millió eurót investáltak a HC Invest Kft.-be. Így a két befektető együtt a Hungarocamion részvényeinek 77,6%-ával rendelkezett (*Figyelő 1998b, Világgazdaság 1998a, Világgazdaság 1998b*). A pályázat elnyerője azt is vállalta, hogy 5 milliárd forintos beruházást hajt végre két lépcsőben, az elsőt a hatálybalépést követő 9 hónapon belül, a másodikat három éven belül. A pályázatban vállalták, hogy egy éven belül tíz százalékosnál nagyobb létszámléépítést nem hajthat végre.

A Hungarocamion 6%-os 523 millió forint névértékű részvénycsomagját a privatizációkor a cég 1706 munkatársat tömörítő **mrp-szervezete** és 260 dolgozó vette

meg. A részvények fennmaradó 4%-a önkormányzatok tulajdonába tartozott (HVG 1998, Világgazdaság 1998b).

A **vezetői bevásárlásnak** megfelelően a régi vezetők leváltásával **új vezetés** került a Hungarocamion élére a Ventura Rt. emberei közül (Világgazdaság 1998a), akik mind az intézményi befektetők, mind a saját tulajdonosi érdeküket képviselni tudták, így csökkent a befektetők és a menedzserek közötti **megbízó-ügynök konfliktus**, azáltal, hogy a menedzserek is részesedést szereztek, így **tulajdonosi érdekek** által vezéreltté váltak.

3.4.3. A társaság működése a befektetés után

Stratégia, beruházások, fejlesztések, növekedés

A befektetők szándéka az volt, hogy a vállalatot az egyszerű fuvarozó szintjéről az ügyfeleknek szakszolgáltatásokat kínáló professzionális szintre emeljék. Az EU-normáknak megfelelő, erős és versenyképes logisztikai szolgáltató vállalat létrehozását tűzték ki célul, ami szükségessé tette **az adósságok rendezését, a cég gyors átszervezését, új kamionok beszerzését és új információs rendszer bevezetését.**

1. A cég **hitelállománya** rendkívül magas volt a privatizáció idején, ezért elsődleges feladatként az összesen 1,5 milliárd forintos adósság rendezését és a hitelképesség visszaállítást végezték el. A privatizáció után kiderült, hogy az ÁPV Rt. által 1997-re tervezett 80 millió forintos veszteség végül 799 millió forint lett a felszínre került – elsősorban vámügyekből származó – látens tartozások miatt. 1998 végére ezt az adósságot sikerült 296 millióra csökkenteni (Vámos 2000).

2. A **vállalatfejlesztés** érdekében átszervezték a tevékenységeket, **hatékonyabbá** tették a vezetést, az operatív folyamatokat, valamint a **vevők** kiszolgálását, és nagyobb figyelmet fordítottak a piac érzékenységeinek figyelésére. **Profiltisztítást** hajtottak végre és a cég tevékenységét négy fő területre koncentrálták: nemzetközi szállítmányozás, teherfuvarozás, logisztika és vámügyintézés. Az alkalmazottak összetételét megváltoztatták, a sofőrök aránya a korábbi 45%-hoz képest 60%-ra változott.

3. A privatizációs előírásoknak megfelelően még 1998-ban megvásároltak 500 db, egyenként 25-30 millió forint értékű új kamiont, aminek következtében a járművek 50%-a már megfelelt az EU környezetvédelmi előírásainak (Világgazdaság 1998b, Világgazdaság 1998c, Napi gazdaság 1998a, Napi gazdaság 1998b). Az autók

kihasználtságának növelése, a **flotta modernizációja** és a flotta folyamatos cseréjét biztosító politika bevezetése a **hatékonyság javulását** eredményezték. 2001-re a flotta átlagéletkora 2,5 év alá csökkent, és ezzel Európa egyik legfiatalabb járműparkja lett (*Világgazdaság 2000a, Világgazdaság 2002a*).

4. A racionalizáció keretein belül sor került egy új, Oracle alapú **információs rendszer** bevezetésére, mely drámai javulást hozott a **készpénzmenedzsmentben**, a **kontrolling és a költségmenedzsment** területén és 15-20%-kal növelte a hatékonyságot (*Világgazdaság 2000a*). Hozzájárult a pénzáramlások jobb megértéséhez, biztosította a vezetők és a tulajdonosok információs szükségleteit. Az Oracle rendszerrel kompatibilis, szintén újonnan bevezetett, kamionok mozgását figyelő nyomkövető rendszer segítségével lecsökkent a menetidő, javult a kamionok kihasználtsága, az általuk megtett kilométerek éves átlagos értéke 50%-kal nőtt.

A piaci kapcsolatok bővítésének eredményeként 2002-ben a cég már 25 országban volt jelen, megrendelőinek zöme az elektronikai és az autóipari szektorból került ki és figyelmét **multinacionális partnerek** meghódítására összpontosította. A privatizációt követő lépések nyomán a cég a nemzetközi szállítmányozás és közúti fuvarozás terén **Kelet-Közép-Európa egyik legnagyobb, legkorszerűbb flottájával** rendelkező vállalatává nőtte ki magát és az erős nemzetközi versenyben is helyt tudott állni. A gyártó cégek keleti terjeszkedése miatt a szállítmányozási igények is megváltoztak, amihez a társaság is alkalmazkodott, kihasználva kedvező földrajzi adottságait. Az Európai Unió kibővítése azonban új helyzetet teremtett a szállítmányozási piacon és láthatóvá vált, hogy csak a legnagyobb és legtürekezősebb vállalatok tudnak versenyben maradni (*Világgazdaság 2002b, Figyelő 1998a, Figyelő 1999b, HVG 1998, ÁSZ 1998, Nehéz-Pozsony 1998, Népszabadság 1998, Népszabadság 2000, EVCA 2004*).

A kockázattőke-befektetők jelentős **hozzáadott értékkel és hatékonyság javulással** járó tevékenysége nyomán tehát a cég a növekedés új fázisába jutott, a **terjeszkedéshez tőkeinjekcióra** vagy vállalati egyesülésre volt szükség.

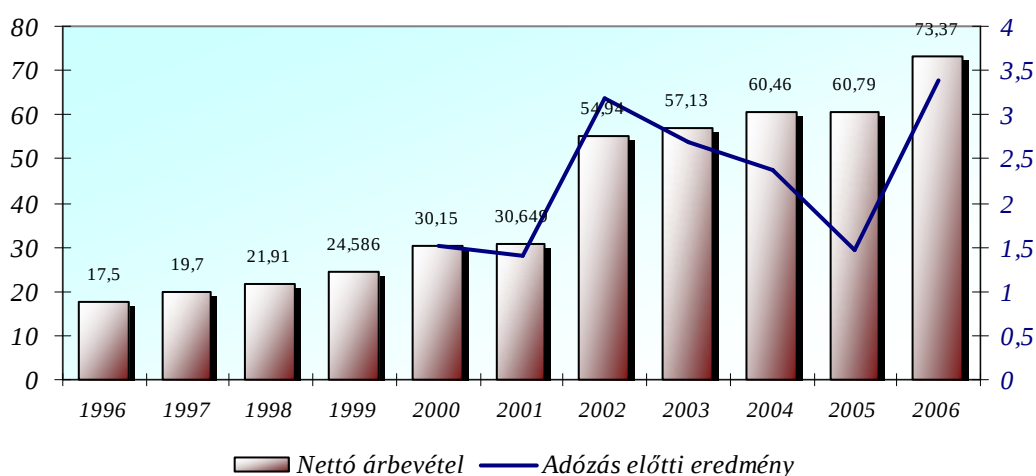
Pénzügyi teljesítmény, hatékonyság

1999. évi 1,5 milliárdos nyereség és a 2000. év pénzügyi eredményei alulmúlták az előzetes terveket, a hatékonyság vártnál lassabb javulása és az üzemanyagárak drasztikus emelkedései miatt. A bevezetésre került informatikai rendszer, a benzinár-

változások okozta költségterhek enyhítésére kidolgozott pénzügyi politika és más optimalizáló tevékenységek később ezeket megoldották. A problémák ellenére az 1997-es 19,7 milliárdos **árbevétel**, **56%-os emelkedés** után, 2001-re 30,7 milliárdra változott, miközben az üzleti vonalak mind pozitív cash-flow-val rendelkeztek (Népszabadság 2000. május 6., Világgazdaság 2000b, Napi Gazdaság 2000).

4. diagram

A Hungarocamion, a Volán Tefu és a Waberer's Csoport konszolidált mutatói, 1996-2006 (milliárd Ft)



Forrás: cégszámok alapján saját szerkesztés

3.4.4. Exit

A kilépés okai a kockázati tőke-befektetők számára

A Hungarocamion 2002-re stabil, hatékony, korszerű, nemzetközi szinten is versenyképes logisztikai és szállítványozó vállalattá nőtte ki magát. 25 országban működött, 1200 kamionnal és több mint 2700 alkalmazottal. Ugyanakkor az Európai Unióhoz való csatlakozást követően az a veszély fenyegetett, hogy a kibővülő versenyben a vállalat mérete kicsinek bizonyul majd a tenderek elnyeréséhez. A jó eredmények és a fenyegetettség láttán a tulajdonosok elérkezettnek látták a pillanatot a részesedések **szakmai befektetőnek történő értékesítésére**. Úgy gondolták, hogy a Hungarocamion több európai szállítványozó vállalat számára is vonzó célpontnak számíthat saját méretük növelése érdekében, de **mégsem sikerült külföldi befektetőknek eladni** a részvényeket. Eközben a Hungarocamion legnagyobb hazai vetélytársa a Volán – Tefu Rt. 2001-ben ajánlatot tett a cég megvásárlására, de azt nem

fogadták el. 2002-ben újabb próbálkozás eredményeként – látva a külföldi értékesítés eredménytelenségét – végül megkötötték a szerződést (Czakó 2007).

A befektetés ösztönzői az új tulajdonos számára – a Volán Tefu mint szakmai befektető

1994-ben Wáberer György a **Volán Tefu** akkori számítástechnikai irodavezetője társaival együtt privatizálta az 1948 óta működő állami vállalatot. A magánszemélyek együttesen 80%-os tulajdonrészt szereztek a vállalatban, a fennmaradó 20%-ot a dolgozók vásárolták meg.

Magyarország második legnagyobb, 429 millió forintos veszteséggel rendelkező fuvarvállalatát 540 millió forintos vételáron vették meg, melynek 10%-át saját forrásból, a többit E-hitelből¹³ fedezték. A tulajdonos-vezetők nagy lehetőséget láttak a cégben, amely a folyamatok hatékonyabbá tételével, a flotta korszerűsítésével és a vállalati méret folyamatos növelésével a **régió egyik vezető vállalatává** nőhetette ki magát.

1999-től 2002-ig sorozatos **vállalatfelvevásárlásokkal** növelték a vállalat méretét. 2001-ben a MÁV Rt.-vel közösen megalapították a Budapesti Intermodális Logisztikai Központot (BILK), Közép-Európa legnagyobb logisztikai központját, ahol a későbbi beruházásokkal együtt egy 200 ezer négyzetméteres raktárterület kiépítését tervezték (*Manager magazin 2004, Világgazdaság 2003c*). 2002-ben újabb akvizíciókra került sor, ezek egyike volt a Hungarocamion Rt. is (*Világgazdaság 2003a*).

A Hungarocamion megvásárlását legfőképp a **piacszerzés lehetősége** indokolta. A termelő vállalatok akkora szállítási igényeket támasztottak, amelyeket a Volán-Tefu önmagában nem tudott kielégíteni. Akkoriban még a külföldi fuvarozási tevékenységet engedélyekhez kötötték, amiből 4800-at adtak ki Magyarországon. Ebből 1200-zal rendelkezett a Hungarocamion és mindössze 200-zal a Volán-Tefu. A HC 1200 kamionnal elsősorban fuvarozott, míg a Volán-Tefu inkább szállítmányozási tevékenységet folytatott, mivel a saját járművel történő fuvarozáshoz mindössze 200 kamionnal rendelkezett. A HC-nek volt vámüzletága és gyűjtőtevékenységet is végzett, viszont a Volán-Tefu logisztikai szolgáltatásokat is tudott nyújtani (Czakó 2007,

¹³ Az E-hitel azoknak a menedzsereknek jelentett akkoriban lehetőséget, akiknek szándékában állt az általuk vezetett céget megvásárolni, csak nem rendelkeztek elegendő tőkével.

Világgazdaság 2002b). A két cég összeolvadásával létrejött Magyarország és **Közép-Európa legnagyobb szállítmányozási és logisztikai szolgáltatója**, amely a magyar fuvarozási piacon 13-15 százalékos részesedéssel bírt (Világgazdaság 2002b, Népszabadság 2002).

A kilépés jellemzői, a befektetés értékelése

A Hungarocamionban lévő befektetésből történő végső exit-et megelőzően a DBG eladta a részesedését a BA Capital Partners-nek, amit azért látott szükségesnek, mert az Európai Unió csatlakozás miatt a kilépés időzítésével kapcsolatosan a szereplők részéről eltérő elképzelések merültek fel. A csatlakozás utáni tranzakció pedig értékelési kockázatokat rejtett magában.

1. Táblázat

Tulajdonosi szerkezet és a befektetések alakulása

	Ventura	DBG	BA	HC Invest (együtt)
Befektetett összeg a belépéskor	1 millió Euró (426,3 millió forint)			426,3 millió forint
Részesedés a belépéskor	81,5%			81,5%
Újabb befektetés		6 millió Euró (1,3 milliárd forint)Euró	6 millió Euró (1,3 milliárd forint)	426,3 millió forint+2,6 milliárd forint
Részesedések	12,4%	38,8%	38,8%	90%
Befektetés értéke a kilépéskor		2,8*6millió Euró:16,8 millió Euró		
Részesedés a kilépéskor		38,8%		
Újabb befektetés			2,8*6 millió Euró	
Részesedés a kilépéskor	12,4%		77,6%	90%
IRR		28%	38,5%	
Multiplikátor		2,8	3,5	

Forrás: saját szerkesztés

A külföldi értékesítés kudarcai miatt a HC tulajdonosai veszítettek a tárgyalási pozíciójukból, és az **általuk kért árnak** mindössze valamivel több, mint **feléért** sikerült eladni a részüket, igaz a befektetésükön így is jelentős megtérülést realizáltak. A négy éves befektetés eredményeként összesen **41,4 millió euró haszonra** tettek szert, ami a DBG számára a befektetett összeg **2,8-szeresét**, a BA Capital Partners Europe számára

pedig a **3,5-szeresét** jelentette. A DBG **28%-os**, míg a BA **38,5%-os** belső megtérülési rátát ért el a befektetésével (EVCA 2004).

A Volán-Tefu számára a vételár teljesítése nem jelentett túl nagy megerőltetést, egyharmadát készpénzből, a többit hitelből finanszírozták és átvállaltak egy 15 millió eurós kötelezettséget is. Az ügylet eredményeként 92,8%-os részesedést szereztek a Hungarocamionban.

3.4.5. Hozzáadott érték – a kockázatitőke-befektetők szerepe a vállalat eredményeiben

A beruházási döntés meghozatalának legfőbb ösztönzői az **alacsony vételár** és a **magas várható hozamok** voltak **jó kilépési kilátások** mellett. Ráadásul a cég számára **bővülő piaci lehetőségek** voltak elérhetők, amihez jelentős **versenyelőnyökkel** rendelkezett és a befektetőknek lehetőségük nyílt a **többségi részesedés** megszerzésére, ami biztosította számukra az ellenőrzési és irányítási jogok megszerzését. A kockázatitőke-befektetők kockázatát csökkentette a **társbefektetési stratégia**, mivel három befektető együttesen fektetett be, és közülük a magyarországi befektető **helyi ismeretekkel** is rendelkezett, ami a globális és regionális befektetők számára lényeges szempont. A befektetők vezetői bevásárlás útján jutottak a vállalat részvényeihez, vagyis a kockázatitőke-befektetők és a leendő vezetők együttesen hajtották végre a befektetést.

A két magántőke-befektető által képviselt tőkeerőnek és az általuk nyújtott hitelígérvénynek a privatizációs pályázat elnyerésében nagy szerepe volt. A 2,6 milliárd forintos tőkeemelés végrehajtása után a hazai befektetőkkel együtt nem csak figyelemmel kísérték a vállalat tevékenységét, hanem **személyesen is közreműködtek** a cég átvizsgálásában, a stratégia meghatározásában és sikerre vitelében. Közvetlenül is részt vettek a kulcsfontosságú **stratégiai döntések** meghozatalában, és a vállalat stratégiájának a változó környezeti feltételekhez – az adók, a szabályozások és az olajárak változásaihoz – való hozzáigazításában. A stratégia megvalósulása érdekében segítettek a saját globális elképzeléseiket összhangba hozni az egyes szervezeti egységek egyéni céljaival és mindvégig **ápolták kapcsolataikat** a fuvarozó szervezetekkel. Itt tehát a befektetők **stratégia-alkotó és hálózati aktivitása** egyaránt jelentős hozzáadott értéket teremtett, monitoring tevékenysége pedig hozzájárult a vállalati érték megőrzéséhez. A vállalati teljesítmény modellnek megfelelően a

professzionális befektetők a magyar tulajdonos-vezetők kompetenciáit kiegészítve segítették a vállalkozás működését.

A szakmai befektetőnek történő értékesítés során a tulajdonosok a vártnál kedvezőtlenebb tárgyalási pozícióba kerültek, mivel a vevő az egyetlen ajánlattevő volt, így a tervezettnél alacsonyabb, de így is **jelentős hozamot** sikerült realizálni a befektetéseken.

3.4.6. A társaság sorsa a kilépés után – a Hungarocamion-Volán Tefu terjeszkedése

A cégcsoport Hungarocamion-Volán Tefu néven folytatta tevékenységét, miután a Volán Tefu megvásárolta vetélytársa részvényeit. A Hungarocamion önálló céggént működött tovább, mivel a teljes beolvadást csak későbbre tervezték (*Világgazdaság 2003a*). A Hungarocamion Rt. 2003-ban megválasztott **új elnöke és igazgatósági tagjai** a Volán Tefutól érkeztek (*Bubrik 2003*). A folyamatok átláthatóbbá tétele és költséghatékonysági szempontok miatt a VT átvette és saját korábbi vállalatainál is bevezette a HC integrált **vállalatirányítási rendszerét**, egységesítette a fuvarszervezést és központosította a beszerzést. 2003-ban újabb kamionok vásárlásával a flotta életkora 1,8 évre csökkent. Abban az évben már 3600 főállású alkalmazott dolgozott a cégnél. A társaság együttes adózás előtti eredménye 2003-ban 3,773 milliárd forintra nőtt, amit elsősorban az anyavállalat, a HC és a BILK Logisztikai Rt. eredményeinek jelentős javulása okozott (*Menedzser Fórum 2004, Világgazdaság 2003b, Világgazdaság 2003c*).

A Volán Tefu **újabb akvizíciók és beruházások** megvalósítására szánta el magát, folyamatosan kereste a terjeszkedési lehetőségeket Lengyelországban, Romániában, Ukrajnában, Horvátországban és Szlovéniában. Az Európai Unióhoz való csatlakozás után a régió szállítmányozási ipara kiemelkedő ütemű fejlődés előtt állt, és a cég meg akarta erősíteni a pozícióját az új piaci helyzetben. A vállalat nemzetközi expanziójához azonban **tőkeinjekcióra** volt szükség (*Világgazdaság 2004a, HVG 2004b, Horniák 2004*).

3.4.7. Új kockázattőke-befektető – az AIG New Europe Fund

Az **AIG New Europe Fund** (NEF) az AIG Capital Partners (AIGCP) által irányított **320 millió dollárt kezelő, nagy méretű alap**. Az AIGCP a világ egyik

legnagyobb biztosító és pénzügyi szolgáltató vállalatának, az American International Group Inc.-nek, a luxemburgi leányvállalata (*Horniák 2004*). A NEF **Kelet-Közép-Európára** összpontosította tevékenységét, korábban 10 befektetéssel 230 millió dollárt investált a régióban. Egyike volt tehát azoknak a regionális fókusszal rendelkező alapoknak, amelyek a magyarországi kockázati tőke-befektetések jelentős hányadát biztosították.

A New Europe Fund **fejlesztőtőke befektetéseket** (*development capital*) hajt végre, azaz olyan vállalatok számára nyújt tőkét, amelyek a nemzeti piac határait átlépve **regionális terjeszkedésbe** fognak, de ehhez nem áll rendelkezésükre elegendő erőforrás. Ennek megfelelően a társaság **operatív irányításában az alap nem vesz részt**, csupán a régiós terjeszkedéssel kapcsolatos stratégia kialakításában vállal jelentős szerepet (*Portfolio.hu 2007*).

A Volán Tefu nagy **növekedési potenciáljával, felkészült menedzsmentjével és rugalmasságával** már 2001-ben felkeltette az AIG érdeklődését, aki ajánlatot is tett a cégnek, de az ügylet akkor nem jött létre. 2004-ben azonban mindkét fél számára elérkezettnek látszott a pillanat ahhoz, hogy az AIG belépjen a társaságba (*Czakó 2007*).

3.4.8. Az új kockázati tőke-befektetés jellemzői, okai és kilátásai - tőkeemelés intézményi befektető segítségével

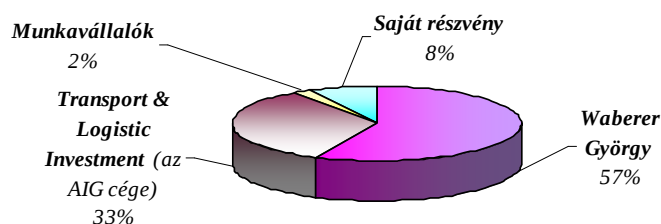
2004-ben a Volán Tefu 90%-ban még mindig annak a 6 menedzsernek a kezében volt, akik 10 éve a privatizációban megvásárolták a céget. Amikor néhány tulajdonostárs ki akart szállni, akkor döntöttek az American International Group (AIG) belépéséről. Így egyszerre valósulhatott meg a **csendes exit és a tőkebevonás**, ráadásul emiatt nem kellett sort keríteni a tőzsdei bevezetésre sem. A fejlesztőtőke befektetésekkel foglalkozó alap számára jó célpontnak bizonyult Közép-Európa legnagyobb szállítmányozó cége, amely a befektetéssel újabb **növekedési pályára állhatott**. 2004. február 24-én az AIG **2 milliárd forintos befektetéssel több mint 20% -os tulajdonrészt szerzett** a Volán-Tefu Rt.-ben. A Volán-Tefu Rt. jegyzett tőkéjét ezúton 243 millió forinttal 1,14 milliárd forintra emelték, a maradék 1,8 milliárdot pedig tőketartalékba rakták. A tőkeemelés új részvények kibocsátásával valósult meg, amelyeket az AIG New Europe Fund-hoz tartozó Transport & Logistic Investment jegyzett. Az ügylet létrejötte után **Wáberer György továbbra is többségi tulajdonos maradt** a cégben, akinek a személye az AIG számára a további fejlődés

garanciáját jelentette (HVG 2004b, Világgazdaság 2004b). Azért szolgált biztosítékkal az AIG számára a többségi tulajdonos elnök vezérigazgató személye, mert egyszerre a *reziduális irányítási jogok* birtokosa és *reziduális hozamok* jogosultja is volt, ami a reziduális döntések hatékonyságát eredményezte, vagyis Wáberer György saját hozamainak növelését úgy érthette el, ha a vállalat értéke és emiatt a kisebbségi tulajdonosok vagyona is nőtt, ráadásul ehhez rendelkezett a megfelelő irányítási jogokkal is.

Az intézményi befektető szándéka a beszállás idejében az volt, hogy a cég működésétől és vagyongyarapodásától függően **3-6 éven belül kiszáll** az rt.-ből, de előbb a megszerzett több mint 20%-os **részesedést 25-35% közötti arányra növeli** a kisebbségi tulajdonosoktól megvásárolható részvényekkel. A jelenlegi tulajdonosi struktúra igazolja is ez utóbbi szándék megvalósulását.

5. diagram

A Waberer's Holding tulajdonosi összetétele, 2006



Forrás: Figyelő 2006 alapján saját szerkesztés

A megállapodás szerint az AIG két tagot delegált a vállalat igazgatóságába. A megújított alapító okirat értelmében a Volán Tefu Rt. jogutódjaként a tőkeemeléssel egy időben megalakult a Waberer's Holding Logisztikai Rt. A társaság közös irányítás alá került, ami azt jelenti, hogy **stratégiai döntéseket csak az AIG-csoport jóváhagyásával** lehet meghozni, viszont az operatív irányításba az új tulajdonosoknak nincs beleszólása. Eddig a befektetők minden stratégiai javaslatot jóváhagytak. A befektető egyetlen beruházásokkal kapcsolatos kitétele az volt, hogy a tőkét ne ingatlanok vásárlására, hanem tevékenységek bővítésére fordítsák, mert az esetleges szakmai befektetőnek történő értékesítés alkalmával ez rontaná az ügylet értékét.

A szerződés a kilépésre vonatkozóan nem tartalmaz kitételeket, de a társaság a befektetőt támogatja abban, hogy kilépése sikeres legyen. Konkrét kiszállási tervek egyelőre még nincsenek, de az AIG rendszeresen kap ajánlatot szakmai befektetőktől a

részesedésére. Szóba jött egy esetleges tőzsdei bevezetés, várható, hogy megkezdik a társaság előkészítését a részvények nyilvános forgalomba hozatalára (Czakó 2007).

3.4.9. A társaság működése a befektetés után – A Waberer's Cégcsoport

Az újonnan megalakult Waberer's Holding Logisztikai Rt. átvette a cégcsoport irányítását és bevezette a Waberer's Optimum Solution **egyedi ügyfélkiszolgálási eljárásrendszert**. A csoport ekkor 28 társaságból állt. A **terjeszkedés** tovább folytatódott, cégalapítások történtek az EU-ban és a régióban illetve újabb akvizíciókra került sor Magyarországon is. A Holding bekebelezte legnagyobb versenytársát, megvette a 150 millió forintos jegyzett tőkéjű Révész Eurotrans Nemzetközi Fuvarozó, Szállítmányozó és Szolgáltató Kft. üzletrészeink 100%-át. Az akvizícióval a WH járműparkját 500 járművel 2000-re növelte, amellyel már a magyar kamionok 10%-át tudhatja magáénak (HVG 2006b, Világgazdaság 2005, Kapitány Szabó 2006).

A Waberer's Holding Zrt. a Budapesti Szabadkikötő Logisztikai Zrt. privatizációjáról ugyan lemaradt, viszont szeptember végére 50%-os tulajdonrészt szerzett a Multicont Logisztikai Zrt.-ben, a pályázatot elnyerő cég anyavállalatában. Azóta a BSZL irányításában ily módon szerephez jutó Waberer's részt vesz a csepeli kikötő fejlesztésében (Kapitány Szabó 2006, HVG 2006a). A Waberer's Csoport ma Magyarország és **Kelet-Közép-Európa piacvezető logisztikai szolgáltatója**, Európában pedig a piacon lévő 19. legnagyobb vállalat. A több mint 2000 kamion átlagéletkora nem éri el a két évet és egy év alatt együtt 200 millió kilométert futnak (Figyelő 2006, Diószegi 2006). Az **optimális vállalatméret** elérése érdekében társaság a kamionparkot 3000 darabosra akarja bővíteni (Világgazdaság 2006). A cég növekedésével és piaci pozíciójának megerősítésével összhangban az **árbevétel is jelentős növekedési pályát járt be** 2000-től 2006-ig, több mint hétszeresére változott. Az adózás előtti eredmény 1,51 milliárd forintról 3,39 milliárdra emelkedett. Az AIG befektetésének köszönhető tőkeemelést követően az eredmények fenntarthatóak voltak és további javulást mutattak. A cég 2009-ig szóló terveiben újabb befektetések és logisztikai ingatlan beruházások szerepelnek a kelet-közép-európai régióban.

3.4.10. Hozzáadott érték – a kockázatitőke-befektetők szerepe a vállalat eredményeiben

Az AIG befektetésének elsődleges szempontja a többségi tulajdonos **vezérigazgató személyébe és szakmai tudásába vetett bizalom** volt, amihez hozzájárult a **kiváló menedzsment**, a **cég stabil helyzete**, a **nemzetközi terjeszkedés** lehetősége és a **jó piaci kilátások**, valamint a **stratégiai döntéshozatalba** való beleszólás jogának megszerzése.

Az AIG nagy összegű, **2 milliárd forint értékű, fejlesztőtőke befektetése** nyomán megvalósuló tőkeinjekció lehetőséget nyitott a Waberer's számára, hogy további terjeszkedéseket folytasson az optimális vállalati méret elérése céljából. A befektető annak ellenére, hogy meg voltak hozzá a megfelelő jogosítványai nem befolyásolta a vezetést a stratégiai döntések meghozatalában, mivel úgy ítélte, hogy a stratégiai döntések megállják a helyüket. Befektetői szemléletükkel azonban egy **új pénzügyi kultúrát** honosítottak meg a vállalatnál. Már a befektetési döntés meghozatalakor sem a szakmai tevékenységet vizsgálták, hanem kizárólag pénzügyi szempontokat vettek figyelembe. Rendszeres pénzügyi jelentéseket kérnek a társaságtól, ami biztosítja számukra a **monitoringhoz szükséges információkat**. A vezetők az akvizíciók előtt tanácsot kérnek az AIG szakembereitől, hiszen a vállalatok adásvételében ők nagyobb tapasztalattal rendelkeznek. Itt tehát az erőforrás-alapú modellnek megfelelően a kockázati tőkés értékteremtő tevékenysége tökéletes összhangban áll a megbízó-ügynök viszonytal, a vállalkozó személyiségével, a vállalkozó versenystratégiai profiljával és a vállalat erőforrás-struktúrájával, ennek következtében a **kockázati tőkés közreműködése hatásossá tudott válni**. A stratégiai-pozícionáló modell alapján a vállalatot az egyedi igényekhez igazodó komplex szolgáltatás nyújtásából és a méretgazdaságosságból származó költségvető pozíció jellemzi, amely pozíció megerősítéséhez a kockázati tőkés is hozzájárult.

A közeljövőben várhatóan lehetősége nyílik a kockázatitőke-befektetőnek arra, hogy tőzsdei úton szálljon ki a vállalkozásból. Az esettanulmány kiváló példája annak, hogy a magyarországi kockázati- és magántőke-ipar elérkezett az érettség szakaszába, amit a nagy értékű ügyletek jellemeznek, amit valóban professzionális és tapasztalt alapkezelők végeznek.

3.5. Esettanulmányok összehasonlítható szerkezetben¹⁴

3.5.1. Solvo

Portfolióvállalat	SOLVO Biotechnológiai Kft. (Rt.)
Befektetők neve	Fast Ventures (FV), üzleti angyalok
A befektetés típusa	Induló (Start-up, spin-off)
A befektetés időpontja	FV: 2001 FV: 2004
A megszerzett tulajdonosi részarány	FV: 2001: 10%, 2004: 18%
Ösztönzők a befektetők számára	Piacosíthatónak tűnő fejlesztések, Rátermett, pénzügyi szemléletű menedzsment, Jó hírű kutatói háttér, Nagy növekedési potenciál, Részvényekké konvertálható hitel adta lehetőség a többségi tulajdon megszerzésére
Ösztönzők a vállalat számára	Jelentős tőkeszükséglet a kutatásokhoz, magas kockázat, nagy növekedési potenciál, Más források hiánya, A kockázati tőke-finanszírozás módjának ismerete
A befektetés összege	FV: 150 ezer USD + 200 ezer USD üzleti angyalok: összesen 275 ezer USD
Az ügylet jellemzői	Tőkeinjekció a 20 millió forintos törzstőkéjű vállalatban, később konfliktusok az alapítókkal, majd a cég több hullámvölgy után élvonalbeli biotechnológiai vállalattá válása.
Kiszállás időpontja és típusa	2006: vezetői kivásárlás (MBO)
Kiszállás hozama	Ügylet érték: 800 ezer USD IRR: 26,2%
A befektetők által hozzáadott érték	Elsősorban anyagi támogatás, mivel a menedzsment nem engedett beleszólást a vezetésbe. A befektető nem tudta érvényesíteni a jogát, hogy többségi tulajdonossá váljon és megszerezze az irányítást.

¹⁴ Azok az esettanulmányok, amelyeket az előző fejezetekben részletesen ismertettem, itt csak rövid, összefoglaló formában szerepelnek, a korábban nem tárgyalt esetek pedig az esetleírásokat is tartalmazzák.

3.5.2. Ikarus USA, NABI

Portfólióvállalat	Ikarus USA, NABI
Befektetők neve	Első Magyar Alap (First Hungary Fund)
A befektetés típusa	Induló (Start-up)
A befektetés időpontja	1992-1993
A megszerzett tulajdonosi részarány	Ikarus USA: 100% NABI: 75% (később 78,7, majd a tőzsdei bevezetés előtt 100%)
Ösztönzők a befektetők számára	Képzett menedzsment és szakembergárda, Kedvező piaci körülmények, Innovatív termékek, Versenyelőnyt jelentő optimális cégméret, Alacsony vételár, Jó exit kilátások, Többségi tulajdon megszerzése.
Ösztönzők a vállalat számára	A tőkehiányos, csődbe jutott vállalkozás kedvező piaci körülmények között és nagy tervekkel, Felkészült, tette kész csapattal
A befektetés összege	Összesen 13 millió USD (1992-1997-ig)
Az ügylet jellemzői	Amerikai városi buszgyártással foglalkozó, csődbe jutott Ikarus USA megvásárlása, és a NABI megalapítása a magyar Ikarus utódjaként, melynek célja az Ikarus USA utódja, az American Ikarus, számára karosszériák tervezése és gyártása. Innovációkra alapozott növekedés és szárnyalás után hanyatlás majd csőd.
Kiszállás időpontja és típusa	1997: IPO: 55,9%-os tulajdonrész megmaradt 2005-2006: Az alap végelszámolása, kiszállás tőzsdén, értékesítés kkt. befektetőnek
Kiszállás eredményessége (hozama)	1997: IPO: 31,2%-os IRR-t realizált volna, ha az összes részvényt eladták volna, 2005-2006: veszteség
A befektetők által hozzáadott érték	Kezdetben: a tőkeinjekción túl a cég irányítása révén piaci sikerek, terjeszkedés, sikeres tőzsdei bevezetés. Később: hitelből történő túlzott terjeszkedés és fejlesztés, elhibázott stratégiai döntések, szakmai befektető szerepébe bújás a pénzügyi szemlélet megőrzése helyett.

3.5.3. EXBUS

Portfolióvállalat	EXBUS
Befektetők neve	NABI Gyártó és Kereskedelmi Kft., NABI Real Estate Holding Kft. Cerberus (Homerica Investment B.V.)
A befektetés típusa	Egyéb típus
A befektetés időpontja	2006
A megszerzett tulajdonosi részarány	100%
Ösztönzők a befektetők számára	Alacsony vételár, jól képzett szakembergárda, ígéretes fejlesztések, jó megrendelés-állomány, piaci hírnév, Új cégek alapítása a NABI tevékenységének folytatására, ahol többségi befolyással megszerzése, nyilvános cégből zártkörűvé válás, Több kisebb cég megvásárlásával egy nagy buszgyártással foglalkozó platform létrehozásának terve
Ösztönzők a vállalat számára	Menekülési út egy kilátástalan pénzügyi helyzetből, a tevékenység folytatása mellett, jó megrendelés-állomány, ígéretes fejlesztések
A befektetés összege	EXBUS 2,2 millió USD
Az ügylet jellemzői	Kilátástalannak tűnő pénzügyi helyzetben lévő buszgyártó vállalat megvásárlása, a tőzsdén szereplő cég „kiürítése” és két új vállalkozás alapítása, amelyek folytatják a NABI korábbi tevékenységét.
Kiszállás időpontja és típusa	Még nem valósult meg Terv: az új buszgyártó platform együttes értékesítése szakmai befektetőnek

3.5.4. Hungarocamion

Portfolióvállalat	Hungarocamion
Befektetők neve	Ventura, DBG, BankAmerica
A befektetés típusa	Vezetői bevásárlás (MBI)
A befektetés időpontja	1998
A megszerzett tulajdonosi részarány	Összesen 90% (12,4%; 38,8%; 38,8%)
Ösztönzők a befektetők számára	Alacsony vételár, a kockázat megoszlása a három befektető között, bővülő piaci lehetőségek, többségi tulajdon megszerzése, a cég átszervezése után jó fejlődési kilátások, országosan a legnagyobb kapacitás, széles ügyfélkör, jó exit kilátások
Ösztönzők a vállalat számára	Eladósodottság, veszteségesség, alultőkésítettség, régimódi vezetés, élesedő nemzetközi verseny, jó esély a hatékonyság, a versenyhelyzet javítására, a növekedésre
A befektetés összege	1+6+6 millió euró
Az ügylet jellemzői	Tőkeemelés a csőd közeli helyzetben lévő Hungarocamion-ban, átszervezés, hatékonyság javítása, külföldi szakmai befektetőknek történő értékesítés kudarca
Kiszállás időpontja és típusa	2002: Szakmai befektetőnek történő értékesítés (trade sale) Szakmai befektető: a hazai székhelyű Volán Tefu Rt. (később Waberer's)
Kiszállás eredményessége (hozama)	HC: n.a. DBG: IRR=28% BA: IRR=38,5%
A befektetők által hozzáadott érték	Tőkeinjekció, beruházások, stratégia kidolgozása, fejlesztések, belső átszervezés, hatékonyság javítása, kontrolling biztosítása, Piaci kapcsolatok bővítése,

3.5.5. Waberer's

Portfólióvállalat	Volán- Tefu, Waberer's Csoport
Befektetők neve	AIG (New Europe Fund)
A befektetés típusa	Fejlesztőtőke (Expansion)
A befektetés időpontja	2004
A megszerzett tulajdonosi részarány	2004: Több mint 20% 2006-ra: 33,3%
Ösztönzők a befektetők számára	Nemzetközi terjeszkedés támogatása, jól szervezett, stabil cég, kiváló menedzsment, a tulajdonos elnök-vezérigazgató személyéhez fűzött bizalom, befolyás a stratégiai szintű döntéshozatalra
Ösztönzők a vállalat számára	Nemzetközi terjeszkedési szándék a nemzetközi piaci részesedés növelése érdekében a túlzott eladósodás elkerülése mellett
A befektetés összege	2004: 2 milliárd forint 2006-ig : n. a.
Az ügylet jellemzői	20%-os, majd 33,3%-os részesedés szerzése a Waberer's cégcsoportban, csak a stratégiai szintű döntésekben való részvétel
Kiszállás időpontja és típusa	Még nem valósult meg, tőzsdei úton tervezik

3.5.6. Hajdú-Bét¹⁵

Portfólióvállalat	Hajdú-Bét
Befektetők neve	Wallis Rt.
A befektetés típusa	Fejlesztőtőke (turnaround)
A befektetés időpontja	2001
A megszerzett tulajdonosi részarány	70%, majd 98%
A befektetés összege	Több mint 10 milliárd forint
A befektetés előtti állapot	Belföldi és regionális vezető szerepű baromfideldolgozó általános belföldi piaci részesedése 22%, exportpiaci részesedése 19%, a feldolgozott termékek piacán belül belföldi piaci részesedése pedig 40% volt. A korábban állami tulajdonban lévő vállalat a privatizációt követően tőkeemelés, hitelkonszolidáció és hatékonyságjavító intézkedések ellenére 35M dollár veszteséget realizált 160 millió dolláros értékesítés mellett. A 6000 alkalmazottat foglalkoztató céget magas finanszírozási tőkeáttétel, alacsony hatékonyság, márkák hiánya és funkcionális egyvonalas szervezet jellemezte.
Befektetés	A Wallis pénzügyi befektető 2001-ben 6 hetes átvilágítási folyamat után megvásárolta a Hajdú-Bét Rt. részvényeinek 70%-át, majd az OTP Bank részvénytájéktjének megvásárlása után a vállalat egésze fölött megszerezte az irányítást.
Intézkedések és működés a befektetés után	A befektető stratégiát dolgozott ki a Hajdú-Bét hatékonyságának javítása, technológiájának fejlődése és növekedése érdekében. Intézkedések: 8 milliárd forint értékű modernizációs beruházások és tőkeinjekció; új vezérigazgató a reorganizáció végrehajtására, vezetőcserék; munkavállalók számának csökkentése 3200-ra; a felesleges üzletágak leépítése; fedezetnövekedés érdekében a szárnyasok feldolgozottságának fokozása; a vezetők számának csökkentése, csoportmunka, jól működő mátrix szervezet kialakítása; vízió és a célok közös kialakítása, közös tervezés; kapacitásbővítő beruházások (önköltség csökkentése); erős kontrolling rendszer bevezetése; pénzügyi szakemberek biztosítása a cég devizaügyleteinek kezeléséhez, fedezeti ügyletek ellátásához Belső problémák:

¹⁵ Agrárkapu.hu 2006, Balogh 2004, Hernádi 2008, Hetek.hu 2004, Susán 2004, Dombi 2003, HR Portál 2004, Boros 2004, HVG 2004a, b,

Eladósodottság, alultőkésítettség, likviditási problémák, a cash-flow menedzsment nem hatékony működése (pl. 60 napos fizetési határidők biztosítása),

Túl gyors, megalapozatlan növekedés

A hitelből történő modernizációs beruházások által az önköltség csökkentése mellett a kamatterheket és a tőkeáttételt növelése

A tulajdonosok és a korábbi vezetés sikertelen együttműködése miatt egy szakmai befektető csoport kilépése és konkurencia teremtése

Válságmenedzselésre alkalmatlan vezetés

Külső problémák:

Belföldi és nemzetközi túlkínálat, válság a baromfipiacon

Termelés költségei növekedése (pl. takarmány)

Magyar valuta árfolyam ingadozása miatt mérlegromlás

A legnagyobb versenytárs állami támogatottsága

Működés eredményessége:

A pici túlkínálattal, az alacsony piaci árakkal a cég nem tudott versenyben maradni. A továbbfeldolgozott termékek piacán a piaci részesedés két év alatt 39%-ról 57%-ra nőtt, de a cég általános piaci részesedése 20% maradt.

A 2001-es és 2002-es közel 8 milliárd forintos adózás előtti eredményt 2003-ra sikerült ugyan 2,73 milliárd forintra csökkenteni, de a cég fizetéseképtelenné vált. 2003 végén 16 millió átvett szárnyasnak csak a 20%-át tudta kifizetni. A 6,343 milliárd jegyzett tőkéjű cég ekkorra 5,5 milliárd forintos adósságot halmozott fel.

Kiszállás időpontja és típusa

2004. január, leírás

Kiszállás

Miután a vállalat részvényeit a befektető a cég legnagyobb hazai baromfipiaci vetélytársának, az állami tulajdonú és rendszeresen állami támogatásokban részesülő, Bábolnának sem tudta értékesíteni 2004 elején végelszámolást kezdeményezett a Hajdú-Bét ellen.

**Kiszállás eredményessége
A befektetők által hozzáadott (elvett) érték**

Több mint 5 milliárd forint veszteség

Tőkeinjekció, beruházások,

A befektetők szakmai tudásának átadása: stratégia kidolgozása, fejlesztések, belső átszervezés a hatékonyság javítása és a növekedés érdekében,

Kontrolling rendszer, pénzügyi szakemberek biztosítása,

Piaci kapcsolatok bővítése, aktív lobby tevékenység,

Hibás helyzetfelmérés, megalapozatlan növekedés, rugalmatlan válasz a piaci változásokra, nem megfelelő együttműködés a korábbi vezetéssel, gyenge cash-flow menedzsment

3.5.7. BorsodChem¹⁶

Portfólióvállalat	BorsodChem
Befektetők neve	Permira
A befektetés típusa	Tőkeáttételes kivásárlás
A befektetés időpontja	2006
A megszerzett tulajdonosi részarány	100%
A befektetés összege	228,54 milliárd forint
A befektetés előtti állapot	Az elsősorban műanyagipari alapanyagok feldolgozásával foglalkozó piacvezető belföldi és regionális vegyipari vállalat értékteremtését elsősorban kutatás-fejlesztéssel és technológiai innovációval éri el. 2006-ban új vezérigazgató került a vállalat élére, aki egy 2007-2011 közötti 500 millió eurós beruházási tervet mutatott be az izocianád termékek gyártókapacitásainak növelése érdekében. A vállalatot óvatos, konzervatív finanszírozási politika jellemezte alacsony finanszírozási tőkeáttétel mellett.
Befektetés	A Permira – a többek közt vegyipar iránt érdeklődő, legnagyobb Európában működő globális alap – két hónapos átvilágítási folyamat után a két legnagyobb tulajdonostól vételi opció realizálása és nyilvános vételi ajánlat eredményeként tőkeáttételes kivásárlás útján 228,54 milliárd forintért megszerezte a törzsrészesvények 90%-át, majd a dolgozói részesvények bevonása és a kisorszvényesek kizorítása után kizárólagos tulajdonossá vált és kivezette a tőzsdéről a BorsodChem-et.
A befektetés indítéka	Magas térségi növekedési potenciál Újrastrukturálásból származó növekedési potenciál Kapacitásbővítés – növekedési lehetőség Jövedelmező termékpolitika Alacsony fix költségek A vegyiparban egyedi költség-hatékony megoldás a klór újrahasznosítására a gyártás során Egyedi tudás birtoklása Értékes menedzsmenttudás Optimális földrajzi elhelyezkedésből származó logisztikai előnyök Integrációs előnyök

¹⁶ Futó 2008

**Intézkedések és
működés a
befektetés után**

Intézkedések:

A két fő termék, (TDI és MDI) kapacitásainak megduplázását szolgáló beruházás, a PVC gyártás szinten tartása

Egy - a tulajdonosok, a hitelezők, valamint a menedzsment – által egyaránt támogatott új üzleti modell kialakítása

A korábbi profitközpontok helyett új terméklánc alapú szemlélet bevezetése

Új vezetési struktúra – négytagú „executive management” kialakítása, ahol az igazgatósági tagok a tulajdonosok érdekeit képviselő külső szakemberek; új pozíciók létrehozása, pl. CFO (pénzügyi igazgató)

A belső audit rendszer erősítése

A befektető tanácsadói körének beépítése a szervezetbe (jog, pénzügy, HR, kontrolling)

A befektető üzleti hálózati rendszerének rendelkezésre bocsátása

Az intézkedések hatása: szervezet egyszerűsítése, terméklánc szemlélet kiterjesztése, fiatalítás vezetői szinten, vállalati kultúra teljesítményorientálttá alakítása, alkalmazottak nyelvtudásának javítása

Működés:

A befektetést követően a vállalat kedvező növekedési pályára állt, 2007-ig kiugró nyereséget realizált.

2008-tól azonban a kőolajpiaci áremelkedés és a jelzálogpiaci majd gazdasági válság azonban jelentősen megnövelte a magas finanszírozási tőkeáttétellel rendelkező vállalat finanszírozásának költségeit és kockázatát.

**Kiszállás időpontja
és típusa**

2011-13 körül,
IPO vagy szakmai értékesítés

Kiszállás

A kiszállást a beruházások sikeres befejezése után, a hosszú távú stratégia sikeres teljesítése után tervezik, mikorra sikerül a BorsodChem-et regionális vállalatból valódi európai vállalattá átalakítani. A pénzpiaci válság viszont bizonytalanná tette az elvárt hozamok realizálását és a kiszállás időpontját.

Kiszállás hozama

Még nem ismert, elvárt IRR: min. 30%

**A befektetők által
hozzáadott érték**

A cég átalakítása regionális szereplőből egy versenyképes európai vállalattá

Aktív részvétel a vállalt irányításában, átszervezésében, szakértők és tanácsadók bevonása a vállalat irányításába, jó együttműködésre törekvés a menedzsmenttel, stratégiai tervezés, üzleti hálózat rendelkezésre bocsátása, erős belső audit és kontrolling rendszer

3.5.8. Biorex¹⁷

Portfólióvállalat	Biorex
Befektetők neve	Első Magyar Alap
A befektetés típusa	induló
A befektetés időpontja	1992
A megszerzett tulajdonosi részarány	67 %
A befektetés összege	6,5 millió dollár
A befektetés előtti állapot	Az 1989-ben két bank és négy magánszemély által alapított, a '90-es évek sikertörténetét jelentő gyógyszeripari kutatásfejlesztéssel foglalkozó, mikro-vállalkozásból rt.-vé fejlődő cég saját tőkéjét elsősorban szellemi termékei és szabadalmi alkották, amelyek nem biztosítottak kellő hitelfedezetet a technológia-intenzív tevékenység finanszírozásához szükséges források megszerzéséhez. A cég önálló gyártással és kereskedelemmel nem rendelkezett. A cég legeredményesebb fejlesztése, a Bimoclomol nevű, cukorbetegség komplikációinak kezelésére fejlesztett, kísérleti fejlesztés fázisában lévő, gyógyszerjelölt egy piaci rés betöltését célozta, egyedi kutatási profil és egyedi eszköz-módszer kombináció mellett. A Biorex számára emiatt az intézményi befektetők és üzleti angyalok tőkeinjekciói jelentethették a tőkebevonás lehetőségét.
Befektetés	Sokoldalú, bemutató és előkészítő folyamat után a Biorex finanszírozását a Bimoclomol kutatás-fejlesztésének második évétől kockázati tőke biztosította, fő részvényesévé az Első Magyar Alap vált (további tulajdonosok: Novotrade 6%, MKB 12,5%, MHB 12,5%).
A befektetés indítéka	Befektető számára: Szakmai jártasság, piacosítható jó termékek, többségi tulajdon megszerzésének lehetősége, rugalmas cégméret, a tevékenység kiszervezésének (outsourcing) lehetősége Cég számára:

¹⁷ Szilberek 1998, Bank és Tőzsde 2001, Vitéz 2006, Korányi 2003, Lukács 2005,

**Intézkedések és
működés a
befektetés után**

Kizárólagos tőkebevonási lehetőség a biztosítékok hiánya, a magas kockázat, a magas tőkeigény és a hosszú-távú projektek miatt.

Aktív részvétel a vezetésben, a befektetők szakmai tudásának rendelkezésre bocsátása, humán erőforrás fejlesztése, a K+F folyamatok professzionális támogatása együttműködő partnerként

Piaci elemzésen nyugvó projekttervezés és controlling szemlélet

A kutatás szakmai kontrollját jelentő független tudományos tanácsadó testület (Independent Advisory Scientific Board) létrehozása

Kutatók számának növelése, laboratóriumok bérlete, vásárlása

1997-ben a vállalat a Bimoclomol klinikai teszteléséről, gyártásáról és forgalmazásáról licenc-szerződést és egyúttal egy hosszú távú kutatási-együttműködési megállapodást is kötött az Abbott Laboratories nevű Chicago-i székhelyű vezető amerikai gyógyszergyárral. A szerződések alapján a Biorex a későbbi értékesítési árbevételből 9%-ban részesülhetett volna. Az AL 28 millió dolláros szakmai befektetésével egyúttal tőkeemelést is végzett egy – a tervezett londoni tőzsdei bevezetés sikere érdekében angliai székhelyű - BRX Ltd nevű cégben, amely részvénytársaság útján megszerezte a Biorex részvények 100%-át, a Biorex korábbi tulajdonosai pedig a BRX részvényeseivé váltak. Az 1998-ban 20 milliárd forintot érő cég tőzsdei bevezetése meghiúsult, a túl magas kibocsátási ár miatt. A magas kibocsátási árban elsősorban az EMA alapkezelője volt érdekelt, mivel jutalékát a kibocsátási ár arányában kapta.

Belső problémák:

A Bimoclomol klinikai vizsgálatait nem a várakozásoknak megfelelő hatékonyságot igazoltak, hatástalannak bizonyult a cukorbetegség gyógyítására

Originális kutatásban és a kutatás-fejlesztés mechanizmusában jártas magyar kutatógárda hiánya, a kutatók munkájának nehézkes összehangolása a K+F folyamatok szabályaival és időkorlátjával

Gyógyszerkutatásban járatlan vezetők

A sikertelen tőzsdei bevezetés után megromlott viszony az alapkezelő és a cégvezetők között, az addigi vezérigazgató leváltása,

A kudarc után a szellemi tőke értékesítése helyett a likvid tőke kivonása

Ígéretes újonnan kifejlesztett hatóanyagok mellőzése, hibás értékesítési politika, helytelen kutatási irányok

A Bimoclomol helyett egy új molekula kifejlesztése még éveket vett volna igénybe

2003-ban a fő részvényes zártvégű alap lezárása egy évvel el lett halasztva, de vésszesen közeledett.

Kiszállás időpontja és típusa 1994, leírás

Kiszállás Az AL kiszállt a közös fejlesztésből, a 88 főt foglalkoztató Biorex az EMA lezárása előtt már nem tudta kifejleszteni az egyébként ígéretes új molekulát, ezért 2003-ban végelszámolást indított maga ellen. A cég teljes szellemi tulajdonát a Los Angeles-i CytRX nevű cég vásárolta meg 3 millió dollárért, ami a becsült piaci érték huszada volt, majd tőzsdei úton tőkeemelést hajtott végre az új szellemi tulajdonra alapozva.

Kiszállás eredményessége veszteség

A befektetők által hozzáadott érték **Az együttműködés idején:** Stratégiai tervezés, kontrolling szemlélet, humán erőforrás fejlesztés, szakmai tanácsadás, szakértők bevonása
A vezetés és az alapkezelők viszonyának megromlása után: Cégvezetés leváltásával a cég rossz irányba terelése, Vagyon mentése a cég érdekeivel szemben
Egy befektető szerint: „a gyémántrögöket fillérekért adták el”.

3.5.9. Sense/Net¹⁸

Portfólióvállalat	Sense/Net
Befektetők neve	Primus
A befektetés típusa	induló
A befektetés időpontja	2005
A megszerzett tulajdonosi részarány	17%
A befektetés összege	500 ezer euró
A befektetés előtti állapot	Az Internet alapú üzleti megoldások egyik magyarországi úttörőjeként 1995-ben alakult cég az 1999-ben bevezetett Sense/Net Portal Engine sajátfejlesztésű termékével nagyobb állami és magántulajdonú cégek és szervezetek számára biztosít költség-hatékony megoldásokat. A cég dinamikus növekedésének eredményeként 2000 óta négy alkalommal szerepelt az 50 leggyorsabban növekvő közép-európai technológiai cég között.
Befektetés	Részletes technológiai, pénzügyi és piaci átvilágítás után 2005-ben 500 ezer euró befektetésével 17%-os kisebbségi tulajdont szerzett a Sense/Net-ben.
A befektetés indítéka	Befektető számára: Releváns és rugalmas megoldások a fogyasztói igények kielégítésére Hazai és nemzetközi trendekhez illeszkedő jövőkép 10 éves múlttal rendelkező, de még fiatal, növekedés előtt álló cég (5 millió dolláros árbevétel) Sikeresen bevezetett termék iránti kereslet fellendülése Tevékenységi kör illeszkedése a befektető profiljába (e-szolgáltatás) Nemzetközi viszonylatban is versenyképes jó technológia Kedvező árú és testre szabott termék, ami a magyar piacon versenyelőny Szélesedő nemzetközi piac, kevésbé kompetitív magyar piac Jó vevőkör, értékes márkanev Szakértő, elkötelezett, megbízható menedzsment Cég számára: A kereslet növekedéséhez illeszkedő vállalati növekedéshez szükséges tőkeinjekció, menedzsment tudás hiánya

¹⁸ Portfolio.hu 2008b, Bai Gál 2007

**Intézkedések és
működés a
befektetés után**

A stratégia átdolgozása a kockázattőke-befektető aktív részvételével az átvilágítás eredményeire alapozva

A cash-flow és a pénzügyi tervezés erősítése

Szervezetépítés beépítése a stratégiába, az operatív és vezetői feladatok szétválasztása, a fejlesztő tevékenység elkülönítése

Új vezetés felállítása az alapító tagokból és újonnan felvett szakemberekből (pl. projekt-, marketing, HR-menedzser)

Alapítók új feladatkörei: stratégiai tervezés, pénzügyi tervezés, kiemelt ügyfelek kezelése, pénzügyi beszámolók készítése

Marketingstratégia javítása (termékpozicionálás, új termék bevezetése, terjesztése)

A cég teljesítménye a hatékonyságjavító intézkedéseknek köszönhetően javult.

A vállalat értékének növekedése, a cég fejlődése, az ügyfélkör bővítése és a nemzetközi versenyképesség javítása érdekében a Sense/Net 2008-ban közel 150 millió forintért felvásárolta az IVY Kft., - egy nagyvállalati és SOHO (small office-home-office) portálmegoldásokat fejlesztő magyar cég - 100%-os tulajdonrészét. A két vállalat összeolvadásával lehetőség nyílt a szaktudás szinergiájára. A nemzetközi piacra való belépés érdekében a Sense/Net egy nemzetközi PR-ügynökséget is igénybe vesz.

A Sense/Net 2009-re részvénytársasággá alakul, amelyben az IVY korábbi tulajdonos vezetői részvényopciót kapnak a tulajdonosi és vezetői érdekek harmonizálása érdekében.

**Kiszállás időpontja
és típusa
Kiszállás**

Várhatóan 2010

A Primus 5 éven belül tervezi a kiszállást a cégből, várhatóan stratégiai befektetőknek történő értékesítéssel. A Primus elvárásai szerint a befektetett összeg öt-hatszorosát fogja realizálni, ami 5 éven belüli értékesítés esetén kb. 40%-os IRR-nek felelne meg.

**Kiszállás hozama
A befektetők által
hozzáadott érték**

Elvárt hozam: 40%

Az alapító-vezetőkkel való szoros együttműködés, közös gondolkodás eredményeként a stratégia pontosítása, egyes területeken, pl. a humán-erőforrás, a szervezetfejlesztés és a marketing területén a korábbi stratégia megváltoztatása, pénzügyi tervezés javítása, menedzsment szemlélet átadása, a tudatosabb, átláthatóbb működés következtében a hatékonyság javítása.

3.5.10. SkyEurope¹⁹

Portfólióvállalat	SkyEurope
Befektetők neve	EBRD egy konzorcium keretében East Capital
A befektetés típusa	Induló, fejlesztő
A befektetés időpontja	2002, 2003, 2005
A megszerzett tulajdonosi részarány	konzorcium: 43,5% East Capital: 39,8%
A befektetés összege	5 millió euró
A befektetés előtti állapot	Kelet-Közép-Európa első alacsony költséggel üzemelő, fapados légitársaságát 2001-ben alapította két magánszemély Pozsonyban 2 millió dolláros tőkével. Akkoriban Szlovákia a kelet-közép-európai országok között nem a legkedveltebb befektetési célpont volt, de a légitársaság bebizonyította, hogy piaci rést betöltő, fogyasztói igényekhez illeszkedő szolgáltatásával piacvezető pozícióba kerülhet. A SkyEurope, miután meggyőzte a kormányt a repülőgépek importját terhelő hozzáadott érték adó alóli mentesség bevezetéséről, 2002-ben megvásárolta az első repülőgépeket és megkezdte működését.
Befektetés(ek)	2002 végén egy magántőke-befektetőkből álló konzorcium 3 millió eurós tőkeemelést hajtott végre a cégben (ebből EBRD: 2,7M), majd 2003 nyarán útnak indították az első B737-500-as flottát. 2003-ban a Budapesti telephely létrehozása után a konzorcium újabb 2 millió eurós tőkeemelést (ebből EBRD: 1,9M) végzett. 2004-ben a varsói telephely létrehozása után kibocsátásra került 10 millió euró értékű opciós kölcsönkötvény. 2005 márciusában az East Capital segítségével 10 millió eurós részvénytőke emelést hajtottak végre a flottafejlesztési program finanszírozására. A tőzsdei bevezetést megelőzően az alapítók 16,7%, intézményi befektetők (East Capital) 39,8%, és a konzorcium (European Investment Fund, ABN Amro, Bank Austria

¹⁹ Portfolio.hu 2008a, SkyEuropeAirlines 2006, Wéber 2005, HVG 2005, Skowronek 2005, Allen&Ovey 2006, Deloitte4 2003

A befektetés indítéka

Creditanstalt, Slovak Post-Privatisation Fund, Euroventures Danube, East Fund Management) 43,5%-os tulajdonrészrel rendelkezett.

Bécs közelsége, az akkori új EU tagországok igényeihez illeszkedő szolgáltatás, jó stratégia: nemzetközi terjeszkedés, kényelmes repterekre koncentráció, 18 országot lefedő hálózat, 30 célállomás, 54 menetrendszerinti járat

A kelet-közép-európai piac fellendülése

Piaci rés betöltő funkció

A szlovákiai központ alacsony működési költségei

Szindikált befektetés a kockázat diverzifikálása érdekében

Intézkedések és működés a befektetés után

Intézkedések:

A tulajdonosi struktúra kialakításához, az EU-csatlakozás hatásainak vizsgálatához és a közép-európai légi közlekedés jövőjének felméréséhez tanácsadó cég igénybevétele

Az alapítók vezető pozícióinak meghagyása mellett a befektetők ellenőrző funkciójának biztosítása

Nemzetközi terjeszkedés, négy telephely

Működés:

2005-ig 2,5 millió utas, 2004-ben 471%-os növekedés az utasok számában

2004-ben 13 millióról 36 millió euróra nőtt forgalom

700 alkalmazott Lengyelországban, Magyarországon és Szlovákiában

Helyközi szolgáltatás a négy bázis között (Budapest, Pozsony, Krakkó és Varsó)

2004 végére, miután a krakkói telephelyet is létrehozták, az utasok addigi létszáma elérte az egymilliót

2005-ben a 15 repülőgépet számláló flottát további 32 Boeing géppel bővítő megrendelés aláírása, 2006-2009 közötti flottába állítást tervezve

Kiszállás időpontja és típusa

Első tőzsdei bevezetés, 2005

Kiszállás

Az első tőzsdei bevezetés indokai:

Kedvező kiszállási útvonal a magántőke-befektetőknek

Érett vállalat: auditált mérleg 3 éven keresztül

A tőzsdei jegyzés alkalmas a későbbi finanszírozási források biztosítására

A sikeres bevezetés felgyorsítja a növekedés lehetőségét

2005. szeptemberében a SkyEurope részvényeit sikeresen bevezették a bécsi és varsói tőzsdéken. A SkyEurope volt az első tőzsdei közép-európai légitársaság, és a tőzsdék történetében először fordult elő szimultán jegyzés Bécsben és Varsóban.

A korábbi tulajdonosok az első tőzsdei bevezetést követően is tulajdonosok maradtak, együtt összesen 30%-os

részesedéssel. 78 millió euró értékben jegyzetek részvényeket osztrák, kelet-közép-európai, európai és brit alapok. Majdnem kétszeres túljegyzés eredményeként 60 millió euró értékű friss tőkét sikerült bevonni a vállalatba, így 10 millióról 20 millióra nőtt a részvények száma és a piaci kapitalizáció elérte a 120 millió eurót.

Kiszállás hozama

n.a. (pozitív)

A befektetők által hozzáadott érték

A növekedéshez szükséges tőke biztosítása több körben
A két alapító tag céljainak támogatása, vezető pozíciójuk meghagyása mellett
Részvétel a stratégiai tervezésben tanácsadók bevonásával
Monitoring
Az első tőzsdei bevezetés előkészítésének szakmai támogatása

A cég működése a részleges kiszállás után

2005 decemberében az összes addigi utaslétszám elérte a 3 milliót, 2006. májusában a részvényárak elérték a 6,19 eurós csúcst.
A megalapozatlanul gyors növekedés hatására a vállalat később eladósodott és egyre súlyosabb likviditási gondokkal küzdött, két bázisát bezárta.
2008-ban a csőd közelében lévő cég megmentésére a York Management Capital nevű kockázatitőke-alap ajánlatot tett a SkyEurope részvényeire, hogy a tőzsdéről történő kivezetés után konszolidálja a vállalatot.

3.6. Az esettanulmányok kiértékelése – primer kutatás eredménye

3.6.1. A minta sokszínűsége

Az esettanulmányok nyolc vállalatban megvalósult tíz kockázati tőke-befektetést mutattak be, amelyek közül hat már lezárult, négyből még nem történt meg a kilépés. A **befektetések típusát** tekintve a SOLVO nevű, egyetemi kutatások eredményeinek piacosítására alapított spin-off vállalatba történő befektetés, Biorex gyógyszeripari kutatás-fejlesztő cég, a Sense/Net portálfejlesztő, illetve a SkyEurope légitársaság a **korai, induló finanszírozást** példázta. Közülük ez utóbbi kivételével mind technológia-orientált kisvállalkozások voltak. Az Ikarus-ból lett NABI, majd a NABI-ból lett EXBUS, valamint a Hungarocamion **kivásárlása** válságban lévő vállalkozások felkarolásának és **kései finanszírozásának** a tipikus esetei. Közülük az Ikarus csődbejutott leányvállalat felvásárlásának, a Hungarocamion (HC) pedig vezetői bevásárlás útján megvalósult befektetésnek a példája. A Hajdú-Bét-ben történt befektetés a **fejlesztőtőke** kategóriájába tartozik, úgy, mint a Waberer's példája, amely mindkét esetben a vállalkozás nemzetközi terjeszkedését finanszírozta. A BorsodChem esetében tőkeáttételes kivásárlás útján történt meg a tőzsdéről történő kivezetés.

A SOLVO-ból öt, a Hungarocamionból négy, a Biorexből kettő, a Hajdú-Bét-ből szintén kettő, a SkyEurope-ből három, a NABI-ból öt év után szálltak ki a befektetők, igaz a két utóbbiból csak részlegesen. A NABI-ból végleg tizennégy éves befektetési időszak után lépett ki az Első Magyar Alap. A még ma is meglévő befektetések közül a Borsodchem két éve, a Sense/Net három éve, az EXBUS két éve, a Hungarocamion pedig négy éve részesül kockázati tőke-finanszírozásban.

A befektetések **méretkategóriái** szerint a SOLVO-ban történt befektetés kis értékű ügyletnek számított, az **egymillió dollár alatti** kategóriába tartozott (összesen 350 ezer dollár). Ide sorolható a Primus 500 ezer eurós befektetése is a Sense/Net-be. Az **1-5 millió dolláros** befektetések példája a SkyEurope 3 millió eurós és az EXBUS 2,2 millió dolláros befektetése, míg a Biorex 6,5 millió dollárral, a Waberer's pedig 2 milliárd forinttal az **5-10 millió dollár** közötti mérettartományba esett. Megjegyzendő, hogy a SkyEurope később a befektetések újabb köreiben is részesülve összesen 15 millió euró értékű tőkeinjekciót kapott, tehát végső soron a 10 millió dollár fölötti kategóriába sorolódott át. A Hajdú-Bét 10 milliárd forint, a BorsodChem 228,54

milliárd forint, a NABI 13 millió dollár, Hungarocamion 13 millió euró értékű tőkeinjekcióik miatt a 10 millió dollár fölötti méretkategóriába kerültek.

A kiszállások tekintetében is sokszínűség mutatkozott a lezárt ügyleteknél. A SOLVO-ból a Fast Ventures 26,2%-os IRR-t realizálva szállt ki a társtulajdonosok által történő kivásárlás útján. A Hungarocamion esetében szakmai befektetők vásárolták meg a részvényeket, 28%-os, illetve 38,5%-os IRR-t eredményezve a DBG-nek illetve a BankAmerica-nak. A NABI (IRR= 31,2%) és a SkyEurope esetében első tőzsdei bevezetésre került sor, mindkét alkalommal nyereséges részleges kiszállással. Ugyanakkor mindkét esetben a tőzsdei bevezetést követően hanyatlásnak indultak a vállalatok, ami a fennmaradt tulajdonrész értékesítését megnehezítette. A NABI megmaradt tulajdonrésze és a Biorex esetében leírásra került sor, melynek elsődleges okozója mindkét esetben a tulajdonos Első Magyar Alap végelszámolásának közeledte volt. A Hajdú-Bét szintén a veszteséges esetek közé sorolható, a Wallis kockázatitőke-befektető kérte a fizetéseképtelenné vált cég végelszámolását. A még folyó befektetések közül mindegyik növekedési pályán lévő vállalkozásokat érintenek.

3.6.2. A tőke értéktéremtése

Elmondható, hogy minden vállalkozás számára a **legalkalmasabb finanszírozási forrás** a kockázati tőke volt, vagy azért, mert egyáltalán nem is tudott volna más forráshoz jutni, vagy a hitelfelvétel túlzottan megterhelte volna a vállalat pénzáramlásait és növelte volna a magas tőkeáttételből fakadó kockázatot, vagy a szórt tulajdonosi struktúra nem volt alkalmas a növekedés megvalósításához. A vállalatoknak a tőkeforrásokon túl fejlődésük és versenyképességük érdekében szükségük volt arra a tudásra is, amit a kockázatitőke-befektetők a rendelkezésükre bocsátottak. Mindemelllett a vállalkozások alkalmasak voltak kockázati tőke befogadására és a vezetés tisztában volt a kockázatitőke-finanszírozás vonzataival.

A kockázatitőke-befektetések minden esetben hozzásegítették a portfólióvállalatokat ahhoz, hogy képesek legyenek **újabb külső források** bevonására, állami támogatás, informális kockázati tőke, hitel vagy tőzsdei kapitalizáció formájában, így a finanszírozási források körének bővülésével a vállalkozások nagyobb mozgásteret nyertek a növekedésükhöz.

A kockázati tőkések számára minden esetben lényeges szempont volt, hogy valamilyen módon érvényesíteni tudják saját érdekeiket a vállalat vezetésében, és emiatt

a portfólióvállalatot részben vagy egészben ellenőrzésük alá vonták. Ezzel a befektetők számára lehetőség nyílt saját kapcsolatrendszerük, szaktudásuk és tapasztalataik kamatoztatására a **vállalat értékének** növelése érdekében.

Hét esetben a befektetők többségi részesedést szereztek, és közülük öt esetben saját emberüket választották a cég vezetőjének. Két esetben bizalmat szavaztak a korábbi tulajdonos vezetőknek, viszont a Biorex-nél később a sikertelen tőzsdei bevezetés után leváltották a vezérigazgatót. A Hungarocamion és a SkyEurope befektetői társfinanszírozás keretében jutottak többségi tulajdonhoz, de a kockázattőke-befektetők önmagukban is jelentős részesedést szereztek.

Az AIG a részvények egyharmadát szerezte meg, így beleszólást nyert a vállalat stratégiai döntéseibe, és tagot delegált az igazgató tanácsba. A FastVentures és az üzleti angyalok kisebbségi részarányt vásároltak meg, de jogot szereztek az irányítás átvételére is. A Primus ugyan „csak” 17%-os részesedést szerzett a Sense/Net-ben, de komoly beleszólása lett a vállalat stratégiai irányításába, a korábbi tulajdonos-vezetők megtartása mellett.

A kockázati tőkések a befektetés kockázatának mérséklése érdekében a tulajdonosok és a vezetők érdekeinek harmonizálásán túl négy esetben alkalmazták a **több lépcsőben történő finanszírozás** módszerét is. A SOLVO esetében egy speciális finanszírozási struktúra is kialakításra került, a tulajdonosok ugyanis **részvényekké konvertálható hitel** formájában bocsátották tőkéjüket a cég rendelkezésére, és jogot szereztek a cég irányításának átvételére is (igaz, ezt szándékuk ellenére nem sikerült érvényesíteniük). A **szindikált befektetési struktúra** SkyEurope, a Hungarocamion és a SOLVO befektetőit segítette a befektetői döntés meghozatalában és az egyéni kockázat mérséklésében.

A **vezetők** és a tulajdonosok közötti érdekellentétből fakadó kockázatot jelentősen mérsékelte, hogy a korábbi vagy új vezetők a tulajdonosi körbe tartoztak, tehát **személyesen is érdekeltek** voltak a cég értékének növelésében.

A Hungarocamion esetében a vezetői bevásárlás során a kívülről érkezett új vezetés és a kivásárlásban partnerként szereplő két kockázattőke-befektető **érdekeinek harmonizálását** szolgálta, hogy a vezetők 10%-os tulajdonosi részarányt szereztek a vállalkozásban, továbbá a munkavállalói résztulajdonosi program a **munkavállalók integráltságát** javította, és munkájukat ösztönözte.

3.6.3. A tudás értékteremtése

A Hajdú-Bét esetében a befektetők által képviselt tudás elsősorban a kontrolling szemlélet fokozásában, a szervezetfejlesztésben, a termelésmenedzsmentben és a vállalati pénzügyekben nyilvánult meg. A BorsodChem esetében a Permira a stratégiai tervezés, a projektmenedzsment, a vezetés-szervezés, az audit, a jog, a vállalati pénzügyek, a humán erőforrás menedzsment és a kontrolling területén bocsátotta a vállalat rendelkezésére saját és a képviseletében álló tanácsadók tudását. A Biorex esettanulmányából kiderül, hogy az Első Magyar Alap képviselői közreműködésük során elsősorban a kutatás-fejlesztés támogatásában, a humán erőforrás fejlesztésében, a projekttervezésben és a kontrolling fejlesztésében játszottak értékes szerepet. A befektetők javaslatára létrehozott független tudományos tanácsadó testület külső szakemberek tudását is a vállalat javára fordította. A Sense/Net esetében a stratégiai és pénzügyi tervezés, a kontrolling, a szervezetfejlesztés, a humánerőforrás menedzsment, a marketingstratégia és a fejlesztés támogatása mozdította előre az értékteremtést. A SkyEurope esetében az alapító-vezetők stratégiájának támogatása mellett a vállalat expanziójának menedzseléséhez biztosított szakmai támogatást. A megbízott tanácsadó cég professzionális módszerekkel végezte el a piacelemzést a stratégia megalapozása érdekében. A Waberer's esetében AIG-nek sikerült átadnia pénzügyi szemléletét a Waberer's vezetésének, **kiegészítve a vezetés szakmai kompetenciáját** és növelve a hozzáadott értéket. A pénzügyi szemlélet együtt járt a kontrolling rendszer és a stratégiai tervezés megerősítésével. A NABI-ban a kockázati tőkés a vállalat árszervezésével, hatékonyságának javításával, innovációk támogatásával, kapcsolatrendszerének kiterjesztésével és új beruházások megvalósításával teremtett hozzáadott értéket. A SOLVO-ban a befektető – pénzügyi hozzájárulásán túl – nem teremtett értéket a vállalatban, mivel a megromlott viszony miatt a vezetés megakadályozta aktív részvételét az irányításában. A SOLVO-nak saját humán erőforrásának szaktudására, tapasztalataira és kapcsolatrendszerére alapozva kellett helytállnia, amihez hozzájárultak a bővülő külső finanszírozási lehetőségek. A cég vezérigazgatója idő közben megszerezte azt a tudást, ami szükséges volt a sikeres vállalatirányításhoz, helyettesítve a kockázati tőkés szakmai hozzájárulását.

3.6.4. A kooperáció értékteremtése

A NABI, a Hajdú-Bét, a BorsodChem, az EXBUS és a Hungarocamion esetében a befektetők által megbízott vezetés teljes kontroll alá vonta a vállalatokat, és kezébe vette a legfelsőbb irányítást, megtartva a jó szakembereket, és leváltva a feladatukra alkalmatlannak ítélt menedzsereket. A Waberer's, a Biorex, a Sense/Net, a SkyEurope esetében az új befektető bizalmat szavazott a korábbi vezetésnek és velük együttműködésben igyekezett a vezetés hiányzó kompetenciáit kiegészíteni, a célok és az érdekek harmonizálása mellett. A SOLVO esetében is megmaradt a korábbi vezetés, de a bizalom elvesztése miatt megszűnt a vezetés és a tulajdonosok közötti kooperáció.

Az Első Magyar Alap és a NABI vezetése közötti **maximális bizalom és együttműködési készség** vezette a vállalatot öt év alatt az első tőzsdei bevezetés sikerére. A NABI esetében a felek közötti viszony megromlásával, az érdekellentétek begyűrűzésével és a bizalom meggyengülésével magyarázható, hogy nehéz piaci körülmények között a vállalatnak nem sikerült megoldást találni a problémákra és kijutni a válságból, így végül csődbe ment. Az Első Magyar Alap hasonló konfliktusba keveredett a Biorex vezetőivel a sikertelen első tőzsdei bevezetés után. Mindkét esetben a befektető túlzott hozaméhségével magyarázták a vezetők a befektetőkbe vetett bizalmuk elvesztését, ami az együttműködés megszűnéséhez és a két cég hanyatlásához vezetett.

Az AIG az egyik legjobb példája annak, hogy a befektetők az elnök vezérigazgatóba és a vezetésbe vetett **bizalmuk alapján** hozták meg befektetési döntésüket, és ez a bizalom a későbbiekben is megmaradt, hiszen a rendszeres pénzügyi jelentések és a színvonalas információáramlás során a befektetők meggyőződhetek a stratégiai döntések helyességéről, így nem vált szükségessé, hogy megakadályozzák azok megvalósulását. Szintén a kooperáció kiváló példája a Sense/Net alapító tagjai és a Primus delegáltjai között kialakult bizalmi viszony.

A SOLVO tipikus esete a kockázati tőkés és a vállalat vezetője közötti **kooperáció hiányának**. Az induló vállalkozás életében a rosszul kiválasztott, piacosításra alkalmatlan termékek fejlesztése által felemésztett tőkeforrások miatt a befektető bizalma megrendült a vállalkozásban, megkérdőjelezte a vezetés alkalmasságát feladatainak ellátására. A SOLVO sikerei ellenére a befektető eredeti terveinél alacsonyabb, de még így is magas hozam realizálása mellett, vezetői visszavásárlás útján tudott kiszállni a vállalkozásból, amivel a vállalat és megmaradó

tulajdonosai számára komoly pénzügyi terheket rótt. Ez a példa jól szemlélteti, hogy a kooperáció hiánya csökkentette a kockázati tőkés hozzáadott értékét, és ezáltal a befektetésen realizálható hozamot is.

A Hajdú-Bét sorsára is rányomta a bélyegét, hogy a nemzetközi válsághelyzetben kiéleződtek az érdekellentétek, és megromlott a viszony a befektetők és a vállalat között, ami kiegészült a befektető és a vállalat beszállítói között kialakult éles érdekütközéssel.

3.6.5. Értékteremtés folyamata a kiválasztás során

A befektetést megelőzően minden esetben szigorú **átvilágítási procedúrán** estek át a vállalkozások, hogy a befektetők felmérjék a leendő portfóliócég pénzügyi helyzetét, erőforrásait és növekedési potenciálját, vagyis az értékteremtő folyamat már az ügylet megkötése előtt elkezdődött. A befektetők kockázatának mérséklését szolgálta a vállalatok részletes, különösen **pénzügyi átvilágítása** az ügylet megkötése előtt, illetve a szerződések precíz előkészítése. A SOLVO esetében azonban még az egy évig tartó jogi procedura ellenére sem sikerült kikezdzhetetlen szerződést aláírni.

A befektetők számára a **befektetési döntés** meghozatala során minden esetben kulcsfontosságú szempont volt a **humán erőforrás** minősége – a kiválóan képzett vezetők és a magasan kvalifikált, tapasztalt szakemberek –, illetve a vezetőkbe vetett bizalom. Azokban az esetekben, ahol szükségesnek látták a vezetők és a szakembergárda kompetenciáinak kiegészítését, saját partnereikkel vagy tanácsadóikkal egészítették ki a humán erőforrást. A vezetők leváltására a Hajdú-Bét, a BorsodChem és a NABI esetében, új vezetők bevonására például a Sense/Net esetében került sor, szakértők és tanácsadók igénybevétele pedig minden befektetés alkalmával megvalósult.

A megszerezhető tulajdonosi részarány befolyásolta az új tulajdonosok **irányítási és ellenőrzési jogokhoz** való hozzáférését, ezért szintén fontos döntési szempontnak számított. A SOLVO, a Waberer's és a Sense/Net esetében maradt kisebbségi tulajdonos a befektető, de mindhárom esetben biztosították a kellő beleszólási jogot a döntéshozatalba.

Az aktuális és/vagy a várt **piaci pozíció**, a piaci lehetőségek, a piaci körülmények és ezek kapcsán a vállalat **növekedési** kilátásai minden esetben a legfontosabb szempontok között szerepeltek a befektetők döntéshozatalában. A

növekedési lehetőségek elsősorban a SOLVO, a Biorex és a Sense/Net esetében alapultak **innovációkon** és új termékfejlesztésen, ami jellemzően a korai fázis finanszírozásának egyik alappillére, de az expanzióknak is kiváló alapja. Ilyen esetben a vállalkozás új piacot épít vagy modernebb megoldásokkal elégíti ki a fogyasztói igényeket. A BorsodChem, Waberer's, a NABI és az EXBUS tőkeinjekcióihoz is kapcsolódott innováció és új technológiák alkalmazása, de hasonlóan a Hungarocamion-hoz és a Hajdú-Béthez, potenciális növekedésük az átszervezésében, **hatékonyság** javításában, fejlesztő beruházások végrehajtásában és a **hitelbevonási** lehetőségek bővülésében rejlett. A piaci potenciál minden befektetés előtt gyors növekedést tett lehetővé, a nemzetközi piaci részesedés és a nemzetközi piaci pozíció kiterjesztésének lehetősége mellett.

A befektetési döntés előkészítése során a részletes átvilágítás alkalmával a kockázati tőkések minden esetben megvizsgálták a kilépés kilátásait és a várható hozamokat. Minden esetben **kedvező exit kilátásokat** ítélték meg a belépéskor, amit elsősorban szakmai értékesítés vagy tőzsdei bevezetés útján terveztek megvalósítani.

3.6.6. Értékteremtés folyamata a befektetés idején

Minden esettanulmány arról tanúskodik, hogy a kockázati tőke-befektetők aktív szerepvállalása mellett erősödött a stratégiai tervezés és a kontrolling szerepe a befektetést követően. A befektetők a vállalattal együttműködve kidolgoztak egy új, növekedés-orientált stratégiát, illetve felmérték a tőkeszükségletet, amit a befektetők saját vagy idegen forrásból biztosítottak.

A Hungarocamion esetében a kockázati tőkések hozzáadott értéke igen magas volt, mivel a nemzetközi terjeszkedéshez szükséges tőke rendelkezésre bocsátásán túl erőteljes kontrolling tevékenységet folytattak, bevezettek egy új vállalatirányítási rendszert az információáramlás és a hatékonyság javítása érdekében, beruházásokat és fejlesztéseket hajtottak végre, melynek eredményeként modern eszközállománnyal rendelkező versenyképes vállalatot sikerült létrehozni, amely alkalmassá vált a **fogyasztói igények** magas színvonalú kielégítésére.

A Waberer's esetében az AIG képviselői kontrolling szemléletükkel, kapcsolatrendszerük rendelkezésre bocsátásával és a nemzetközi terjeszkedéshez szükséges tőkeforrások biztosításával teremtett értéket a befektetés ideje alatt a portfólióvállalatban.

A NABI esetében a vállalat teljesítményét sikerült jelentősen javítani az új vezetés kinevezése után a folyamatok egy kézbe kerülésével, a termelési folyamatok hatékonyságának fokozásával, terjeszkedéssel, a kontrolling kiterjesztésével, termékfejlesztéssel és a piaci kihívásokra történő rugalmas reagálással. A sikeres tőzsdei bevezetést követően azonban a kockázati tőkés által tévesen megjósolt piaci lehetőségekre alapozott, magas beruházási kiadásokat követelő innovációk és az elhibázott terjeszkedési stratégia, amelyet túlzott finanszírozási kockázattal járó magas tőkeáttétel mellett valósítottak meg, a vállalat teljes eladósodottságát és válságát eredményezte. A NABI kiváló példája annak, hogy egy induló, egy növekedési szakaszban járó és egy érett vállalkozás menedzselése eltérő szakmai felkészültséget, más típusú tudást igényel.

Az EXBUS esetében az új befektető – a Cerberus – felismerte a tőzsdei cég – különösen az Első Magyar Alap végelszámolása után bekövetkezett – **szórt tulajdonosi struktúrából** fakadó ellenőrzési problémákat. Az újonnan érkezett kizárólagos tulajdonos **kivezette a vállalatot a tőzsdéről, bizalmat szavazott a szakembergárdának, tőkeinjekciót** hajtott végre és ellenőrzésével új lendületet vett a felszámolás előtt álló vállalatból alapított két új vállalkozás. A kockázati tőkés a vállalat szakembereire, versenyelőnyeire és innovációira alapozva kezdte meg az átszervezést, melynek célja az volt, hogy több kisebb cég összeolvasztásával és integrálásával egy hatékony vállalatcsoportot hozzon létre.

A BorsodChem az EXBUS-hoz hasonlóan szintén a tőzsdéről történő kivezetés példája, ahol ugyanúgy a szórt tulajdonosi struktúra volt a vállalat növekedésének egyik akadályozó tényezője. A Permira az ellenőrzést teljes mértékben maga alá vonta, tőkeinjekciót hajtott végre hitel igénybevételével, a vállalattal együttműködésben kialakított egy új üzleti modellt, javította a termelési folyamatokat, fejlesztette a szervezetet, és szakértők bevonásával teljesítményorientálttá alakította a vállalati kultúrát.

A Hajdú-Bét-ben a kontrolling erősítése mellett ésszerűsítették a termelési folyamatokat, termék- és termelésfejlesztést hajtottak végre, javították a hatékonyságot és erősítették a vállalati pénzügyeket, melynek következtében javultak a vállalat teljesítménymutatói. Ugyanakkor a nemzetközi piaci túlkínálat előállásakor a válság menedzselésében nem tudtak kellően helytállni, ami a vállalat fizetéseképtelenségéhez vezetett.

A Biorex esetében szintén a kezdeti teljesítményjavító intézkedések (K+F fejlesztés, projekttervezés, kontrolling erősítése, tanácsadó testület bevonása) voltak jellemzőek, de az értékteremtő mechanizmusok megszűntek a tőzsdei bevezetés kudarca után, mivel a többségi tulajdonos befektető a vállalat érdekei helyezett tulajdonosi érdekeit.

A Sense/Net esetében a tőkeinjekció és a kontrolling tevékenység erősítése mellett a Primus rendelkezésre bocsátotta saját tudását és kapcsolatrendszerét, hogy kiegészítse a vállalat már meglévő kompetenciáit. Tőkeinjekciójával megalapozta a további növekedést és a stratégiai tervezés erősítésével javította a hatékonyságot.

A SkyEurope esetében a korábbi vezetőknek bizalmat szentelve az új tulajdonosok tőkeinjekciójukkal segítették a magas tőkeigényű vállalat növekedését, tanácsadók bevonásával egészítette ki a vezetés kompetenciáit és kontrolling tevékenységével javította a hatékonyságot.

A SOLVO esetében a korai bizalomvesztés miatt elsősorban értékvesztéssel és nem értékteremtéssel járt a kockázati tőke-befektető aktív részvétele, ugyanakkor az általa rendelkezésre bocsátott tőke kritikus szerepet játszott a gyors növekedésben és a vállalati krízisek túlélésében.

3.6.7. Értékteremtés folyamata a kiszállás során

A kilépés módjának és idejének tervezését a kockázati tőkések már a befektetési döntés meghozatala előtt megkezdték és a befektetést követően is tovább folytatták. A kiszállásra eddig hat esetben került sor, de a négy, még jelenleg is folyó befektetésből történő kilépés előkészítése is folyamatban van. A NABI tevékenységének tovább folytatására alapított cégeket szakmai befektetőnek tervezik értékesíteni, a Waberer's részvényeinek értékesítését pedig tőzsdei úton vagy vezetői kivásárlással tervezik megvalósítani. A BorsodChem és a Sense/Net esetében elsősorban a szakmai értékesítés vagy a tőzsdei bevezetés lehetősége merül fel a lehetséges kilépési útvonalak között.

A NABI esetében a belépést követő ötödik évben az első tőzsdei bevezetés útján történő részleges kiszállás valódi sikertörténet volt, amely teljes kiszállás esetén 31,2%-os belső megtérülési rátát eredményezett volna a befektetőknek. Ehelyett azonban a kockázati tőkések megtartotta több mint ötvenszázalékos részesedését, és a kedvező szakmai befektetőktől érkezett ajánlatok ellenére sem szállt ki a vállalatból. Ez a kilépés idejének és módjának elhibázását példázó tipikus eset, amikor a kockázati tőke-befektető

túlzott hozaméhsége miatt elszalasztja az adandó kilépési lehetőséget, melynek eredményeként tőkéje bent ragad a vállalkozásban. Végül, az alap végelszámolását követően, a befektetők jelentős árfolyamveszteség mellett tőzsdei úton váltak meg részvényeiktől, a kezdeti befektetés után 14 évvel. Az újonnan érkezett kockázatitőke-befektető vásárolta meg a vállalat eszközeit és két zártkörű vállalkozást alapított a tevékenység folytatására.

A Hungarocamion szakmai befektetőnek történő értékesítése sikeres volt, bár nem az eredeti terveknek megfelelően alakult. A stratégiai vevő a vállalkozás legnagyobb magyarországi versenytársa volt, emiatt a tulajdonosoknak eleinte nem állt szándékában, hogy nekik adják el a részvényeket, miközben külföldi érdeklődőre vártak. A külföldi értékesítés kilátástalanná válása után döntöttek végül a vetélytársnak történő eladás mellett, de meggyengült tárgyalási pozíciójuk miatt nem tudták az eredetileg elvárt hozamot elérni. A kockázati tőkések négy évvel a befektetést követően 28%-os, illetve 38,5%-os belső megtérülési rátát realizálva szálltak ki a portfóliócégekből.

A SOLVO esetében a kockázati tőkések a kezdeti válságos időszakban megpróbálták kiszállni a befektetésükből, de ezt a vezetés meggátolta. A sikeres éveket követően a befektető megakadályozta újabb tőke bevonását, mindaddig, amíg neki nem sikerül kilépnie a vállalkozásból. A kényszerű helyzetben a vállalkozás többi tulajdonosa visszavásárolta a részvényeket, ami szokatlan egy növekedési pályán lévő vállalkozás esetében. A kockázati tőkés 26,2%-os belső megtérülési rátát realizált, ami feltehetőleg sokkal több is lehetett volna egy későbbi kiszállás alkalmával.

A sikeresen zárult befektetések **magas árfolyamnyereségének** forrását az alacsony vételár és a magas hozzáadott értékkel történő értékesítés lehetőségei biztosították.

A befektetők a NABI, az EXBUS és a HC esetében alacsony áron szereztek többségi tulajdont, ami jelentősen javította az elérhető hozamokat. A részvények értékének növekedésére minden cég esetében számítani lehetett, amihez a befektetők nem pénzügyi hozzájárulására is szükség volt. A befektetők minden esetben 20%-os vagy annál (jóval) magasabb belső megtérülési rátát vártak.

3.6.8. A magyarországi esettanulmányok tanulságai

A **magyarországi esettanulmányok alátámasztották** – a nemzetközi tapasztalatok alapján alkotott – **háromtényezős dinamikus modell érvényességét**. A magyarországi portfólióvállalatokban megvalósult esetekben is a tőke, a tudás és a kooperáció együttes érvényesülése esetén váltak a befektetések sikeressé. Minden esetben a kockázattőke-befektető aktív részvételét lehetett tapasztalni a vállalat **stratégiaalkotásában**, illetve **kontrolling tevékenységében**, kiegészítve a vállalat kompetenciáit, szükség esetén igénybe véve saját **hálózatának** tudását is. Minden befektetés egyúttal **tőkeinjekciót** is jelentett a portfólióvállalat számára. Az egyszerre nagy összegben, visszafizetési kötelezettség nélkül kapott tőke és a kialakult új tőkestruktúra új lehetőségeket nyitott meg a cégek számára, ezzel is hozzájárulva az értékteremtés folyamatához. Ugyanakkor a tudás és a tőkeforrások rendelkezésre bocsátása mellett minden esetben szükség volt a vállalat és a befektető közötti **kooperációra**. Azokban az esetekben, ahol megromlott a viszony a felek között, érdekellentétek alakultak ki, és megrekedt az értékteremtés folyamata. A sikeres befektetések esetén a három tényező végigkísérte a befektetés folyamatát a belépés előtti időszaktól a kilépésig, és egymást erősítve a befektető és a vállalat közös sikerét eredményezte. A sikertelenül zárult esetekben a tudás, a tőke és az együttműködés hármasából legalább az egyik tényező hiányzott.

A vállalat sikere a befektető sikere is egyúttal, hiszen a befektetés során tovább növeli szakmai – vállalkozói, befektetési, iparági – tapasztalatait, bővíti nemzetközi kapcsolatrendszerét, vagyis összességében a tudását, ami lehetőséget biztosít számára a későbbi befektetések **földrajzi és iparági fókuszának kiterjesztéséhez**, illetve a kockázattőke-alapba befektetők bizalmának megszerzése által újabb, **nagyobb alapok allokalását** és **nagyobb értékű ügyletek** megvalósítását teszi lehetővé.

A következő fejezetben azt vizsgálom, hogy a kockázattőke-befektetők értékteremtő tevékenysége révén milyen tendenciák figyelhetők meg az iparág fejlődésében az Egyesült Államokban, Európában, Kelet-Közép-Európában és Magyarországon, illetve feltárom, hogy az alapok és az ügyletek mérete, a befektetések iparági és földrajzi fókusza hogyan alakult az elmúlt időszakban.

4. A magyarországi kockázatitőke-ágazat fejlődése a globális, európai és regionális trendek tükrében

4.1. A kockázatitőke-finanszírozás kialakulása és elterjedése

A kockázatitőke-iparág fejlődésének története az **USA-ban** kezdődött még a huszadik század elején, a '20-as, '30-as években, amikor gazdag magánszemélyek saját vagyonukat fektették be néhány vállalatba, köztük a Xerox és az Eastern-Airlines nevű cégekbe, hosszú távú finanszírozási forrást biztosítva ezzel a vállalatoknak (*Borsi et al. 1998*). Az első intézményes kockázatitőke-befektetőnek tekinthető céget 1946-ban jegyezték be²⁰, szintén az Egyesült Államokban (*Csubák 1998*).

Az Egyesült Államokban már a hetvenes években megkezdődött az iparág fellendülése, amihez az is hozzájárult, hogy 1978-ban a tőkejövedelmek adóját 40%-ról 20%-ra csökkentették és a nyugdíjalapok vagyonuk 80%-át kockázatos üzletekbe fektethették. Egy évtizeddel később, 1988-ra a befektetések 18-szorosára nőttek a tőkefelhalmozás pedig a tízszeresére, 31 milliárd dollárra emelkedett. A forrásstruktúra is jelentősen megváltozott a korábbiakhoz képest, az intézményi befektetők játszották a legjelentősebb szerepet a tőkeallokálásban; a nyugdíjalapoktól származott a tőke 39%-a, a biztosítótársaságoktól pedig a tőke 15%-a. Akkoriban a társaságok által realizált éves hozam 20-30% körül alakult.

Európában jóval később terjedt el a kockázati tőke típusú finanszírozás, itt az Egyesült Királyságban alakult ki a kockázati tőke melegágya, és azóta is megtartotta kiemelkedő szerepét az európai piacon. Az Egyesült Királyság a világ második legintenzívebb kockázatitőke-iparral rendelkező országa és annak ellenére, hogy már az ágazat a kontinens országaiban is kifejlődött, még mindig az Egyesült Királyságban székhellyel rendelkező alapok befektetéseiből származik az európai befektetések fele, ezért az általuk kötött üzletek meghatározzák az európai befektetések összesített számát és értékét.

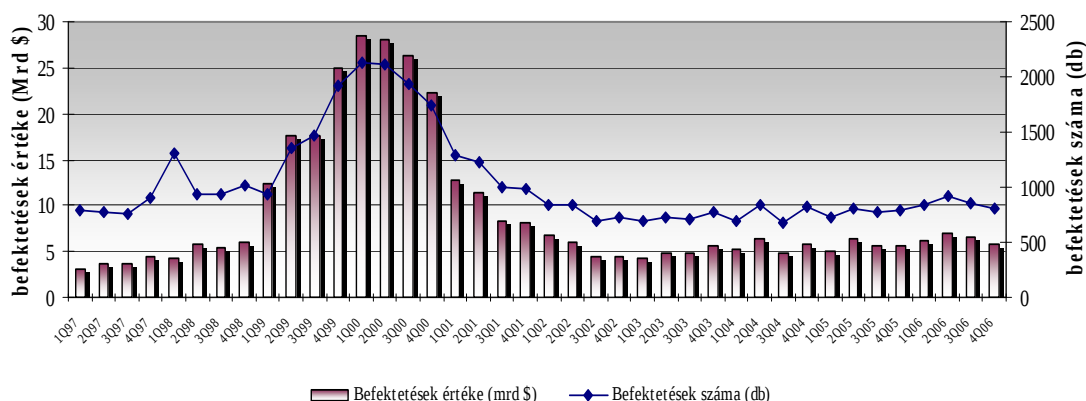
²⁰ Az ARD (American Research and Development) nevű kutatással és fejlesztéssel foglalkozó céget a bostoni Federal Reserve Bank elnöke és a MIT egyetem elnöke kezdeményezésére alapították a kreatív kezdeményezések bátorítására (*Csubák 1998*). Az ARD híressé vált befektetése a DEC (Digital Equipment Corporation) 77%-os részvénytőkecsomagjának megvásárlása volt 70 ezer dollárért, amelyet 14 év múlva 355 millió dollárért, vagyis a befektetett összeg 5000-szereséért értékesített. Ezzel a befektetés 83%-os éves hozamot realizált (*Borsi et al. 1998*).

Kelet-Közép-Európában a rendszerváltást követően alakult ki a kockázatitőke-iparág, akkoriban az átalakuló gazdaságokban a privatizációból származó lehetőségek ígéretes befektetési lehetőségeket jelentettek a kockázatitőke-ipar szereplői számára, de ugyanakkor a befektetőknek jelentős országkockázattal kellett szembenéznük, ráadásul a rendszerváltás gazdasági visszaeséssel is járt a volt szocialista országokban. Akkoriban a külföldi befektetőkön kívül megjelentek a belföldi forrásokat befektető szereplők is és jelentős állami tőke is befektetésre került (*Borsi et al. 1998*). Az első tőkeallokációkat és befektetéseket 1990-ben végezték, de azóta az ágazat gyors fejlődésen ment keresztül és viszonylag fiatal kora ellenére mára már hasonlóan fontos szerepet tölt be a tőkepiacokon, mint Nyugat-Európában. A kockázatitőke-finanszírozás alternatívája közismertté és elismertté vált a szakmában, a növekvő számú sikeres befektetés és kiszállás nyomán (*EVCA 2004*).

A **kilencvenes évek közepétől** az Egyesült Államok iparának fejlődésében és vele összefüggésben a kockázatitőke-iparágban egy markáns irány alakult ki. Az innovációs tevékenység előtérbe kerülésével és az internetes technológiák elterjedésével egy új fejezet kezdődött a kockázati tőke történetében. A befektetők felismerték, hogy az új technológiákon alapuló új termékek kifejlesztésével foglalkozó és egyúttal új piacokat teremtő **innovatív kisvállalatok** kiugróan magas növekedési potenciállal rendelkeznek, és emiatt a befektetők figyelmének központjába kerültek. Az innovatív IT szektort okkal tekintették az „új gazdaság” motorjának, hiszen az USA gazdaságának 8%-át kitevő iparág 1994-2000-ig közel 30%-kal járult hozzá a GDP növekedéséhez, ami éves szinten 5,6%-os hozzájárulást jelentett. Az iparág sikerében nagy szerepet játszott a kockázati tőke is, mivel a legtöbb IT-cég kockázatitőke-finanszírozásban részesült. Az **IT szektorban** megvalósított befektetések évente átlagosan 32%-kal emelkedtek. Az amerikai vállalkozások ebben az időszakban több mint 2 ezer milliárd dollárt fektettek technológiai cégekbe. Az IT szektoron belül elsősorban a szoftverek iparági szegmense fejlődött, melynek termékeit nem csak az új iparágak, hanem a hagyományos iparágak is hasznosították. Akkoriban a cégek értékének gyors növekedése rövid idő alatt magas hozamok elérésére adott lehetőséget a befektetők számára, és ehhez a kedvező kiszállási környezet is hozzájárult, sorra követték egymást a sikeres **első tőzsdei bevezetések (IPO)**.

6. diagram

Kockázati tőke-befektetések az Egyesült Államokban a befektetések értéke és száma szerint, 1997-2006



Forrás: OECD 2006, 102. old.

2000-től kezdődően azonban éles fordulat következett be az iparágban. Ahogy a hétköznapi nyelvben emlegették, a technológiai lufi kipukkadt, a technológiai cégek értéke zuhanni kezdett, megugrott a kockázatuk és beszűkültek a kiszállási lehetőségek. Az IT szektorral együtt szinte a kockázati tőke által finanszírozott összes többi iparágban visszaesés volt, de a befektetések nem estek a boom előtti 1998-as szint alá. A befektetők újra visszatértek a **hosszú távú befektetési politikához** és olyan cégeket finanszíroznak, amelyek **fenntartható értéknövekedést** képesek elérni, ami az újabb befektetési lehetőségek sokkal **szigorúbb feltételek melletti szelektálásához** vezetett. A befektetők az új befektetések helyett a már meglévő befektetéseikben valósítottak meg második, harmadik vagy sokadik körös beruházásokat.

Ettől az időszaktól az érett szakaszokra, nagy értékű ügyletekre fókuszáló, kivásárlásokkal foglalkozó alapok elszaporodtak az USA-ban. A **tőkeáttételes kivásárlások**²¹ (LBO: leveraged buyouts) már korábban a 1970-es években megjelentek, majd gyorsan elterjedtek a hitelpiacok gyors fejlődése és - az alapok magas hozamai miatt megugrott - nyugdíjalapok, egyetemek, alapítványok magántőke-alapokba történő növekvő intenzitású befektetéseinek nyomán. A kivásárlások összesített

²¹ A tőkeáttételes kivásárlások során a kockázati tőke-befektetők a portfólió cég eszközeit használják biztosítékként ahhoz, hogy hitelt tudjanak felvenni a befektetés megvalósítása érdekében. A tőkeáttétel emelkedésével megnő a cég eszközeinek értéke, csökken a tőkeköltség és nő a vállalat-specifikus kockázat.

értéke az 1970-es években elért 429 millió dollárról a 80-as évekre közel 26 milliárdra emelkedett, a 90-es években tovább nőtt, 126 milliárd dollárra, majd a technológiai boom után, 2000-2007-ig megugrott 232 milliárd dollárra. Eközben a kockázatitőke-befektetők száma 560-ra nőtt és az utolsó időszakban 11800 ügyletet kötöttek, amihez hozzátartozik, hogy az ágazat történetének 10 legnagyobb értékű befektetéséből nyolcat 2006-ban és 2007-ben hajtottak végre (*Shapiro-Pham 2008*).

A globalizálódási folyamatokat jól mutatja, hogy Európában is hasonló tendenciákat figyelhettünk meg az ezredforduló környékén a klasszikus kockázatitőke-befektetések terén, mint az USA-ban, bár az iparág nem állt olyan fejlettségi szinten, ezért a technológiai boom-nak is mérsékeltebb volt a hatása az USA-ban tapasztaltakhoz képest. A fellendülés idején a befektetők figyelme elmozdult az innovatív, technológia-orientált kisvállalkozások irányába, de Európában az amerikai fellendüléshez képest mérsékeltebb növekedés következett be a befektetések számában és értékében. 2000 második negyedévében még 5,6 milliárd euró befektetésére került sor Európában, ami 2002 második negyedévére 1,2 milliárd euróra esett vissza. A kockázati tőke által finanszírozott iparágak közül az IT szektor és azon belül is a szoftverek jutottak a legtöbb tőkéhez, és ennek következtében az IT szektor szenvedte el a legnagyobb visszaesést is. Az első körös magvető befektetések 2000 elején még az ügyletek 71%-át tették ki, de ez az érték két évvel később 33%-ra esett vissza.

A technológiai boom utáni időszakban a kockázatitőke-befektetők Európában is visszatértek eredeti felfogásukhoz, vagyis ahhoz, hogy hosszú távú finanszírozási forrásokat biztosítsanak nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások számára. Az alapok továbbra is hajlandók az innovációk finanszírozására, de sokkal realisabb vállalatértékelések mellett (*Nagy 2002*).

4.2. A magyar kockázatitőke-ipar kialakulása és fejlődése

Magyarországon a rendszerváltás után jelent meg a kockázati tőke, és a magyar piac fejlődésére már a kezdetektől *jelentős hatást gyakoroltak a globális makrogazdasági és tőkepiaci trendek*, mert a kockázati tőke jelentős része külföldi forrásokból származott (*Karsai 2003a, MKME 2004*). Egy, a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület által végzett, 1989-2004-ig tartó időszakot felölelő felmérése és az azóta végzett éves felmérések eredményeként megállapításra került, hogy a magyar

kockázatitőke-iparág fejlődése **négy időszakra** bontható (MKME 2005, MKME 2006a,b, MKME 2007).

Az **első**, 1992-ig tartó periódusban a külföldi állami forrásokat befektető globális alapok és a viszonylag kicsi, 50 millió dolláros mérettel rendelkező, országalapok tevékenysége jellemezte a piacot. Akkoriban igen jelentős **országkockázattal** kalkuláltak a befektetők és meglehetősen óvatos befektetési politikát folytattak. A rendszerváltást követően a **privatizáció** és az **átfordító finanszírozás** (*turnaround deals*) vonzotta a kockázati tőkét a magyar piacra, az átlagos ügyletérték 5-10 millió dollár között mozgott. A **második**, 1993-1997-ig tartó periódus alatt megnőtt a regionális alapok szerepe, amelyek működésében Magyarország **régióközpont** szerephez jutott, és az alapok méretének jelentősen megnőtt, 100-200 millió dollárra. Az alapok figyelme az **expanzív fázis** finanszírozására koncentrált. A **harmadik**, 2000-ig tartó időszakban a világpiaci trendekhez hasonlóan gyors fejlődést lehetett tapasztalni a piacon, amit elsősorban a **technológia-intenzív** vállalkozások finanszírozása határozott meg és teret nyert a **korai fázisok** finanszírozása (Karsai 2003b, Karsai 2004a). Ekkor továbbra is fennmaradt a regionális alapok meghatározó szerepe és az alapok mérete tovább emelkedett elérve a 250-300 millió dollárt. Ez a korszak azonban hamar lezárult, hiszen a globális recesszió Magyarországot is elérte. A negyedik időszak az ezredfordulótól napjainkig tart, és az iparág további, globális és regionális trendek által meghatározott fejlődése jellemzi.

4.3. A kockázati tőke kínálata

4.3.1. Az intézményes kockázatitőke-allokálás tendenciái

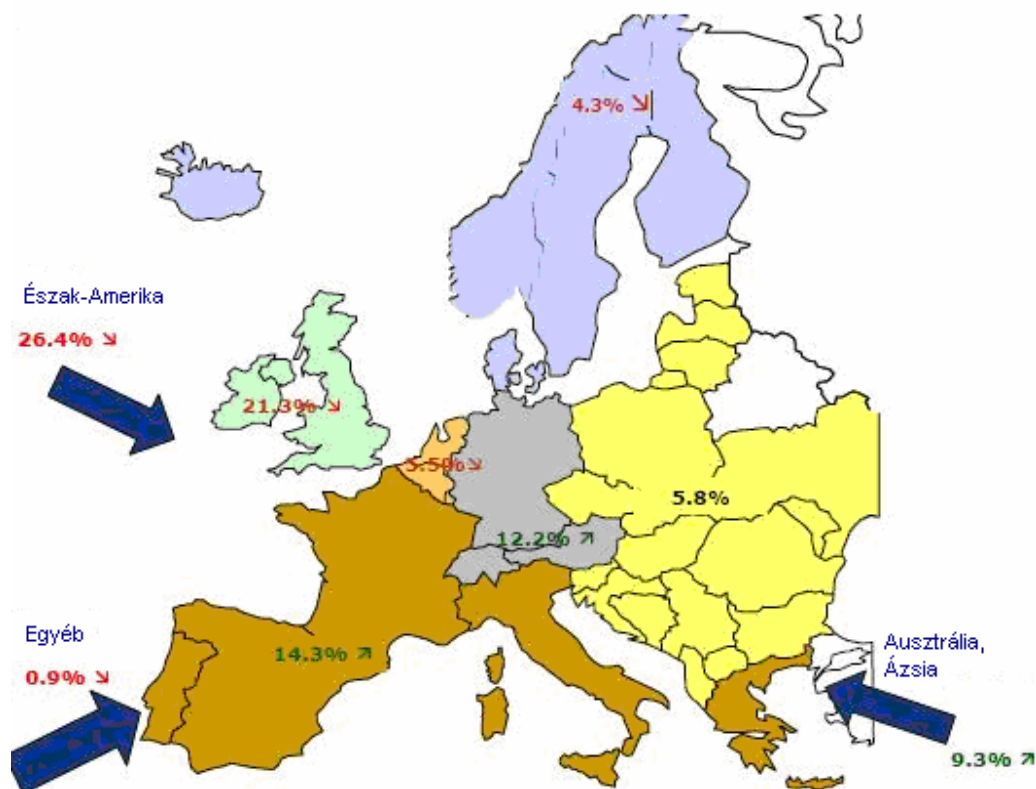
A technológiai boom-ot követően az ipar konszolidációja során világszerte jelentős számú intézményi befektető és magánszemély hagyta el a piacot, és a sikertelen alapkezelők csak nehezen tudtak friss tőkét felhalmozni.

Az **Egyesült Államokban** az évtized elején tapasztalt visszaesést követően folyamatos, növekvő intenzitású emelkedés eredményeként a tőkefelhalmozás mértéke 2007-ben megközelítette a 2001-es szintet. 2007-ben 235 kockázatitőke-társaság 34,7

milliárd dollár²² értékű tőkét gyűjtött össze, míg 2001-ben 318 alap 38,38 milliárd dollárt allokált. A tőkefelhalmozás emelkedése részben a tőkeallokációs ciklusok felgyorsulására és egyes szektorok, mint például a gyógyászat vagy a tiszta energiák, tőkeéhségének növekedésére vezethető vissza (Thomson 2008). Emellett az USA-ban a kamatlábak relatíve alacsony szintje ösztönözte a magánszemélyek és intézményi befektetők tőkéjének kockázati-tőke-alapokban történő elhelyezését (EVCA 2007c).

4. ábra

**Az Európában allokált kockázati- és magántőke
forrása a befektetők (LP) származása szerint, 2007**



Forrás: Caselli 2008, 8. old.

A 2001 és a 2007 között nagy különbség tapasztalható abban a tekintetben, hogy a tőkét milyen befektetési céllal gyűjtötték. Míg a technológiai boom idején az alapok elsősorban a korai fázisok finanszírozását célozták meg, 2007-ben az alapok sokkal diverzifikáltabb stratégiát követve megosztva korai, expanzív és kései finanszírozás céljából halmozták fel tőkéjüket (Thomson 2008).

²² Az Egyesült Államok adatai csak a klasszikus kockázati tőkére terjednek ki, míg az európai adatok a kockázati- és magántőkét együttesen tartalmazzák.

A **kockázatitőke-alapok** által a világ minden táján felhalmozott tőke **tulajdonosainak** - köztük magánszemélyeknek és intézményi befektetőknek - a **globalizációja** egyre erőteljesebben érvényesül, amit jól mutat, hogy 2006-ban a tőke legnagyobb részét, több mint felét, egymagában az Egyesült Államok²³ adta, amit az európai kontinens majd az Egyesült Királyság²⁴ befektetői követtek. Az indiai és a kínai befektetők mindössze négy illetve hat százalékkal járultak hozzá a tőkefelhalmozáshoz.

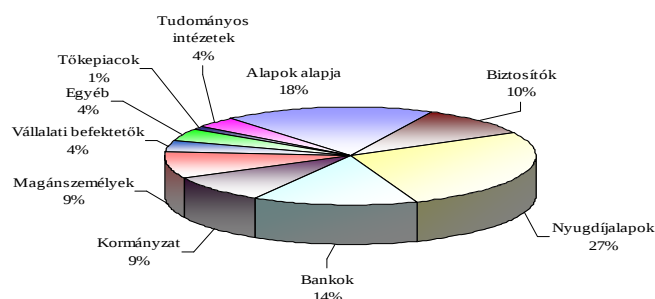
Európában a klasszikus értelemben vett kockázati tőke allokálása mindig is *elmaradt az Egyesült Államokban tapasztalt szinthez képest*, méghozzá a kockázatitőke-alapokba befektetni szándékozók (*limited partners*) *kevés száma* és általánosságban a tőkefelhalmozási hajlandóság viszonylag alacsony szintje miatt. George és Nathusius (*EVCA 2007c*) felmérése alapján Európában azért nehezebb új alapokba klasszikus kockázati tőkét allokálni, mert a megtakarítók jobban tartanak a kockázatos befektetésektől. Az *EVCA 2006-os* felmérése arról tanúskodik, hogy a befektetők a gyenge teljesítmények és a boom idején látott negatív tapasztalatok miatt veszítettek a klasszikus kockázatitőke-alapokba történő befektetési hajlandóságukból, ami ugyan nőtt az elmúlt években, de a jogszabályi korlátokból és a befektetők európai jellegzetességeiből adódóan még mindig alacsony az USA-ban tapasztalt adatokhoz képest. Az USA-ban a kockázatitőke-alapok által allokált tőke nagyrészt *nyugdíjalapoktól és biztosítási alapoktól* származott, ezzel szemben több európai országban hiányzik ez réteg és a jelentős méretű (intézményi) befektetők hiánya negatív hatást gyakorol a kockázatitőke-alap kezelők által felhalmozható tőke nagyságára. A tőkefelhalmozást tovább gátolja, hogy a külföldi befektetőkre negatív hatást gyakorol a hazai befektetők viszonylag alacsony befektetési hajlandósága. Mindezek mellett a kockázatitőke-társaságok képességeiben és hozzáértésében rejlő nagy különbségek is hatást gyakoroltak a kockázatitőke-piacra. Ezek a negatív strukturális tényezők mind hozzáadódnak a tőkefelhalmozást nehezítő körülményekhez Európában (*EVCA 2007c*).

²³ Az Egyesült Államokban a Szilícium-völgyben (Silicon Valley) található a világ legfejlettebb kockázatitőke-piac, a kockázatitőke-iparág melegágya. Itt kötik az USA kockázatitőke-ügyleteinek egyharmadát.

²⁴ Az Egyesült Királyság a világ második legintenzívebb kockázatitőke-iparral rendelkező országa. Az itt kötött üzletek meghatározzák az Európa összes országában együttesen kötött ügyletek számát és értékét. Az Egyesült Királyságban nagyon sok kutatást folytatnak az iparággal kapcsolatosan, és a kormány is komoly erőfeszítéseket tesz a felmerülő problémák orvoslására és az iparág támogatására.

7. diagram

Az európai székhellyel rendelkező kockázati-tőke-társaságok által alokált kockázati- és magántőke forrás szerinti megoszlása, 2006 (%)



Forrás: EVCA 2007b

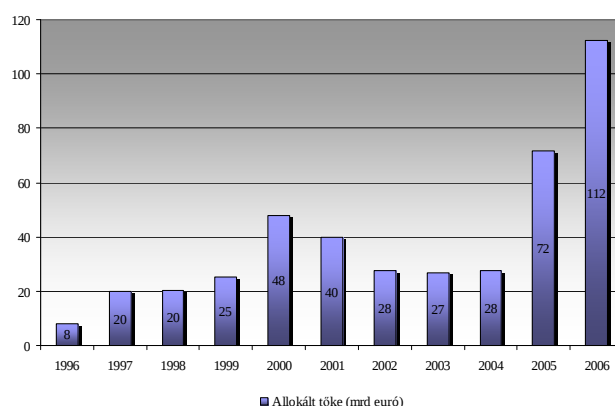
Európában 2002-től kezdődően az évtized első éveiben stagnálás és enyhe erősödés volt megfigyelhető, a korai és expanzív finanszírozással foglalkozó kockázati-tőke-befektetők jó része kivonult a piacról. Azok a kockázati-tőke-alapok viszont, amelyek túléltek a nehéz időszakot, a felhalmozott tapasztalatok és a hibákból való tanulás következtében megfontoltabb és érettebb befektetési politikát folytattak. Ennek köszönhetően 2005-ben hirtelen fellendülést lehetett tapasztalni a globális trendekhez hasonlóan az európai piacon is, ami 2006-ban és 2007-ben tovább folytatódott (EVCA 2006a, EVCA 2007a). A kockázati-tőke-befektetők és a korlátolt felelősségű partnerek egyaránt egyetértenek abban, hogy a klasszikus kockázati-tőke-piac fejlődése az utóbbi években pozitív irányba mozdult el, de fenntartják azt a véleményüket, hogy a piac továbbra is szenved strukturális problémáktól, adottságoktól és viszonylag alacsony hozamoktól (EVCA 2007c). Közben az európai kockázati-tőke-ipar fejlődésére is hatással vannak a globalizálódás folyamatai, ami a megtakarítók és a kockázati-tőke-alapok globalizálódásában nyilvánul meg.

A klasszikus kockázati tőke és a kivásárlások céljából **együttesen** megvalósuló **tőkefelhalmozás ugrásszerű növekedését** lehetett tapasztalni az utóbbi években Európában. A kockázati- és magántőke-alapok által felhalmozott tőke értéke az alapkezelők székhelye szerint a 2002-2006-ig terjedő időszakban elérte a 266 milliárd

eurót, amelynek 42%-a a 2006-ban összegyűjtött tőkéből származott²⁵ (EVCA 2007b). 2007-ben az előzetes becslések alapján 80 milliárd euró körül alakult a tőkeallokáció szintje, ami elmarad a 2006-os 112 milliárdos szinttől (Caselli 2008), jelezve a tőkefelhalmozási ciklus lassulását. A 2006-ban felhalmozott tőkéből 68 milliárd euró európai, a források negyede pedig amerikai megtakarítóktól származott. 2007-ben az európai kockázatitőke-alapok tőkéjének legnagyobb aránya – 26%-a – amerikai, 21%-a pedig angol forrásból származott és összesen 37%-ban érkezett Európán kívüli országokból, ami a *kockázati- és magántőke-alapok tulajdonosainak (limited partner) globalizálódására* utal (Caselli 2008).

8. diagram

Az európai székhellyel rendelkező kockázatitőke-társaságok által alokált kockázati tőke értéke, 1996-2006 (milliárd euró)



Forrás: EVCA 2007b alapján saját szerkesztés

A magyarországi iparág vizsgálata a **kelet-közép-európai** országok iparágának együttes kezelésével lehetséges, mivel a kockázatitőke-társaságok nagyrészt **regionális fókusszal** rendelkeznek, és egyszerre vannak jelen a régió országaiban. Ennek legfőbb oka, hogy egy-egy ország önmagában túl szűk piacnak bizonyul a befektetők számára.

Kelet- Közép-Európában a rendszerváltásokat követő tizenöt évben több mint 7 milliárd eurónyi tőkét gyűjtöttek össze a régióbeli befektetésekre. A felhalmozott tőke 75%-ának kihelyezésével 77 alap 900 befektetést és több mint 400 kilépést valósított meg 2004-ig. Az iparág ez idő alatt a tőkepiac fontos szereplőjévé vált felkeltve a

²⁵ A székhely szerinti tőkefelhalmozás volumene 2002 és 2004 között, minden évben, 27 milliárd euró körül mozgott Európában, de 2005-ben ez az érték hirtelen 71 milliárdra majd 2006-ban 60%-os növekedéssel 112 milliárdra ugrott, melynek 64% illetve 67%-kát az Egyesült Királyság alapjai gyűjtötték össze. Az Egyesült Királyság után 2005-ben és 2006-ban egyaránt Franciaországban volt a legsikeresebb a tőkefelhalmozás, 11,5 milliárd és 10,6 milliárd euróval.

finanszírozást igénylő vállalkozások és a kormányzati politikák figyelmét egyaránt. A kockázati tőke mára már hasonló szerepet játszik a kelet-közép-európai országok gazdaságban, mint a nyugat-európai országokban (EVCA 2004).

Magyarországon jelen van az összes olyan regionális és globális befektető, amely a kelet-közép-európai régió iránt érdeklődik. A régióbeli befektetések célországai elsősorban Lengyelország, Magyarország és Csehország voltak az Európai Unió 2004-es bővítésének idején, az Unió újabb bővítése az új tagországokra irányította a befektetők figyelmét.

2003-ban a régióban befektetett tőke 72%-a, míg 2002-ben a 84%-a ezekben az országokban koncentrálódott. Az Unió újabb bővítésével párhuzamosan a balkáni országokban erősödött a kockázati tőke-tevékenység.

2. Táblázat

A kelet-közép-európai befektetésekre allokált kockázati tőke, 2002-2004 (millió euró)

Ország	2002	2003	2004
Balti államok	2,1	105,7	7,2
Cseh Köztársaság	55,8	93,8	4,8
Lengyelország	108,8	25,7	303,9
<i>Magyarország</i>	<i>31,5</i>	<i>39,9</i>	<i>108,8</i>
Románia	12,7	8,6	30,1
Szlovákia	9,9	3,3	5,3
Egyéb országok**	22,3	34,9	35,9
Összesen	243	312	496

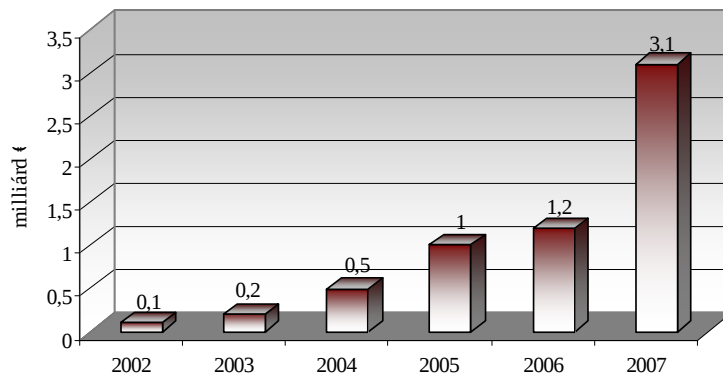
Forrás: Karsai 2006b, 1027. old.

Annak ellenére, hogy a magyarországi befektetések céljából allokált tőkéről nem állnak rendelkezésre statisztikai adatok, csak a régió egészére, de az 1989-2004-es időszakot felölelő felmérés során becslést végeztek a magyarországi befektetések céljából allokált tőkéről.

A becslés szerint a kelet-közép-európai befektetésekre összegyűjtött 7 milliárd euróból majdnem 3 milliárd eurónyi összeget szántak magyarországi befektetésekre.

9. diagram

Kockázati- és magántőke-befektetési céllal gyűjtött tőke értékének évenkénti alakulása a magyarországi befektetésekben érdekelt alapoknál, 2002-2007*



Forrás: Karsai 2008a, 4. old., Karsai 2008b

Magyarországon jelenleg 30 globális, regionális és hazai professzionális kockázati-tőke-befektető tevékenykedik. A régióban a forrásbevonási tevékenységet a globális, regionális és országalapok a rendszerváltás utáni négy időszakban eltérő intenzitással végezték²⁶. A régióban felhalmozott tőke zömében külföldi - elsősorban észak-amerikai és nyugat-európai - és mindössze 5 százalék körüli arányban származott helyi forrásokból, szemben a nyugat-európai 50-60%-os helyi arányokkal. 2002 után az internetes boom utáni visszaesést követően egy stabil egyre nagyobb intenzitású növekedés megindulását lehetett tapasztalni, amit erősen befolyásolt a régió iránt érdeklődő globális és regionális alapok stratégiája. 2004-ben félmilliárd, 2005-ben egymilliárd, majd további bővülés következtében 2006-ban 1,2 milliárd euró került felhalmozásra a régióban befektetni szándékozó alapokban. 2007²⁷-ben (MKME 2007) a kelet-közép-európai régióban a forrásbevonás megduplázódott, az első tíz hónap alatt elérte a 2,8 milliárd eurót és az alapok mérete tovább nőtt (Karsai 2008a). Az intenzív tőkebevonás elsősorban azzal magyarázható, hogy az EU bővítésének utóbbi két körével jelentősen megnőtt a régió vonzereje, és mivel a csatlakozásból származó előnyök hosszú távon fejtik ki hatásukat, így a régió iránti bizalom további erősödése

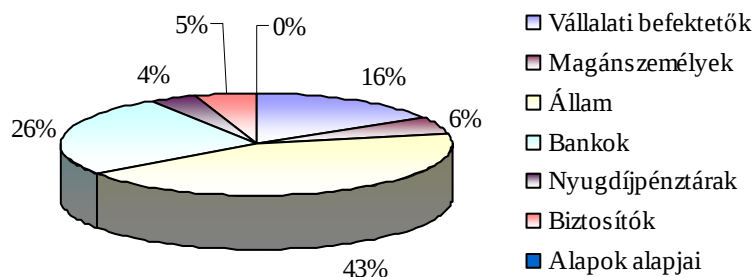
²⁶ 1989-2004-ig 73 globális, regionális és országalap évente átlagosan 170 millió USD értékű tőkét szándékozott Magyarországon befektetni. Ez a 15 év alatt összesen 2,5 milliárd USD értékű tőkét tett ki, ami nem egyenletesen oszlott el az évek között. A tőkefelhalmozás 1993-ban, 1996-ban és 2002-ben mutatott a legalacsonyabb értékeket, de ezeket az éveket minden alkalommal intenzív tőkebevonás követte.

²⁷ Az első tíz hónap adatai alapján értendő.

várható. A kelet-közép-európai régióban a tőkefelhalmozás megduplázódása jelentős különbséget jelent az európai összesített adatok csökkenéséhez képest, ami a **régió európai pozíciójának erősödését** jelzi.

10. diagram

A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetésekre allokált tőke értékének forrás szerinti megoszlása, 1989-2004 (%)



Forrás: Karsai 2006a, 18. old.

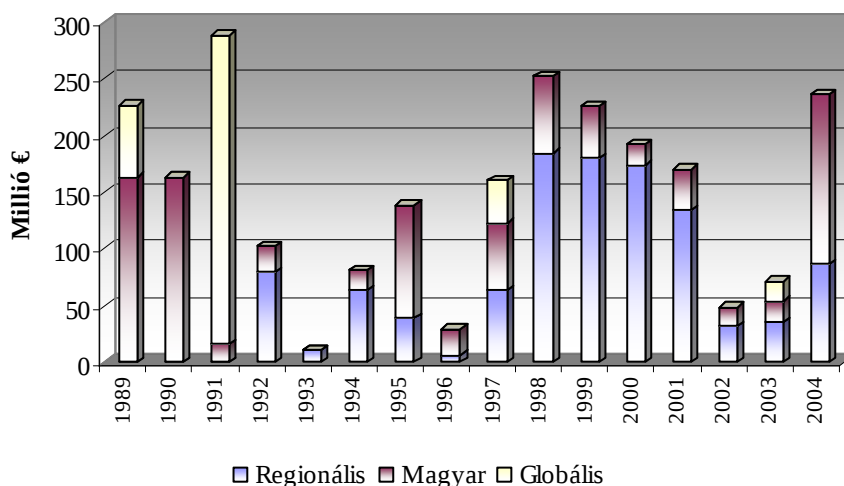
A régió tőkeellátottságát nagyban befolyásolta, hogy a fejlett illetve fejlődő országok piacaihoz képest a régió országai mennyire kínáltak kedvező befektetési lehetőséget. A régió országainak tőkeellátottságára az országok egyéni teljesítménye is jelentős hatással volt (Karsai 2006b). Magyarországon 2006-ig a magyarországi magánforrások nem járultak hozzá a magyar piac forrásellátásához, a magyarországi befektetésekre allokált tőke túlnyomó része külföldi forrásból származott, illetve a külföldi és belföldi költségvetési források jelentősen növelték a befektethető források volumenét. A tőkepiaci törvény 2006-os módosításával lehetőség nyílt a hazai intézményi befektetők kockázati célú befektetéseire (Karsai 2007b), de a törvény forrásellátásra gyakorolt hatása csak hosszú távon várható.

A kockázati tőke kínálatának jelentős növekedése azonban nem jelenti azt, hogy a kockázati tőkére váró vállalkozások tőkével való ellátottsága megoldott, melynek oka a kínálat erős szegmentáltsága. Ennek következtében a nagyobb értékű ügyletek körében versenyeznek egymással a kockázati tőkét nyújtó szervezetek, míg az alacsonyabb értéktartományban szinte megszűnt a nem állami forrásokat befektető

kockázati-tőke-alapok tevékenysége. A térségben jelenlévő alapok stratégiája Magyarországon is többnyire a kivásárlásokra koncentrált.²⁸

11. diagram

A kockázati- és magántőke-alapok által magyarországi befektetésekre gyűjtött tőke megoszlása az alapok regionális fókuszja szerint, 1989-2004 (millió euró)



Forrás: Karsai 2006a, 38. old.

A régió iránt érdeklődő alapok tőkefelhalmozásában az elmúlt évek során tapasztalt növekedés illetve az új alapok megjelenése nyomán a közeljövőben a kockázati-tőke-ipar tevékenységének erősödése várható. A kínálati bőség miatt a befektetők közötti verseny éleződésére és ezzel együtt a tranzakciók számának növekedésére lehet számítani. 2007 végére a kockázati-tőke-befektetők bizalmi indexe erőteljesen visszaesett az USA jelzálogpiaci válságának tovaryűrűző hatásaitól tartva (Deloitte 2008).

4.3.2. A kockázati-tőke-alapok méretének és számának alakulása

Az USA-ban és Európában egyaránt a korai finanszírozás helyett a későbbi szakaszok, és az egyre nagyobb értékű ügyletek irányába történő elmozdulás tapasztalható, amit az újonnan létrehozott alapok által felhalmozott tőke mediánjának növekedése is igazol, és ezek a globális trendek az **alapok méretének növekedését**

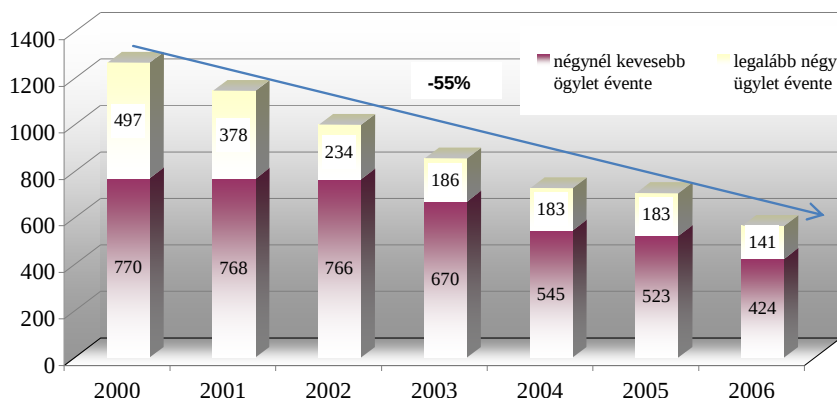
²⁸ 2008-tól várható a kis- és középvállalkozások finanszírozása céljából friss tőke allokálása a JEREMIE program következtében, melynek lényege, hogy a kormány nyereségérdekelt kockázati-tőke-társaságokkal társfinanszírozást megvalósítva támogatja a korai stádiumú vállalkozások kockázati tőkével való ellátottságát, állami és uniós forrásokból, ami enyhítheti a piac erőteljes polarizáltságát (Karsai 2007b).

vonták maguk után. A nagyméretű alapok szintén visszahatnak a kockázatitőke-iparra, tovább erősítve a későbbi szakaszok finanszírozását. A nagyobb alapok ugyanis képesek hosszabb távú befektetésekre, vagyis a vállalkozásoknak az induló tőkefinanszírozáson túl a fejlődés későbbi fázisaiban is képesek újabb tőkeforrásokat biztosítani a portfóliójukban szereplő cégek számára, egészen az érettség szakaszáig. Az alapok mérete lehetőséget biztosít továbbá a tőke-intenzív iparágakba történő befektetésekre, mint például a tiszta technológiák, amelyek szintén hosszú távú befektetéseket feltételeznek.

Európában az ezredforduló óta a **piac tisztulása** következtében a kockázatitőke-társaságok fölösleges többlete eltűnt, és csak a tőkeerős és kellően tapasztalt társaságok maradtak életben. Mára már számos olyan sikeres, tapasztalt alapkezelő található, akik emiatt képesek kivételesen magas hozamokat generálni, kielégítve ezzel a befektetők igényeit (Ernst&Young 2007a). Ugyanakkor a szűkebb értelemben vett klasszikus kockázatitőke-alapok Európában általában kisebb méretűek, és kezelőik kevesebb tapasztalattal rendelkeznek a kockázatitőke-befektetések terén, mint az Egyesült Államokban (EVCA 2007c).

12. diagram

Az aktív* kockázatitőke-társaságok számának alakulása Európában, 2000-2006 (db)



* az adott évben legalább egy befektetést végrehajtott
 Forrás: Ernst&Young (2007a), 9. old.

Az EVCA 2007-es (EVCA 2007c) felmérésében megkérdezettek várakozási szerint a piaci konszolidáció tovább folytatódik, és ennek következtében a korai és expanzív életszakaszt finanszírozó kockázatitőke-társaságok száma tovább csökkenhet az elkövetkező öt évben. A legtöbb befektető egyetért abban, hogy kevesebb, mint 100 olyan kockázatitőke-társaság létezik, amely megfelel a befektetési követelményeiknek.

A megkérdezettek szerint az **iparáganként alacsony létszámú szereplő** lehetőséget biztosíthat az alapkezelők számára, hogy többlettapasztalatokat szerezzenek, és ezáltal növeljék **értékteremtő képességüket**. Ez javíthatja a későbbi megtérüléseket, ami hozzájárul egy élénk és növekvő kockázatitőke-ipar kialakulásához Európában.

Az alapok nagy értékű ügyletek irányába történő elmozdulásának és az alacsonyabb értékű ügyletek körében keletkezett űrnek egyik másik oka különös módon a rendelkezésre álló **pénz bősége**. A kockázatitőke-alapok ennek megfelelően két stratégiát követtek: vagy bevonnak új partnereket, hogy képesek legyenek több portfólióvállalat menedzselésére, vagy áttértek nagyobb méretű tranzakciókra. Mivel a portfólióvállalatok számának növelése a nagyméretű és rugalmatlan alapok számára kevésbé költség-hatékony, ezért a legtöbb kockázatitőke-társaság ehelyett érett vállalkozásokat keresett, amelyek képesek nagyobb tőke befogadására.

Ahhoz viszont, hogy az alapok az innovatív kisvállalkozások finanszírozását vállalni tudják, olyan portfólióval kell rendelkezniük, amelyekben több, biztosabb megtérülést ígérő befektetés is szerepel (*Karsai 1997b*). Az európai kockázatitőke-alapok tőkeerejének nagyságrendje többnyire nem felel meg a technológia-intenzív vállalkozások finanszírozásához szükséges nagyságrendnek, ami az érettebb vállalkozások finanszírozását célzó stratégiát erősíti (*EVCA 2007c*). Annak ellenére, hogy az európai alapok mérete elmarad az Egyesült Államok alapjainak nagyságrendjétől, Európában is tapasztalható az a globális trend, hogy az alapok mérete növekszik. Ez ugyan lehetővé teszi, hogy egy-egy kiugróan magas hozamokat ígérő induló vállalkozás bekerüljön a portfólióba, de ugyanakkor a **portfólióvállalatok optimális száma** érdekében az alapok figyelme a nagyobb értékű ügyletekre koncentrálódik (*Karsai 1997b, Freear et al. 2002, Sohl 2003*).

Kelet-Közép-Európában az ezredfordulót követően több korábbi befektető kivonult a piacról, de az EU-s csatlakozás után újabb globális befektetők jelentek meg. Magyarországon a regionális befektetési stratégiát követő alapok jelentősége továbbra is meghatározó volt, mellettük az ország-alapok és a specializált befektetők jelenléte volt tapasztalható (*MKME 2005*). Az alapok méretének növekedése a régióban – a világszerte tapasztalt trendekhez hasonlóan – tovább folytatódott, mivel a befektetők elsősorban a piacvezető cégek tulajdonrészeit szándékozták megvásárolni, ezek viszont nagyméretű tranzakciókat feltételeztek. Magyarországon a korai finanszírozás előtérbe kerülését gátolja az alapok nem megfelelő mérete (*Karsai 2007b*).

4.4. A kockázati- és magántőke-befektetések trendjei az ezredforduló után

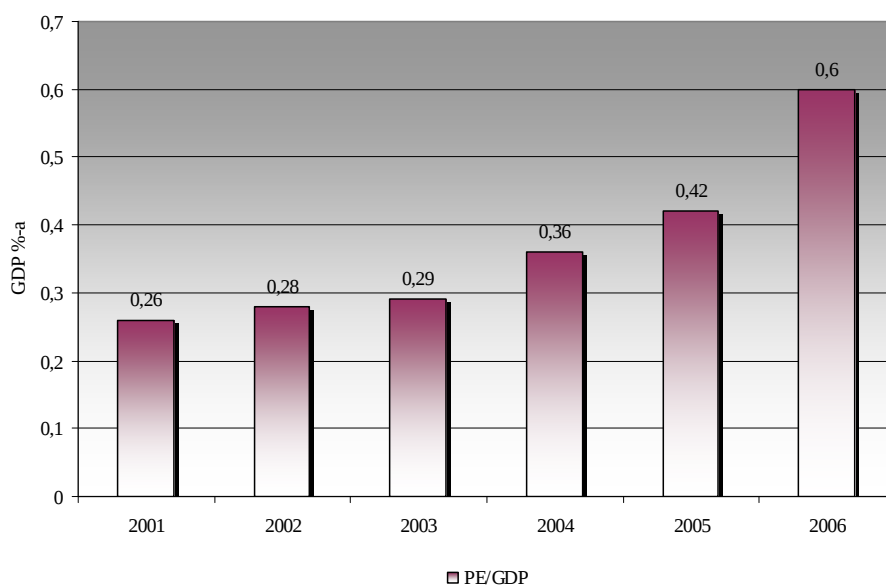
4.4.1. A kockázati- és magántőke-iparág jelentőségét mérő mutatók alakulása

A kockázati- és magántőke-iparág jelentőségét a befektetések volumenének GDP-hez viszonyított arányával lehet számszerűsíteni, amely **Európában** a befektetést végző **alapkezelők székhelye** szerint az *EVCA (EVCA 2006a, 2007b)* által összegyűjtött információk alapján 2001-ben még 0,26%-os értéket mutatott, de azóta, egyre intenzívebb növekedés eredményeként, 2006-ra már elérte a 0,6%-ot. A mutató értékének növekedése a kockázati- és magántőke-befektetések Európa gazdaságában betöltött súlyának emelkedésére utal.

A befektetések GDP-hez viszonyított aránya a legtöbb európai országban nem éri el a fél százalékot sem, de jelentőségük mégsem csekély, mivel a kockázati tőke által finanszírozott vállalkozások más forrásokból nem vagy csak nagy nehézségek árán tudnának tőkéhez jutni fejlődésük finanszírozásához. Ugyanakkor a kockázati tőke által finanszírozott vállalkozások rendszerint nagy növekedési potenciállal rendelkeznek, amit kiegészít a kockázati- és magántőke-befektetők értékteremtő tevékenysége.

13. diagram

Az európai székhellyel rendelkező kockázati- és magántőke-társaságok által végzett kockázati- és magántőke-befektetések értékének GDP-hez viszonyított aránya, 2001-2006 (GDP%-a)

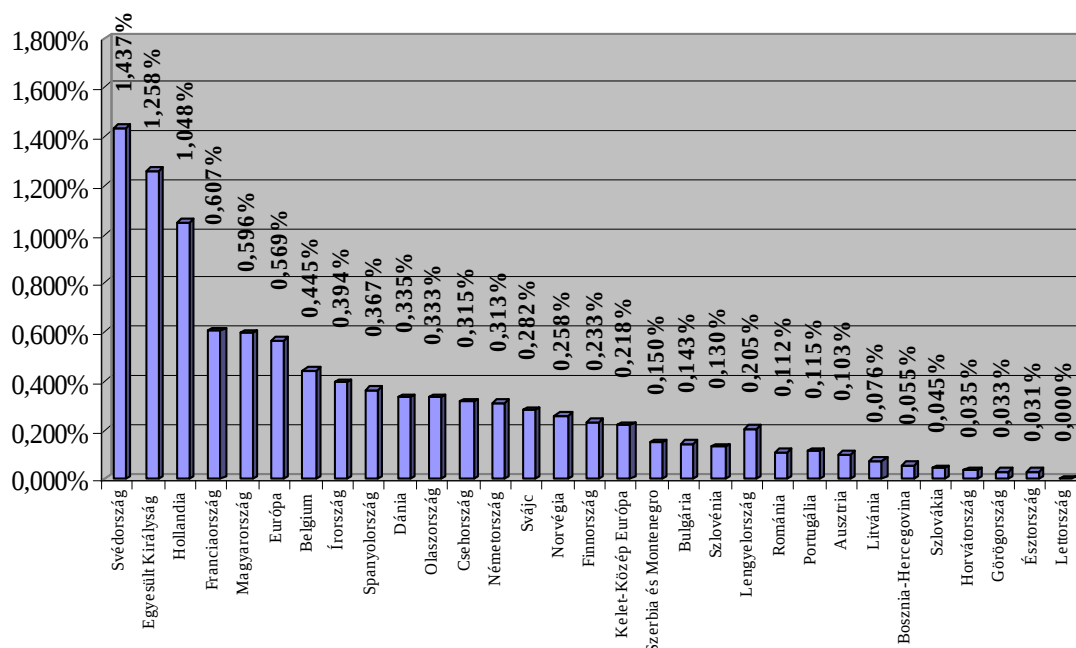


Forrás: EVCA 2007b alapján saját szerkesztés

2006-ban az EVCA újabb mutatót is publikált, amely a befektetések GDP-hez viszonyított arányát a **befektetések célországa** szerint vizsgálja. A korábban alkalmazott mutatóhoz képest, amikor a befektetéseket a befektetést végző alapok székhelye alapján vették számba, ezzel a mutatóval tisztább képet kapunk arról, hogy valójában hol jött létre a befektetés. 2006-ban a GDP arányában a legtöbb befektetést Svédországban valósították meg, ami a mutató 1,437%-os értékét eredményezte. Az Egyesült Királyság 1,258%-os mutatót produkált az alapkezelők székhelye alapján számba vett mutató esetében, itt viszont csak 1,258%-os mutatót regisztráltak, ami arra utal, hogy az angol befektetők jelentős mértékű külföldi investíciókat hajtottak végre angol székhelyű kockázati-tőke-társaságok által. Kimagasló eredménnyel találkozhatunk Hollandia esetében, ahol a befektetések GDP-hez viszonyított aránya (célország szerint) elérte a 1,048%-ot.

14. diagram

A kockázati- és magántőke-befektetések értéke a GDP százalékában Európa országaiban a befektetések célországa szerint, 2006



Forrás: EVCA 2007b

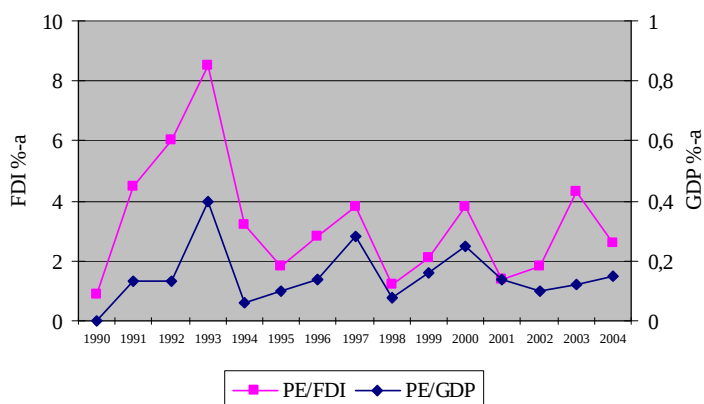
A célország szerinti mutató alapján a kockázati- és magántőkeipar **magyar** gazdaságban betöltött súlya majdnem **háromszorosa a kelet-közép-európai átlagnak**. A régió országai közül egyedül még Csehország javította a regionális mutatót, a többi ország a regionális átlag alatti értéket ért el. A mutató alapján az európai országok közül

Magyarország az ötödik helyen szerepelt, megelőzve ezzel olyan fejlett kockázati-tőke-iparral rendelkező országokat, mint Írország, Olaszország, Németország vagy Svájc. Megjegyzendő, hogy az itt felsorolt országok GDP-je meghaladja a magyar értéket, és a kockázati-tőke-befektetések abszolút értéke magasabb, mint Magyarországon.

Magyarországon a kockázati-tőke-ágazat jelentőségét mérő - magyarországi székhellyel rendelkező alapkezelők székhelye alapján számított - GDP-arányos mutató 1990 óta ciklikusságot mutatott. A mutató meglehetősen szerény 0,043%-os eredményt ért el 2006-ban, ami az elmúlt másfél évtized 0,15%-os átlagos magyar mutatójához képest is meglehetősen alacsony értéknek számít. A célszám szerinti mutató alapján azonban meglepő eredmény mutatkozik, hiszen itt Magyarország meghaladja az európai 0,569%-os átlagot, 0,596%-os GDP arányos mutatóval, ami az alapkezelők székhelye szerint számba vett mutató tizennégyszeresét (!) jelenti. Ez egyébként egy kivételes esetet takar, mivel egyetlen egy kiugróan nagy összegű kivásárlás miatt lett ilyen magas a 2006-os mutató értéke. A két mutató közötti hatalmas különbségből arra lehet következtetni, hogy a kockázati tőke magyar gazdaságban betöltött súlya igen tekintélyes volt, de a magyar befektetéseket nagyrészt nem magyar székhelyű, hanem külföldi kockázati-tőke-társaságok végezték. Ezt igazolja az *MKME felmérése* is, mely szerint 2006-ban 39 ügylet keretében megvalósult 534 millió euró értékű befektetésből több mint 500 millió globális alapoktól származott és mindössze 28 millió eurót biztosítottak a magyar alapok (Karsai 2007a).

15. diagram

A kockázati- és magántőke-befektetések (PE) értéke a GDP és az adott évi FDI százalékában Magyarországon, 1990-2004



Forrás: Karsai (2006a) 36. o. alapján saját szerkesztés

Mivel a magyarországi kockázati- és magántőkeipar forrásellátásában komoly súlya van a külföldi tőkének, ezért a magántőke-befektetések céljából az országba érkező tőke az országba érkező külföldi működő-tőkéhez (FDI) viszonyított aránya szintén megbízható képet nyújt az iparág jelentőségéről. Ez a mutató a 1989-2004-ig terjedő időszakban 2-4% között mozgott, egyedül 1991 és 1993 közötti időszakban mértek ennél jóval magasabb értékeket az élénk privatizációs tevékenység miatt.

4.4.2. A befektetések számának és értékének alakulása

A kockázati-tőke-alapok tevékenységének globalizációját többek között a globális fogyasztói piacok, a növekvő globális verseny, a fejlődő piacok által nyújtott befektetési lehetőségek, a fejlett országokban fenntartott vállalati épületek túlzott költségvonzatai, a nyitott források, az Internet és a haladó technológiák ösztönözték és támasztották alá. Az *Ernst&Young* (2007a) által végzett felmérés alapján 2005-ben és 2006-ban a tengerentúli, vagyis más kontinensekre irányuló befektetések elérték a 19%-ot, ami az előző öt év adataihoz képes 250%-os emelkedést jelent. Ha ehhez még hozzávesszük az Európa és Ázsia határain belül megvalósuló külföldi befektetéseket is, ez további 10%-kal növeli meg a globális befektetések arányát az összes befektetéshez képest (*Ernst&Young* 2007a).

A befektetések és az alapok tulajdonosi szerkezetének globálissá válása azonban nem azonos ütemben valósul meg. A befektetések egész világra való kiterjedése nagyobb ütemben realizálódik, mint az alapok forrásainak globalizációja. Ezt a különbséget jól példázza, hogy az ázsiai országokban 1998 és 2005 között 111,51 milliárd dollár került befektetésre, míg az alapok által felhalmozott tőke ennél kevesebb, 92,78 milliárd dollárt ért el (*PWC* 2006).

A *Deloitte Touche Tohmatsu* (2006) által végzett, egész világot felölelő, kockázati-tőke-befektetők megkérdezésén alapuló, a befektetők várakozásait feltáró felmérése szerint a globalizálódás folyamata a jövőben várhatóan tovább folytatódik, hiszen a kockázati tőkések több mint fele öt éven belül kiterjesztené befektetéseit nemzetközi szintre. A világ különböző részein azonban eltérő tendenciákra lehet számítani, mivel az egyes földrészek befektetői nem teljesen egyező preferenciákkal rendelkeznek a külföldi investícióik irányát illetően. Az ázsiai befektetők elsősorban más ázsiai országokra terjesztenék ki tevékenységüket, és a felmérés szerint az Egyesült Államok kockázati tőkései is kiemelt figyelmet fordítanak az Ázsiába –elsősorban

Kínába és Indiába– irányuló tőkeáramlásra. Számukra az új piacokhoz való hozzáférés és a költségelnyők kihasználásából származó elnyők teszik vonzóvá az ázsiai környezetet. Érdekes eredmény, hogy a megkérdezett Latin-Amerikai befektetők nem szívesen fektetnének Dél-Amerikába vagy Mexikóba az általuk instabilnak tartott politikai környezet miatt. Az európai befektetők elsősorban Ázsiát tekintik ideális célpontnak az alacsony költségszint kihasználása és a kockázat diverzifikálása céljából. Emellett a Kelet-Közép-Európában tapasztalható javuló vállalkozói környezet és az Európai Unió bővítése miatt az utóbbi években egyre vonzóbbá váltak az európai befektetők számára a kelet-közép-európai befektetések.

A befektetők érdeklődését többféle tényező is befolyásolja, amelyek közreműködnek a kockázati tőke globálissá válásában. Várható, hogy a későbbiekben a kockázattőke-alapok befektetési stratégiájának és tulajdonosi szerkezetének globálissá válása tovább fog erősödni, ha az új fejlődő piacok is olyan szintre emelkednek, hogy rendelkezni fognak azokkal a jellemzőkkel - pl. költségelnyőkkel, kedvező szabályozásokkal, képzett szakemberekkel, szerződések kikényszeríthetősége, stb. -, amelyek miatt a befektetők érdeklődésének fókuszába kerülhetnek. A kockázati tőke határokon túli finanszírozása segíti az általa finanszírozott vállalkozások nemzetközivé válását is. *Makela és Maula (2005)* rávilágítottak arra, hogy többnyire azoknak a kisvállalkozásoknak sikerült gyors nemzetközi sikereket elérni, amelyek külföldi kockázati tőke által is finanszírozottak voltak.

Az ezredfordulón tapasztalható boom-hoz képest az iparág a jól megalapozott, letisztult koncepcióra épülő üzletek felé irányította a figyelmét az ígéretesnek tűnő, légből kapott, ki nem próbált technológiákat alkalmazó, rendkívül kockázatos, kétes kimenetelű befektetések helyett. Az iparágban tehát kiegyensúlyozott, fokozatos fejlődést és megbízhatóbb, kiszámíthatóbb trendeket tapasztalhattunk az elmúlt négy-öt évben, mint az ezredforduló idején. Ugyanakkor a kockázattőke-iparág évek óta folyamatosan veszíti el a klasszikus kockázati jellegét, hiszen a későbbi szakaszok finanszírozása, a támogatott projektek méretének növekedése, a befektetett tőke nagysága, illetve a tőkét rendelkezésre bocsátó megtakarítók magas száma megköveteli a befektetőktől, hogy a lehető legtöbb kockázatot kiszűrve, a szakértői vizsgálatokat (due diligence) tökéletesítve, kizárólag jól előre jelezhető megtérüléssel rendelkező projektek megvalósításába kezdjenek bele. Ezzel párhuzamosan finanszírozási részek alakulnak ki a piacon, amik egyrésztől lehetőséget nyitnak a kisebb, helyi alapoknak arra, hogy a kisebb kockázatos, de ígéretes projektek támogatásából részt vállaljanak, a

vállalkozások magvető, induló vagy korai szakaszában, azonban, ha a helyi alapok nem terjesztik ki a tevékenységüket a finanszírozási rés területére, akkor az informális kockázati tőke illetve az állami szerepvállalás fontossága felerősödik.

Az ezredforduló internetes boom-ját követő 2001-es globális hanyatlás óta a kockázati tőke-iparág folyamatos megerősödéséről, az utóbbi másfél évben pedig a fejlődés felgyorsulásáról tanúskodtak az iparági statisztikák. 2006-ban az Egyesült Államokban, Európában, Izraelben, Kínában és Indiában együttesen 35,2 milliárd dollárnyi kockázati tőke került befektetésre, ami a 2001 óta tapasztalt legmagasabb értéknek számít. A korábban is érett piacokkal rendelkező élvonalbeli Egyesült Államok és Egyesült Királyság mellett újabban Kínában és Indiában lehetett a legintenzívebb fejlődést tapasztalni. Az iparág élénküléséhez nagyban hozzájárult a befektetők (*limited partner*), a kockázati tőke-alapok (*general partner*) és a kockázati tőke által finanszírozott vállalkozások (*portfolio company*) növekvő globalizálódása, a befektetők érdeklődésének a fejlődő iparági szektorokra történő összpontosulása (*Ernst&Young 2007a*). Az internetes boom óta világszerte tapasztalható tendencia a kockázati tőke **kivásárlások** útján megvalósuló **nagy értékű ügyletek** irányába történő elmozdulása.

Az elmúlt években megvalósuló befektetések stabil növekedést mutatnak 2003 óta a világ országaiban a kockázati tőke-piacon, és az **iparág folyamatos élénkülését** támasztják alá a legutóbbi évek adatai is. Az **USA-ban**, az Egyesült Királyságban és Európa más országaiban, Kínában és Indiában egyaránt nőtt az elmúlt időszakban a befektetett tőke összessége, ugyanakkor eltérés tapasztalható az investíciók száma tekintetében. 2006-ban a befektetések regionális eloszlását illetően a legtöbb kockázati tőke-befektetést az Egyesült Államokban valósítottak meg, az évtizedekre visszamenő tapasztalatoknak megfelelően. Itt 25,7 milliárd dollár került befektetésre, ami a világon befektetett összes tőke 73%-a. Mindez 2454 ügylet keretében valósult meg (*PWC 2006*). Míg a fejlődő piacokon, Kínában és Indiában, valamint az USA-ban a befektetések száma is hasonló növekedést mutat a befektetések értékével, addig Európában, Angliában és Kanadában a befektetések számának csökkenését vagy stagnálását tapasztalhatjuk, ami az ügyletek értékének emelkedésére utal. Ez azt jelenti, hogy a korai stádiumokhoz képest az érett fázisok és a kivásárlások irányába történt elmozdulás (*Ernst&Young 2007a*). Az USA-ban az alapok méretének növekedésével a legtöbb alap azt a stratégiát választotta, hogy olyan vállalkozásokat finanszírozott, amelyek képesek voltak nagy mennyiségű tőke befogadására, mások viszont arra használták tőkeerejüket, hogy kiterjesztették tevékenységüket az életszakaszok minden

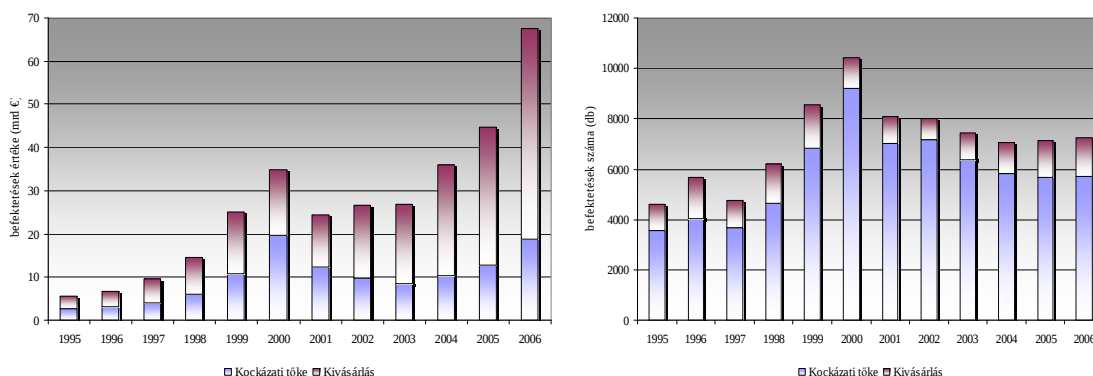
fázisának finanszírozására. Az USA-ban most a legtöbb ügylet a 10-25 millió dolláros sávban születik, szemben a korábbi 1-2 millió dolláros üzletekkel.

Európában a világpiaci trendekkel párhuzamosan az ezredfordulót követő évben visszaesett az alapok által felhalmozott tőke illetve a befektetésre került összegek nagysága az ezredfordulón tapasztalt boom előtti szintre. Az ezredforduló után az európai piacon is a fellendüléshez hasonló ütemű hanyatlás következett be a technológia-orientált kisvállalkozások finanszírozásában és ezzel együtt a kockázatitőke-piacon. A válság után az európai kockázatitőke-piac folyamatos sikereket könyvelhetett el. A dinamikus fejlődést az is mutatja, hogy a teljes portfólió értéke 2000-től 2004-ig 94 milliárd euróról 156 milliárd euróra nőtt, és azóta tovább bővült. Az új befektetések értéke a 2001-es visszaesés óta növekvő tendenciát mutat (EVCA 2005b).

Az európai piac felgyorsuló ütemű élénkülése 2004-ben kezdődött, amikor az előző évhez képest 27%-kal, majd a következő években 30%-kal, majd 50%-kal nőtt a befektetések értéke (EVCA 2007a). 2007-ben az előzetes kalkulációk alapján a befektetések értéke kb. 20%-kal tovább emelkedett, az év második felében a világ pénzpiacain tapasztalt bizonytalan klíma ellenére is (EVCA 2008). Az európai kockázatitőke-befektetések értékének megoszlása a klasszikus kockázati tőke és a magántőke típusú befektetések között erőteljes elmozdulást mutatott a kivásárlások irányába. A befektetők száma és a befektetések számának két típus közötti megoszlása az elmúlt években stagnált, miközben a befektetések értéke a 2000-es történelmi csúcshoz képest egy rövid ideig tartó visszaesés után 2006-ra a duplájára emelkedett, és elérte a 70 milliárd eurót.

16. diagram

Az európai kockázati- és magántőke befektetések értékének és számának alakulása és megoszlásuk a klasszikus kockázati tőke és a kivásárlás útján megvalósuló befektetések között, 1995-2006*



*1995-2001-ig EVCA 2005c alapján, 2002-2007-ig EVCA 2007a alapján az alapkezelő székhelye szerint

Forrás: EVCA 2005c, 6. old, EVCA 2007a 7. old. alapján saját szerkesztés

Az európai piac még mindig meghatározó szereplője az Egyesült Királyság kockázati-tőke-ipara, hiszen az elmúlt három évben a befektetések értékének túlnyomó részét, több mint felét, az Egyesült Királyságban székhellyel rendelkező alapkezelők által végrehajtott investíciók képezték. Ugyanakkor ebben az időszakban a regisztrált befektetések számának csak az egyharmada származott angol székhelyű alapkezelőktől, amiből arra következtethetünk, hogy az angol befektetők az európai átlagnál nagyobb értékű befektetéseket hajtottak végre, vagyis jobban igazodtak az Egyesült Államokban tapasztalt trendhez.

Az összes európai befektetés értékének a befektetés célország szerinti mutató csak néhány százalékkal alacsonyabb az alapkezelő székhely szerinti értéktől. Az egyes országokon belül azonban eltérések mutatkoznak, például az Egyesült Királyságban székhellyel rendelkező alapkezelők által végrehajtott befektetésekhöz képest mindössze fele annyi valósult meg az ország határain belül, ami azt mutatja, hogy az angol befektetők jelentős forrásokat fektetnek be külföldi országokban, alátámasztva a befektetések globálissá válását (EVCA 2006a).

Magyarországon ezzel ellentétes esettel találkozhatunk, mivel 2005-ben az itthoni alapkezelők által végrehajtott befektetéseknél (47 millió eurónak) a háromszorosát (143 millió eurót) tették ki a külföldről az ország határain belülre irányuló befektetések, vagyis a hazánkban befektetett kockázati tőke túlnyomó része külföldi forrásokból származott (MKME 2006a).

A régióbeli befektetések célországai elsősorban Lengyelország, Magyarország és Csehország voltak az Európai Unió 2004-es bővítése környékén. 2003-ban a régióban befektetett tőke 72%-a, míg 2002-ben a 84%-a ezekben az országokban koncentrált. Az Unió újabb bővítésével párhuzamosan a balkáni országokban erősödött a kockázati tőke-tevékenység.

3. Táblázat

A kelet-közép-európai kockázati tőke-befektetések* értéke, 2002-2004 (ezer euró)

Ország	2002	2003	2004
Bulgária	2 694	18 043	215 976
Cseh Köztársaság	27 370	39 422	15 074
Észtország	698	1 661	365
Horvátország	3 312	2 799	4 021
Lengyelország	137 238	177 213	134 437
Lettország	998	2 692	13 261
Litvánia	1 206	5 647	1 182
Magyarország	75 747	110 755	121 562
Románia	18 008	82 020	32 543
Szlovákia	4 737	4 479	7 059
Szlovénia	1 720	3 714	0
Összesen	273 728	448 445	546 480
11 ország az EU százalékában	1,0	1,5	1,5

*A befektetések célországa szerint számba vett adatok

Forrás: Karsai 2006b, 1032. old.

A régió és azon belül Magyarország piacának fejlődésére utal, hogy a világ vezető kockázati tőke-piacain tapasztalt tendenciákhoz hasonlóan a vezetői kivásárlások és a tőzsdei cégek megvásárlására (*public to private*) irányuló tranzakciók jelentősége megnőtt az elmúlt években. Az Európai Unióhoz való csatlakozásig a kockázati tőke-piac fejlődésének gátat szabott, hogy Magyarország *kis ország*, az intézményes kockázati tőke számára kevés vonzó befektetési lehetőséggel. A kiszállási lehetőségeket korlátozta a *tőzsde alacsony likviditása*, és a befektetéseket nehezítette a *kedvezőtlen jogszabályi környezet* (Karsai 2003b). Az EU-s csatlakozás óta Magyarország vonzóbbá vált a külföldi befektetők számára, és azóta folyamatosan érezhető a csatlakozás hosszú távú pozitív hatása.

Magyarország a kelet-közép-európai régióon belül az egyik legfejlettebb kockázati- és magántőke-iparral rendelkezik. Ezt a pozícióját, az ország romló általános gazdasági feltételei és az Unióhoz újonnan csatlakozott országokban megjelenő privatizációs lehetőségek mellett, nehezen fogja tudni megőrizni.

A rendszerváltás óta 2 milliárd eurót sikerült befektetni magyar vállalkozásokba, a kockázati tőke Magyarországon 350 vállalkozáshoz került, ami a jogi formájuk alapján befektetésre alkalmas kis- és középvállalatoknak mindössze a 0,3%-át jelenti (Karsai 2003a, Karsai 2007, Karsai 2008a).

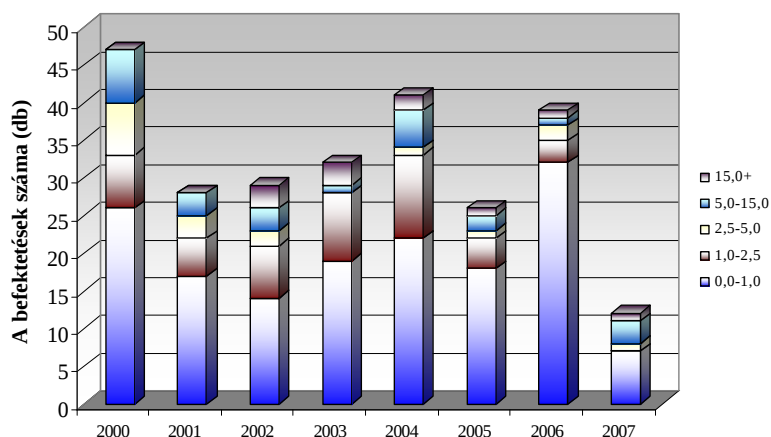
Magyarországon 2001-ben a befektetések számában és mennyiségében is hirtelen visszaesés következett be, de a következő években – szerkezeti átrendeződéssel párhuzamosan – fokozatosan stabilizálódott az iparág helyzete. 2001-től napjainkig – összhangban a világpiaci trendekkel – a piac tisztulását, racionalizálását lehetett megfigyelni. A 2002-ben megindult, kezdetben lassabb erősödést követően 2005-ben, 2006-ben illetve 2007-ben a piac kifejezett élénkülését lehetett tapasztalni az európai trendekhez egyre közelebb álló magyar kockázati- és magántőke-ipar fejlődésében. A regionális befektetők és a nagyméretű ügyletek továbbra is meghatározták a piacot, miközben az 1,0-5,0 millió eurós nagyságrendű ügyletek szegmensében relatív finanszírozási rés keletkezett.

Átvették a vezető szerepet a **nagyobb volumenű befektetések** és egyre meghatározóbbak lettek a **regionális** befektetések, ahol Magyarország régióközpont szerepe tovább erősödött. Az alapok túlnyomó része a **kivásárlási fázis** finanszírozására összpontosított, de továbbra is jelentős volt az **expanzív** finanszírozás (Karsai 2004a). Ebben az időben a korai finanszírozás döntő többségét közvetlenül állami forrásokból biztosították, és ennek köszönhetően a kis- és középvállalati szektor finanszírozása is szerephez jutott²⁹.

²⁹ 2007-ben azonban – látva a nemzetközi és a hazai negatív tapasztalatokat - az állam visszafogta aktív szerepét és passzív politikába kezdett a kisvállalatok kockázati tőkével való ellátásának támogatása céljából (Karsai 2006b).

17. diagram

A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetések számának évenkénti alakulása az ügyletek nagyságkategóriái szerint 2000-2007* (db)



*2007. novemberig

Forrás: MKME 2004, MKME 2005, MKME 2006, MKME 2006, Karsai 2008a alapján saját szerkesztés

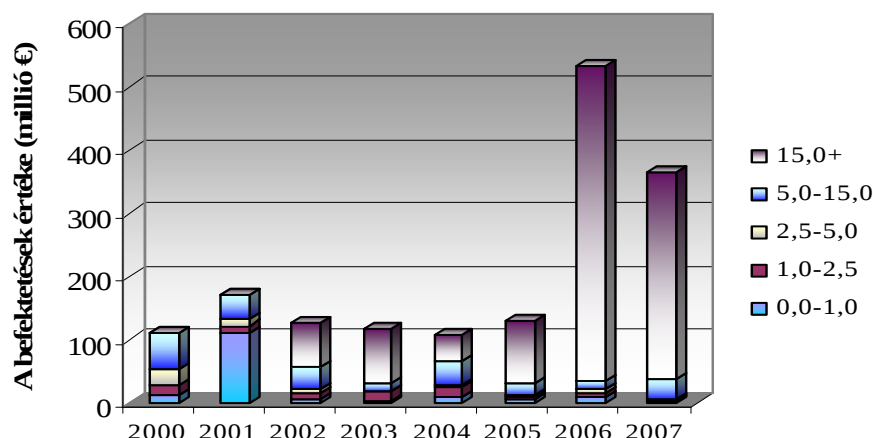
A magyarországi **piac polarizálódását** jól mutatja, hogy a befektetések száma az 1 millió euró alatti mérettartományban koncentrálódik, míg a befektetések elsöprő arányát a 15 millió euró fölötti befektetések képviselik.

2002 és 2006 között évente átlagosan 33 tranzakciót hajtottak végre Magyarországon, és ebből átlagosan 21 tranzakció – vagyis az ügyletek kétharmad része – az 1 millió euró alatti tartományban jött létre (Karsai 2008a). A kis értékű ügyletek számának ingadozását elsősorban az ebben a mérettartományban tapasztalható finanszírozási rés leküzdését célzó állami befektetések (Karsai 2004) határozták meg, de mivel 2007-ben csökkentették a közvetlen állami investíciókat, ezért az ügyletek száma is jelentősen visszaesett. Az 1-5 millió eurós ügylettartományban sem az állam sem a magánszektor szereplői nem folytatnak befektetési tevékenységet, így ebben a tartományban finanszírozási rés keletkezett.

A **kivásárlások** útján befektetésre kerülő tőke az évtized első felében az európai átlaghoz hasonlóan a befektetett tőke 50-70% körüli arányát tette ki, vagyis már akkor is dominálta a piacot, de 2006-ban és 2007-ben ez az arány már 90% körül alakult, ami a **koncentráció erősödését** jelezte. Ebben a méretkategóriában jellemzően évente egy kiugróan magas értékű tranzakció valósul meg, amely meghatározza az egész éves befektetések összesített értékét.

18. diagram

A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetések értékének évenkénti alakulása az ügyletek nagyságkategóriái szerint 2000-2007* (millió euró)



*2007. novemberig

Forrás: MKME 2004, MKME 2005, MKME 2006, MKME 2006, Karsai 2008a alapján saját szerkesztés

A befektetési tevékenység fejlődését és a nagy értékű ügyletek feltételeit javította, hogy a tőkeáttételes kockázati-tőke-ügyletek megvalósításához szükséges hitel kínálata is jelentősen javult, egészen a hitelpiaci válság kezdetéig.

4. Táblázat

A 2002 és 2007*-közötti legjelentősebb magyarországi magántőke-ügyletek adatai (millió euró)

Befektetés éve	Portfólió vállalat neve	Befektetést végző alap neve	Üzletérték** (m EUR)	Szektor
2007	Budapest Airport	CDP, Canada GIC, Singapore	1,853	repülőtér üzemeltetés
2007	Antenna Hungaria	TPG CDP Axa Private Equity Charterhouse Capital Partners	327	műsorszórás
2007	Tisza Chemical Group (TVK)	VCP Capital Partners	149	vegyipar
2006	BorsodChem	Permira VCP Capital Partners	847	vegyipar
2005	Euromedic	Warburg Pincus	NA	gyógyászat
2003	Invitel (Vivendi)	AIG Emerging Europe GMT	325	telekom szolgáltatás

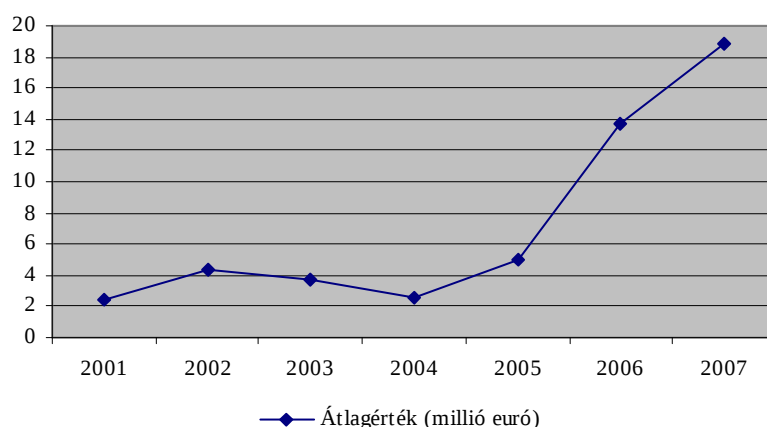
*I-X. havi előzetes adat **Az üzlet értéke magában foglalja a magántőke és a hitel hányadot egyaránt

Forrás: Karsai 2008a, 6. old.

A tranzakciókhoz igénybe vett hitelek aránya már megközelítette az érett piacok eredményeit, nagyobb ügyletek esetén pedig a bankok közötti erős verseny érvényesült. A befektetések számának illetve értékének rendre az alsó és felső mérettartományban történő koncentrációja miatt a **befektetések átlagos értéke** 2004 óta drasztikusan, majdnem hétszeresére emelkedett.

19. diagram

**A kockázati- és magántőke-befektetések átlagos értéke Magyarországon,
1989-2007**



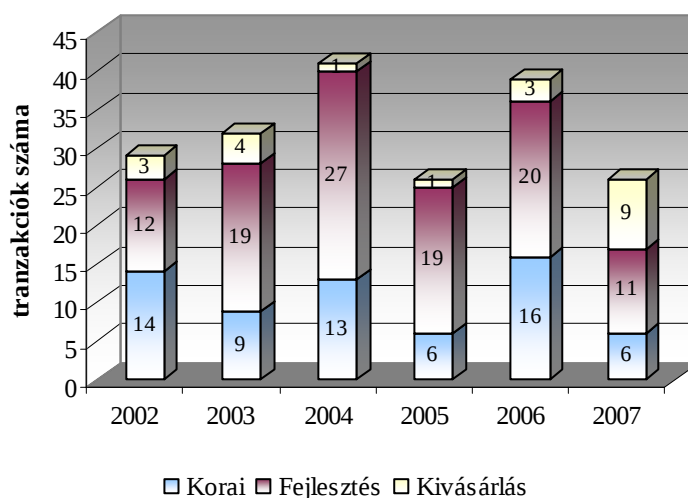
Forrás: Karsai 2008b alapján saját szerkesztés

A kockázati- és magántőke **gazdaságban betöltött szerepét** az határozza meg, hogy a befektetett tőke hogyan oszlik meg az életszakaszuk **korai, expanzív illetve kivásárlási szakaszában** járó vállalkozások között.

Európában a klasszikus kockázati tőke funkcióját betöltő ügyletek száma csökkenő, míg a kivásárlások útján finanszírozott vállalkozások száma növekvő tendenciát mutatott, de a korai és expanzív finanszírozások számának aránya még mindig 75% körül alakult az összes befektetéshez képest. Magyarországon a piac sokkal koncentráltabb, itt a klasszikus kockázati tőke tranzakcióinak száma 2002-2007-ig a 91%-os átlag körül alakult.

20. diagram

A kockázati- és magántőke-befektetések számának megoszlása a finanszírozott vállalkozások életciklusa szerint Magyarországon, 1998-2007



Forrás: Karsai 2006a, 45. old., Karsai 2008b, MKME 2007a alapján saját szerkesztés

Eközben Európában a kivásárlások értéke folyamatos emelkedés eredményeként, a 2002-es 16,9 milliárdról 2005-re már 32 milliárdra, 2006-ban pedig 48,8 milliárdra emelkedett, és ezzel együtt az összes befektetésen belül képviselt részarányuk 61,2%-ról 68,6%-ra nőtt. A magyar piacon ez az arány meglehetősen változó képet mutatott 2002 óta, értéke attól függően változott, hogy az évente megvalósuló egy-két nagy értékű ügylet az expanzió vagy a kivásárlások kategóriájába esett. A kivásárlások aránya 2006-ban már 95%-on állt, ami szintén a magyar piac koncentráltabb jellemvonására utal (EVCA 2006a, Karsai 2008a).

5. Táblázat

A kockázati- és magántőke-befektetések értékének megoszlása a finanszírozott cégek életciklusa szerint Magyarországon és az Európai Unióban, 2002-2006 (százalék)

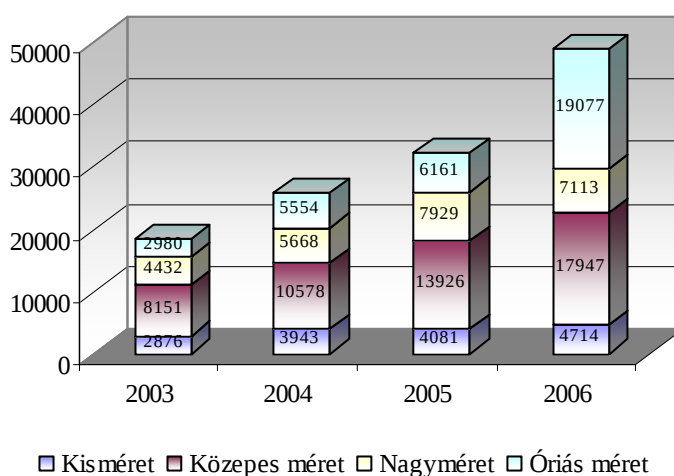
Életciklus	Induló és korai szakasz		Expanzív szakasz		Kivásárlási szakasz		Összes befektetés	
	Magyar	EU	Magyar	EU	Magyar	EU	Magyar	EU
2002	9,7	10,6	65,0	28,2	25,3	61,2	100	100
2003	1,5	7,3	54,2	29,3	44,3	63,4	100	100
2004	6,6	6,4	92,9	23,9	0,5	69,7	100	100
2005	1,0	5,2	22,8	26,6	76,2	68,2	100	100
2006	0,8	10,4	4,3	21,0	94,9	68,6	100	100
2002-2006	2,0	8,1	24,9	24,8	73,1	67,1	100	100

Forrás: Karsai 2008a, 6. old.

A piac európai és magyarországi polarizáltsága nagyrészt abból fakad, hogy a vállalkozások növekedésük eléréséhez a növekedés kezdeti időszakában alacsonyabb tőkeigénnyel rendelkeznek, míg az érett szakaszokban már jóval magasabb tőkeinjekciót igényelnek. Ráadásul a kivásárlások kategóriáján belül a különösen nagy értékű ügyletek száma és értéke nagyobb mértékben nőtt, mint az összes kivásárlás száma és értéke, vagyis egyre nagyobb részarányt képviselnek az óriás, ún. „**mega-buyout**” típusú ügyletek a kivásárlásokon belül, ami erősíti a piac polarizálódását. A magyarországi piac erősebb koncentrálttsága egyrészt a piac kis méretéből következik, másrészt abból, hogy a kivásárlások kategóriájában rendszerint évente egy kiugróan magas összegű üzletet kötnek, ami meghatározza a befektetések egész éves alakulását (EVCA 2007a).

21. diagram

A kivásárlások méretkategóriáinak* alakulása Európában a befektetések értéke szerint, 2003-2006 (millió euró)



*Kisméret: 15m €-nál kisebb, Közepes: 15-150m€ között, Nagyméret: 150-300m€ között, Óriás: 300m€ felett
 Forrás: EVCA 2007a, 8. old.

A befektetések **iparági megoszlása** azt mutatja meg, hogy a kockázati tőke milyen szektorok gazdasági teljesítményéhez járult hozzá, hol fejtette ki gazdaságélénkítő hatását.

Az **Egyesült Államokban** és más fejlett kockázati tőke-iparral rendelkező országokban továbbra is az IT szektor vezeti a listát, világszerte 60% körüli aránnyal, amit a gyógyászat követ 30%-kal. Ezzel szemben Kínában a kiskereskedelem finanszírozása képviseli a legmagasabb arányt, az ügyletek 30%-ával. A világ piacain az

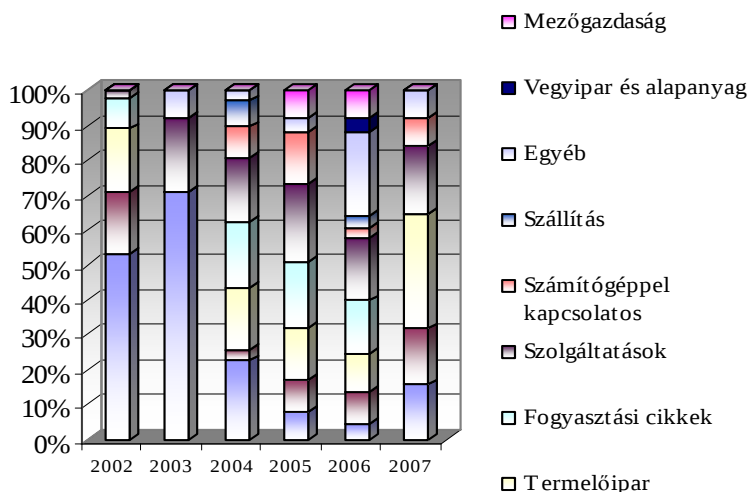
energiaiparba történő befektetések az elmúlt évben kiugró növekedést mutattak, amit elsősorban a tiszta energiákba történő investíciók befolyásoltak (E&Y 2007).

Európában a befektetések iparági megoszlását tekintve a legtöbb eurót a fogyasztási cikkek (20,8%), a kommunikáció (13,9%) és az egyéb szolgáltatások (11,2%) támogatására fordították a befektetők a 2002-2006-ig tartó periódusban. **Magyarországon** ezzel szemben a vegyiparnak jutott a tőke 56%-a, és a gyógyászatot finanszírozta a befektetések értékének 14,4%-a. Magyarország Európához képest a vegyiparban és a gyógyászatban nyújtott magasabb teljesítményt, míg az európai befektetések a fogyasztási cikkek, a kommunikáció és a számítástechnika szektoraiban múltak felül a magyarországi befektetéseket.

Európában 2004-2006-ig a legtöbb számú befektetést a számítógépekkel kapcsolatos projektek nyertek el, amiből arra lehet következtetni, hogy a számítógépekkel kapcsolatos befektetések kisebb értékű, korai finanszírozást érintő befektetések lehettek (EVCA 2006a). Magyarországon a befektetések számának iparági megoszlása **sokszínűséget** mutatott 2002 óta, ez idő alatt a legtöbb ügyletet a szállítás, a szolgáltatások és a termelőipar területén valósítottak meg (MKME 2007).

22. diagram

A kockázati tőke által finanszírozott vállalkozások számának iparág szerinti megoszlása Magyarországon, 2002-2007



Forrás: MKME (2007), 10. oldal

A kis értékű számítástechnikai befektetések Magyarországon is jellemzőek, itt a kockázati tőke-finanszírozásban részesült számítástechnikai vállalkozásokban

megvalósult befektetések értékének fele az induló és korai szakaszban járó cégeket támogatta. A pénzügyi szolgáltatások, az energetika és a biotechnológia terén viszont inkább az expanzív fázis finanszírozásához járultak hozzá a befektetők, míg a vegyiparon belül a kivásárlás dominanciáját egy 2006-os évben létrejött kiugróan nagy értékű befektetés határozta meg (*Karsai 2008a, MKME 2007*).

A magyarországi az egyik legfejlettebb kockázati- és magántőke-ipar a régió belül, és fejlődése elérkezett az **érettség szakaszába**. Ezt jelzi többek között a nagy múlttal rendelkező nyugati régiókhoz hasonló **befektetési szerkezet** és a **kivásárlások** dominanciája, amely a tranzakciókhoz szükséges hitelek eddigi elérhetőségére is utalt. A hitelek hozzáférhetősége 2007-ben korlátozódott, ami várhatóan a szindikált befektetések elterjedését vonja maga után. A Deloitte felmérése szerint az új befektetések iránti igény a piaci konjunktúrának köszönhetően erősödött, tehát várhatóan a jövőben – alapkezelés, új alapok létrehozása és kiszállások helyett – az új befektetések fogják dominálni a piacot, melynek következtében további rekordméretű ügyletek várhatók (*Deloitte 2008*). Ezt a várakozást a régióban jelenlévő alapok aktivitása is alátámasztja. A kivásárlások területén globálisan tapasztalható rekordteljesítményekhez hasonlóan a régió piacán is a **kiugróan magas értékű** kivásárlási ügyletek jellemzőek, amelyek elsősorban a nemzeti márkák felvásárlására irányulnak. A pozitív várakozásokat a **vállalatvezetők üzleti tapasztalata** és a kedvező **infrastrukturális lehetőségek** is alátámasztják.

Az iparág fejlődési irányára azonban az iparági sajátosságokon túl a külső – világgazdasági és országspecifikus – **környezeti tényezők** is jelentős hatást gyakorolnak, ami a jövőben negatív irányba terelheti a kockázati- és magántőke-befektetések tendenciáit.

Az Egyesült Államok jelzálogpiaci válsága ugyanis továbbgyűrűzött a globális pénzpiacokon, és kedvezőtlen hatást gyakorolt az európai és hazai kockázati- és magántőke-befektetésekre is. Ennek már érzékelhető jeleit mutatta, hogy 2007 második felében a bizonytalan hitelpiaci környezetben nehézségekbe ütközött a hitelekhez való hozzáférés, amely korlátozta a tőkeáttételes tranzakciók megvalósítását. A világgazdasági recesszió a befektetőket óvatosabb befektetési politikára ösztönzi, ami kedvezőtlenül érinti a kockázati-tőke-befektetéseket.

Szintén kedvezőtlen hatás gyakorol a kockázati-tőke-piac tendenciáira a magyarországi gazdasági növekedés lelassulása, a privatizációs lehetőségek

beszűkülése, a tőzsde alacsony likviditása és az ország kis mérete, amelyek együttesen a régió belüli pozíció romlását is eredményezhetik (Karsai 2008a).

4.4.3. A befektetők és az alapok globalizálódásából fakadó új kihívások

A befektetők és a kockázatitőke-alapok globalizálódása a kockázatitőke-társaságokat újabb kihívások elé állítja szervezeti felépítésüket, menedzsmentjüket, tevékenységüket illetően. A tanácsadó cégek által végzett felmérések mind arra az eredményre jutottak, hogy a kockázatitőke-iparág egy **globális üzleti modell** irányába fejlődik, ahol a lehetőségeknek nem szabnak határt a földrajzi adottságok. Az új globális üzleti modell várhatóan nagyon összetett lesz, a verseny kiéleződéséhez vezet és szükségessé teszi az iparág vállalatai számára a globális hálózatok kiépítését. A kockázatitőke-társaságok jellemzően részt vesznek az általuk finanszírozott portfólióvállalatok irányításában (*hands-on work*), és saját tudásukat, tapasztalataikat, kapcsolatrendszerüket kihasználva hozzájárulnak a vállalatok sikeréhez, ami új kihívást jelent a globális szervezetek számára. Nemzetközi befektetések esetében ugyanis nehézkessé válik a közvetlen kapcsolattartás, amit tovább nehezít a külföldi piacok ismereteinek hiánya. Emellett a vállalati méret megváltozása, átláthatatlanná válása, az eltérő adózási feltételek illetve törvényi szabályozások – mint például a környezetvédelmi előírások, a szellemi termékek védelmére vonatkozó szabályok –, a munkaerőköltségekben, illetve a képzettségben jelentkező különbségek, stb. tovább nehezítik a globális üzleti modell kibontakozását (Deloitte 2006).

Isikura (2007) a Harvard Business Review-ban megjelent cikkében („Cselekedj globálisan, gondolkodj lokálisan”) kifejti, hogy a kockázatitőke-befektetőknek továbbra is „lokálisan” kell gondolkodniuk, vagyis a telephelyük közelében kell megvalósítaniuk a befektetéseiket annak érdekében, hogy tapasztalataikkal, kapcsolatrendszerükkel hozzá tudjanak járulni a finanszírozott vállalat sikeréhez. Ugyanakkor a világszerte fellelhető befektetési lehetőségek, illetve a portfólióvállalatok globális vállalattá válásának követelménye arra készíti a befektetőket, hogy globálisan cselekedjenek.

A probléma megoldását a kockázati tőkések a **stratégiai szövetségek** szerepének kiemelésében látják. Céljuk, hogy helyi ismeretekkel rendelkező, helyi kockázatitőke-társaságokkal vegyék fel a kapcsolatot, és helyi szakembereket alkalmazzanak. Ennek eredményeként **globális interdependencia** alakulhat ki a kockázatitőke-társaságok között, ami egy **globális hálózat** kiépüléséhez vezethet.

4.5. A kockázati tőke-alapok kockázat-hozam kombinációi

Murray és Lott (1995) Egyesült Királyságban végzett felmérése már a '80-90-es években is azt támasztotta alá, hogy az 1980 és 1990 között létrejött és 1994 végéig lezárult kivásárlások keretében megvalósult befektetések több mint 23% hozamot értek el, míg a technológia-intenzív, korai stádiumú kisvállalkozásokba való befektetések átlagosan mindössze 4% hozamot eredményeztek. A tényleges hozammutatók alapján tehát már akkor is a kivásárlások vezették a piacot az induló és korai stádiumú vállalkozások finanszírozásával szemben.

Az alábbi táblázat az 1980 után alapított európai kockázati- és magántőke-alapok teljesítményét –vagyis az alapok befektetői által elért hozamokat– mutatja. Mind a klasszikus kockázati tőke, mind az érett fázisokat finanszírozó magántőke megtérülései a hároméves hozammutatók alapján kedvezőbb értékeket mutatnak, mint az ötéves mutatók alapján. Ez azt jelzi, hogy az európai alapok a technológiai boom-ot követő globális válság következtében elszenvedett veszteségeket lassan kiheverték és új erőre kaptak. Ennek érezhető rövidtávon a hatása, ami a hosszú távú mutatókat is kedvező irányba tereli. Ez különösen a klasszikus kockázati tőke szempontjából lényeges, hiszen ezek az alapok nagyobb súllyal hordozzák a válság idején elszenvedett veszteségeket (EVCA 2007b, EVCA 2008).

6. Táblázat

Az 1980-2007 között létrejött európai kockázati- és magántőke-alapok befektetői által 2007. december 31-ig tartó periódusok alatt elért horizontális belső megtérülési ráták (horizontális IRR), (%)

Szakasz	3 év	5 év	10 év	20 év
Korai	2,3	-4,7	-1,1	0
Fejlesztőtőke	6,9	1,2	7,1	8,5
Több életszakaszt finanszírozó	6,6	-1,8	7,9	8,1
Összes kockázati tőke	4,4	0,9	1,8	4,6
Kivásárlások	21,9	15,9	16,6	16,2
Általános*	15,2	9	8	9,5
Összes magántőke	17,1	11,5	11,5	11,9

Forrás: EVCA 2008, 9. old.

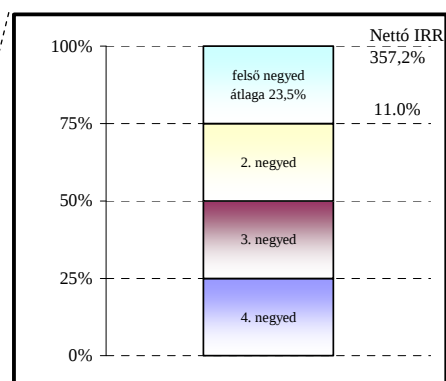
Az 1980-2007 közötti időszakban alapított európai kockázati- és magántőke-alapok 2007. december 31-ig elért *összevont nettó belső megtérülési rátája* (pooled IRR) 11,7%-volt, ez a klasszikus kockázati-tőke-alapok esetében 4,5%-os, a kivásárlásokkal foglalkozó alapok esetében –majdnem négyszer akkora– 16,1%-os összevont belső megtérülési rátákat jelentett. A felső kvartilisek alakulását tekintve kitűnik, hogy a kivásárlásokkal foglalkozó alapok mutatnak a legmagasabb értéket (19%), itt is közel négyszeresét a kockázati-tőke-alapok mutatóinak (5,1%). Ez azt jelenti, hogy míg a kockázati-tőke-alapok esetében az alapok háromnegyedének hozama 5,1% alatt maradt, a kivásárlásokkal foglalkozó alapoknál ez az érték jóval magasabb, esetükben a hozamok 19% alatt változtak (EVCA 2008).

Az összes alap felső negyedének átlagos összevont IRR-je 23,5%-volt, miközben a kivásárlással foglalkozó alapok felső negyedének átlagos összevont IRR-je 33,4%-ot, a kockázati-tőke-alapoké pedig csupán 15%-ot ért el. A különböző életciklusokba történő befektetésekkel foglalkozó alapok felső negyedei által elért átlagos összevont IRR-ek közül és a felső kvartilisek közül is a leggyengébbeknek a korai finanszírozásra specializálódott alapok bizonyultak.

7. Táblázat

Az 1980-2007 között alapított európai kockázati- és magántőke-alapok összevont belső megtérülési rátái, azok felső kvartilisei és a felső negyed átlagos hozamai

Szakasz	Összevont IRR	Felső kvartilis	Felső negyed átlagos IRR-je
Korai szakasz	0,1	2,2	14,7
Fejlesztő	7,8	5,9	17,3
Több életszakaszt finanszírozó	6,1	8	20,2
Összes kockázati tőke	4,5	5,1	15
Kivásárlások	16,1	19	33,4
Általános	9,5	9,4	20,4
Összes magántőke	11,7	11	23,5



Forrás: EVCA 2008, 8. old.

A kockázati- és magántőke-alapok befektetői által realizált hozamok nem csak a belső megtérülési rátával mutathatók ki, hanem a DPI mutató segítségével is. A DPI egyfajta szorzószám, amely megmutatja, hogy a befektető az általa befizetett kumulált összeg hányszorosát kapta vissza a befektetés végéig. Az 1980-2007-ig terjedő

időszakban a klasszikus kockázati tőke hozamszorói egyetlen egy ötéves periódus alatt sem előzték meg a kivásárlások értékeit, sőt, a technológiai boom idején elszenvedett veszteségek miatt az ezredfordulót követően az értékek közötti távolság megnőtt.

8. Táblázat

Az 1980-2007 között alapított kockázati- és magántőke-alapok befektetői által 2007 december 31-ig* öt éves periódusonként realizált hozamok (IRR: %, DPI: szorzó)

	1980-1984		1985-1989		1990-1994		1995-1999		2000-2004		2005-2007	
	IRR	DPI	IRR	DPI	IRR	DPI	IRR	DPI	IRR	DPI	IRR	DPI
Összes kockázati tőke	6,5	1,62	8,1	1,46	8,7	1,04	4,3	0,7	-2	0,16	0,4	0,03
Összes kivásárlás	9,2	1,88	12,6	1,5	19,4	1,98	12,6	1,24	22	1,04	3,5	0,13
Összes magántőke	9,5	1,32	8,9	1,18	15,6	1,66	9,8	1,08	16,2	0,88	3,1	0,12

**Mivel a 2005 óta eltelt ötéves időszak még nem zárult le, ezért ez az érték nem hasonlítható össze a többi ötéves periódussal*

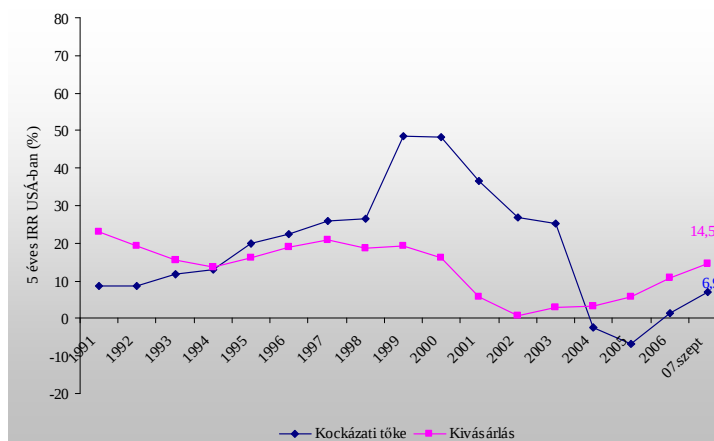
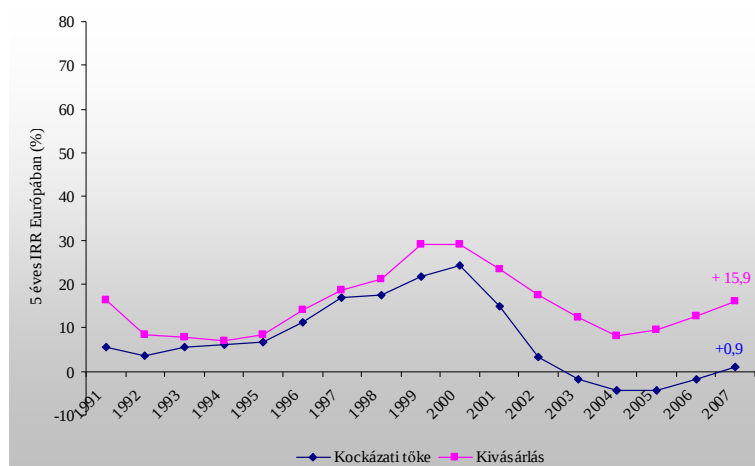
Forrás: EVCA 2008, 12. old. alapján saját szerkesztés

A különböző ügylettípusokhoz kapcsolódó hozamok mellett szükséges megvizsgálni, hogy milyen kockázat kapcsolódik hozzájuk. A kérdés tehát az, hogy a befektetők kivásárlási ügyleteihez kapcsolódó kockázatot kompenzálja-e a nagyobb várható jövedelmezőség.

Az **amerikai és az európai piacon jelentős különbség** tapasztalható a klasszikus kockázati tőke típusú befektetések által elért hozamok és a hozzájuk kapcsolódó kockázatok tekintetében. Az ezredforduló befektetési hulláma hatására az USA klasszikus kockázati tőke-befektetésekre specializálódott alapjai az európai öt éves gördülő horizontális belső megtérülési ráta dupláját (1999-ben és 2000-ben 50%) érték el, de az Egyesült Államokban a hanyatlás is sokkal markánsabb volt. Az USA-ban a nagy növekedési potenciállal rendelkező technológiai vállalkozások finanszírozásából származó hozamok a válság következtében magasabbról zuhantak nulla alá. Európában is bekövetkezett a hozamok nagymértékű visszaesése negatív ötéves IRR-eket eredményezve a válságot követő években, de Európában a visszaesés mértéke alacsonyabb volt, a boom idején elért alacsonyabb hozamok miatt. (Az ötéves IRR-ek azért csak megkésve értek el a negatív tartományba, mert a mutatók értékét javították a boom idején realizált magas pénzáramlások.)

23. diagram

**A kockázati- és magántőke-alapok befektetői által elért ötéves gördülő horizontális
belső megtérülési ráták* Európában és az Egyesült Államokban, 1991-2007 (%)**



*A hozamok dollárban kifejezett pénzáramlások alapján számítva
Forrás: EVCA 2008, 7. old.

Szintén jelentős különbség jellemzi az európai és amerikai piacot abban a tekintetben, hogy Európában a 90-es évek eleje óta a kivásárlásokkal foglalkozó alapok ötéves IRR-jei mindvégig meghaladták a kockázati típusú alapok eredményeit, 1991-2007 között, átlagosan 7,8%-kal. Az USA-ban azonban 1995 és 2003 között, amely időszakban a kockázati tőke ötéves mutatói voltak magasabbak, a kockázati-tőke-alapok ötéves hozamai átlagosan 18%-kal haladták meg a kivásárlások mutatóit.

Ráadásul 1991 és 2007 között Európában a kivásárlások horizontális IRR-jeinek átlagai rövid-, közép- és hosszútávon egyaránt felülmúlták a kockázati tőke hasonló

mutatóit, miközben a relatív szórás³⁰ és az abszolút értéken vett szórás is minden mutató tekintetében meghaladta a kockázati tőke értékeit. Ez tehát nem csak azt igazolja, hogy a kivásárlások kedvezőbb kockázat-jövedelem kombinációkat produkáltak, vagyis nem csak a relatív mutatóik voltak jobbak, hanem összességében magasabb hozamokat és ezzel együtt alacsonyabb kockázatot is biztosítottak.

9. Táblázat

Az európai kockázati- és magántőke-alapok befektetői által 1991-2007 között elért hároméves, ötéves és tízéves gördülő, horizontális belső megtérülési ráták szórása, átlaga és relatív szórása, (%)

		Szórás	Átlag	Relatív szórás
Kockázati tőke	10 éves IRR	4,20	7,52	0,56
	5 éves IRR	8,92	7,40	1,20
	3 éves IRR	10,91	7,84	1,39
Kivásárlás	10 éves IRR	3,43	15,25	0,22
	5 éves IRR	7,12	15,24	0,47
	3 éves IRR	9,99	15,65	0,64

Forrás: EVCA 2008, 5-6. old. alapján saját számítás

Ezzel ellentétben az USA-ban az ötéves IRR³¹ átlaga a klasszikus kockázati tőke esetében 18,9%, a kivásárlások tekintetében pedig 13,27% volt, a kockázati tőkéhez 16,07%, a kivásárlásokhoz pedig 7,02%-os szórás kapcsolódott, rendre 0,85%-os és 0,53%-os relatív szórással. Az **USA-ban** tehát nem annyira egyértelmű a kép, mint Európában, hiszen igaz, hogy a kockázati típusú befektetéseket végző alapok **kockázatosabbnak** bizonyultak, de ezzel együtt **magasabb hozamokat** is biztosítottak. Emiatt a kockázat-jövedelem kompromisszum mutató már sokkal kisebb eltérést mutatott, mint az európai adatok esetében.

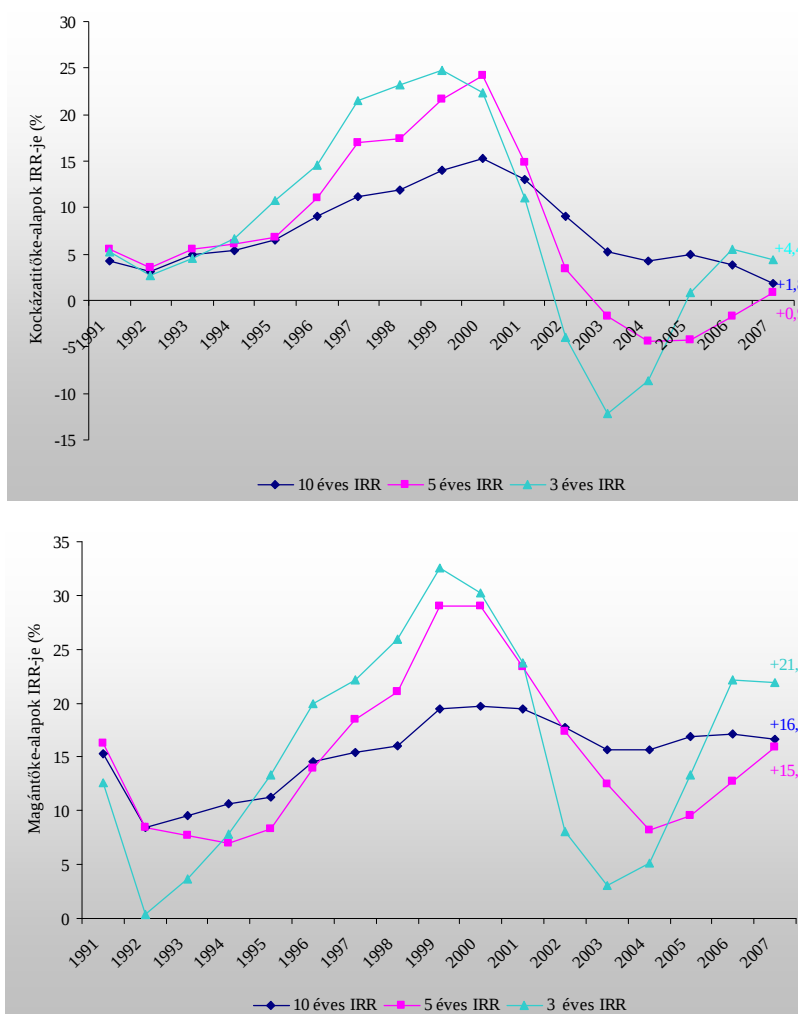
A mutatók alapján megállapítható, hogy Európában a kivásárlásokkal foglalkozó alapok középtávon sokkal kedvezőbb kockázat-jövedelem kombinációkat biztosítottak a befektetők számára, mint a klasszikus kockázati tőke-befektetésekkal foglalkozó alapok.

³⁰ A relatív szórás a hozam kockázatának (szórásának) és a hozamnak a hányadosa, szokták kockázat-jövedelem kompromisszum mutatónak is nevezni, a mutató az egységnyi hozamra jutó kockázatot mutatja meg.

³¹ Az Egyesült Államok mutatói közül csak az ötéves horizontális gördülő belső megtérülési ráták álltak rendelkezésre, ezért csak ezek a mutatók kerültek összehasonlításra.

24. diagram

Az európai kockázati- és magántőke-alapok befektetői által 1991-2007 között elért három-, öt- és tízéves gördülő horizontális belső megtérülési ráták,* (%)



*1215 európai alap euróban kalkulált pénzáramlásai alapján kalkulált nettó hozamok
Forrás: EVCA 2008, 5-6. old

Az **európai piacon** a kivásárlások magasabb közép- és hosszú távú hozammutatói és a hozzájuk kapcsolódó kockázatot mérő mutatók alapján a **kivásárlások kevésbé bizonytalan és mégis magasabb megtérülésű befektetéseknek** bizonyultak az elmúlt két évtizedben, ami erősíti a befektetők kivásárlásokkal foglalkozó alapokba vetett bizalmát. Biztató a **klasszikus kockázati tőke** szempontjából, hogy az ötéves mutató 2005-ben elérte az inflexiós pontot, és 2006-ban az USA-ban illetve 2007-ben Európában is visszatért a pozitív tartományba.

A kivásárlások útján elérhető relatíve alacsony kockázatot Aernoudt (2005) kutatásai is igazolták, miszerint a bukási arány a kivásárlások esetében 3%-ra, míg a magvető és korai finanszírozás esetén 50%-ra becsülhető.

A kelet-közép-európai és Magyarországon tevékenykedő alapok hozamairól nem állnak rendelkezésre publikus adatok, ezért az EBRD által finanszírozott alapok hozamai nyújtanak iránymutatást. Az EBRD a Kelet-Közép-Európában működő alapok legnagyobb befektetője, és az általa realizált egyéves nettó hozam 2004-ben elérte a 39%-ot, majd 2005-ben az 55%-ot (*Karsai 2006b*), ami jelentősen felülmúlta az európai befektetők által 2005-ben realizált egyéves horizontális nettó IRR 44,9%-os értékét (*EVCA 2006c*).

10. Táblázat

Az 1980-2007 között alapított kockázati- és magántőke-alapok befektetői által 2007. december 31-ig realizált horizontális nettó belső megtérülési rátái az alapok mérete szerint (%)

Alap mérete	3 éves IRR	5 éves IRR	10 éves IRR	20 éves IRR
0-50 millió dollár	4,3	0	3,3	5,8
50-100 millió dollár	0,5	-1,7	0,4	3,6
100-250 millió dollár	1,2	-1,1	1,6	5
250+ millió dollár	9,3	4,4	1,9	3,8
Összes kockázati-tőke-alap	4,4	0,9	1,8	4,6

Alap mérete	3 éves IRR	5 éves IRR	10 éves IRR	20 éves IRR
0-250 millió dollár	9,7	8	10,5	12,8
250-500 millió dollár	10,1	12,4	20,5	17,8
500-1000 millió dollár	15,3	11,8	24,8	21,9
1+ milliárd dollár	28,6	19,4	15,5	15,6
Összes magántőke-alap	21,9	15,9	16,6	16,2

Forrás: EVCA 2008, 10-11. old.

Az alapok méretének növekedését magyarázza, hogy az **alapok mérete és az általuk elért hozamok** erős korrelációt mutatnak. Ráadásul, míg hosszú távon (10-20 év) az ötszáz és egymilliárd dolláros méretkategóriába tartozó alapok érték el a legmagasabb hozamokat, középtávon már az egymilliárd dollár fölötti értéktartományba eső alapok generálták a legmagasabb belső megtérülési rátákat 19,4%-os ötéves és kimagasló, 28,6%-os hároméves IRR-rel (*EVCA 2008*)), ami a korábbinál is nagyobb méretű alapok alapítására ösztönöz.

A kockázati-tőke-alapok közül is a legnagyobb, 250 millió dollár fölötti méretkategóriába tartozó alapok realizálták a legmagasabb hozamokat (4,4%-os ötéves és 9,3%-os hároméves IRR), igaz, ezek messze elmaradnak az óriás magántőke-alapok hozamaitól. A táblázatból kitűnik, hogy a technológiai válság következtében a legnagyobb veszteségeket az 50-250 millió dolláros mérettartományba tartozó kockázati-tőke-alapok szenvedték el.

A *Mason és Harrison (1999c)* által végzett felmérés rávilágított, hogy a technológia-intenzív kisvállalkozások finanszírozásától a befektetők 30-60%-os **hozamot vártak el**, míg *Plummer (1987)* egy korábbi felmérése szerint a korai finanszírozási stratégiával rendelkező befektetők 50-70%-os hozamelvárásokkal rendelkeztek. A magyarországi befektetéseket végző kockázati tőkések egy korábbi (*Karsai 1997b*) felmérés alapján a befektetéseiktől 35-50%-os hozamokat vártak el. Mivel a kelet-közép-európai országokban a nyugati országokhoz képest kevésbé kiforrott a gazdasági környezet, ezért a régiót nagyobb információs aszimmetria jellemzi, ami magasabb üzleti kockázatot rejt magában a kockázattőke-befektetők számára, ami növeli a befektetések költségeit és a befektetésektől elvárt hozamrátát is, hiszen a kockázati tőkéseknek sokkal kiterjedtebb monitoring tevékenységet kell folytatnia, mint a fejlettebb országokban (*Wijbenga et al. 2003*).

Az elvárt és a tényleges hozamráták között tehát jelentős különbségek vannak, vagyis a piac mindaddig nem fog elmozdulni a kockázatos, korai ügyletek finanszírozása felé, amíg a kockázatok és a hozamok közötti egyensúly ki nem alakul.

A közép-európai befektetésekre szakosodott kockázattőke-alapok befektetései a kiszálláskor magasabb szorzószámokat (exit multiple) értek el, mint korábban. A befektetők által realizált hozamok növekedése hozzájárulhat a kockázati tőke befektetési kedv javulásához a jövőre nézve. A befektetői verseny élesedéséből azonban arra lehet következtetni, hogy a jövőben már nem lesz elegendő a befektetőknek olcsón venni és magasabb szorzón eladni, hanem értéknövelést kell majd végrehajítaniuk.

A kockázati és magántőke-alapok figyelmének a nagy értékű ügyletek irányába való eltolódásának tehát egyik oka, hogy a vállalkozások későbbi életciklusait érintő *kivásárlási ügyletek Európában jóval nagyobb átlagos megtérülést értek el* az elmúlt évtizedben –még az internetes boom idején is–, mint a korai és expanzív finanszírozást érintő kockázattőke-befektetések. Ez tehát az egyik magyarázata annak, hogy Európában miért csak kivételes esetekben éri meg magvető, induló és korai fázisú cégeket finanszírozni, és miért olyan magas a kínálat a kivásárlások szegmensében. A nagy értékű kivásárlások megvalósításához azonban nagyméretű alapok szükségesek és miután a nagyobb méretű alapok magasabb hozamokat generáltak középtávon, várhatóan a jövőben is a nagyobb méretű alapok alapítására fognak törekedni az alapkezelők, és a befektetők is várhatóan a nagyobb alapokat fogják preferálni megtakarításaik elhelyezésekor.

Az USA-ban a kivásárlások – magas hozamai által is generált – térnyerése mellett a klasszikus kockázati tőke által éveken át elért magas hozamok, a technológiai boom-ot követő válság ellenére is jelentős hatást gyakoroltak az ágazatra, ezért az USA-ban a klasszikus kockázati tőke szegmense nem veszítette el a boom előtti szintnek megfelelő jelentőségét, sőt a befektetők bizalmának visszanyerésével már 2006 óta fellendülés tapasztalható, amit a pénzpiaci válság visszavetett.

4.6. A befektetésekből történő kiszállások alakulása³²

Az első körös befektetésekből történő kilépések mediánja 6 évre nőtt, vagyis a befektetések a gyors meggazdagodás helyett egyre inkább a **hosszú távú** megtérülés irányába mutatnak. A befektetések átlagos idejének emelkedése és a **portfolióvállalatok gyors nemzetközivé válásának** folyamata arra készteti a befektetőket, hogy növeljék az egyes vállalatokba történő befektetéseik átlagos értékét, és újabb befektetéseket hajtsanak végre a már finanszírozott vállalatokba. 2002 óta például a második körös befektetések értéke **világszerte** növekedést mutatott, Európában és Izraelben 100%-os, Kínában pedig kiugróan magas, 233%-os növekedést regisztráltak.

Az USA-ban és Európában 2001 után, a technológiai boom-ot követően a befektetők technológia-intenzív, tőzsdén jegyzett vállalatok iránti érdeklődése és ezzel együtt a vállalatok értéke is visszaesett. Emiatt a tőzsdei úton történő kilépés nem szerepelt a kockázati tőke-befektetők kiszállási lehetőségei között.

Európában a kockázati tőkések induló vállalkozások iránti érdektelenségének egyik oka, hogy manapság már nem egyenes út vezet az első tőzsdei bevezetésig. 2005-ben 184, 2006-ban pedig 108 IPO (első tőzsdei bevezetés) volt, szemben a 2000-ben megvalósult 406 bevezetéssel. Az újonnan jegyzett cégek átlagéletkora 2000 óta megduplázódott, vagyis több időt és több pénzt vesz igénybe, hogy egy vállalkozás elérje a tőzsdei érettség szintjét. 2003 óta azonban egy enyhe javulást lehetett megfigyelni az első tőzsdei bevezetések terén. Az első tőzsdei bevezetések által elért átlagos hozamok Európában 2003 első negyedéhez képest 2007 második negyedévéig 6 millió euróról 221 millió euróra nőttek.

³² Mivel a kockázati tőke-befektetésekből történő kilépések gyakorta nem nyilvánosak, és a kimutatások a publikus adatok figyelembevételével készültek, ezért az adatok – különösen a magyar piacra vonatkozóan – csak tájékoztató jellegűek.

Európában a tőzsdék nem eléggé likvidek, a kisebb vállalatok számára teljesíthetetlen előírások és a másodlagos piacok gyenge teljesítménye miatt a tőzsdei bevezetéseknek jóval alacsonyabb az aránya, elmaradva a szakmai értékesítések mögött. Annak ellenére, hogy az elmúlt két évben több sikeres tőzsdei bevezetésre került sor, még mindig csak a különleges jövedelmezőséget biztosító vállalatok kiváltságának számít a nyilvános részvénykibocsátás lehetősége. Egyes kockázati tőkések úgy vélik, hogy a hazai tőzsdén történő bevezetés biztosítja a kilépéséhez a megfelelő hozamot, mások viszont továbbra is a NASDAQ-ot tartják a technológiai-intenzív vállalatok számára megfelelő likviditást biztosító piacnak.

A tőzsdei irányítás és az első tőzsdei bevezetés költségei alapján az európai nyilvános tőkepiacok vonzóbbakká váltak a kis technológiai vállalatok számára, mint az Egyesült Államok piacai. A kisvállalatok számára aránytalanul magas költségek arra ösztönzik a kockázati tőke által finanszírozott vállalatokat, hogy külföldi tőkét vonzzanak, ami pozitív, fellendítő hatást gyakorolhat az európai kilépések piacára. Ennek ellenére az európai statisztikák nem tanúskodnak arról, hogy megnőtt volna az amerikai cégek részvényeinek a tőzsdei bevezetése, és arról sem, hogy az első nyilvános tőzsdei jegyzések nagyobb átlagos hozamokat eredményeznének, mint az amerikaiak.

Európában a szakmai befektetőknek történő értékesítések az Egyesült Államok piacához képest szerényebb lehetőségeket rejtenek magukban, mivel az európai nagyvállalatok eltérő stratégiai felfogásuk miatt kevésbé hajlandóak a technológiai vállalatok megvásárlására, mint amerikai társaik. Ennek ellenére az elmúlt években különböző iparágakban több sikeres szakmai értékesítés is történt Európában, és általánosságban a kivásárlások piacán javuló tendenciát lehetett tapasztalni, ami együtt járt a nagyvállalatok érdeklődésének javulásával.

A másodlagos vezetői kivásárlások kilépési módja az elmúlt időben egyre kedveltebbé vált Európában, de különösen az Egyesült Királyságban, ahol 2001-ben még csak 35 ilyen ügyletet kötöttek, azóta pedig egyre növekvő tendenciát követve 2004-ben 87, 2005-ben pedig csak az első félévben már 51 másodlagos kivásárlásra került sor.

Mivel a kockázati tőkések nem szívesen finanszíroznak egy vállalkozást öt évnél tovább, jobban megéri számukra a nagyobb múlttal rendelkező vállalkozások finanszírozása. Ez esetben a kockázati tőkés hozzásegíti a vállalkozás vezetését a hatékonyság növeléséhez és a cég átszervezéséhez annak érdekében, hogy a vállalkozás felértékelődését követően magas megtérülést realizálva tudjon kiszállni a

vállalkozásból. A kisvállalkozások számára megoldást jelenthet a beolvadás vagy összeolvadás, amelyet szakmai befektetőnek történő értékesítésnek is értelmezhetünk. Az egyesülés segítségével a kisvállalkozások így elkerülhetik a tőzsdére vezető út kockázatát.

Európában a kilépések értéke évek óta tartó folyamatos emelkedés után 2006-ban rekorderedményt ért el, 33,1 milliárd euróra nőtt. A kilépések értéke a 2002-es 10 milliárd eurós nagyságrendhez képest 2004-re megduplázódott, és 2005-ben újra meghaladta az előző évi szintet. A kilépések számában nem mutatkozik ilyen mértékű változás, amiből az következik, hogy az ügyletek átlagos értéke emelkedett (*EVCA 2005b*), a kilépések száma négy- és ötezer között változott, 2006-ban 4448 befektetésből vonták ki a tőkéjüket a befektetők.

Európában a leggyakrabban szakmai értékesítés útján történnek a kiszállások (2006-ban 23%), de egyre nagyobb jelentőséggel bír a hitelek refinanszírozása (2006-ban 17,1%) és a kockázati tőkéseknek történő értékesítés (2006-ban 16,6%) (*EVCA 2007a*). 2007-ben már a kilépések legmagasabb értékét (6,2 milliárd euró) a kockázati tőkéseknek történő kivásárlások tették ki (*Caselli 2008*), ami a kockázatitőke-iparág fejlettségéről és a piac likviditásáról tanúskodik.

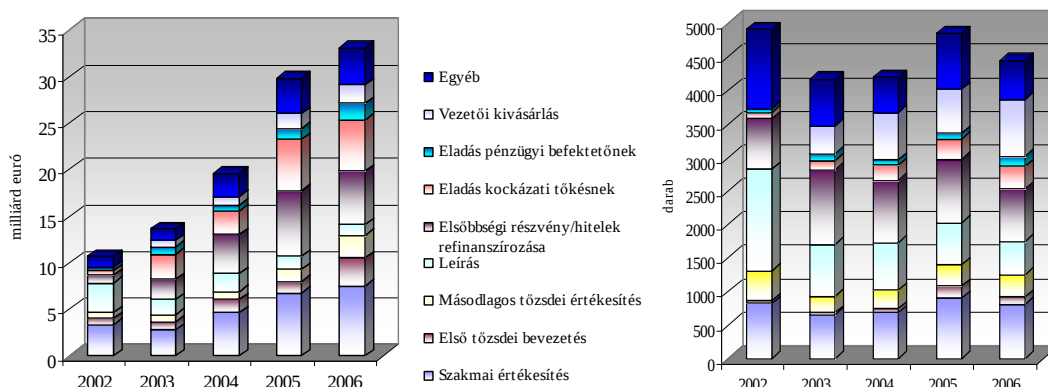
Az európai kockázatitőke-piac jövője szempontjából kedvező tendencia, hogy az első tőzsdei bevezetések terén 2005 óta élénkülést lehet tapasztalni, ami a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások korai finanszírozására bátoríthatja a befektetőket. Ez részben annak köszönhető, hogy az AIM³³ az érettség szakaszába jutott, másrészt megjelentek az új tőzsdék, mint például az Alternext, melyek a kisebb vállalkozások számára megkönnyítik a tőzsdére bocsátás útján történő értékesítést (*Ernst&Young 2005*). Az európai tőzsdei kiszállások értéke azonban még mindig elmarad az USA-ban megszokott ügyletekhez képest, és még mindig nem tartozik a három legelterjedtebb kilépési mód közé. A tőzsdén kívüli értékesítések dominanciája a tőzsdei értékesítéssel szemben abban áll, hogy az európai tőzsdék nem működnek olyan

³³ Az AIM a világ egyik vezető tőzsdéje a kis- és közepes vállalkozások piacán, amelyet tipikusan az innovatív vállalkozások tőkeszerzése céljából alakítottak ki. Ennek egyik példája, hogy nincs megkötés a bevezetendő vállalkozás méretére, a kibocsátandó részvények számára vonatkozóan. Maga a bevezetési folyamat időtartama rövidebb a hagyományos tőzsdéken szükséges időnél (LSE 2004). Szintén ki kell emelni az Alternext nevű piacot, ami hasonlóan a kis innovatív vállalkozások tőkeszerzésében segít. Habár a piac 2005. május 17-én kezdte meg a működését, számos sikeres nyilvános tőzsdei részvénykibocsátás helyszíne volt már (*Becskyné-Biczók 2006*).

hatékonyan, mint az Egyesült Államokban, ahol az első nyilvános részvénykibocsátás a legelterjedtebb kiszállási útvonal.

25. diagram

**A kockázati- és magántőke-befektetésekből történő tőke kivonások összesített értékének megoszlása Európában a kilépések módja szerint,
*2000-2006 (milliárd euró, db)**

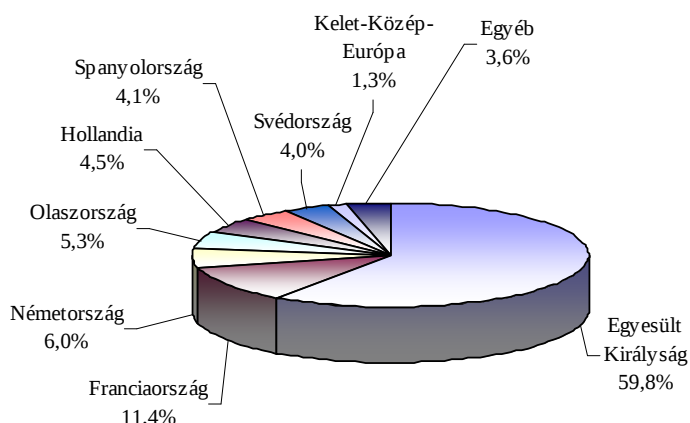


*az összesítés a befektetési bekerülési ár alapján történt
Forrás: EVCA 2007a, 10. old.

Szintén az európai kockázati-tőke-iparág fejlődését mutatja, hogy a leírások száma és értéke egyaránt folyamatosan csökkent az ezredfordulót követő válság óta, és 2006-ban a leírások a kilépések számának eddigi legkevesebb, 11,1%-os arányát tették ki. 2000 és 2006 között közel 32 milliárd euró értékű szakmai értékesítés jött létre. Ez a kétszerese annak a 16 milliárd euró értékű kiszállásnak, amelyek tőzsdei úton valósultak meg. 2006-ban a kilépések értékének 60%-át az Egyesült Királyságban székhellyel rendelkező alapok realizálták, amit Franciaország 11%-os és Németország 6%-os aránya követett. A kelet-közép-európai székhellyel rendelkező alapok mindössze 1,3%-kal járultak hozzá a kilépések összesített értékéhez. Kelet-Közép-Európában Európa átlagához képest jelentős különbségeket találhatunk a kilépési módok tekintetében, ugyanis a kilépések legmagasabb arányát (2006-ban 43%-ot) a szakmai értékesítések érték el, és a második legelterjedtebb a tőzsdei úton történő kiszállás volt (2006-ban 18%), ami elsősorban az élénk varsói tőzsdének köszönhető.

26. diagram

A kilépések értékének országonkénti megoszlása Európában, 2006 (%)



Forrás: EVCA 2007a, 10. old.

A kockázati- és magántőke-alapok Kelet-Közép-Európában megjelenésük óta az európai átlagnál kevesebb kilépést realizáltak. Ez alól kivételt jelent Lengyelország, hiszen itt 2003-ban 108,2 millió, míg 2004-ben 88,6 millió EUR értékben hajtottak végre üzletrész-értékesítéseket, ami jelentősen felülmúlja a cseh (13,7 és 23,6 milliós), a magyar (41,6 és 1,66 milliós), valamint a szlovák (13,2 és 1,7 milliós) értékeket (EVCA 2004, 2005a).

A kiszállások alacsony értékének oka egyrészt az volt, hogy ebben a régióban a kockázati-tőke-finanszírozásnak nem volt kellő hagyománya (Martin 2003). A befektetett pénz olyan vállalatokhoz került, ahol a menedzserek helyi ismeretekkel, kapcsolatokkal és tapasztalatokkal rendelkeztek ugyan, de nem volt jártasságuk a magántőke-finanszírozásban. Ennek eredményeként alábecsülték az *exit* bonyolultságát. Másrészt a kiszállásokat azért volt különösen nehéz megvalósítani Kelet-Közép-Európában, mert a tőkepiacok likviditása nem volt megfelelő. Ez továbbra is fennáll, de az utóbbi években a nyilvános piacokon történő kiszállás jelentősége megerősödött. A Varsói Értéktőzsdének sikerült igazolnia, hogy járható és megfizethető utat tud biztosítani a magántőkével finanszírozott cégek számára. 2004-ben 36, míg 2005-ben 35 cég került bevezetésre a Varsói Értéktőzsdén, melyek átlagos költsége mindössze a vállalatok tőkeemelésének 5,09%-a volt. Más belföldi és nemzetközi értéktőzsdéken is teljesítettek kiszállásokat jegyzés (*listing*) útján, beleértve a prágai, a New-York-i és a bécsi értéktőzsdéket. Újabb nyugdíjreformokkal és az életszínvonal emelkedésével a régió értéktőzsdéinek további fejlődése várható. A régióban korábban a legtöbb *exit* szakmai értékesítés útján történt belföldi és nemzetközi vásárlók számára. A kockázati

tőkések korábban kevésbé próbáltak tengerentúli, más ágazatban tevékenykedő vagy pénzügyi befektetőket találni, amivel valamelyest korlátozták a siker esélyeit. Ebben a tekintetben a régió piacainak fejlődését lehetett megfigyelni a másodlagos piacok kialakulásával. A régióban még nagy történelmi jelentősége van a másodlagos vezetői kivásárlások útján történő kilépésnek. Az európai átlaghoz képest jóval magasabb arányban kerül sor a vezetőknek történő értékesítésre, de volumenét tekintve itt is visszaesés tapasztalható. Sajnálatos módon leírások is gyakrabban történnek Európának ezen a részén (*Martin 2003, EVCA 2004, 2005a, 2005b, Becskyné-Biczók 2006*)

A térség országainak az Európai Unióhoz való csatlakozása következtében a kockázati-tőke-befektetők több okból is a kilépési lehetőségek javulását várták, ami azóta beigazolódni látszik. A csatlakozás után a külföldi szakmai befektetők érdeklődése megnőtt a régió alacsony költségű, de magas növekedést biztosító gazdaságai iránt, hiszen a régióban megvalósított befektetéseikkel fejleszthetik saját üzleti tevékenységüket. Szintén a kilépési feltételeket javítja az üzleti kockázat szintjének általános csökkenése, és a régióban található vállalatok határon túli tevékenységének bővülése. A tőzsdei úton történő kilépések esélyeit javítja a külföldi intézményi befektetők érdeklődésének növekedése a helyi nyilvános kereskedés alatt álló cégek iránt, és további fontos kilépést korlátozó tényezők szűnnek meg azáltal, hogy a belföldi tőkepiacok likviditása gyors javulást mutat (*EVCA 2004*).

A Magyarországon tevékenykedő kockázati- és magántőke-befektetők az európai átlaghoz hasonlóan befektetéseiket 3–5 éves időtartamra tervezik, ennek megfelelően a befektetéstől a kiszállásig terjedő tényleges időszak hossza a 2005-ben végzett felmérés alapján átlagosan 3,9 év volt. A befektetők 15-20%-os éves hozamot vártak el befektetéseiktől, de erre vonatkozó tényleges adatok nem állnak rendelkezésre (*MKME 2005*). Az üzletkötést jelentősen befolyásolja, hogy már a beszálláskor világos információk álljanak rendelkezésre a kiszállás módjáról, és a befektetők befolyást tudjanak gyakorolni a kilépéssel kapcsolatos döntésekre (*Mansel-Pleydell 2002*). Magyarországon az iparág meghonosodása óta 193 esetben vált ismertté a kilépés ténye, a kilépések értéke azonban nem egyenletesen alakult. Megfigyelhető volt a tőkeallokációs és a befektetési hullámokat megkésve követő kiszállási hullám, ami az iparág természetéből fakad. Az első csúcst 1999-ben (17 darab, 100 millió dollár) érték el a kilépések a technológiai-boom idején, amikor az első tőzsdei bevezetések is fontos szerepet kaptak, majd 2004-ben (17 darab) nőtt meg újra a kilépések száma. 2007-ben 16 ügylet keretében valósult meg tőkekivonás, a legtöbb az állami tulajdonban lévő

befektetőktől történő vezetői kivásárlások útján (Karsai 2006b, Karsai 2008a). A szakmai értékesítések hatására nőtt a kivásárlások értéke, ugyanakkor tőzsdei úton történő értékesítésre csak már tőzsdén jegyzett vállalkozások esetében került sor. Az EBRD által finanszírozott alapok hozamai alapján a legjövedelmezőbb kilépési módok Magyarországon az első tőzsdei bevezetés és a szakmai értékesítés voltak, a legkevesebb hozamot pedig a vezetői kivásárlások biztosították (Karsai 2008a).

11. Táblázat

A kockázati- és magántőke-befektetők magyarországi cégekből történt kilépéseinek megoszlása a kilépés módja szerint, 2002-2007* (darab)

	2002		2003		2004		2005		2006		2007*	
	db	%	db	%	db	%	db	%	db	%	db	%
Szakmai befektetőnek eladás	5	31	6	50	7	41	4	33	5	23	4	25
Tőzsdei értékesítés (IPO/PO)	1	6	0	0	2	12	2	17	1	4	2	13
Könyvleírás	4	25	1	8	1	6	0	0	0	0	0	0
Másodlagos eladás	3	19	2	17	1	6	1	8	3	14	1	6
Visszavásárlás	0	0	0	0	0	0	0	0	13	59	9	56
Nincs adat	3	19	3	25	6	35	5	42	0	0	0	0
Összesen	16	100	12	100	17	100	12	100	22	100	16	100

Forrás: Karsai 2008a, 8. old.

Magyarországon a kilépések terén 2004 óta stabilitás tapasztalható, az utóbbi években kiszélesedtek a kilépési lehetőségek a befektetések másodlagos piacának kibontakozása révén (Karsai 2008a). Ez javítja a piac likviditását, és egyben az iparág fejlettségét jelzi, amely egyre jobban hasonlít a nyugat-európai országokban megszokott iparági szerkezethez. A kiegyensúlyozott kilépési lehetőségek hozzájárulnak az új befektetések érdekében történő friss tőke allokálásához. 2004 óta elsősorban a második körös és az egyéb alternatív kiszállási módok súlya növekedett, és jelentős szerepet játszottak a szakmai befektetőknek történő értékesítések (Karsai 2005, MKME 2006a, b, MKME 2007). A tőzsdei úton történő kilépések jelentősége a régióban elsősorban Lengyelországban nőtt, de 2004 óta magyarországi vállalatok számára is lehetőség nyílt az első tőzsdei bevezetésre, igaz, nem a Budapesti Értéktőzsdén. A jövőben a kockázati-tőke-befektetőknek történő másodlagos értékesítések szerepének növekedése várható.

5. Összefoglalás, következtetések

A disszertáció megírása során arra kerestem a választ, hogy a kockázati tőke **hogyan és milyen vállalkozások támogatása révén fejti ki értékteremtő hatását**. Az **első fejezetben** a kockázati tőke speciális jellegzetességei mellett bemutattam az innovatív kisvállalkozások finanszírozási nehézségeinek megoldására alkalmas informális kockázati tőke finanszírozási alternatíváját, összevetve az intézményes kockázati tőkével. A befektetéseket igénylő vállalkozások eltérő életciklusokhoz kapcsolódó forrásszükségleteihez kapcsolódóan felvázoltam, hogy a kockázati tőke egyes típusai mely fázisokban, milyen módon válhatnak optimális finanszírozási forrássá. A **finanszírozási rés** problémáját tárgyalva ismertettem a nemzetközi kutatások eredményeit, amelyekből kiderült, hogy az intézményes kockázati tőke a finanszírozási rések áthidalásában nem játszik jelentős szerepet, éppen ellenkezőleg, a nagyobb értékű ügyletek irányába történő elmozdulás révén felelőssé tehető a rések kiszélesedéséért. Az alapoknak a korai finanszírozással csak kivételes esetekben éri meg foglalkozni, a kockázatok csökkentését és a vállalati érték növelését szolgáló rendkívül magas tranzakciós költségek miatt. Ezzel szemben az informális kockázati tőkének jelentős szerep jut a korai növekedés szakaszában fellelhető finanszírozási rés áthidalásában, így az üzleti angyalok részt vesznek a növekedést serkentő értékteremtő folyamatokban. A fejezet végén a **kilépések** fontosságára hívtam fel a figyelmet, hiszen a kockázati-tőke-befektetések egyik legfontosabb ismérve, hogy a befektetők egy meghatározott futamidő után, részesedéseik értékesítése révén igyekeznek árfolyamnyereséghez jutni, és ekkor nyílik lehetőségük arra, hogy az általuk **hozzáadott értéket realizálják**.

A **második fejezetben** kifejtett **vállalatelméletek** – a vállalkozó és a vállalat elméleti kerete – a kockázati-tőke-finanszírozás során létrejött speciális kapcsolatok vizsgálatához szolgálnak alapul. Az elméleti fejezet első részében bemutatásra került, hogy a kapcsolódó közgazdasági elméletek szerint a vállalat és a gazdaság fejlődésében milyen funkciót tölt be a vállalkozó, illetve a tulajdonos (tőkés), és a szereplőket tevékenységükért cserébe milyen típusú jövedelmek illetik meg. A **vállalkozó** legfontosabb **funkciói** a kalkuláció, az innováció, a vezetői döntéshozatal és a koordináció, míg a **tulajdonos szerepe** a vállalat számára szükséges tőke biztosítása, amihez kockázatvállalás kapcsolódik. A kockázati-tőke-finanszírozás során a vállalat alapítója/vezetője és a kockázati tőkés, illetve nagyobb vállalat esetében a vállalat

menedzsmentje és a kockázati tőkések között speciális viszony alakul ki, ami a vállalat vezetéséhez és tulajdonlásához kapcsolódó **funkciók összemosódásához** vezet. A kockázati tőkések ugyanis tőkéjük rendelkezésre bocsátásán túl **személyesen is közreműködnek a vállalat vezetésében**, ami a vezetői szerepkör részleges vagy teljes átvételével jár együtt. Ideális esetben a kockázati tőkések azokat a kompetenciákat bocsátják a vállalkozás rendelkezésére, amelyek hiányoznak a vállalkozó vagy a menedzsment képességei közül, vagyis részt vesz a vállalat **kompetenciaépítésében**. Jól példázza ezt az esetet, hogy a Waberer's Csoport vezetésében az AIG csak azokban a stratégiai és pénzügyi kérdésekben folyt bele a döntéshozatalba, amelyekben nagyobb tapasztalatokkal rendelkezett, így a vezetői funkciókat együtt magasabb színvonalon tudták ellátni. Amellett, hogy a kockázati tőke-befektetés együtt jár azzal, hogy a befektetők vezetői jogokat szereznek, **a menedzsment tulajdonosi jogokat szerez** (vagy tart meg), melynek célja, hogy a vezetők és a tulajdonosok **érdekei harmonizálva** legyenek, és ezáltal minden résztvevő **érdekelt és kompetens** legyen a **vállalat értékének javításában**. Erre példa a SkyEurope vagy a Waberer's esete, amikor a vezérigazgató a befektetés után is megmarad vezetői székében és megtartja tulajdoni hányadának jelentős részét.

A **klasszikus kockázati tőke** elsődleges célpontjai azok az innovatív, nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások, amelyek képesek hosszú távon magas tőkejövedelmet generálni számukra. A szakirodalom szerint azok a vállalkozók tudják sikerre vinni a vállalkozásukat, akik hajlandóak **kockázat vállalására**, rendelkeznek **innovációs és kalkulációs képességekkel**, és ezáltal jó érzékkel választják ki azokat a technológiákat, amelyek a későbbiekben alkalmasak lesznek a kereslet kielégítésére. A vállalkozó személyiségének fontosságát jól tükrözte a Solvo esete, ahol az alapító tulajdonos-vezető kockázatviselési hajlandósága, kimagasló kalkulációs és innovációs képessége a vállalat egyik sikertényezője volt. Hasonlóan kiváló képességekkel rendelkeztek a Sense/Net, a Biorex és a SkyEurope alapítói is. A vállalkozó az **innovációval véghezvitt kreatív rombolása által új piacokat teremt**, ahol az üzleti siker attól függ, hogy mennyire tudja átadni a piac számára a **releváns tudást**. A Solvo vezetésének sikerült olyan innovációkat életre kelteni, amelyekkel új piacot teremtettek és a világpiacon vezető pozícióba kerültek. Az eredményekhez hozzájárult, hogy sikerült a vevők irányába az innovációkban rejlő lehetőségeket, előnyöket közvetíteni.

Leibenstein szerint a vállalkozó feladata nem az új piac megteremtése, hanem a már meglévő piacon a **piaci rés betöltése**, vagy az alulinformált, kevés inputtal

rendelkező piacon az **input kiegészítése**. Erre törekedik a Sense/Net, a SkyEurope és a BorsodChem is, és ez lett volna a célja a Biorex kutatásainak is. A kockázati tőkésnek nagy szerep jut az input-kiegészítő tevékenység támogatásában, hiszen tőkéjének és szakmai tudásának, birtokában lévő információknak, kapcsolatrendszerének rendelkezésre bocsátásával hozzájárul a vállalkozás sikeréhez. A kockázati tőkés iparági ismeretei segítik a vállalkozást az olyan piaci rések azonosításában, amelyekben a vállalkozás és a befektető együttesen rendelkezik a kereslet kielégítéséhez szükséges inputokkal.

A **vállalkozás sikerének** legfőbb záloga tehát a vállalkozó, a vezetés személyiségében, képességeiben, tudásában, kockázatvállaló képességében rejlik. Nem véletlen, hogy a kockázatitőke-társaságok a befektetői döntések meghozatala során jelentős hangsúlyt fektetnek a vállalkozó, illetve a menedzsment személyiségének felmérésére. A kockázati tőkések sikerének egyik alapvető feltétele, hogy képesek legyenek eldönteni, hogy a menedzsment tagjai képesek-e arra, hogy az általuk ideálisnak tartott üzleti tervet végrehajtsák, és amennyiben szükséges, a befektetőknek ki kell egészíteniük a vezetés kompetenciáit. A magyarországi esettanulmányokból kiderült, hogy a **humán erőforrás minősége** és a **vezetők személyisége kulcsfontosságú** szerepet játszott a **befektetési döntés** meghozatalában. A vállalkozás növekedésének feltétele az is, hogy a kockázati tőkések és a menedzsment képesek legyenek **együttműködni** egymással. A közöttük fennálló függőségi kapcsolat jól példázza azt az elméleti irányzatot, amely szerint az **aktorok kölcsönös függősége** esetén a **kooperatív magatartás** eredményezi a felek számára a **legkedvezőbb megoldásokat**.

A kockázatitőke-befektetők alapvető célja, hogy a **vállalat értéke növekedjen**, mert ebben az esetben tudnak jelentős árfolyamnyereséget realizálva kilépni a befektetésükből. Az új intézményi közgazdaságtan maximális vállalati értéket eredményező tőkeszerkezet-elméletei a korábbi merev feltételrendszert feloldották, és az elméleteket **realisabb feltételrendszerbe** helyezték. A tökéletes információk feltétele helyett információs aszimmetriát tételeztek fel. A kockázatitőke-piacot – különösen a vállalkozások korai életszakaszának finanszírozása esetében – fokozott információs aszimmetria jellemzi. A vállalkozók sok esetben nem rendelkeznek kellő ismeretekkel a kockázatitőke-finanszírozás lehetőségeiről, ami a szerződés előtti **opportünizmus** kockázatát rejti magában. Amennyiben a kockázati tőke bevonására kerül sor, akkor az ügynökök (vezetők) lényeges információkat hallgathatnak el a

megbízók (befektetők) elől, nehogy az ellenőrzési és irányítási jogokat kiengedjék a kezükből, ami felveti a **morális kockázat** problémáját. Különösen indokolt eset, amikor a vállalkozó egyedi tudás birtokában van és tart attól, hogy illetéktelenek birtokába kerüljenek az információk. Minél fiatalabb egy vállalkozás, annál kevesebb tudás áll a befektetők rendelkezésére a termék vagy szolgáltatás jövőbeli keresletének alakulásáról, a piaci és növekedési lehetőségekről. Emellett a vállalkozók magáninformációkkal rendelkezhetnek a vállalkozásról, ami tovább fokozza a kockázati tőkések kockázatát. A kontraszelekció és a morális kockázat kiszűrését szolgálják a befektetők által kidolgozott **kockázatcsökkentő mechanizmusok**, mint például a szelektív, szigorú kritériumokkal rendelkező kiválasztási módszerek, a részletesen kidolgozott szerződések, a tulajdonosok és a vezetők érdekeinek harmonizálása, stb.

A kockázati- és magántőke azon szegmensét, amelyben nagy értékű **kivásárlási ügyleteket** valósítanak meg, kevésbé jellemzi az imént említett információs aszimmetria. A nagy értékű, magas jövedelmezőségű és mérsékelhető kockázattal rendelkező ügyletekért versenyeznek a befektetők. Természetesen ebben a szegmensben is alkalmazzák a kockázati tőkések a szerződéskötést megelőző és a szerződéskötést követő kockázatcsökkentő technikákat, de ilyen befektetések esetén az információs aszimmetriából, az opportunizmusból, a morális kockázatból és a kontraszelekcióból fakadó bizonytalanság sokkal jobban kiszűrhető, mint a korai finanszírozás esetében.

A **fokozott információs aszimmetria** következtében a klasszikus kockázati-tőke-piac szegmensében kialakult piaci elégtelenségek következtében **piaci rések** keletkeztek a világ minden táján, az USA-ban, Európában és Magyarországon is. Az ezredfordulón a technológia-orientált kisvállalkozások tömeges finanszírozása során jelentős mértékű kontraszelekció valósult meg, ami az iparág válságához és piacok megszűnéséhez vezetett.

A **jelzésérték modell** szerint a tőkeszerkezeti döntések a belső információk közvetítésének eszközei, például a kockázati tőkések számára növeli a vállalat értékét, ha a tulajdonos-vezető jelentős részesedéssel rendelkezik a vállalkozásban. Ezt a biztonságot jelentette az AIG számára az elnök-vezérigazgató 50%-ot meghaladó részesedése, illetve a Solvo elnök-vezérigazgatójának részesedése a vállalatban. Hasonló információt közvetített a NABI részvényeket jegyző befektetők számára a kockázati-tőke-befektető első tőzsdei bevezetés után megmaradt tulajdoni részaránya. Szintén jelzésértékű mozzanatnak számított a BorsodChem vezetésének azon

bejelentése, hogy 500 millió eurós beruházásra készül, ami azt az üzenetet hordozta a befektetők számára, hogy a vállalat nagy növekedési potenciállal rendelkezik.

A fokozott információs aszimmetriával jellemzett, innovatív, technológia-intenzív, növekedés-orientált kisvállalkozások esetében a **tőkeszerkezet hierarchiájában** egyes elméletek szerint a belső források után az informális tőkebefektetések következnek, amit az intézményi kockázati tőke és a hitelfinanszírozás követ. Azok a vállalkozások, amelyek nem növekedés által vezéreltek, megmaradnak a tőkeszerkezet hagyományos hierarchiájánál, ahol a belső forrásokat az idegen források követik. Ezzel szemben a hagyományos iparágak érett vállalatai számára a kockázattőke-finanszírozás a belső forrásokból és a hitelből történő finanszírozás után következik, sőt, egyre elterjedtebb a részvénytőke-bevonáson túlesett tőzsdei vállalkozások kockázati tőke általi finanszírozása és kivezetése a tőzsdéről. Ennek jó példáját mutatta az érettség szakaszán túljutott, a hanyatlás fázisába ért NABI, vagy a növekedés előtt álló BorsodChem kockázati tőkések általi kivásárlása.

A kockázattőke-finanszírozást **kétszintű megbízó-ügynök probléma** jellemzi, ahol a **kockázattőke-társaság a megbízó szerepét** tölti be a vállalathoz fűződő viszonyában és az ügynök szerepét játssza az alap befektetőjével való kapcsolatában. A vállalkozó mint ügynök és a kockázati tőkés mint megbízó viszonyából fakadó morális kockázat lépett fel a Solvo esetében, amikor a kockázati tőkések veszélyben látták a befektetésüket, és a szerződésben foglaltaknak megfelelően át akarták venni a vállalat irányítását, de a vállalkozó ezt megakadályozta, kihasználva a birtokában lévő magáninformációkat, jogi kiskaput találva a befektetési szerződésben.

A **kockázati tőkés ügynöki szerepkörével** történő visszaélés példája volt a NABI és a Biorex esete, amikor az alapkezelésért magas jutalékban részesülő Első Magyar Alapot kezelő társaság visszaélt reziduális irányítási jogaival, reziduális hozamok megszerzése céljából. Az alapkezelő túlzott hozaméhsége hozzájárult a vállalat és a befektetők közötti viszony megromlásához és a cég hanyatlásához.

A oportunizmus és a morális kockázat, valamint az ügynöki költségek kiszűrése érdekében a kockázattőke-társaságok törekednek az információs aszimmetria mérséklésére és a reziduális irányítási jogok megfelelő elosztására, de a kockázat teljes kiküszöbölésére alkalmas szerződést kötni nem lehetséges.

A kockázati tőkések rendszerint igényt tartanak **reziduális irányítási jogok** egy részére, attól függően, hogy mennyire tartják alkalmasnak a vállalat vezetését arra, hogy a tulajdonosok vagyonának maximalizálása érdekében cselekedjenek. A NABI, a

BorsodChem, a Biorex, az EXBUS és a Hungarocamion esetében például a kockázati tőkések többségi tulajdont szereztek, hogy saját irányításuk alá vonják a vállalatokat. Természetesen ettől még a reziduális irányítási jogok nem teljes egészében összpontosultak a kezükben, de a vállalat vezetéséért és a tőke rendelkezésre bocsátásáért cserében őket illették meg a reziduális hozamok, és mivel a reziduális irányítási jogok és hozamok jó része az alapkezelőket illette meg, vagyis a vállalat értékének javítása saját érdekük is volt, ezért számítani lehetett arra, hogy az általuk meghozott döntések hatékonyak lesznek. (A NABI esetében ez csak egy ideig működött.)

Az elméletből ismert, hogy a kockázati tőkés **értékteremtő tevékenysége szakértelmének és kapcsolatrendszerének** rendelkezésre bocsátása révén valósul meg, és emellett a vállalat fölött gyakorolt **kontroll** a portfóliócég értékmegőrzését biztosítja.

A kvalitatív módszerekkel végzett empirikus kutatások igazolták, hogy a klasszikus kockázati tőkével és a kivásárlásokkal foglalkozó kockázati tőke-befektetők közreműködésükkel **fenntartható, hosszú távú növekedést** generáltak a portfóliócégek értékteremtő folyamatában. A kockázati tőke-befektetők teljesítménye és négy strukturális tényezője (az alapok és ügyletek mérete, illetve az iparági és földrajzi kiterjedtség) között a nemzetközi kutatások során talált gyenge korreláció arra világított rá, hogy a kockázati tőkések értékteremtő modellje egyre bonyolultabb és kifinomultabb, melynek feltárása kvalitatív módszerekkel lehetséges.

A kvalitatív módszerekkel végzett amerikai, európai és kelet-közép-európai kutatások eredményeit szintetizálva, vagyis **szekunder kutatás eredményeként** létrehoztam egy **dinamikus, háromtényezős modellt**, amely szerint az értékteremtés forrásai a **tőke** (*capital*), a **tudás** (*competence*) és az **együttműködés** (*cooperation*). A modell rámutat arra, hogy az értékteremtés folyamata az értékteremtés forrásai és a strukturális tényezők gyarapodásához is vezet egy **öngerjesztő folyamat** eredményeként.

A **tudás** a modell egyik alappillére, ami abból fakad, hogy a kockázati tőke-befektető személyesen is közreműködik a portfóliócég irányításában és ellenőrzésében, a menedzsmenttel szoros együttműködésben, stratégiai, vállalkozói és pénzügyi szemléletet meghonosítva és kiegészítve a hivatalban lévő vagy újonnan választott vezetés kompetenciáit. A sikeres befektetők rendszerint az adott **iparágban jártas, vállalkozói és befektetői tapasztalatokkal** rendelkező szakemberek, akik képesek a

menedzsmenttel való **kooperációra, kompetenciájuk kiegészítésére**, szükség szerint személyes **kapcsolatrendszerük** rendelkezésre bocsátása által is.

A klasszikus kockázatitőke-befektetők és a kivásárlásokra szakosodott szereplők sikere **eltérő típusú szakértelmet** feltételez. Az esettanulmányok szerint a korai és expanzív finanszírozás hatékony menedzseléséhez a sikeres befektetők az életképes termékek és technológiák azonosításában, a technológiai transzfer, az új piacokra, piaci résekbe történő belépések és a nemzetközi terjeszkedés koordinálása terén szereztek jártasságot. A kivásárlások specialistái elsősorban a hatékonyságjavító intézkedések területén, a nagyvállalatok rejtett tartalékainak felismerésében és felszínre hozásában, a vállalatfelvásárlásokban, a stratégiai menedzsmentben, az ösztönzési módszerek, illetve a nemzetközi szemlélet kiterjesztésében rendelkeztek széleskörű tapasztalatokkal. A befektetőknek, függetlenül a portfóliócég életciklusától, sikertényezőt jelentett az adott **iparághoz kapcsolódó jártasságuk** és a **befektetések** illetve **kiszállások** eltérő módjai során szerzett tapasztalataik. A befektetők **kapcsolatrendszere** az értékteremtés folyamatában az esettanulmányok tanulságai alapján arra szolgált, hogy a befektető speciális iparági, pénzügyi vagy vezetői tudást tudjon a portfóliócégbe integrálni, megkönnyítve és rugalmassá téve ezzel a döntési folyamatokat.

Az iparági tanácsadók szakmai tudása segít a bizalom megalapozásában, a versenyelőnyök meghatározásában. Vezetői, vállalkozói tapasztalatuk a vállalat számára legkiválóbb stratégiát és jövőképet tartalmazó üzleti terv kialakításában egészíti ki a vezetők tudását. A befektetők kapcsolatrendszere segítséget nyújt újabb finanszírozási források, akár társbefektetők akár idegen tőke révén történő, bevonásához, kilépések menedzseléséhez, vevők és szállítók körének bővítéséhez, speciális tudással bíró alkalmazottak felkutatásához, nemzetközi kapcsolatok kiszélesítéséhez.

A kockázatitőke-befektetők által biztosított **tőke** mint a modell második alappillére, nem csak egyfajta finanszírozási forrás, hanem az értékteremtés eszköze. Ennek oka, hogy **egyszerre nagy összegben** áll rendelkezésre, emiatt megváltoztatja a cég **tőkestruktúráját**. A klasszikus kockázatitőke-befektetések esetén gyakran egyáltalán nincs is más módja a finanszírozásnak, vagy a hitelfelvétel túlzottan megterhelné a növekedésorientált vállalkozás pénzáramlásait. A kivásárlások esetén a kockázati tőke **előnye**, hogy **koncentrálja az irányítás és az ellenőrzés fölötti jogokat**, hatékonyabbá téve a tőkestruktúrát. A szigorúbb ellenőrzés mellett a kockázati tőke mindkét típusánál értékteremtő mechanizmusok lépnek életbe, a befektető az igazgatóságon vagy a felső vezetésen keresztül érvényesíti monitoring szerepét, és

szoros együttműködést alakít ki a menedzsmenttel. Klasszikus finanszírozás esetén elterjedt stratégia, hogy az **alapítók továbbra is tulajdonosok maradnak** a portfóliócégben, kivásárlások esetén pedig a kockázati tőkések által gyakran és hatékonyan alkalmazott módszer, hogy a **vezetőknek tulajdonosi részesedést juttatnak**, ami az érdekek harmonizálását eredményezi. A vezetők érdekeltté tétele a néhány éven belül realizálható magas hozam elérésében ösztönzőleg hat az intenzívebb szerepvállalásra a cég értékteremtő folyamataiban.

A modell harmadik – de a másik két tényezőnek egyáltalán nem alárendelt, hanem azokat kiegészítő – tényezője az **együttműködés**. Az esettanulmányok kiválóan alátámasztották, hogy az első két tényező önmagában nem elegendő a kockázatitőke-befektetés és a vállalat sikeréhez, amennyiben a felek között megromlik a viszony, kiéleződnek az érdekellentétek és megszűnik az együttműködés. A vezetők és a tulajdonosok érdekeinek harmonizálása, a befektető által megszerzett tulajdonosi részarány és a vállalat tevékenységének ellenőrzése közös célokat szolgálnak, ugyanakkor a túlzott ellenőrzés kontraproduktívvá válhat, ami az együttműködési készség romlásához vezethet.

Az empirikus kutatások azt igazolták, hogy az ügyletek típusa és földrajzi fókusza alapján fellelhető eltérő hangsúlyoktól eltekintve, az **értékteremtés módszerei megegyeznek a klasszikus kockázati tőke és a kivásárlások terén, Európában és az Egyesült Államokban.**

A **klasszikus kockázatitőke-befektetések** fontos sikertényezőjének bizonyult a **piaci potenciál**, amely gyakran a nemzetközi, sőt globális piacokra való terjeszkedés lehetőségét jelentette. Az alapítók és hivatalban lévő menedzserek **vállalkozói és iparági tapasztalata** és szemlélete szintén fontos sikertényező. A **technológia** is a legtöbb esetben a siker kulcsát jelentette, de nem a technológia egyedisége, hanem a **piaci rés** betöltésére való alkalmassága számított. A befektetések sikerének további feltétele az volt, hogy a befektető és a vállalkozó egyetértésben és egymással szorosan **együttműködve** tegyenek erőfeszítések a gyors növekedés érdekében. A **kivásárlások** esetében a sikernek hasonló feltételei voltak, de itt nagyobb hangsúly jutott az **iparági fókusz**nak és a **befektetések előkészítettségének**. A **szindikált befektetési stratégia** a klasszikus esetekben bevett szokás, a kivásárlások esetében Amerikában elterjedtebb, de mindenesetre kulcsfontosságú szerepet játszik a portfóliócégek sikerében, hiszen amellet, hogy megoszlik a kockázat a befektetők között, a kockázati tőkések által

birtokolt tudás és tőke összeadódásával, az együttműködés hatására fellépő **szinergiahatások** révén sokkal nagyobb értékteremtő potenciál keletkezik.

A nemzetközi példákban a sikert befolyásolta, hogy a kockázati tőke-befektető mennyi **időt** foglalkozott a portfóliócéggel, sikerült-e a legmegfelelőbb **üzleti tervet** elkészíteni, a terv végrehajtását az arra legalkalmasabb **vezetők** végezték-e, a kockázati tőkés támogatta-e **stratégiai, monitoring és hálózati tevékenységével** a vállalatot és sikerült-e a cég növekedését, hatékonyságának, teljesítményének és versenyképességének javítását támogató legmegfelelőbb **döntéseket** meghoznia. A kilépés, és egyúttal a hozzáadott érték realizálása során extra hozamokat generáltak a **kilépések tervezésére és menedzselésére** fordított erőfeszítések.

A kockázati tőke-befektetők által a befektetést megelőzően, a befektetési lehetőségek felkutatása során már elkezdődik az **értékteremtés folyamata**, ami egészen a kilépés pillanatáig tart és a növekedési pályára állítás után a kilépést követően is érzékelteti hatását. A befektetők által rendelkezésre bocsátott **tőke, tudás** illetve az általuk tanúsított **együttműködés** értékteremtésének eredménye végső soron a kockázati tőke-alap tulajdonosainál is jelentkezik, ami javítja az alapkezelőknek szavazott bizalmat, és ezáltal az újabb alapokba történő friss tőke allokálásának esélyét. Ez a folyamat hozzájárul a **kockázati tőke-alapok növekedéséhez**, ami lehetővé teszi a **nagyobb értékű ügyletek** megvalósítását, és az alap **földrajzi és iparági fókuszának kiterjesztését**. A kockázati tőke-befektetők emellett minden ügylet révén növelik tapasztalataikat, hálózatukat, együttműködő-képességüket, amelyek szintén hozzájárulnak a kockázati tőke-iparág fejlődéséhez. A kvantitatív kutatások nem igazolták, a négy strukturális tényező és a teljesítmény közötti szoros kapcsolatot, de a kockázati tőkék értékteremtő mechanizmusának **öngerjesztő folyamata** végső soron hozzájárul a négy strukturális tényező erősödéséhez is.

1. tézis: A kockázati tőke-befektetések értékteremtésének forrásai – a nemzetközi tapasztalatok és a magyarországi esettanulmányok tanulságai alapján készített háromtényezős dinamikus modell szerint– egyrészt a kockázati tőkék speciális (befektetési, iparági és vállalkozói/vezetői) tudása (competence), amely kiegészíti a menedzsment kompetenciáit. Emellett a kockázati tőkék által biztosított tőke (capital) lehetővé teszi az értékteremtést az érdekeket harmonizáló, kölcsönös érdekeltséget teremtő tulajdonosi struktúra és nagyösszegű tőkeinjekció által. A tudás és a tőke

értékteremtő mechanizmusai csak a befektetők és a vállalat **együttműködése (cooperation)** esetén érvényesülnek.

A kockázati tőkés értékteremtő tevékenysége segíti a nagy növekedési potenciállal rendelkező portfóliócégek kiválasztását, növekedésének menedzselését és a hozzáadott érték realizálását, vagyis **áthatja az egész befektetési folyamatot**, melynek eredményeként a befektető **értékteremtésének forrásai is gyarapszanak**. Az értékteremtő mechanizmusok **katalizátorként** működnek, a befektetés földrajzi elhelyezkedésétől függetlenül érvényesülnek, és **hozzájárulnak a strukturális tényezők (alap méret, ügylet méret, földrajzi fókusz, iparági fókusz) fejlődéséhez**.

Az Egyesült Államok, Európa, Kelet-Közép-Európa és Magyarország **kockázati- és magántőke-ágazatát jellemző trendek összehasonlító elemzése** során feltártam az egyes földrajzi területeken jellemző fejlődési irányok közötti hasonlóságokat és eltéréseket, arra keresvén a választ, hogy a kockázati tőke hol, milyen területeken fejt ki gazdasági hatását. Megállapítottam, hogy az ágazat globalizálódásának köszönhetően egyes tendenciák, eltérő intenzitással ugyan, de mindenhol fellelhetőek. Az **egy irányba mutató trendek** közül a legmarkánsabb az alapok és az általuk végzett befektetések méretének növekedése, a korai fázisok helyett az érett szakaszokra, a klasszikus kockázati tőke funkciója helyett a kivásárlásokra, az innovatív csúcstechnológiát alkalmazó iparágak helyett az iparágak széles spektrumára való koncentráció felerősödése, amely több okra vezethető vissza.

A GDP arányos mutatók, a felhalmozott tőke, a befektetett tőke és a kilépések volumenének változásai az elmúlt évben mind a kockázati- és magántőke-ipar fellendüléséről tanúskodtak. Látható volt, hogy az országhatárokon túli, sőt az Európa határain túli befektetések egyre nagyobb jelentőségűvé váltak, ami az iparág nemzetközivé válását, végső soron a **globalizálódását** eredményezte. Az iparág klasszikus arculata irányába történő elmozdulásra 2006-ban kedvező jelek utaltak, mivel a vállalkozások **korai fázisának finanszírozása újra nagyobb szerephez jutott** az előző években tapasztalt csökkenő tendenciához képest.

A kockázati-tőke-piacnak az internetes boom idején bekövetkezett fellendülése miatt, a kockázati-tőke-kínálat növekedésével együtt a kockázati-tőke-alapok mérete is megnőtt, és ezáltal nehezen kezelhetővé, rugalmatlanná váltak. Az internetes boom után, a globális recesszióval egy időben következett be a korai befektetések iránti érdeklődés visszaesése. Az első körös finanszírozás mérséklődött, a befektetők egyre

több alkalommal hajtottak végre újabb beruházásokat a már finanszírozott cégekbe a már meglévő portfóliójuk védelme érdekében. A befektetési döntés meghozatalához szükséges szakértői vizsgálat (due diligence) és a beruházást követő monitoring tevékenység a szigorúbb kiválasztási kritériumok miatt magasabb fix költséget eredményezett, így a nagy és rugalmatlan alapok esetében a gazdaságosság szintjének eléréséhez szükséges alsó finanszírozási korlát jóval magasabbra emelkedett. A kockázatitőke-alapok a magas tőkejövedelmek elérése érdekében csak nagy növekedési potenciállal rendelkező portfólióvállalatokat támogattak, és a kivásárlásokra specializálódott alapok rövidebb idő alatt magasabb hozamrátát generáltak, mint a korai finanszírozás támogatói.

A **tőkefelhalmozás** trendjeinek vizsgálata során kiderült, hogy jelentős **különbségek** találhatók a legfejlettebb iparággal rendelkező Egyesült Államok és a kevésbé fejlett iparággal rendelkező országok forrásstruktúrájában. Az **Egyesült Államokban** ugyanis a felhalmozott tőke **elsősorban intézményi befektetőktől** – nyugdíjalapoktól, biztosítóktól, egyetemektől, stb. – származik, **Európa** egyes országában az alapok befektetőinek alacsonyabb kockázatvállalási hajlandósága és az alapokba történő befektetéseket korlátozó jogszabályi környezet miatt sokkal **kevesebb** a jelentős méretű intézményi befektető. Magyarországon 2006-ig a jogszabályok egyáltalán nem tették lehetővé az intézményi befektetők számára, hogy tőkéjük egy részét kockázatitőke-alapokban helyezték el, de az új törvényi szabályozás megteremtette az intézményi befektetők hazai forrásokat mozgósító befektetéseinek lehetőségét. Elsősorban a jogszabályi korlátokból származott az a jelentős különbség a magyarországi és a fejlett kockázatitőke-ágazattal rendelkező régiók között, hogy míg a magyarországi befektetések céljából összegyűjtött tőkének mindössze 5%-a származott hazai magánforrásokból, Nyugat-Európában ez az arány 50-60% körül változik. A helyi magánforrások befektetésének hiánya negatív hatást gyakorol a külföldi szereplők befektetési hajlandóságára is. Kelet-Közép-Európában és a régión belül Magyarországon is elsősorban a **regionális fókusszal** rendelkező alapok dominálnak, de jelen vannak a globális befektetők is. Emiatt az ágazatot jellemző tendenciák a **regionális és globális befektetők stratégiája által meghatározottak**. Az Európai Unió bővítésének utóbbi két körével megnőtt a régió iránt érdeklődő alapok száma és ennek nyomán a **régióban** történő befektetések céljából **felhalmozott tőke 2006-ban megduplázódott**, ami jóval erőteljesebb emelkedést jelentett, mint az európai befektetésekreallokált tőke esetében. Emellett az USA jelzálogpiaci válságának

felbukkanásáig a világ minden táján a tőkefelhalmozás erősödését lehetett tapasztalni, a válság hatására azonban a tőkeallokáció folyamata lelassult.

Az ezredforduló óta a vizsgált földrajzi területeken mindenhol a **kockázati- és magántőke-alapok méretének** erősödő intenzitású növekedését lehetett tapasztalni, ami együtt járt a kockázati-tőke-alapok tulajdonosi szerkezetének globalizálódásával. A válság után az alapok kiegyensúlyozottabb befektetési stratégiát alkalmaztak, szigorú kiválasztási kritériumok és a korábbinál realisabb értékelési módszerek mellett, ennek megfelelően az alapok a klasszikus kockázati-tőke-befektetések helyett elsősorban a kivásárlásokra koncentráltak. Sok korai és expanzív finanszírozásra koncentráló befektető az ezredfordulót követő válság hatására kivonult a piacról, és a **piac tisztulása**, racionalizálódása nyomán csak a tőkeerős és tapasztalt befektetők maradtak életben. A szegmensen belül az alapok számának csökkenése lehetőséget nyitott az **iparági fókuszálásra**, ami az iparági tapasztalatok felhalmozódására révén az értékteremtő képesség javításával hozzájárul a befektetések által elérhető hozamok emelkedéséhez. Ugyanakkor az európai befektetők még mindig nem rendelkeznek a klasszikus befektetések terén elegendő tapasztalattal és tudással az amerikai befektetőkhez képest, ami továbbra is fenntartja a klasszikus kockázati tőke relatíve alacsonyabb szerepét az európai ágazaton belül az USA-hoz képest.

A kivásárlások terén hasonlóan markáns fejlődést lehetett tapasztalni **az USA-ban és Európában egyaránt**, amit a **kivásárlásokkal foglalkozó alapok elszaporodása és méretük jelentős növekedése** is jelzett. Az alapok méretének emelkedése és a rendelkezésre álló pénz bősége lehetővé tette, hogy az alapok a nagyobb értékű ügyletekre koncentráljanak, a portfóliócégek számának optimalizálása mellett. Az alapok méretének emelkedésével lehetőség nyílt a hosszabb távú befektetések és a **tőke-intenzív iparágak** finanszírozására. Az **USA-ban** az alapok mérete elérte azt a szintet, ahol már a befektetések kellő diverzifikáltsága lehetőséget biztosít az **innovatív, technológiai kisvállalkozások finanszírozására** is. Ezzel szemben Európában és Kelet-Közép-Európában az alapok méretének növekedése ellenére nagyságrendjük még nem teszi lehetővé az innovációk finanszírozását, ráadásul a régióban különösen kevés számú, az innovatív kisvállalkozások finanszírozásában jártas hazai befektető található, a külföldi befektetők pedig nem rendelkeznek elegendő helyi ismerettel. Ez is hozzájárul ahhoz, hogy **Kelet-Közép-Európában** a regionális és globális befektetők elsősorban a **kivásárlások finanszírozására**, azon belül pedig a **nagy, piacvezető cégekre fókuszálnak**, amihez megfelelő háttérrel biztosít a helyi

ismeretekkel és hosszú múlttal rendelkező, a nagyvállalati szférában jártas szakemberi réteg.

A felhalmozott tőke **befektetésére** irányuló trendek meghatározzák, hogy a kockázati tőke a gazdaság milyen területein fejti ki hatását, a vállalkozások életciklusának melyik fázisait, milyen iparágakat, melyik földrajzi területeket támogatja, és gazdasági funkcióját milyen típusú ügyletek keretében valósítja meg.

A befektetések területén erősödő intenzitású **globalizálódást** lehetett megfigyelni, ami gyorsabb ütemben valósult meg, mint az alapok tulajdonosi szerkezetének globálissá válása. A globalizálódás folyamatának ösztönzői elsősorban az új piacokhoz való hozzáférés, a költségelnyök megszerzése és a kockázat diverzifikálása voltak. A globális befektetések elsődleges célországai Ázsiában India és Kína, Európában pedig a kelet-közép-európai régió.

A kockázati-tőke-befektetések **gazdasági jelentőségét** mérő GDP arányos mutatónak a befektetéseket végző alapok székhelye és a befektetések célországa szerinti értékei rávilágítanak a **tőke nemzetközi áramlására** is. A mutatók összevetésével kiderült, hogy Európában a legtöbb befektetést az Egyesült Királyságban székhellyel rendelkező alapok hajtották végre, de jelentős részben a határon túli befektetések révén. Az Európában befektetésre került tőke közel egynegyed részét az USA-ban székhellyel rendelkező alapok hajtották végre. Az európai országok közül 2006-ban Magyarország az ötödik helyen szerepelt a célország szerinti mutató alapján, ami a kelet-közép-európai átlag háromszorosát jelentette. Ez azt jelzi, hogy a kockázati tőkének komoly súlya van a magyar gazdaságban, de a székhely szerinti mutató alacsony értéke ugyanakkor arra utalt, hogy az itt befektetett tőke elsősorban külföldi forrásokból származott. Ezt az is alátámasztja, hogy 2006-ban a befektetett tőke 94%-ban külföldi forrásokból, elsősorban regionális alapok által felhalmozott tőkéből származott.

Az ezredfordulót követő válság nyomán a **befektetések számának és értékének** az Egyesült Államokban, Európában és Kelet-Közép-Európában egyaránt növekvő intenzitású élénkülést lehetett tapasztalni, tovább erősítve a befektetések globálissá válását. A boom idején tapasztalt kontraszelektív kiválasztási és értékelési mechanizmusok helyett szigorú szelektálási kritériumok és reálisabb vállalatértékelések mentén a kockázati tőke finanszírozása elmozdult a hosszú távú, fenntartható növekedést biztosító ügyletek irányába, ilyen befektetés azonban csak mérsékelt mennyiségben lehetséges az innovatív, technológiai kisvállalatok finanszírozása által.

Az iparági statisztikák elmozdulást mutattak a nagyobb értékű ügyletek, az érett fázisok és a kivásárlások irányába, de ez a trend eltérő intenzitású volt az egyes földrajzi területeken. Az USA-ban a klasszikus kockázatitőke-ügyletek trendjei visszaálltak a boom előtti szintre, a befektetések értékével arányosan nőtt a befektetések száma is. A kivásárlások terén viszont a befektetések számának növekedése mellett az ügyletek átlagos mérete is megnőtt. Európában a befektetések értéke jóval nagyobb ütemben nőtt (a 2002-es szint duplájára emelkedett), a befektetések átlagos értékének növekedését eredményezve. Megjegyzendő, hogy a befektetések átlagos értéke az USA-ban még így is magasabb, mint Európában. Kelet-Közép-Európában, és különösen Magyarországon az ügyletek átlagos értékének növekedése még erőteljesebben jelentkezett, mint Európa más országaiban, ami a piac túlzott polarizáltságához vezetett, viszont a kivásárlások területén a befektetések mérete megközelítette az USA-ban szokásos méreteket. Ugyanakkor a magánforrásokat (vagyis nem költségvetési forrásokat) befektető klasszikus kockázatitőke-befektetések, különösen a korai fázis finanszírozása területén szinte eltűntek a piacról, ami jelentős különbség Európa többi országához és különösen az Egyesült Államokhoz képest.

A kelet-közép-európai régióban megvalósított befektetések az Európai Unió bővítésével keltették fel a regionális és globális fókuszú befektetők figyelmét. 2004 környékén a befektetések célországa elsősorban Lengyelország, Magyarország és Csehország volt, de a bővítés újabb körével az újonnan csatlakozott országok által kínált befektetési célpontok határozzák meg a befektetők stratégiáját. Magyarország jelenleg a régióban az élvonalban szerepel, de a későbbiekben ezt a szerepét nehéz lesz megőriznie.

A befektetések **iparágak szerinti megoszlása** arra világít rá, hogy a kockázati tőke melyik iparágban fejti ki leginkább gazdaságélénkítő hatását. Világszerte jelentkező új trend a tőke-intenzív iparágak, pl. a tiszta technológiák térnyerése a kockázati tőke által finanszírozott iparágakban. Az Egyesült Államokban a korai és expanzív finanszírozás területén továbbra is jelentős szerep jut az információs technológia (IT) és a gyógyászat szektorának. Megjegyzendő, hogy az IT szektor termékei a hagyományos iparágak fejlődését is szolgálják. Az USA-ban viszont a kivásárlások területén a hagyományos és új iparágak számára egyaránt jelentős mennyiségű tőkét biztosított az ágazat. Európában 2002 óta elsősorban a fogyasztási cikkek és a kommunikáció finanszírozása dominált a befektetett tőke értéke alapján, Magyarországon viszont a vegyiparnak jutott a tőke 56%-a. A befektetések számát

illetően az iparági sokszínűség mellett szerephez jutottak a kis értékű, számítógéppel kapcsolatos befektetések is. A kockázatitőke-iparág további fejlődését megnehezíti a globális hitelpiaci válság, elsősorban amiatt, hogy a nagy értékű kivásárlások rendszerint jelentős hitelbevonás mellett valósultak meg. A magyarországi ágazat fejlődésének további gátat szab a romló általános gazdasági helyzet.

Az amerikai és európai piacon jelentős különbségeket lehetett tapasztalni a klasszikus kockázatitőke-befektetések és a kivásárlások által generált hozamok terén.

Európában a kivásárlásokkal foglalkozó ügyletek öt éves hozamai 1980 óta mindvégig meghaladták a klasszikus kockázati tőke mutatóit, viszont az USA-ban a 1995-2003-ig terjedő időszakban a klasszikus finanszírozás átlagosan 18%-kal magasabb IRR-t eredményezett. Emiatt a kockázatitőke-befektetések mutatói a technológiai boom következtében magasabbról zuhantak nulla alá, mint az európai befektetések esetében. Emellett Európában a klasszikus kockázati tőke alacsonyabb hozamaihoz kapcsolódó kockázat abszolút mértékben és relatíve is meghaladta a kivásárlásokkal járó kockázat mértékét. Ezzel szemben az USA-ban a kockázati tőkéhez kapcsolódó magasabb kockázatot kompenzálta a magasabb átlagos hozam.

Ez európai piacon tehát a kivásárlások magasabb hozama és a hozzá kapcsolódó alacsonyabb kockázat a piac kivásárlások irányába történő elmozdulását tovább erősítette. Ugyanakkor az európai és amerikai klasszikus kockázatitőke-financezírozás szempontjából biztató volt, hogy a válság idején elszenvedett veszteségeket az alapoknak sikerült kiheverniük és az öt éves belső megtérülési ráták mindkét régióban visszatértek a pozitív tartományba. A pénzpiaci és gazdasági válság azonban negatív hatást gyakorolt a tendenciákra.

Az alapok mérete és az általuk elért hozamok között erős kapcsolatot lehetett találni, a nagyméretű és különösen az óriásméretű alapok sokkal magasabb hozamokat realizáltak, mint a kisebb alapok.

Európában mindaddig, amíg a klasszikus kockázati tőke és a kivásárlások által elért hozamok kiegyensúlyozottsága be nem következik, nem várható a befektetők induló és expanzív finanszírozással foglalkozó alapokba történő befektetési hajlandóságának javulása. Emellett a kivásárlások által elért magas hozam és relatíve alacsony kockázat ösztönzi az újabb tőke allokálását, ami az alapok és az ügyletek további növekedését támogatja.

Az USA-ban az egyik legpreferáltabb kiszállási útvonal az első tőzsdei bevezetés, ezzel szemben Európában a kockázati tőkések másodlagos kivásárlásai és a

szakmai befektetők vállalatfelvásárlásai biztosítják leggyakrabban a befektetők kilépését. A kilépések terén megfigyelhető élénkülés illetve a leírások számának és értékének csökkenése az iparág hatékony működésére és a piac likviditására utal.

Európában a klasszikus kockázati tőke-finanszírozás elterjedését gátolja, hogy a kisebb, nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások számára gyors és magas megtérülést eredményező tőzsdei úton történő kiszállás feltételei nem kielégítőek. Az európai tőzsdék nem működnek olyan hatékonyan, mint az USA-ban, ennek megfelelően kevesebb és alacsonyabb értékű tőzsdei kiszállást valósítanak meg Európában. Emellett hiányzik az elsődleges piac élénkülését biztosító hatékony másodlagos piac, ami az első tőzsdei bevezetések útján részesedést szerzett tulajdonosok kiszállását biztosítaná.

A kelet-közép-európai régióban végrehajtott kilépések alig (2006-ban 1,3%-kal) járultak hozzá az összesített európai adatokhoz, de kilépési módokban az európainál kedvezőbb trendek mutatkoztak, ugyanis az utóbbi években a régióban lévő tőzsdék, különösen a varsói tőzsde élénkülése nyomán a régióban a szakmai értékesítések után a második legjelentősebb kilépési útvonallá vált a tőzsdei értékesítés. A magyarországi befektetések tőzsdei úton történő értékesítését nem segíti a Budapesti Értéktőzsde, de a külföldi tőzsdék lehetőséget biztosítanak az első tőzsdei bevezetésekre.

2. tézis: A kockázati tőke klasszikus, innovációt előmozdító funkciója az USA-ban továbbra is kifejti gazdaságélénkítő hatását. A befektetések reális vállalatértékelések és szigorú kiválasztási módszerek mellett jönnek létre, elsősorban a nagy növekedési potenciállal rendelkező expanzív ügyletekre koncentrálnak. A klasszikus kockázati tőke ágazaton belüli relatív súlyának csökkenése elsősorban a kivásárlások elszaporodása miatt következett be, és nem jelenti a klasszikus kockázati tőke-befektetések értékének abszolút érteken számított csökkenését.

Európában ezzel szemben a klasszikus kockázati tőke gazdaságélénkítő hatása csak mérsékelten érvényesül, az alacsony számú intézményi befektető, a relatíve alacsony kockázatvállalási hajlandóság, a helyi ismeretekkel rendelkező, szakmailag tapasztalt befektetői réteg hiánya, az alapok nem megfelelő mérete, a kockázathoz képest alacsony hozamok és a tőzsdei úton történő kiszállás korlátozott lehetősége miatt. Magyarországon a klasszikus kockázati tőke a korai fázisok finanszírozását nem, az expanzív finanszírozást pedig korlátozottan segíti, mivel az Európában tapasztalt strukturális problémák fokozottan jelentkeznek.

3. tézis: A kockázati tőke az **USA-ban, Európában, Kelet-Közép-Európában és Magyarországon** egyaránt, elsősorban **érett cégek nagy értékű tőkeáttételes kivásárlása** útján segíti a vállalkozásokat. A kivásárlások elterjedése együtt jár az alapok tulajdonosi szerkezetének és befektetési stratégiájának **globálissá válásával**.

Kelet-Közép-Európában és különösen Magyarországon a kockázati tőke gazdaságban betöltött magas súlyát és a kivásárlásokra koncentráló befektetési stratégiát elsősorban a **regionális** és részben a globális fókusszal rendelkező **külföldi befektetők magatartása határozza meg**, mivel a tőke túlnyomórészt külföldi forrásból származik és a jelenlévő alapok forrásszerkezetéhez magyarországi magánforrások kis mértékben járulnak hozzá.

6. Hivatkozásjegyzék

6.1. Irodalomjegyzék

1. Aernoudt, R. [2005]: Executive Forum: Seven Ways to Stimulate Business Angels' Investments. *Venture Capital*, October-December 2005, v. 7, iss. 4, pp. 359-371
2. Aghion, P.–Bolton, P. [1992]: An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting. *Review of Economic Studies*, Vol. 59.
3. Akerlof, G. A. [1970]: The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanisms. *Quarterly Journal of Economics* 84 (3), 488-500. old.
4. Alchian, A. A.–Demsetz, H. [1972]: Production, Information Cost and Economic Organization. *American Economic Review* 62.777-795. old.
5. Autio, E.–Yli-Renko, H. K. [1998]: New, Technology-Based Firms as Agents of Technological Rejuvenation. *Entrepreneurship and Regional Development*, 10, 71-92. old.
6. Baji Gál, I. [2008]: A kockázati tőke működése. A Sense-Net Kft. kockázati tőke bevonása. Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Diplomamunka, Debrecen, 75 old.
7. Bajmóczy, Z.–Kosztópulosz, A.–Imreh, Sz. [2006]: Kockázati tőke és a kisvállalatok inkubációja. In.: Makra, Zs. (szerk.): A kockázati tőke világa. Aula Kiadó, 2006, 200-221. old.
8. Bank of England [2001]: Financing Technology-Based Small Firms. Bank of England, 2001. február
9. Banyár, L.–Csáki, B. [2006]: A kockázati tőke-ágazat jogi szabályozása Magyarországon. In: Makra, Zs. (szerk.) [2006]: A kockázati tőke világa. Aula, 2006, 183-199. old.
10. Barry, C. [1994]: New directions in research on venture capital finance, *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, 3-15. o.
11. Bartlett, R. P. [2006]: Managing risk on a \$25 million bet: venture capital, agency costs and the false dichotomy of the corporation. University of Georgia School of Law, Athens

12. Baumol, W. [1968]: Entrepreneurship in Economic Theory, American Economic Review 58, 64-71. old.
13. Becskyné Nagy, P. [2006]: Kilépések politikája – Hogyan válnak meg a kockázati tőkések a befektetéseiktől? Competitio, V. évf. 6. szám., 83-98. old.
14. Becskyné Nagy, P.–Biczók, I. [2006]: A kockázati tőke-befektetésekből történő kiszállás útjai. In Makra, Zs. (szerk.): A kockázati tőke világa. Aula, 2006, 53-75. old.
15. BÉT [2003]: A kockázati tőke. (BÉT Elemzések, 2003. október 17.) Budapesti Értéktőzsde, Budapest.
http://www.bse.hu/file/A_kockazati_toke.pdf. Letöltve: 2006. november 5.
16. Borsi, B.–Hunek, M.–Schannen, F, [1998]: Kockázati tőke. In: Szirmai, P. (szerk.) [1998]: Egy kockázatos iparág... A kockázati tőke Magyarországon. Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, TDK Konferencia előadásai, Budapest, 8-42. old.
17. Bosma, N.–Harding, R. [2007]: Global Entrepreneurship Monitor. GEM 2006 Summary Results. Babson College, MA, USA and London Business School, London, UK
18. Brealey, R. A.–Myers, S. C. [2005]: Modern vállalati pénzügyek. Panem Könyvkiadó, Budapest, 2005
19. Brettel, M. [2003]: Business Angels in Germany: A Research Note; Venture Capital, July-September 2003, v. 5, iss. 3, pp. 251-68
20. Bruno, A. V.–Tybjee, T. T. [1985]: The entrepreneurs research for capital. Journal of Business Venturing, Vol. 1.
21. Bygrave, W. D.–Hunt, S. [2004]: Global Entrepreneurship Monitor 2004, Financing Report, Babson College and London Business School
22. Cable, D. M.–Shane, S. [1997]: A Prisoners Dilemma Approach to Financial Contracting. Academy of Management Review 22/1, 142-176. old.
23. Caselli, S. [2008]: 2007 European Private Equity Activity Survey. Bocconi University Milan, EVCA, 15 old.
24. Cheung [1983]: The Contractual Nature of the Firm. Journal of Law and Economics 26, 1-22. old.

25. CMBOR [2005]: *Exit – Definite Statistics and Analysis on Buy-Out Exits*. Centre for Management Buy-Out Research, Nottingham University Business School, University Nottingham, Nottingham.
26. Coase, R. H. [1937]: *The Nature of the Firm*. Megjelent: Williamson, O. E. – Winter, S. (szerk.): *The Nature of the Firm: Origins, Evolution and Development*. New York, Oxford, Oxford University Press, 1991
27. Coase, R. H. [1960]: A társadalmi költség problémája. Megjelent: Coase, R. H. [2004]: *A vállalat a piac és a jog*. Budapest, Nemzeti Tankönyvkiadó, 137-214. o. Eredeti megjelenés: *The Problem of Social Cost*. *Journal of Law and Economics*, 3, 1960, 1-44. old.
28. Coveney, P.–Moor, [1998]: *Business Angels*. John Wiley & Sons Ltd. Chichester, 127. old.
29. Csubák, T. K. [1998]: A kockázati tőke helyzete Magyarországon. In: Szirmai, P. (szerk.) [1998]: *Egy kockázatos iparág... A kockázati tőke Magyarországon*. Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, TDK Konferencia előadásai, Budapest, 69-88. old.
30. Darren, D. [2006]: *Facing the capital gap*. Inc. Magazine, Mansueto Ventures LLC., 2006. február
31. Deloitte [2006]: *Global trend is venture capital 2006 survey*. Deloitte Touche Tohmatsu, 2006
32. Deloitt [2008]: *Central European Private Equity Survey*. Deloitte Touche Tohmatsu, Prága, 2008. január, 12 old.
33. Dewatripont, M–Tirole, J. [1994]: *A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence*. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109.
34. Eisenhardt, K. M. [1989]: *Agency Theory: An Assessment and Review*. *Academy of Management Review*, 1989. Vol. 14. No. 1., 57-74. old.
35. Ernst&Young [2005]: *2005 Year-End Global Venture-Capital Investment Report*. Ernst & Young és Dow Jones VentureOne, New York – London. www.ey.com, letöltve: 2006. február 4.
36. Ernst&Young [2007a]: *Acceleration. Global Venture Capital Insights Report 2007. Strategic Growth Markets*. Ernst& Young, 1-68. old.
37. Ernst&Young [2007b]: *How Do Private Equity Investors Create Value? A Study of 2006 Exits in the US and Western Europe. Global Report*, 12. old.

38. European Commission [2002]: Benchmarking business angels. Final Report, Enterprise Directorate General, November 4, 2002. 43 pgs.
39. EVCA [1990]: Yearbook 1990. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem
40. EVCA [2004]: *Central and Eastern Europe Success Stories*. An EVCA Special Paper. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem.
41. EVCA [2005a]: Central and Eastern Europe. Statistics 2004. An EVCA Special Paper. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem, 2005. október
42. EVCA [2005b]: EVCA 2005 Yearbook – Annual Survey of Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem.
43. EVCA [2005c]: A magán- és kockázati tőke hozzájárulása a foglalkoztatottsághoz Európában. Vezetői összefoglaló, 2005. november, 8. old.
44. EVCA [2006a]: EVCA 2006 Yearbook. Private Equity and Venture Capital Activity. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem.
45. EVCA [2006b]: EVCA Barometer. European Private Equity and Venture Capital Association, Brüsszel, 2006. május
46. EVCA [2006c]: Pan-European Survey of Performance – From Inception to 31 December 2005. Research Notes, European Private Equity and Venture Capital Association, ThomsonFinancial, 2006. július 27., www.evca.com, letöltve: 2007. április 21., 16. old.
47. EVCA [2007a]: European Fundraising Reaches New Record €112 Billion Driven by Strong Returns. EVCA, Thomson, PriceWaterhouseCoopers, Press Release, 2007. június 12, 12. old.
48. EVCA [2007b]: 2006 European Private Equity Activity Survey. EVCA, ThomsonFinancial, PriceWaterhouseCoopers, 19 old. www.evca.com, letöltve: 2007. március 10.
49. EVCA [2007c]: The European Venture Capital Market: Scaling Beyond Current Boundaries. An EVCA Special Paper, Prof. Gerard George, Eva Nathusius, 2007. október

50. EVCA [2008]: Performance Benchmarks 2007 European Private Equity. Thomson Financial, 2008 www.evca.com, letöltve: 2008. április 7.
51. Fama, E. F. –Jensen, M, C. [1983]: Separation of ownership and control. Journal of Law and Economics, 26, 301-325. old.
52. Farag, H. et al. [2004]: Contracting, Monitoring, and Exiting Venture Investments in Transitioning Economies: A Comparative Analysis of Eastern European and German Markets Venture Capital, October-December 2004, v. 6, iss. 4, pp. 257-82
53. Fenn, G.–Liang, N.–Prowse, S. [1995]: The economics of the private equity market, 78 o. <http://www.imdr.com/venture/preqmnt.htm>
54. Fisher, D. A. [2000]: EXITS: Which Way Out? Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület Éves Konferenciája, 2000. november 30., Budapest.
55. Fontes, M.–Coombs, R. [2001]: Contribution of new technology-based firms to the strengthening of technological capabilities in intermediate economies. Research Policy, 30, 79-97. old.
56. Freear, J.–Sohl, J. E. - Wetzel, W. E. [1994]: Angels and Non-Angels: Are There Differences? Journal of Business Venturing, 9, pgs. 109-123.
57. Freear, J.–Sohl, J. E. - Wetzel, W. [2002]: Angles on angels: financing technology-based ventures – a historical perspective. Venture Capital, Vol. 4, No. 4, pgs. 275-287.old.
58. Freear, J.–Sohl, J. E. [2001]: The Characteristics and Value-Added Contributions of Private Investors to Entrepreneurial Software Ventures. Journal of Entrepreneurial Finance, 6, pgs. 84-103.
59. Fried, V. H.–Hisrich, R. D. [1994]: Towards a model of venture capital decision making. Financial Management, Vol. 23.
60. Fried, V. H.–Hisrich, R. D. - Polonchek, A. [1993]: Research note: venture capitalists' investment criteria: a replication. Journal of Small Business Finance, Vol 3.
61. Füzesi, Z. [1998]: *Exit. A kockázati befektetésekből való kiszállás művészete.* In: Szirmai Péter (szerk.) [1998]: Egy kockázatos iparág... A kockázati tőke Magyarországon. A Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem TDK-konferencia előadásai. Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, Budapest, 99–126.

62. Garmaise, M. [1997]: Informed investors and the financing of entrepreneurial projects. Working Paper, Stanford University.
63. GKI [2003]: A magyarországi kockázati tőke iparág lehetőségei a hazai vállalkozások fejlesztésében, versenyképességük növelésében. Miniszterelnöki Hivatal Nemzeti Fejlesztési Terv, GKI Gazdaságkutató Rt., Budapest, 2003. április, 53. old.
64. Gompers, P. [1995]: Optimal investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital. *Journal of Finance*, 50, 1461-1489. old
65. Gompers, P. A.–Lerner, J. [1999]: What drives Venture Capital Fundraising? NBER WORKING PAPER SERIES, Working Paper 6906, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1999. január, <http://www.nber.org/papers/w6906>
66. Grossman, S.–Hart, O. [1986]: The Cost and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, 94. 1986. augusztus, 691-719. old.
67. Hall, B. H. [2002]: The Financing of Research and Development. University of California, Berkeley, Department of Economics, Working Paper No. E01-311, 2002. január, 1-24. old.
68. Hall, G.–Tu, C. (2003): Venture capitalists and the decision to invest overseas. *Venture Capital*, (2003), VOL. 5, NO. 2, 181-190
69. Hall, H. J.–Hofer, C. W. [1993]: Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing*, Vol. 8.
70. Hámori, B.–Kapás, J. [2002]: Merre tovább a vállalatelméletben? Egy lehetséges fejlődési út. *Competicio*, I. évf. 1. szám, 2002. szeptember
71. Harding, R. [2002]: Plugging the knowledge gap: an international comparison of the role for policy in the venture capital market. *Venture Capital: An International journal of Entrepreneurial Finance*, 1, 59-76. old.
72. Harrison, R. T.–Mason, C. M. [1999]: An Overview of Informal Venture Capital Research: Editorial *Venture Capital*, April-June 1999, v. 1, iss. 2, pp. 95-100
73. Hart, O.–Moor, J. [1990]: Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy*, 98. 1990. december, 1119-1158. old.
74. Hart, O. [1995]: *Firms, contracts and financial structures*. OUP, Oxford

75. Hayek, F. [1937]: Economics and Knowledge. *Economica New Series* 4, 33-54. old.
76. Hill, E. B–Power, D. [2002]: Attracting Capital from Angels How their money – and their experience – can help you build a successful company. John Wiley & Sons, Inc New York
77. Himmelberg, C. P.–Petersen, B. C. [1994]: R&D and Internal Finance: a Panel Study of Small Firms in High-tech Industries. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 76.
78. Homolay, K. [2007]: Üzleti angyalok. Az informális kockázati tőke jellemzése különös tekintettel az üzleti angyalok karakterére és befektetéseik jellemzőire. Diplomamunka. Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Debrecen, 2007
79. Holmström, B. [1979]: Moral Hazard and and Observability. *Bell Journal of Economics* 10: 74-91
80. Innostart [2004]: Üzleti Angyal Klub, Innovatív vállalkozások és befektetők találkozási fóruma. www.innostart.hu, letöltve, 2004. június 29.
81. Ishikura, Y. [2007]: Act Globally, Think Locally. The HBR List of Breakthrough Ideas 2007, Harvard Business Review, 2007. február
82. Jensen, M. C. – Meckling W. H. [1976]: Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financing Economics*, 4, 305-360. old.
83. Jordan, J.–Lowe, J.–Taylor, P. [1998]: Strategy and Financial Policy in UK Small Firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 25.
84. Karsai, J.–Baranyai, G. [2005]: A magyar kockázati és magántőke iparág fejlődése Magyarországon 1989-2004. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest, 2005. november.
85. Karsai, J. [1997a]: A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle*, XLIV. évf. 165-174. old.
86. Karsai, J. [1997b]: A kockázati tőkét befektető alapok és társaságok befektetési magatartása Magyarországon. *Külgazdaság*, 9. sz.
87. Karsai, J. [1998]: A kockázati tőkéről befektetőknek és vállalkozóknak. Módszertani füzetek III. Magyar Befektetési és Vagyonkezelő Rt. Budapest, 1998, ISBN 963 03 4813 6, 97 old.

88. Karsai, J. [2002a]: "Closing the equity gap" The funding of venture capital in Hungary: Issues for Public policy. "Evolution of Institutions and the Knowledge Economy" October 3-5, 2002., Debrecen, Hungary, pgs. 1-16.
89. Karsai, J. [2002b]: Kivásárolt cégek – Tulajdonos vezetők. Vezetéstudomány, 2. sz., 15–19.
90. Karsai, J. [2004]: Honnan remélhetnek kockázati tőkét a magyar vállalkozások? Külgazdaság, XLVIII. évf., 2004. április, 60-70. old.
91. Karsai, J. [2005]: *A magyarországi kockázati és magántőkeipar fejlődése 2004-ben*. In: Szlovák Gergely (szerk.): *Évkönyv 2005*. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest, 10–12.
92. Karsai, J. [2006a]: A magyarországi kockázati-tőke-finanszírozás másfél évtizede (1989-2004). In.: Makra, Zs. (szerk.) [2006]: *A kockázati tőke világa*. AULA Kiadó, Budapest, 2006
93. Karsai, J. [2006b]: Kockázati tőke európai szemmel. A kockázati- és magántőkeipar másfél évtizedes fejlődése Magyarországon és Kelet-Közép-Európában. Közgazdasági Szemle, LIII. évf., 2006. nov. (1023-1051. o.)
94. Karsai, J. [2007a]: A magyar kockázati- és magántőkeipar fejlődése 2006-ban. Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület, Budapest, 2007, 1-4. old.
95. Karsai, J. [2007b]: Kifelé a zsákutcából. Állami kockázati tőke és innováció. Közgazdasági Szemle, LIV. évf., 2007. december (1085-1102. o.)
96. Karsai, J. [2007c]: Az intézményes kockázati-tőke-piac szerepe az innovatív cégek finanszírozásában. In: Makra, Zs. (szerk.): *A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Universitas Szeged Kiadó, 2007, ISBN 978-963-87745-0-7, 101-124. old.
97. Karsai, J. [2008a]: A magyarországi kockázati- és magántőke-ipar öt éves fejlődése. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, 1-9. old.
98. Karsai, J. [2008b]: A magyar kockázati- és magántőke-piac fejlődése 2007. Véglegesített adatok. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, 2008. május 13.
99. Kazanjian, R. K. [1988]: Relation of dominant problems to stages of growth in technology-based new ventures. *Academy of Management Journal*, 2, 257-279. old.
100. Kirzner, I. [1973]: *Competition and Entrepreneurship*. Chicago, University of Chicago

101. Klandt, H.–Hakansson, P.–Motte, F. [2001]: Vademecum für Unternehmensgründer, Business Angels und Netzwerk. Ein Beitrag zum Wissenstransfer zwischen Wissenschaft und Unternehmen. Books on Demand, Norderstedt.
102. Knight, F. H. [1921]: Risk Uncertainty and Profit. Reprint 1964. New York, August M. Kelley
103. Kosztópulosz, A.–Makra, Zs. [2004]: Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázati tőke-piac élénkítésében. In: Botos, K. (szerk): Pénzügyek a globalizációban. SZTE GTK 2004. JATEPress, Szeged, 96-118. o.
104. Leibenstein, H. [1968]: Entrepreneurship and Development. American Economic Review 58, 72-83. old.
105. Leland, H. E.–Pyle, D. H. [1977]: Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. The Journal of Finance, Vol. XXXII. No. 2, 1977, május, 371-387. old.
106. Lindström, G.–Oloffson, C. [2001]: Early stage financing of NTBFs: an analysis of contributions from support actors. Venture Capital, Vol. 3. No. 2. pgs. 151-168
107. LSE (2004): AIM – The most successful growth market in the world. London Stock Exchange, London.
http://www.londonstockexchange.com/NR/rdonlyres/3B5EDCF9-1E01-4B7C-A31A-95B7170675B9/0/LSA_AIM_brochure.pdf. Letöltés időpontja: 2006. február 1.
108. Ludányi, A. [2002]: A tőkeerő és az alapítói háttér hatása a kockázati tőke-szervezetek befektetési magatartására I-II. rész. Közgazdasági Szemle, 7-8. sz, 659-672 és 779-798. o.
109. MacMillan, I. C.–Siegel, R.–Subbanarasimha, P. N. [1985]: Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. Journal of Business Venturing, Vol. 1.
110. MacMillan, I. C.–Kulow, D. M.–Khoyilian, R. [1988]: Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance. Journal of Business Venturing, 4, 27-47. old.

111. MacMillan, I. C.–Siegel, R.–Subbanarasimha, P. N. [1987]: Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing*, Vol. 3.
112. Madill, J. J.–Haines, G. H., Jr.–Riding, A. L. [2005]: The Role of Angels in Technology SMEs: A Link to Venture Capital. *Venture Capital*, April-June 2005, v. 7, iss. 2, pp. 107-29
113. Makela, M. M.–Maula, M. V. J. [2005]: Cross-Border Venture Capital and New Venture Internationalization: An Isomorphism Perspective *Venture Capital*, July-September 2005, v. 7, iss. 3, pp. 227-57
114. Makra, Zs.–Kosztópulosz, A. [2004a]: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások finanszírozásában és fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 7-8, 717-739. o.
115. Makra, Zs.–Kosztópulosz, A. [2004b]: Az informális kockázati tőke befektetések szerepe az innovatív kisvállalkozások finanszírozásában Magyarországon, kutatási jelentés MTA Közgazdaságtudományi Kutatóintézet, Budapest, 2004.
116. Makra, Zs. [2007a]: Egyéni (informális) kockázati tőke-befektetők Magyarországon. Doktori értekezés. Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Regionális Politika és Gazdaságtan Doktori Iskola, Pécs, 2007. május
117. Makra, Zs. [2007b]: A technológia-orientált vállalkozások korai életszakaszának támogatása és finanszírozása. In.: Makra, Zs. (szerk.): A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon. Universitas Szeged Kiadó, ISBN: 978-963-87745-0-7, 125-147. old.
118. Makra, Zs.–Bajmóczy, Z.–Imreh, Sz.–Szerb, L. [2007]: A magyarországi technológia-orientált kisvállalkozások főbb jellemzői. In: Makra, Zs. (szerk.): A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 207-227. old.
119. Makra, Zs.,–Kosztópulosz, A. [2006]: Üzleti angyal befektetések Magyarországon: elméleti alapvetés és empirikus eredmények nemzetközi összehasonlításban. *Vállalkozás és innováció*, 1, 102-125. old.

120. Mansel-Pleydell, T. (2002): Kiszállna? Hiszen még be sem szállt! In: Lakos István (szerk): Évkönyv 2002. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest.
121. Marshall, A. [1921]: Industry and Trade, Macmillan, London, 3. kiadás
122. Martin, F. [2003]: Panel discussion on exit. IFC Annual Global Private Equity Conference, 2003. május 15–16., Washington.
123. Mason, C. M.–Harrison, R. T. [1994]: The informal venture capital in the UK. In A. Hughes, and D. J. Storey (eds.) Financing Small Firms (London: Routledge) pgs. 64-111.
124. Mason, C. M.–Harrison, R. T. [1995]: Developing the informal venture capital market in the UK: is there still a role for public sector business angel sectors? In: Bygrave, W. D. – Bird, B. J. - Birley, N. S. - Churchill, C. – Hay, M. G. – Keeley, R. H. – Wetzel, J. R. (eds): Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson Collage, Wellesley
125. Mason, C. M.–Harrison, R. T. [1998]: Stimulating investments by business angels in technology-based ventures: the potential of an independent technology appraisal service. In: Oakey, R.P. – Durning, W. (szerk.): New technology-based firms in the 1990s, Volume 5, Paul Chapman, London
126. Mason, C. M.–Harrison, R. [1999a]: Editorial. Venture Capital: rationale, aims and scope. Venture Capital Journal, 1-46 o.
127. Mason, C. M.–Harrison, R. T. [1999b]: Editorial. An overview of informal venture capital research. Venture Capital, Vol. 1, No. 2, pgs. 95-100.
128. Mason, C. M.–Harrison, R. T. [1999c]: Financing entrepreneurship: venture capital and regional development. In.: Martin, R. L. (szerk.): Money and the space economy. Wiley, Chichester.
129. Mason, C. M.–Harrison, R.T. [2000]: Support for regional venture capital funds: a critique of the Department of Trade and Industry's proposals, Working paper, University of Southampton/ University of Aberdeen.
130. Mason, C. M.–Harrison, R. T. [2003]: Closing the Regional Equity Gap? A Critique of the Department of Trade and Industry's Regional Venture Capital Initiatives. Policy Debates, Regional Studies, Vol. 37.8, pp.855-868, November 2003
131. Mason, C. M.–Harrison, R. T. [2004]: Does investing in technology-based firms involve higher risk? An exploratory study of the performance of

- technology and non-technology investments by business angels. *Venture Capital*, Vol. 6. No. 4, pgs. 313-332.
132. Mátyás, A. [1992]: *A korai közgazdaságtan története*. Aula Kiadó, Budapest
 133. Meerkatt, H.-Rose. J.-Brigl, M.-Lichtenstein, H.-Prats, M. J.-Herrera, A. [2008]: *The Advantage of Persistence. How the best Private-Equity Firms “Beat the Fade”*. Boston Consulting Group, IESE Business School of the University of Navarra, 2008. február, 28. old.
 134. Mill, J. S. [1948]: *Principles of Political Economy*, J. M. Robson (ed.), Toronto, University of Toronto Press
 135. Miller, M.–Modigliani, F. [1963]: *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. *American Economic Review*. 53:3, 1963. június, 443-53. old.
 136. Mises, L. [1949]: *Human Action: A Treatise on Economics*. Third Revised Edition. Chicago: Contemporary Books, Inc. 1963
 137. MKME [2004b]: *A magyar kockázati- és magántőke iparág jelenlegi helyzete*. MKME sajtóreggeli. Budapest, Centrál Kávéház, 2004. április 27. www.hvca.hu, letöltve: 2004. június 3.
 138. MKME [2005]: *A kockázati- és magántőkeipar fejlődése Magyarországon 1989-2004*. Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület, Készítette: Dr. Karsai Judit és Baranyi Gábor, Budapest, 2005. november, 1-47. old.
 139. MKME [2006a]: *A magyar kockázati- és magántőke iparág fejlődése 2005*. Véglegesített adatok, Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület, Készítette: Dr. Karsai Judit, Budapest, 2006. március
 140. MKME [2006b]: *Development of the Hungarian Venture Capital and Private Equity Market 2006 January-October*. Preliminary Data, Hungarian Venture Capital and Private Equity Association, Budapest, 2006. november
 141. MKME [2007]: *Development of the Hungarian Venture Capital and Private Equity Market*. January-October 2007, Preliminary data, 2007. november
 142. Modigliani, F.–Miller, M. [1958]: *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. *American Economic Review*. 48:4, 1958. június, 261-275. old.
 143. Moor, B. [1994]: *Financial constraints to the growth and development of small high-technology firms*. In: Hughes, A. and Storey, D. J. (eds.) *Finance and the small firm*. Routledge, London.

144. Murray, G. C.–Lott, J. [1995]: Have UK venture capital firms a bias against investment in new technology-based firms? *Research Policy*, Vol. 25
145. Murray, G. C.–Marriott, R. [1998]: Why has the investment performance of technology-specialist, European venture capital funds been so poor? *Research Policy*, 27, 947-976 o.
146. Murray, G. [2001]: Exit Consideration. London Business School, London.
147. Myers, S. C.–Majluf, N. C. [1984]: Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 2, 187-221. old.
148. Myers, S. C. [1984]: The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, VOL: XXXIX. No. 3., 1984, július, 575-592. old.
149. Myers, S. C. [2001]: Capital Structure, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No.2., 2001. tavasz, 81-102. old.
150. Nagy, P. [2002]: Adventure capital. International Conference on Evaluation of Institutions and The Knowledge Economy. University of Debrecen, Faculty of Economics and Business Administration, Hungary, Debrecen, 2002
151. Nagy, P. [2004]: Az informális és a formalizált kockázati tőke szerepe a finanszírozási rések feloldásában. VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági konferencia, Pécsi Tudományegyetem, 2004. október 21-22.
152. Neher, D. V. [1997]: Staged Financing: an Agency Perspective. *Review of Economic Studies* (1999) 66, 255-274. old.
153. Oakey, R. P.–During, W. [1994]: New technology-based firms in the 1990s. Volume 5, Paul Chapman, London
154. OECD [2006]: The SME Financing Gap. Volume I. Theory and Evidence.
155. Osman, P. [1999]: *Kockázati finanszírozás (A befektetésekből való kivonulás problematikája)*. Bankszemle, 1. sz., 27–43.
156. Osman, P. [2000] Hogyan lesznek nálunk üzleti angyalok *Pénzügyi Szemle* 2000. 11-12. szám 1060-1073. old.
157. Osman, P. [2001]: Vállalkozásépítés üzleti angyalokkal
158. Osman, P. [2005]: A kockázati tőke-típusú finanszírozásról. *Elektronikus publikáció Iparjogvédelmi és Szerzői Jogi Szemle*, 110. évf., 6. szám <http://www.hpo.hu/kiadv/ipsz/200512/01-osman.html>. letöltve: 2007. március 14.

159. Osman, P. [2006]: A kockázati tőkééről. In.: Makra, Zs. (szerk.) [2006]: A kockázati tőke világa. Aula Kiadó, 2006, 11-32. old.
160. Paul, S.–Whittam, G.–Johnston, J. B. [2003]: The Operation of the Informal Venture Capital Market in Scotland Venture Capital, October-December 2003, v. 5, iss. 4, pp. 313-35.
161. Penion, M. A. [2007]: CEE Private Equity Market Trends, EVCA, X: Éves Konferencia, Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, 2007. november
162. Penrose, E. [1959]: The Theory of the Growth of the Firm. Oxford, Oxford University Press, 1995
163. Philott, T. [1994]: Banking and new technology small firms: a study of information exchanges in the financing relationship. In.: Oakey, R. P. – During, W. [1994]: New technology-based firms in the 1990s. Paul Chapman, London
164. Plummer, J. L. [1987]: QED report on venture capital financial analysis. QED Research Inc., Paolo Alto, CA
165. Pogácsás, P. [2007]: Jeremie: A magántőke megjelenése az Unió projektjeiben. Gazdasági és Közlekedési Minisztérium. Projekt finanszírozása nemzetközi konferencia, Budapest, 2007. október 10.
166. Preston, S. [2002]: The Role of Angels in Accelerating Entrepreneurship in America: Review of Statistical Information in Angel Financing. Second Angel Summit, Palo Alto, CA, October 21-22, 2002, 15 pgs.
167. Private Equity Council [2007a]: Public Value: A Primer on Private Equity. www.PrivateEquityCouncil.org, letöltve: 2008. május 11. 20. old.
168. Private Equity Council [2007b]: Driving Growth: How Private Equity Investments Strengthen American Companies. www.PrivateEquityCouncil.org, letöltve: 2008. május 11. 16. old.
169. Private Equity Council [2007c]: BURGER KING: Expertise, Commitment and Capital Rebuild a Business
170. Prowse, S. [1998]: The economics of the private equity market, Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review, Third Quarter, 21-34. o.
171. PWC [2004]: Global Private Equity Report 2004. 3i Group plc, PricewaterhouseCoopers, 27. pgs., www.3i.com, letöltve: 2004. június 29.

172. PWC [2006]: Private Equity Going Public. Global Private Equity Report 2006, PricewaterhouseCoopers, www.pwcmoneytree.com, Letöltve: 2007. szeptember 28.
173. Rah, J. Jung, K.–Lee, J. [1994]: Validation of the venture capital model in Korea. *Journal of Business Venturing*, Vol. 9.
174. Rasila, T.–Seppä, M.–Hannula, M. [2002]: V2C or Venture-To-Capital – New Model for Crossing the Cash between Start-Up Venture and Venture Capital. E-Business Research Center, Tampere University of Technology, Tampere
175. Reid, G. C. [1999]: The application of principal-agent methods to investor-investee relations in the UK venture capital industry. *Venture Capital*, 1999, Vol. 1. No. 4, 285-302. old.
176. Roberts, E. B. [1991]: *Entrepreneurs in high-technology*. OUP, Oxford
177. Ross, S. [1977]: The determination of financial structures: The incentive-signaling approach. *Bell Journal of Economics* 8. 23-40.
178. Sahlman, W. A: [1990]: The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27.
179. Sandberg, W. R. [1986]: *New Venture Performance. The Role of Strategy and Industry Performance*. Lexington, MA: D. C. Heath and Co. Lexington Books
180. Schelling, T. C. [1960]: *The Strategy of Conflict*. Cambridge. Harvard University Press
181. Schumpeter, J. [1980]: *A gazdasági fejlődés elmélete. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest*
182. Shapiro, R. J.–Pham, N. M. [2008]: American Jobs and the Impact of Private Equity Transactions. *Sonecon*, 2008. január, 11. old.
183. Silva, J. [2004]: Venture Capitalists' Decision-Making in Small Equity Markets: A Case Study Using Participant Observation; *Venture Capital*, Special Issue April-September 2004, v. 6, iss. 2-3, pp. 125-45
184. Sjogren, H.–Zackrisson, M. [2005]: The Search for Competent Capital: Financing of High Technology Small Firms in Sweden and USA. *Venture Capital*, January-March 2005, v. 7, iss. 1, pp. 75-97
185. Sohl, J. E. [1999]: The early-stage equity market in the USA. *Venture Capital*. Vol. 1, No. 2., pgs. 101-120.

186. Sohl, J. E. [2003]: The US Angel and Venture Capital Market: Recent Trends and Developments. *Journal of Private Equity*, Vol. 6, No. 2, pgs. 7-17.
187. Sohl, J. E.–Sommer, B. [2003]: Angel Investing: Changing Strategies During Volatile Times. *Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*
188. Sohl, J. E. [2002]: The private equity market in the USA: Lesson from volatility. *Venture Capital*, 5(1), 29-46
189. Sorheim, R. [2003]: The Pre-investment Behavior of Business Angels: A Social Capital Approach *Venture Capital*, October-December 2003, v. 5, iss. 4, pp. 337-64
190. Spencer, A. S.–Kirschhoff, B. A. [2006]: Schumpeter and new technology-based firms: Towards a framework for how NTBFs cause creative destruction. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 2, 145-156. old.
191. Stigler, G. J. [1989]: Az információszerzés közgazdaságtana. In.: *Piac és állami szabályozás*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1989, 232-253. old.
192. Stiglitz, J. E.–Weiss, A. [1981]: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, 1981, június, 393-410. old.
193. Szerb, L.–Varga, A. [2002]: High Tech Venture Capital Investment in a Small Transition Country: The Case of Hungary. Faculty of Business and Economics University of Pécs, Hungary October 2002
194. Szerb, L. [2000]: *Kisvállalati gazdaságtan és vállalkozástan*. Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, Pécs, ISBN 963 641 7458
195. Szerb, L. [2003]: *A vállalkozások finanszírozása és tőkeszerkezete az életciklus és a hierarchia alapján*. Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Pécs
196. Szerb, L. (szerk.) [2005]: *Vállalkozásindítás, vállalkozói hajlandóság és a vállalkozási környezeti tényezők alakulása Magyarországon a 2000-es évek első felében*. *Global Entrepreneurship Monitor*. Szerzők: Ács, Z.–Bedőné Károly, J.–Csankay, A.–Józsa, Gy.–Rappai, G.–Szerb, L.–Varga, A.–Ulbert, J.–Zoltán, Cs., Pécsi Tudományegyetem, Pécs, 2005, 126. old.

197. Szerb, L. [2006]: Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. In.: A kockázati tőke világa. Szerk.: Makra Zsolt, Aula Kiadó, 2006, ISBN 963 9585 94 7
198. Szlovák, G. [2006]: A kockázati- és magántőkealapok működése a gyakorlatban. In Makra Zs. (szerk.): A kockázati tőke világa, Aula Kiadó, 2006, 79-94. old.
199. Thomson Financial [2008]: 2007 Venture Fundraising Reaches Highest Level Since 2001. Press Release, 2008. január 14.
200. Thornhill, S. - Gellatly, G. - Riding, A. [2004]: Growth History, Knowledge Intensity and Capital Structure in Small Firms Venture Capital, January-March 2004, v. 6, iss. 1, pp. 73-89
201. Vanhaerents, K.–Shroud, H. L. (1998): Corporate Finance, Venture Capital Exit Routes. Comparing the most popular methods of releasing venture capital. Baker & McKenzie, Brüsszel és London. http://www.bakernet.com/NR/rdonlyres/FE5BFC18-5B14-4B3B-B77B-5FCD0F499F4D/36624/VC252bArticle_252bExit252bRoutes.pdf Letöltés időpontja: 2006. január 20.
202. Wall, J.–Smith, J. (1999): *Better Exits*. In: Bygrave, W. D. – Hay, M. – Peeters, J. B. (szerk.): The Venture Capital Handbook. Financial Times Prentice Hall, Harlow, 255–278.
203. Weatherby, L. [2007]: Capital gap is shrinking. 2007. október 17.
204. Wessner, C. W. [2006]: The Small Business Innovation Research Program. The testimony before the Small Business and Entrepreneurship Committee. The National Academies, Washington
205. Wetzel, W. E. [1994]: Venture Capital. In: Bygrave, W. D. (ed.): The Portable MBA in Entrepreneurship. Wiley, New York.
206. Wijbenga, F. H.–Postma, T. J. B. M. – Witteloostuijn, A. V.– Zwart, P. S. [2003]: Strategy and performance of new ventures: a contingency model of the role and influence of the venture capitalist. Venture Capital, July 2003, Vol. 5, No. 3, 231-250.
207. Williamson, O. E. [1979]: Transaction-Cost Economics. The Governance of Contractual Relations, The Journal of Law and Economics, 1979. október
208. Williamson, O. E. [1985]: The Economic Institutions of Capitalism. New York, Free Press

209. Williamson, O. E. [1988]: Corporate Finance and Corporate Governance. Journal of Finance, No 3
210. Williamson, O. E. [1996]: The Mechanisms of Governance. Oxford, Oxford University Press
211. Wiltbank, R. [2005]: Investment Practices and Outcomes of Informal Venture Investors Venture Capital. October-December 2005, v. 7, iss. 4, pp. 343-57
212. Wright, M. – Hoskisson, R. E. – Busenitz, L. W. – Dial, J. [2001]: Finance and management buyouts: agency versus entrepreneurship perspectives, Venture Capital Journal, Vol. 3, No. 3, p. 240.
213. Wright, M. - Robbie, K. [1998]: Venture capital and private equity: a review and synthesis. Journal of Business and Finance, Vol. 25, No. 5-6, 521-571. old.
214. Zacharakis, A. L.–Meyer, G. D. [1995]: The venture capital decision: understanding process versus outcome. In.: Bygrave, W. D. et al. (szerk.): Frontiers of Entrepreneurship Research, 1995
215. Zollo, M.–Winter, G. [2002]: Deliberate learning and the evolution of dynamic capabilities. Organization Science, 13 (3), 339-351. old.
216. Zoppa, A.–McHannon, R. G. P. [2002]: Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey. Research Paper Series: 02-2, The Flinders University of South Australia, School of Commerce, Adelaide

6.2. Esettanulmányok forrásjegyzéke

1. Agrárkapu.hu [2006]: Még mindig ötmilliárd forinttal tartozik beszállítóinak a Hajdú-Bét. 2006. június 08.
<http://www.agrarkapu.hu/sajto.php?cikk=8603&hcs=26>, Letöltve: 2008. október 20.
2. Allen&Overy [2006]: Our private equity practice - at the heart of Europe. In Practice. Allen&Overy, 2006. február
3. B. Horváth, Lilla [2005]: Solvo: testreszabott terápia. A szegedi cég módszerét használják a világ legnagyobb gyógyszergyártói. Világgazdaság, 2005. február 8.
4. Balogh, B. [2004]: A Hajdú-Bét beszállítói félnek, hogy lehetetlenné válik kártalanításuk. Magyar Rádió, 2004. február 25. www.vagy.hu, letöltve: 2008. október 20.
5. Bank és Tőzsde [2001]: A Novotrade 560 millióra emelte a Sunbooks Kft. jegyzett tőkéjét. 2001. május 18.
6. Bank of America [2007]: Bank of America. 2007, www.bankofamerica.com, Letöltve: 2007. június 11.
7. Bodoky, Tamás [2007]: Milliárdos állami támogatások a magyar biotechnológiai sikertörténet mögött. Index.hu, Budapest, 2007. március 14. www.index.hu, Letöltve: 2007. március 20.
8. Boros, A. [2002]: Hajdú-Bét Rt. System Innovation in Transition Countries. Food Chains – Connecting Value with Values. 2002. június 11.
9. Brückner, Gergely [2004]: Ha túléljük... Manager Magazin, 2004/9, 16. old.
10. Brückner, Gergely [2006]: Hátsó ajtó. Manager Magazin, 2006/9, 42-47. old.
11. Bubrik Gáspár [2003]: Hatékonyabb működés a Hungarocamionnál. Napi Gazdaság, 2003. február 12.
12. Cerberus [2007]: Cerberus Capital Management L.P., www.cerberuscapital.com, Letöltve: 2007. június 11.
13. Czakó Géza [2007]: Személyes interjú Czakó Gézával a Waberer's Csoport gazdasági igazgatójával. Helyszín: Waberer's Csoport 1239 Budapest, XXIII. Ker., Nagykovácsi út 351., 2007. május 31.

14. Deloitte [2003]: Private Equity Confidence Survey. Central Europe, March 2003
15. Demeter Kálmán [2003]: Bevásárol a Hungarocamion. Fiatal flottával készül az EU-ba a társaság. Világgazdaság, 2003. július 1.
16. Diószegi József [2006]: A Volán lassan állt át. A Waberer's már készül az új korszakra. Napi Gazdaság, 2006. március 8.
17. Dombi, M. [2003]: Felszámolás a Hajdú-Bét ellen? Fedezetelvonás miatt feljelentést tettek a libatartók. Magyar Nemzet, 2003. december 11.
18. Duda, Ernő [2007]: Személyes interjú a Solvo Biotechnológiai Zrt. elnök vezérigazgatójával, ifj. Duda Ernővel. Budapest, 2007. április 24.
19. EBROKER [2007]: Napi hírösszefoglaló. Magyar részvénytőke és vállalati hírek. Inter-Európa Bank, Elemzési osztály. 2007. május 18. www.ebroker.hu
Letöltve: 2007. június 4.
20. EVCA [2004a]: Reply from Central and Eastern European Private Equity & Venture Capital Success Stories. European Private Equity & Venture Capital Association. 2004
21. EVCA [2004b]: Hungarocamion. In.: Central and Eastern Europe Success Stories. An EVCA Special Paper. October 2004, 44-45. o.
22. EXBUS [2007a]: Gyorsjelentés. 2006. I-IV. negyedév. Exbus Vagyonkezelő Nyilvánosan Működő Részvénytársaság, 2007. február 13.
23. EXBUS [2007b]: Éves jelentés 2006. Exbus Vagyonkezelő Nyilvánosan Működő Részvénytársaság, Budapest, 2007. március 13.
24. Fernbach, Zoltán [2000]: A kockázati tőke esete a NABI-val. Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, Tudományos Diákköri Konferencia dolgozat, Kézirat, Budapest, 2000. április
25. Figyelő [1998a]: Nyergesbe pattant. A Hungarocamion új vezére. Figyelő, 1998. április 23.
26. Figyelő [1998b]: Sebességet váltó Hungarocamion. Figyelő, 1998. augusztus 6.
27. Figyelő [1998c]: Fejleszt a Hungarocamion. Figyelő, 1998. szeptember 24.
28. Figyelő [1999a]: Megújul a Hungarocamion. Figyelő, 1999. január 21.
29. Figyelő [1999b]: Turbófeltöltés. Hungarocamion megújítása. Figyelő, 1999. szeptember 16-22.
30. Figyelő [2006]: A flottaparancsnok. Nem csökkent a Waberer's Holding étvágya. Figyelő, 2006. december 21-2007. január 3.

31. Figyelő [2006]: Ez a busz elment. NABI-vég. Figyelő, 2006. január 26 - február 1., 72. old.
32. Futó, J. [2008]: A kockázati tőke értékteremtése – A BorsodChem esete a Permirával. TDK dolgozat. Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar, Kézirat
33. Halaska, Gábor [2004]: Hiánypótló járat. A NABI kilátásai. Figyelő, 2004. szeptember 23-29. 48-50. old.
34. Hernádi, Zs. [2008]: A Hajdúságtól Ciprusig. Magyar Demokrata, 2008. 26. szám, 2008. június 23. www.demokrata.hu, letöltve: 2008. október 20.
35. Herniák Balázs [2004]: Beszállt az AIG a Waberer's-be. A Waberer's Csoport tegnap megállapodást kötött az amerikai AIG egyik leányvállalatával arról, hogy 2 milliárd forintot fektetnek a magyar cégbe. Napi Gazdaság, 2004. február 25.
36. Hetek.hu [2004]: Szárnyaszegett Hajdú-Bét. Csődöt mondott baromfi ágazat. VIII. évf. 4. szám. 2004. január 23. <http://hetilap.hetek.hu/index.php?cikk=44942>, letöltve: 2008. október 20.
37. Horváth, Péter [2007]: Személyes interjú Horváth Péterrel a NABI korábbi pénzügyi igazgatójával
38. HR Portál [2004]: Szárnyaszegett ágazat. 2004. október 21. <http://www.hrportal.hu/c/szarnyaszegett-agazat-20041021.html>, letöltve: 2008. október 20.
39. HVG [1998]: Hungarocamion: új tulajdonos, régi veszteség. HVG, 1998. június 13.
40. HVG [2004]: Felszámolás fenyegeti a Hajdú-Bét Rt.-t. Heti Világgazdaság, 2004. január 3.
41. HVG [2004]: Magyar csirkevész. Heti Világgazdaság, 2004. január 07.
42. HVG [2004a]: „Vagyunk olyan jók, hogy konkurenciát jelentsünk”. HVG, 2004. február 21.
43. HVG [2004b]: Tőkeemelés és új részvényes a Volán Tefu Rt.-nél. HVG, 2004. február 28.
44. HVG [2005]: Tőzsdén landol a SkyEurope. Fapados a parketten. Heti világgazdaság, 2005. július 12.
45. HVG [2006a]: A Waberer's-é a Multicont-csoport fele. HVG, 2006. szeptember 9.
46. HVG [2006b]: A Waberer's-é a Révész Eurotrans Kft.. HVG, 2006. október 7.

47. HVG [2007]: Exbus-tőkeemelés. In.: Fennmaradunk? Népeségfogyás és bevándorlás, HVG 2007/10. szám, Budapest, 2007. március 10.
48. Kapitány Szabó Attila [2006]: Wáberer felfalta ellenfelét. Révész és kikötőt is vett a legnagyobb magyar közúti fuvarozó. Népszabadság, 2006. október 3.
49. Kaszás, Erzsébet [2005]: Mindig új dolgokat akart csinálni. Ifj. Duda Ernő máris tucatnyi szabadalom birtokosa. Világgazdaság, 2005. július 7.
50. Kiss, Eszter [1998]: Kockázati tőkefinanszírozás a NABI Rt. példáján. Esettanulmány. In.:Egy kockázatos iparág... A kockázati tőke Magyarországon. Szerk.: Dr. Szirmai Péter, Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, Tudományos Diákköri Konferencia, Kockázati tőke szekció, Budapest, 1998, 91-98. o.
51. Korányi, G. T. [2003]: Egyéves haladékot kapott a NABI. Napi online, 2003. szeptember 22. <http://www.napi.hu/articleprint.asp?nID=173872>, letöltve: 2008. október 26.
52. Korányi, T. [2007]: Az Exbus Vagyonkezelő Nyrt. összefoglaló jelentése. NABI Nyrt., Budapest, 2007. május 25.
53. Lukács, Cs. [2005]: Mongol máj – Elkótyavetyélt hazai biotechnológia. Magyar Nemzet, 2005. április 23.
54. Manager Magazin [2004]: Tőzsdére mennek? Manager Magazin 2004/11. 16. oldal
55. Manager Magazin [2005]: Hajszálon vontatják. Manager Magazin, 2005/8., 10.old.
56. MKMA [2005]: Évkönyv 2005. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület. Összeállította: Szlovák Gergely, 2005
57. N. Vadász, Zsuzsa [2006]: Erős a magyar biotech ipar. Várakozáson felül sikeres volt az USA-beli bemutatkozás. Világgazdaság, 2006. március 7.
58. NABI [1998a]: Gyorsjelentés a Csoport 1997. évi tevékenységéről. NABI Észak-Amerikai Járműipari Rt., Budapest, 1998. február 16.
59. NABI [1998b]: NABI Annual Report. NABI Rt., 1997, Budapest, 1998
60. NABI [1999a]: Gyorsjelentés a Csoport 1998. évi tevékenységéről. NABI Észak-Amerikai Járműipari Rt., Budapest, 1999. február 11.
61. NABI [1999b]: NABI Annual Report 1998. NABI Rt., Budapest, 1999
62. NABI [2000a]: NABI Annual Report 1999. NABI Rt., Budapest, 2000.

63. NABI [2000b]: Gyorsjelentés 1999 I-IV. negyedév, NABI Rt. (Gépipar), Budapest, 2000. február 10.
64. NABI [2001a]: NABI 2000. Üzleti jelentés. NABI Rt., Budapest, 2001
65. NABI [2001b]: Gyorsjelentés 2000 I-IV. negyedév, NABI Rt. (Gépipar), Budapest, 2001. február 15.
66. NABI [2002a]: Új távlatok az autóbuszgyártásban. NABI Éves jelentés 2001. NABI Csoport, Budapest, 2002
67. NABI [2002b]: Gyorsjelentés 2001 I-IV. negyedév, NABI Rt. (Gépipar), Budapest, 2002. február 14.
68. NABI [2003a]: Kihívások és haladás. NABI Éves jelentés 2002. NABI Rt., Budapest, 2003.
69. NABI [2003b]: Gyorsjelentés 2002 I-IV. negyedév, NABI Rt. (Gépipar), Budapest, 2003. február 14.
70. NABI [2004]: A fejlődés évtizede. Éves jelentés 2003. NABI csoport, Budapest, 2004
71. NABI [2005e]: Újdonságok a buszközlekedésben. Éves jelentés 2004. NABI csoport, Budapest, 2005
72. NABI [2006]: Gyorsjelentés 2005. IV. negyedév, NABI Rt., Budapest, 2006. február 10.
73. Napi Gazdaság [1998a]: Újabb befektetésekre készül a Hungarocamion résztulajdonos. Ötszáz járművet vesz a társaság. Napi Gazdaság, 1998. november 23.
74. Napi Gazdaság [1998b]: Nullszaldós lesz a Hungarocamion. Napi Gazdaság, 1998. november 28.
75. Napi Gazdaság [2000]: Kétmilliárdos nyereséget tervez az idén a Hungarocamion. Napi Gazdaság, 2000. január 7.
76. Napi Gazdaság [2004]: Tőzsdére készül a Waberer's Csoport. Napi Gazdaság, 2004. június 22.
77. Napi Gazdaság [2006]: Duplázná árbevételét a Waberer's. Napi Gazdaság, 2006. június 14-15.
78. Nehéz Posony Márton [1998]: Érvénytelenül pályáznak adták el a Hungarocamiont. Számvevőszéki jelentés az ÁPV Rt. elmúlt évéről. Népszabadság, 1998. november 12.

79. Népszabadság [2000]: Felpörgetett Hungarocamion. A megbízókat egyenként értékelik – Szolgálatba áll a műholdas helyzetmeghatározó rendszer. Népszabadság, 2000. május 6.
80. Népszabadság [2002]: A Volán Tefué a Hungarocamion. Népszabadság, 2002. november 14.
81. Portfolio.hu [2006]: „Legjobb erőfeszítésünk ellenére” – Hogyan látta a NABI vesszőfurását a menedzsment? Portfolio.hu, 2006. április 11. www.portfolio.hu, Letöltve: 2006. április 11.
82. Portfolio.hu [2007]: Félmilliárd Euró az AIG új kockázatitőke-alapjában. 2007. május 22. <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?h=13&k=5&i=83286>, Letöltve: 2007. június 11.
83. Portfolio.hu [2008a]: Mentik a SkyEurope-ot. 2008. október 16. <http://index.hu/gazdasag/vilag/skmet081016/>, letöltve: 2008. október 27.
84. Portfolio.hu [2008b]: Sense/Net – akvizícióval a nemzetközi piacok felé. 2008. június 19., <http://www.portfolio.hu/tool/print.tdp?cCheck=1&h=13&k=2&i=98427>, letöltve: 2008. október 29.
85. Rákóczi, Gabriella [2005]: Nagydíjas kockázatvállalás. Világgazdaság, 2005. április 25.
86. Skowronek, A. [2005]: SkyEurope Airlines. From Seed to IPO. Annual HVCA Conference, 2005. november 17.
87. SkyEuropeAirlines [2006]: A SkyEuropeAirlines elérte a 3 milliós utasszámot jelentő mérföldkövet! Tranzit, 2006. január 16. <http://tranzit.hu/2/kereses/talalat/2006-01-16/a-skyeurope-airlines-elerte-a-3-millios-utasszamot-jelento-merfoldkovet?qr=diszkont>, letöltve: 2008. október 27.
88. Solvo [2003]: Mérleg és eredménykimutatás 2003, Solvo Biotechnológiai Rt., Szeged, 2004. március 23.
89. Solvo [2004]: Mérleg és eredménykimutatás 2004, Solvo Biotechnológiai Rt., Szeged, 2005. március 30.
90. Solvo [2005]: Éves beszámoló 2005. üzleti évről. Solvo Biotechnológiai Zrt., Budapest, 2006. május 29.
91. Solvo [2007]: Solvo The Transporter Company: We get you through barriers! www.solvo.hu, Letöltve: 2007. június 15.

92. Susán, Á. [2004]: Jól jön a Hajdú-Bét búcsúja a Bábólnának. Drasztikus változások nélkül több baromfi feldolgozó is lehúzhatja a rolót. Tejportál.hu, 2004. február 17. <http://www.tejportal.hu/index.php?oldal=cikkek&id=668>, letöltve: 2008. október 20.
93. Szilbereky, J. [1998]: Tanulságok és tapasztalatok a gyógyszer K+F-ben. A Bimoclomol példája. Magyar Tudomány, 1998. szeptember
94. Torontály, Zoltán [2007]: Osztódásnak indulva. Nehezen jutnak tőkéhez a kis hazai biotechnológiai cégek, mégis gombamód szaporodnak. Figyelő, 2007. február 15-21., 60. old.
95. Vámos Éva [2000]: Portré: Dénes István. Napi Gazdaság, 2000. május 26.
96. Világgazdaság [1998a]: Új vezetőség kevés elbocsátás. Rendkívüli közgyűlés a Hungarocamionnál. Világgazdaság, 1998. április 16.
97. Világgazdaság [1998b]: Tőkeemelés a Hungarocamionnál. Világgazdaság, 1998. július 31.
98. Világgazdaság [1998c]: 500 új kamiont vásárol a Hungarocamion Rt. Világgazdaság, 1998. november 23.
99. Világgazdaság [1998d]: Ötszáz Volvót vesz a Hungarocamion. Világgazdaság, 1998. október 26.
100. Világgazdaság [2000a]: Kaptatón a Hungarocamion. Szállításoptimalizálási rendszert vezet be. Világgazdaság, 2000. június 9.
101. Világgazdaság [2000b]: Félévi veszteség a Hungarocamionnál. Világgazdaság, 2000. augusztus 1.
102. Világgazdaság [2002a]: Regionálisan építkezik a Hungarocamion. A recesszió ellenére javulnak a mutatók.
103. Világgazdaság [2002b]: Volán-sofőr a Hungarocamionnál. Világgazdaság, 2002. november 14.
104. Világgazdaság [2003]: Tőzsdére készül a Fast Ventures. Fejlődés előtt állhat a régióban a kockázati tőke piaca. Világgazdaság, 2003. július 23.
105. Világgazdaság [2003a]: Új vezetés a Hungarocamionnál. Világgazdaság, 2003. január 21.
106. Világgazdaság [2003b]: Portfoliót tisztít a Hungarocamion. Világgazdaság, 2003. május 9.
107. Világgazdaság [2003c]: Bevásárol a Hungarocamion. Világgazdaság, 2003. július 1.

108. Világgazdaság [2004a]: Kockázati tőke a Volán Tefuban. Világgazdaság, 2004. február 25.
109. Világgazdaság [2004b]: Igen a Waberer's – AIG tranzakcióra. Világgazdaság, 2004. március 19.
110. Világgazdaság [2005]: Terjeszkedik a Waberer's csoport. Világgazdaság, 2005. január 12.
111. Világgazdaság [2006]: Új cégeket vett a Waberer's. Háromezres kamionparkot akar elérni a logisztikai csoport. Világgazdaság, 2006. október 3.
112. Világgazdaság [2006a]: A szerencse kegyeltje. Az alaputatási eredményeket piacképes terméké fejleszt a Solvo. Világgazdaság, 2006. május 17.
113. Világgazdaság [2006b]: Az alapítók kezében a Solvo többsége. Világgazdaság, 2006. november 9.
114. Világgazdaság [2006c]: Biotech szoftverfejlesztő lett az év cége. Világgazdaság, 2006. november 22.
115. Világgazdaság [2007]: Magyar biotech az USA-ban. A héten folytatódik a tavaly megkezdett roadshow. Világgazdaság, 2007. február 5.
116. Vitéz, F. I. [2006]: Próbaszerencse. Gyógyszerkutatás állami tőkével. Heti Világgazdaság, 2006. június 14.
117. Wéber, B. [2005]: SkyEurope: nyugati terjeszkedés Budapestről. Menedzsment Fórum, 2005. július 8.
118. Zegnál, Judit [2007]: Solvo buy back stake from investor. Budapest Business Journal, 2006. november 13. www.bbj.hu Letöltve: 2006. november 17.
119. Zoltán, Csaba [2007]: Személyes interjú Zoltán Csabával a NABI egykori igazgatósági tagjával, Budapest, 2007. május 31.

6.3. Publikációk és előadások jegyzéke

6.3.1. Publikációk

1. Nagy Patrícia [2001]: A fizetési mérleg monetáris elmélete. Házi dolgozat, Makroökonómia kurzus, Debrecen, Kézirat
2. Nagy Patrícia [2002]: Az új gazdaság és kibontakozásának lehetőségei a poszt-szocialista országokban. Összehasonlító közgazdaságtan kurzus, Házi dolgozat, Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar, Doktori Iskola, Kézirat
3. Kárpáti – Nagy – Falusi - Ulveczki [2002]: A General Electric globális stratégiája és a GE Capital stratégiai lehetőségei. Stratégiai menedzsment kurzus, Debrecen, Kézirat
4. Nagy, P – Harsányi, Zs. – Kárpáti, T – Ulveczky, P. [2002]: Képzés egy magyar gyógyszermarketing cégnél. Debrecen, Emberi erőforrás menedzsment kurzus, Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar, Doktori Iskola, 2002. december 18. Kézirat
5. Nagy, Patricia [2002]: Adventure capital. International Conference on Evaluation of Institutions and The Knowledge Economy. University of Debrecen, Faculty of Economics and Business Administration, Hungary, Debrecen, 2002, Konferencia kiadvány
6. Nagy Patrícia [2004]: A kockázati tőke szerepe a finanszírozási rések feloldásában. Gazdasági szerkezet és versenyképesség az EU csatlakozás után. A VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia előadásai, Pécs, 2004. október 21-22. Konferencia kiadvány

6.3.2. Konferenciák

1. Nagy Patrícia [2002]: Az új gazdaság kérdései. Kutatási fórum, Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Doktori Iskola, 2002. június 7-8.
2. Nagy, Patricia [2002]: Adventure capital. International Conference on Evaluation of Institutions and The Knowledge Economy. University of Debrecen, Faculty of Economics and Business Administration, Hungary, Debrecen, 2002
3. Nagy Patrícia [2003]: Kockázati tőkefinanszírozás az életciklus különböző szakaszaiban. A finanszírozási rés problémája. Kutatási fórum, Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Doktori Iskola, 2003. június
4. Nagy Patrícia [2004]: A kockázati tőke szerepe a finanszírozási rések feloldásában. Gazdasági szerkezet és versenyképesség az EU csatlakozás után. A VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia, Pécs, 2004. október 21-22.
5. Becskyné Nagy, P.–Biczók, I. [2006]: A kockázati tőke-befektetésekből történő kiszállás útjai. In Makra, Zs. (szerk.): A kockázati tőke világa. Aula, 2006, 53-75. old.
6. Becskyné Nagy, P. [2006]: Kilépések politikája – Hogyan válnak meg a kockázati tőkések a befektetéseiktől? Competitio, V. évf. 6. szám., 83-98. old.
7. Becskyné Nagy, Patrícia [2007]: A kockázati tőke-piac működésének problémái: a finanszírozási rések kialakulása. Kutatási fórum, Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Doktori Iskola, 2007. január
8. Becskyné Nagy, Patrícia [2007]: A kockázati- és magántőke-iparág fejlődésének bemutatása esettanulmányok segítségével.