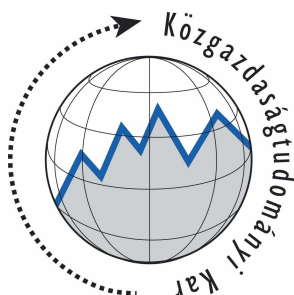


DEBRECENI EGYETEM
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI DOKTORI ISKOLA

Versenyképesség, globalizáció és regionalitás



A kockázati tőke hozzáadott és „elvett” értéke

Elmélet és gyakorlat

TÉZISFÜZET

Becskyné Nagy Patrícia

Debrecen, 2008

Tartalomjegyzék

1.	A disszertáció előzményei, motivációja és a kutatási kérdés.....	3
2.	A disszertáció szerkezete és módszertana.....	4
3.	A disszertáció hipotézisei és tézisek	10
3.1.	A szakirodalmi áttekintés tanulságai és empirikus alátámasztása	10
3.2.	A kvalitatív kutatás eredményei	15
3.3.	A kvantitatív kutatás eredményei	19
4.	Hivatkozások jegyzéke.....	28
5.	Publikációk és előadások jegyzéke	28
5.1.	Publikációk.....	28
5.2.	Konferenciák	29

1. A disszertáció előzményei, motivációja és a kutatási kérdés

2001-ben, amikor megkezdtem kutatásaimat 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 milyen iparágak irányába fordították a figyelmüket a kockázati tőkések a válságot követően, hogyan működik a **kockázatitőke-ágazat**, hogy fejt ki **értékteremtő hatását**, illetve mitől válnak sikeressé és sikertelenné a befektetők és befektetések, milyen tudást, mekkora tőkét és milyen kockázatsökkentő 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 konkrét eseteinek összehasonlítását.

Témaválasztásom aktualitását igazolja, hogy 2004 óta növekvő intenzitású fellendülést lehetett tapasztalni a kockázatitőke-ágazatban az egész világon, ami a globalizálódási folyamatok felgyorsulásával járt együtt. Tudomásom szerint idáig kevés konkrét **magyarországi befektetést feltáró esettanulmány** látott napvilágot – elsősorban az ügyletekkel kapcsolatos információk bizalmas kezelése miatt –, és eddig még nem készült hasonló, a **nemzetközi és magyar trendeket ilyen részletesen összehasonlító tanulmány**.

Kutatási kérdés:

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

2. A disszertáció szerkezete és módszertana

Az első fejezetben a kutatás során alkalmazott módszerek és a kockázati tőkéhez kapcsolódó fogalmak tisztázása után bemutatásra kerülnek a kockázati- és magántőke-finanszírozás szereplői, típusai, szerepe a speciális finanszírozási igényekkel rendelkező portfólióvállalatok különböző életszakaszaiban, illetve a kockázati tőke által áthidalható finanszírozási rés problémája. Kitérek az informális kockázati-tőke-finanszírozásra is, összehasonlítva az intézményes kockázati tőkével, de a disszertáció többi részében nem célom az informális kockázati tőke mechanizmusainak feltárása. Az első fejezet végül a befektetésekből történő kilépési módok részletes leírásával zárul, hangsúlyozva, hogy a befektetésekből történő kilépések a hozam realizálásának 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 vállalkozói kockázati tőkééről, csak a magánforrások befektetésével foglalkozó professzionális kockázati tőkések befektetéseiről. Ennek oka, hogy az állam aktív és passzív részvételének, illetve a vállalkozói kockázati-tőke-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 azokról.

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.

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 vizsgálok 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 túlcsúszott 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 befektetésekhöz 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 kockázatitőke-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.

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 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

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

kockázati tőke kínálatát a tőkealapok kezelői által **összegyűjtött 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 lemérésére. 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 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 2006).

3. A disszertáció hipotézisei és tézisek

3.1. A szakirodalmi áttekintés tanulságai és empirikus alátámasztása

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 tőkés 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 **opportunizmus** 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 rendelkezésre 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 kockázatitőke-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 kockázatitőke-finanszírozást **kétszintű megbízó-ügynök probléma** jellemzi, ahol a **kockázatitőke-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 tőkés 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 kockázatitőke-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 tőkés 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 tőkés 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 tőkések **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 kockázatitőke-befektetők közreműködésükkel **fenntartható, hosszú távú növekedést** generáltak a portfóliócégek értékteremtő folyamatában. A kockázatitőke-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.

3.2. A kvalitatív kutatás eredményei

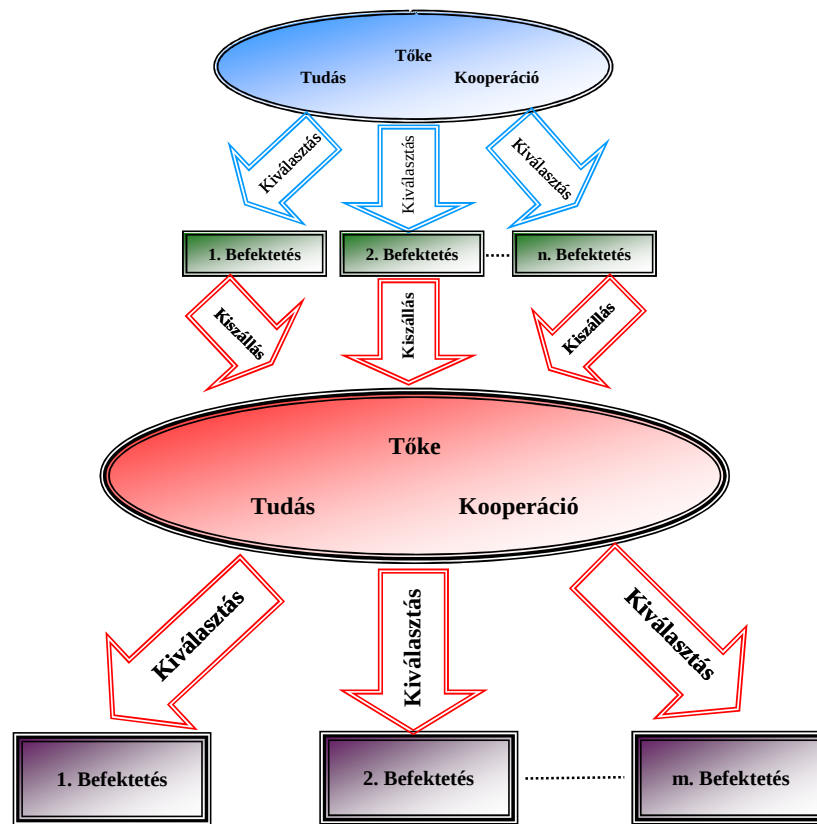
1. hipotézis: A kockázatitőke-befektetések hosszú távú, fenntartható értékteremtésének forrásai a tudás (competence), a tőke (capital) és az együttműködés (cooperation), amelyek áthatják a befektetés egész folyamatát és katalizáló hatást gyakorolnak a kockázatitőke-iparág fejlődésére.

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 kockázatitőke-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.

1. ábra

Az értékteremtés forrásainak háromtényezős dinamikus modellje



Forrás: saját szerkesztés

A klasszikus kockázati-tőke-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 azonosítása, 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 tanulsága 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 kockázati tőke-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 kockázati tőke-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 kockázati tőke-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 fókusz 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 kockázatitőke-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 kockázatitőke-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 kockázatitőke-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

kockázatitőke-alapok növekedéséhez, ami lehetővé teszi a **nagyobb értékű ügyletek** megvalósítását, és az alap **földrajzi és iparági fókuszának kiterjesztését**. A kockázatitőke-befektetők emellett minden ügylet révén növelik tapasztalataikat, hálózatukat, együttműködőképességüket, amelyek szintén hozzájárulnak a kockázatitőke-iparág fejlődéséhez. A kvantitatív kutatások nem igazolták a négy strukturális tényező és a teljesítmény közötti szoros kapcsolatot, de a kockázati tőkések értékteremtő mechanizmusának **öngerjesztő folyamata** végső soron hozzájárul a négy strukturális tényező erősödéséhez is.

3.3. A kvantitatív kutatás eredményei

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.

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 kockázatitőke-befektetések értékének abszolút értéken 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 koncentrálo 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.*

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 fejti ki gazdasági hatását. Megállapítottam, hogy az ágazat globalizálódásának köszönhetően egyes tendenciák, eltérő intenzitással ugyan, de mindenhol fellelhetők. 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 – köztük a megújuló energiaforrásokra – 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. 2006-ban kedvező jelek utaltak az iparág klasszikus arculata irányába történő elmozdulásra, 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 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.

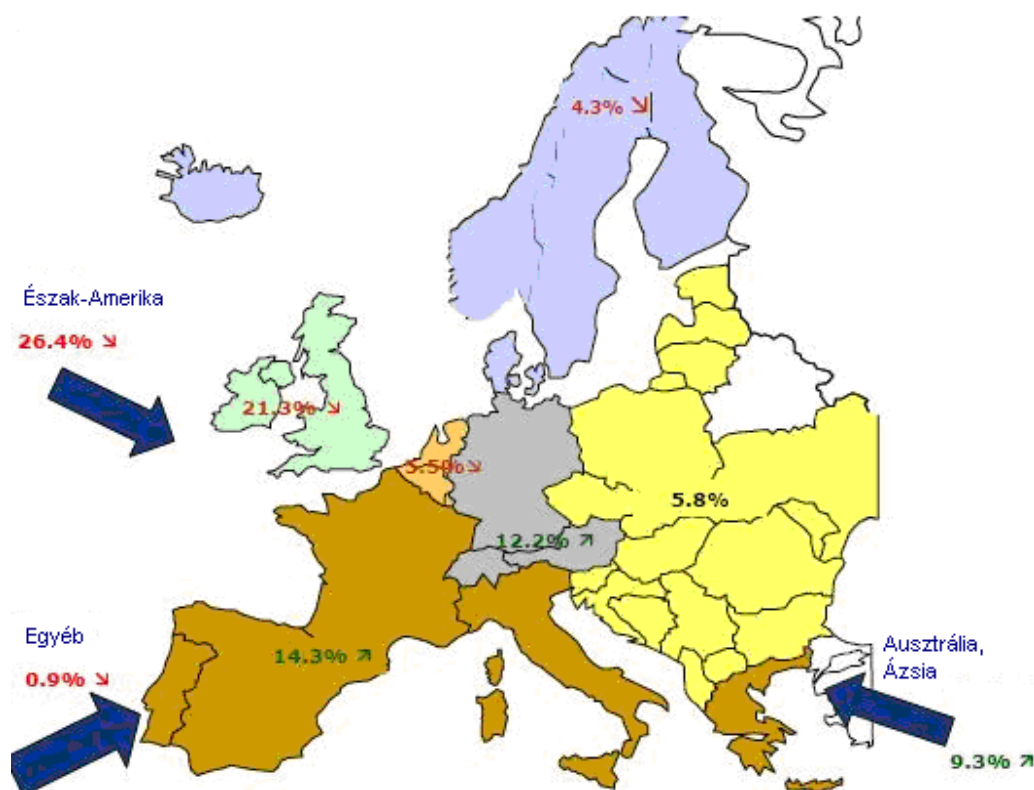
A **tőkefelhalmozás** trendjeinek vizsgálata során kiderült, hogy jelentős **különbségek** találhatók a legfejlettebb iparággal rendelkező Egyesült Államok és a kevésbé fejlett iparággal rendelkező országok forrásstruktúrájában. Az **Egyesült Államokban** ugyanis a felhalmozott tőke **elsősorban intézményi befektetők**től – nyugdíjalapoktól, biztosítóktól, egyetemektől, stb. – származik, **Európa** egyes országaiban 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 változott. A helyi magánforrások befektetésének hiánya negatív hatást gyakorolt a külföldi szereplők befektetési hajlandóságára is.

Kelet-Közép-Európában és a régióon 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 kockázatitőke-alapok tulajdonosi szerkezetének **globalizálódásával**.

2. ábra

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



Forrás: Caselli 2008, 8. old.

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 szegmensben belül az alapok számának csökkenése lehetőséget nyitott az **iparági fókuszálásra**, ami az iparági tapasztalatok felhalmozódására révén az értéktérítő képesség javításával hozzájárult 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 relatív 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, 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 költségelőnyök megszerzése és a kockázat diverzifikálása voltak. A globális befektetések elsődleges célországai Ázsiában India és Kína, Európában pedig a kelet-közép-európai régió.

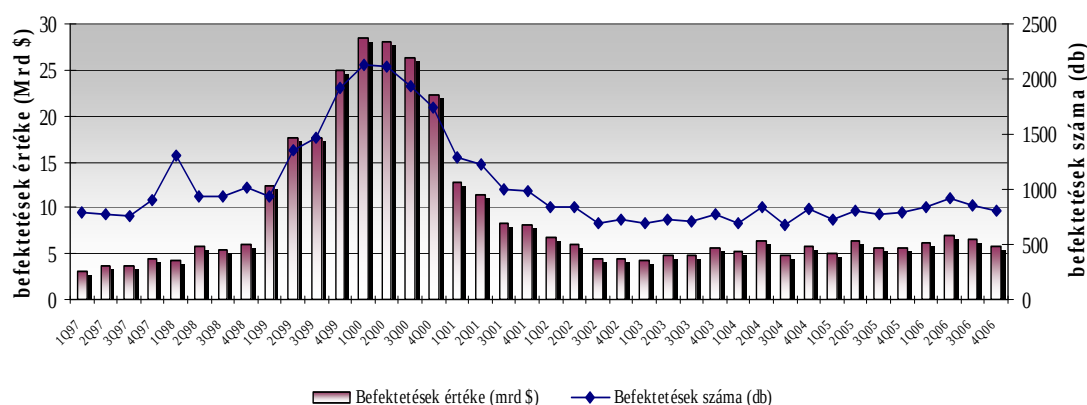
A kockázati tőke-befektetések **gazdasági jelentőségét** mérő GDP arányos mutatónak a befektetéseket végző alapok székhelye és a befektetések célországa szerinti értékei rávilágítanak a **tőke nemzetközi áramlására** is. A mutatók összevetésével kiderült, hogy Európában a legtöbb befektetést az Egyesült 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 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 élénkülését lehetett tapasztalni, tovább erősítve a befektetések globálissá válását. A boom idején tapasztalt kontraszelektív kiválasztási és értékelési mechanizmusok helyett szigorú szelektálási kritériumok és realisabb 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.

1. diagram

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



Forrás: OECD 2006, 102. old.

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 kockázati tőke-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 kockázattőke-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 célszövegei elsörsorban Lengyelország, Magyarország és Csehország voltak, 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 késöbbieken ezt a szerepét nehéz lesz megöriznie.

A befektetések **iparágak szerinti megoszlása** arra világít rá, hogy a kockázati tőke melyik iparágban fejt 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 jelentös 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 jelentös mennyiségű tőkét biztosított az ágazat. Európában 2002 óta elsörsorban 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 kockázattőke-iparág további fejlődését megnehezíti a **globális hitelpiaci válság**, elsörsorban amiatt, hogy a **nagy értékű kivásárlások** rendszerint jelentös **hitelbevonás mellett** valósultak meg. A magyarországi ágazat fejlődésének további gátat szab a romló általános gazdasági helyzet.

Az amerikai és európai piacon jelentös különbségeket lehetett tapasztalni a klasszikus kockázattőke-befektetések és a kivásárlások által generált **hozamok** terén.

Európában a kivásárlásokkal foglalkozó ügyletek ötéves hozamai 1980 óta mindvégig meghaladták a klasszikus kockázati tőke mutatóit, viszont az USA-ban az 1995-2003-ig terjedő időszakban a klasszikus finanszírozás átlagosan 18%-kal magasabb IRR-t eredményezett. Emiatt a kockázattőke-befektetések mutatói a technológiai boom következtében magasabbról zuhantak nulla alá, mint az európai befektetések esetében. Emellett Európában a klasszikus kockázati tőke alacsonyabb hozamaihoz kapcsolódó

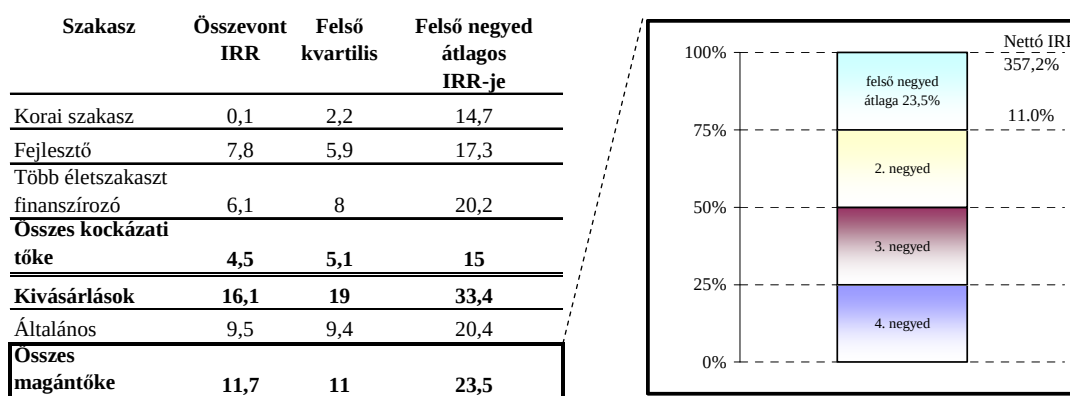
kockázat abszolút mértékben és relatíve is meghaladta a kivásárlásokkal járó kockázat mértékét. Ezzel szemben az USA-ban a kockázati tőkéhez kapcsolódó magasabb kockázatot kompenzálta a magasabb átlagos hozam.

Az **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 kockázati tőke-finanszírozás szempontjából biztató volt, hogy a válság idején elszenvedett veszteségeket az alapoknak sikerült kiheverniük és az ötéves 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.

1. táblázat

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



Forrás: EVCA 2008, 8. old.

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.

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.

4. Hivatkozások jegyzéke

1. Caselli [2008]: 2007 European Private Equity Activity Survey. Bocconi University Milan, EVCA, 15 old.
2. EVCA [2008]: Performance Benchmarks 2007 European Private Equity. Thomson Financial, 2008 www.evca.com, letöltve: 2008. április 7.
3. Karsai, J. [2006]: A magyarországi kockázatitőke-finanszírozás másfél évtizede (1989-2004). In.: Makra, Zs. (szerk.) [2006]: A kockázati tőke világa. AULA Kiadó, Budapest, 2006
4. OECD [2006]: The SME Financing Gap. Volume I. Theory and Evidence.

5. Publikációk és előadások jegyzéke

5.1. Publikációk

1. Becskyné Nagy, P. [2006]: Kilépések politikája – Hogyan válnak meg a kockázati tőkések a befektetéseiktől? Competitio, V. évf. 6. szám., 83-98. old.
2. Becskyné Nagy, P.–Biczók, I. [2006]: A kockázatitőke-befektetésekből történő kiszállás útjai. In: Makra, Zs. (szerk.): A kockázati tőke világa. Aula, 2006, 53-75. old.
3. 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
4. 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
5. 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
6. Kárpáti – Nagy – Falusi - Ulveczki [2002]: A General Electric globális stratégiája és a GE Capital stratégiai lehetőségei. Stratégiai menedzsment kurzus, Debrecen, Kézirat
7. 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
8. Nagy Patrícia [2001]: A fizetési mérleg monetáris elmélete. Házi dolgozat, Makroökonómia kurzus, Debrecen, Kézirat

5.2. Konferenciák

1. Becskyné Nagy, Patrícia [2007]: A kockázati- és magántőke-iparág fejlődésének bemutatása esettanulmányok segítségével. Régió – versenyképesség – tudás konferencia, Közgazdaságtudományi Doktori Iskola, 2007. november 8.
2. Becskyné Nagy, Patrícia [2007]: A kockázati-tőke-piac működésének problémái: a finanszírozási rések kialakulása. Kutatási fórum, Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Doktori Iskola, 2007. január
3. 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.
4. 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
5. Nagy Patrícia [2003]: Kockázati tőkefinanszírozás az életciklus különböző szakaszaiban. A finanszírozási rés problémája. Kutatási fórum, Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Doktori Iskola, 2003. június
6. Nagy Patrícia [2002]: Az új gazdaság kérdései. Kutatási fórum, Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Doktori Iskola, 2002. június 7-8.