

OTDK-DOLGOZAT

Jermann Miklós Ádám

2013

KIÚTKERESÉS

A JEREMIE alapok lehetséges kilépési stratégiáinak vizsgálata

WHICH WAY OUT?

The examination of possible exit strategies for JEREMIE funds

Jermann Miklós Ádám

Kézirat lezárva: 2012. március 26.

Tartalomjegyzék

ELŐSZÓ	1
BEVEZETÉS	2
1. A KOCKÁZATI TŐKE	4
1.1. A MAGÁN- ÉS KOCKÁZATI TŐKE FOGALMA	4
1.2. A KOCKÁZATITŐKE-PIAC SZEREPLŐI	6
1.2.1. INFORMÁLIS TŐKEBEFEKTETŐK	6
1.2.2. INTÉZMÉNYES KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETŐK	6
1.3. A KOCKÁZATI TŐKE JELLEMZŐI	9
1.4. A KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉS FŐBB FAJTÁI	12
1.4.1. AZ ÉLETCIKLUS MODELL	12
1.4.2. A KOCKÁZAT ÉS A MEGTÉRÜLÉS VISZONYA	15
1.5. KILÉPÉSI STRATÉGIÁK	17
1.5.1. TŐZSDEI ÉRTÉKESÍTÉS	17
1.5.2. SZAKMAI, STRATÉGIAI BEFEKTETŐKNEK TÖRTÉNŐ ELADÁS	18
1.5.3. KÍVÜLÁLLÓ PÉNZÜGYI BEFEKTETŐNEK TÖRTÉNŐ ELADÁS	18
1.5.4. TULAJDONOS ÁLTALI VISSZAVÁSÁRLÁS	19
2. A KOCKÁZATITŐKE-ÁGAZAT FEJLŐDÉSE MAGYARORSZÁGON	20
2.1. RÖVID TÖRTÉNETI ÁTTEKINTÉS	20
2.2. A KOCKÁZATITŐKE-PIAC MAGYARORSZÁGON	20
2.2.1. A KOCKÁZATITŐKE-PIAC JELENTŐSÉGE	21
2.2.2. A MAGYARORSZÁGI BEFEKTETÉSEKRE RENDELKEZÉSRE ÁLLÓ TŐKE NAGYSÁGA	23
2.2.3. A MAGYARORSZÁGI CÉGEKBE BEFEKTETETT TŐKE	24
3. A JEREMIE PROGRAM	27
3.1. ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁS A KOCKÁZATITŐKE-ÁGAZATBAN MAGYARORSZÁGON	27
3.2. AZ ÁLLAMI BEAVATKOZÁS ÚJ FORMÁJA: JEREMIE	29

3.2.1.	A PROGRAMRÓL RÖVIDEN	29
3.2.2.	A JEREMIE PROGRAM MAGYAR IMPLEMENTÁCIÓJA	30
4.	KILÉPÉSI LEHETŐSÉGEK VIZSGÁLATA ÁLTALÁBAN ÉS A JEREMIE ALAPOK ESETÉBEN	33
4.1.	DILEMMÁK AZ EXIT-STRATÉGIÁKKAL KAPCSOLATBAN	33
4.2.	SPECIÁLIS KÉRDÉSEK A JEREMIE ALAPOK ESETÉBEN	35
4.3.	A FŐ KILÉPÉSI LEHETŐSÉGEK ELEMZÉSE	38
4.3.1.	IPO	40
4.3.2.	ÉRTÉKESÍTÉS STRATÉGIAI, SZAKMAI BEFEKTETŐNEK	40
4.3.3.	ÉRTÉKESÍTÉS PÉNZÜGYI BEFEKTETŐNEK, MÁSIK PE CÉGNEK	42
4.3.4.	MANAGEMENT BUYBACK	43
4.4.	A NYILVÁNOS RÉSZVÉNYKIBOCSÁTÁS	44
4.4.1.	A KILÉPÉSI STRATÉGIA FŐ JELLEMZŐI	44
4.4.2.	JELENTŐSÉGE A JEREMIE PROGRAM SZÁMÁRA	45
4.4.3.	BÉT: AZ EGYIK, VAGY AZ EGYETLEN ALTERNATÍVA?	49
	ÖSSZEFOGLALÁS	53
	IRODALOMJEGYZÉK	55

Ábrák jegyzéke

1. ÁBRA – A KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉS FOLYAMATA ÉS AZ EGYES FÁZISOKHOZ KAPCSOLÓDÓ SZEREPLŐK	8
2. ÁBRA – TÍPIKUS FEJLŐDÉSI SZAKASZOK ÉS JELLEGZETES FINANSZÍROZÁSI FORMÁK AZ ÉLETCIKLUS MODELLBEN	12
3. ÁBRA - KOCKÁZAT ÉS MEGTÉRÜLÉS VISZONYA A BEFEKTETÉS EGYES SZAKASZAIBAN	15
4. ÁBRA – A BEFEKTETETT TŐKE MAGYARORSZÁGON, A RÉGIÓBAN ÉS AZ EU-BAN (GDP %-ÁBAN, 2006-2010)	22
5. ÁBRA - A MAGYARORSZÁGI CÉGEK IRÁNT ÉRDEKLŐDŐ KOCKÁZATITŐKE-ALAPOK ÁLTAL GYŰJTÖTT TŐKE ÉVENKÉNTI ALAKULÁSA AZ ALAPOK FÖLDRAJZI HATÓKÖRE SZERINT (1989–2010)	23
6. ÁBRA - A MAGYARORSZÁGI CÉGEK IRÁNT ÉRDEKLŐDŐ KOCKÁZATITŐKE-ALAPOK ÁLTAL GYŰJTÖTT ÉS TÉNYLEGESEN BEFEKTETETT TŐKE ÉRTÉKÉNEK ÉVENKÉNTI ALAKULÁSA (1989–2010)	24
7. ÁBRA - A MAGYARORSZÁGI KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK SZÁMÁNAK ÉS ÉRTÉKÉNEK ÉVENKÉNTI ALAKULÁSA (1989–2010)	25
8. ÁBRA - A MAGYARORSZÁGI KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK ÉRTÉKÉNEK ÉVENKÉNTI ALAKULÁSA A FINANSZÍROZÁS FUNKCIÓJA SZERINT (1989–2010)	25
9. ÁBRA – A JEREMIE I. ÉS II. PROGRAM VÁRHATÓ IDŐZÍTÉSE	37
10. ÁBRA – A MAGYARORSZÁGI CÉGEKBŐL TÖRTÉNT KILÉPÉSEK SZÁMA ÉS A KIVONT TŐKE ÉRTÉKE (1989–2010)	37
11. ÁBRA – FINANSZÍROZÁSI FOLYAMAT	49
12. ÁBRA – A BÉT „A” RÉSZVÉNYSZEKCIÓJÁNAK FORGALMA (2008-2010, MILLIÓ FORINTBAN)	50
13. ÁBRA – IPO-K SZÁMA A NEWCONNECT ÉS AZ AIM PIACOKON (2007-2012)	51

Táblázatok jegyzéke

1. TÁBLÁZAT – A VÁLLALATOK JELLEMZŐI KÜLÖNBÖZŐ TÉNYEZŐK SZERINT, AZ EGYES ÉLETCIKLUS SZAKASZOKBAN	16
2. TÁBLÁZAT - A MAGYARORSZÁGI KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK SZÁMA, ÉRTÉKE, VALAMINT ÁTLAGOS MÉRETE A FINANSZÍROZÁS FUNKCIÓJA SZERINT (1989-2010)	26
3. TÁBLÁZAT – A MAGYARORSZÁGI KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK SZÁMA, ÉRTÉKE, VALAMINT ÁTLAGOS MÉRETE A BEFEKTETŐK TULAJDONOSI HÁTTERE SZERINT, 1989 ÉS 2010 KÖZÖTT ÖSSZESEN	28
4. TÁBLÁZAT – A MAGYARORSZÁGI JEREMIE ALAPOK	31
5. TÁBLÁZAT – A JEREMIE PROGRAM ALAPKEZELŐI ÉS BEFEKTETÉSEIK	36
6. TÁBLÁZAT – ALKALMAZOTT KILÉPÉSI STRATÉGIÁK MEGOSZLÁSA EURÓPÁBAN (2009-2010, SZÁZALÉK)	39
7. TÁBLÁZAT – A MAGYARORSZÁGI KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSI ÜGYLETEKBŐL 1989 ÉS 2010 KÖZÖTT TÖRTÉNT ÖSSZES KILÉPÉS ADATAI A KILÉPÉS MÓDOZATA SZERINT	39
8. TÁBLÁZAT – SZÜKSÉGES ÁRBEVÉTEL AZ EGYES P/E RÁTÁK ÉS NETTÓ PROFITHÁNYADOK MELLETT A FELTÉTELEZETT 10 MILLIÁRD FORINTOS KAPITALIZÁCIÓ ELÉRÉSÉHEZ	47
9. TÁBLÁZAT – AZ EGYES KATEGÓRIÁK FELTÉTELRENDSZERE A BÉT-EN	49

Előszó

Egy vállalkozás finanszírozásának számos módja van, melyek közül személy szerint a legérdekesebbnek a kockázati tőke-finanszírozást találom. A befektetési lehetőségek e formájával először egy szakkollégiumi konferencián találkoztam. Itt lehetőségem volt részt venni egy beszélgetésen Dr. Kákossy Csaba és Pásztor Aurél meghívott vendégekkel magvető alapjuk, a Day One Capital kapcsán, majd Dr. Oszkó Péter és Dr. Zsembéry Levente mutatta be az általa vezetett JEREMIE programban részt vevő kockázati tőke-alapot és meséltek érdekfeszítően magáról a programról, valamint tapasztalataikról az ipárral kapcsolatosan. Érdekesnek találom, hogy az alapkezelők a befektetési döntések meghozatala után teljes mértékig belefolytak a vállalat életébe, gyakorlatilag együtt élnek azzal, részeseivé válnak az irányításának.

Másfelől témaválasztásomat indokolja a JEREMIE program újszerűsége, innovativitása is. Az állami és közösségi támogatások rendszerint nem visszatérítendő formában kerülnek a gazdasági szférába, ezzel szemben a JEREMIE program célja, hogy visszatérítendő támogatásokat nyújtson, és a program sajátosságából adódóan egy megújuló, kimeríthetetlen alap legyen, mely hosszú távon rendelkezésére áll a magyar KKV-k számára.

Bevezetés

Számos tanulmány, publikáció, szakdolgozat készült mind a kockázati tőkével, mind a JEREMIE programmal kapcsolatosan. Dolgozatom fókuszában a kockázati tőke területének egy szelete, a kilépési stratégiák (exitek) állnak. A célom megvizsgálni, hogy a JEREMIE programban részt vevő kockázati tőke-alapok számára milyen lehetőségek állnak rendelkezésre befektetéseik pénzzé tételére, illetve ezekkel kapcsolatosan milyen speciális kérdések merülnek fel, melyeket egyfelől országunk, másfelől a program sajátosságai indukálnak. Kiemelt figyelmet fordítok az első nyilvános részvénykibocsátásra (IPO), melyet nem csak az alapok szempontjából, hanem a Budapesti Értéktőzsde oldaláról is körbejárok, feltéve a kérdést: a program által „felnevelt” cégek mennyiben potenciális jelöltek a tőzsdén való megjelenésre.

A dolgozat négy fő részből áll. Az első részben definiálom a kockázati tőke fogalmát, majd áttekintem piacának főbb szereplőit és röviden összefoglalom a legfontosabb jellemzőit. Ezután írok a főbb megjelenési formáiról, majd röviden jellemzem a befektetésekből való kilépés különböző lehetőségeit.

A második részben a közép-kelet-európai régió, valamint hazánk kockázati tőke-piacát vizsgálom. Egy rövid történeti áttekintés után írok a kockázati tőke jelentőségéről az ország gazdasága és KKV-i számára, majd Dr. Karsai Judit tanulmánya alapján elemzem az alapok által összegyűjtött tőkét, valamint a befektetések nagyságrendjét és időzítését a rendszerváltást követő időszakról napjainkig.

A harmadik részben az állami szerepvállalás eddigi gyakorlatait ismertetem, majd a JEREMIE program bevezetéséről írok, valamint arról, hogy miben új, miben tér el ez a program az ezt megelőző intézkedésektől.

A negyedik részben részletesen szó lesz az exit stratégiákkal kapcsolatos kérdésekről. Először általánosságban írok azok főbb kérdéseiről, majd a JEREMIE programmal kapcsolatos specialitásokat tárom fel. Ezt követően sorra veszem a különböző alternatívákat, megvizsgálom azok előnyeit és hátrányait, valamint azt, hogy a JEREMIE program alapjai számára mennyiben opció azok alkalmazása. Itt külön fejezetben tárgyalom a nyilvános részvénykibocsátás jellemzőit, valamint azt, hogy reális feltételezés-e a portfólió vállalatok megjelenése a Budapesti Értéktőzsdén, esetlegesen más országok tőzsdéin.

A dolgozat elkészítéséhez lehetőségeimhez mérten áttekintettem a témában elérhető legfontosabb magyarországi és számos idegen nyelvű szakirodalmat. Az első három fejezet gyakorlatilag ezen források – a téma szempontjából – rendszerezett bemutatása.

A negyedik fejezet elkészítéséhez igénybe vettem egy, a témában jártas szakember segítségét. Interjút készítettem Dr. Zsembéry Leventével, aki a Biggeorge's-NV EQUITY Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. vezérigazgatója, valamint igazgatósági- és befektetési bizottsági tagja. Az alap elnyerte a részvételi lehetőséget a JEREMIE programban. Segítségét és idejét ezúton is nagyon köszönöm.

1. A kockázati tőke

1.1. A magán- és kockázati tőke fogalma

Elsőként definiálni szükséges, hogy mit értünk kockázati illetve mit magántőke alatt. Magántőke (angol terminológia szerint Private Equity) alatt a pénzügyi befektetők által, közép vagy hosszú távon, tőzsdén nem jegyzett, magas potenciálú vállalkozások számára rendelkezésre bocsátott tőkét értjük. (EVCA, 2007)

Arra a kérdésre, hogy mely társaság tekinthető magas potenciálú vállalkozásnak, az EVCA¹, egy a tagjai között végzett felmérés alapján próbál válaszolni. Minden vállalkozás esetében fontos, hogy az életciklusának mely szakaszában van. Más az elvárás a kezdeti fázisban, növekedési fázisban és érett fázisban lévő vállalatok esetében, amikor arról beszélünk, hogy megfelelő célpontjai-e magán, illetve kockázati tőke-befektetésnek. A befektetők jellemzően három területen fogalmaznak meg elvárást: a menedzsment team, a piaci potenciál és a vállalat belső folyamataival kapcsolatban. Fontos a jól képzett, szakmai tapasztalattal rendelkező menedzsment, a magas növekedési potenciálú – itt jellemzően kétszámjegyű növekedésről beszélhetünk – célpiac, illetve főleg a növekedési, illetve érett szakaszban lévő vállalkozásokkal szemben támasztott elvárás a belső folyamatok jól szervezettsége (jó stratégiai és pénzügyi tervezés, jól kialakított kontrolling és számviteli rendszerek jelentések)². (EVCA, 2005)

A fentiekből is látható, hogy a magántőke befektetéseknek a vállalkozások csak egy viszonylag szűk köre tud megfelelni.

Azonban fontos megjegyezni, hogy a magántőke (private equity) fogalom használata sok esetben nem egyértelmű. Az EVCA honlapján található fogalomtár a következőképpen definiálja a fogalmat: „A magántőke tőzsdén nem jegyzett társaságok számára bocsát rendelkezésre tőkét. A magántőke használható új termék és technológia fejlesztésére (lásd még kockázati tőke), a működő tőke növelésére, felvásárlások megvalósítására, vagy a vállalat tőkeszerkezetének rendezésére, erősítésére. Feloldhatóak vele tulajdonlási, illetve menedzsment problémák. Magántőke felhasználással lehetőség nyílik a menedzsment számára tulajdonrész szerzésére, illetve a menedzsment kivásárlására.” (EVCA

¹ European Private Equity and Venture Capital Association

² Részletesen, a különböző fázisokra kifejtve az elvárásokat lásd: EVCA Barometer May 2005, 1-4. oldal

fogalomtár)³ A fogalomban megjelenik az a kettősség, amely a gyakorlatban történő alkalmazása során is jellemzően fennáll. A magántőke kifejezéssel jelöljük egyfelől a befektetőket, másfelől magát a rendelkezésre bocsátott tőkét is.

A kockázati tőkét (angol terminológia: venture capital) a magántőke egy részhalmazaként nevezi meg az EVCA. A definíció szerint „szakmai tőke, mellyel a vállalkozóval társulva finanszíroznak egy korai (seed vagy start-up) vagy fejlődő szakaszban lévő vállalkozást. A magas kockázat ellentételezéseként a befektető az átlagosnál magasabb megtérülést vár el.”³ (EVCA fogalomtár) Ez alatt tehát magát a tőkét értik, azonban használják a fogalmat az iparágra is, mely magába foglalja a tőkét befektető szereplőket.

A két fogalom egymásból alakult ki, de a szűkebb értelmezést bővítették és nem fordítva. A kockázati tőke fogalma a fejlett piacokon sokáig olyan cégekbe való befektetésekre utalt, amelyeket az átlagost jelentősen meghaladó kockázat jellemzett, általában az életciklusuknak kezdeti fázisában voltak és jellemzően innovatív, gyorsan fejlődő ágazatokban tevékenykedtek. Ez azonban a nyolcvanas, kilencvenes évekre megváltozott annyiban, hogy ugyan továbbra is hosszabb távú gondolkodás jellemezte a kockázati-tőke-befektetőket, jellemző maradt a magas fokú kontroll és tanácsadó szerep a befektetéseken, valamint a kiemelkedő árfolyamnyereségre törekvés is, azonban a célvállalatok már nem feltétlenül a kezdeti életciklusban voltak, hanem a már biztos bevétellel rendelkező, további terjeszkedésre alkalmas, expanzív szakaszban lévő vállalatokat is keresték.

Mára tehát általánosan elfogadott, hogy a private capital kifejezés egy tágabb, minden, tőzsdén nem jegyzett vállalatban történő tulajdonosi részesedés szerzésre használt tőkét jelent, mely nem differenciál a szerint, hogy a vállalat milyen életciklusában van. Ezek alapján Karsai definíciója szerint „*a kockázati tőke mai nyugati értelmezése a professzionális befektetők olyan hosszú távú, jelentős kockázattal járó tőkebefektetéseit takarja, amelyek elsődleges célja a kiszálláskori tőkejövedelem megszerzése, amit a befektetés ideje alatt kapott osztalék csak kiegészít.*”⁴ (Karsai, 1997)

³ Saját fordítás

⁴ Karsai Judit, A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában, Közgazdasági Szemle, XLIV. évf., 1997. február (168. o.)

1.2. A kockázatitőke-piac szereplői

A kockázatitőke-piacon a kínálati oldal szereplőit a szerint vizsgálhatjuk, hogy a rendelkezésükre álló tőket közvetlenül fektetik be a célvállalatba, vagy intézményesült közvetítőn keresztül. Így elkülönítünk informális és intézményes kockázatitőke-befektetőket.

1.2.1. Informális tőkebefektetők

Az informális tőkebefektetők két csoportra oszthatóak:

- Üzleti angyalok
- Vállalkozói fejlesztőtőke-befektetők

Üzleti angyaloknak nevezzük azokat az általában tehetős magánszemélyeket, akik közvetlenül nyújtanak kockázati tőke jellegű finanszírozást vállalatoknak. Motivációik változóak, és országonként is eltérőek lehetnek. Hazánkban fontosabbak között az átlagon felüli megtérülés, a szakmai kihívás és a kedvtelés (örömet okoz ez a tevékenység a számukra). (Kosztópulosz & Makra, 2006)

A vállalkozói fejlesztőtőke-befektetés (angolul corporate venturing) a vállalkozás finanszírozás egy sajátos típusa. Lényege, hogy kockázati tőke jellegű finanszírozást nyújt egy vállalat egy számára stratégiai fontos másik cég számára, hogy azt ilyen formán az érdekkörébe vonja. Ezzel kölcsönösen előnyös stratégiai kapcsolatba lép a két vállalkozás. (Osman, 2006)

1.2.2. Intézményes kockázatitőke-befektetők

Az intézményes kockázatitőke-befektetők fogalma elhatárolja a fenti csoportoktól azokat a szereplőket, amelyek közvetítő szerepet játszanak a pénztulajdonosok és a tőkét igénylő vállalkozások között.

Dolgozatomban a továbbiakban az informális tőkebefektetésekkel, annak folyamatával és kérdéseivel nem foglalkozom. Témám az intézményesült formára koncentrál. Az alábbiakban ennek a piacnak a különböző szereplőit ismertetem Dan Schwartz munkája alapján. Szerinte öt fontosabb résztvevőt kell elkülönítenünk. Ezek:

- Alapkezelők (General Partners)
- Befektetők (Limited Partners)
- Hitelezők

- Menedzsment és vállalkozók
- Szolgáltatók (Schwartz, 2010)

1.2.2.1. Alapkezelők

Az alapkezelők azok, akik menedzselik a kockázatitőke-alapokat. Az ő feladataik közé tartozik az alaptőke összegyűjtése, az alapot működtető munkavállalók felvétele, a portfólió összeállítása, a portfólióba bekerült cégek menedzselése, tanácsadás azoknak, valamint az exit stratégia kiválasztása. Tevékenységük nagyban befolyásolja az alap sikerességét, tulajdonképpen az ő döntéseik függvénye a megtérülés mértéke. Kompenzációjuk a menedzsment díj, amely a kezelt tőke 2-3%-a lehet. Ez alku során kerül véglegesítésre. Mértéke jellemzően attól függ, hogy a múltban milyen hatékonysággal menedzselték alapjaikat, milyen megtérülést tudtak elérni, milyen tapasztaltak, milyen a hírnevük.

1.2.2.2. Befektetők

A befektetők a kockázatitőke-alapok ügyfelei. Ők azok, akik jelentős összegeket kötnék le, akár 10 évre az alapnál, átlagon felüli megtérülés reményében. Lehetnek magánszemélyek, bankok, biztosítók, nyugdíjalapok, a tőkepiac bármely szereplői, akik hajlandók ilyen jellegű befektetésre. Általában motivációik pénzügyi jelegűek, nem pedig stratégiaiak. A hozam vezérli őket, nem az igény, hogy irányítsák a portfólió cégeket.

1.2.2.3. Hitelezők

A kockázatitőke-piac kikerülhetetlen szereplői a hitelezők: bankok, biztosítók, mezzanin alapok⁵ és hedge fundok. Ők jellemzően az LBO (Leveraged buy-out – tőkeáttételes kivásárlás) során kerülnek előtérbe, ekkor nyújtanak nagy összegű hitelt a tőkealapnak. Erről részletesebben a későbbiekben írok.

1.2.2.4. Menedzsment és vállalkozók

A portfólió vállalatok alapító vállalkozói és azok menedzsmentje, az alapkezelőkkel és tanácsadókkal karöltve felel azért, hogy az általuk irányított vállalat a fejlődés útjára lépjen és a befektetés futamideje alatt valóban elérje a kívánt nagymértékű növekedést, hogy

⁵ A mezzanin a vállalat számára juttatott nem amortizálódó, alárendelt kölcsöntőke, amely a rendelkezésre álló, széles körű instrumentumok tárházát sokoldalúan és rugalmasan ötvözi. Szűkebb értelemben a saját és idegen tőke között átmenetet képező hibrid instrumentum, amely többnyire a hitelezői jogviszonyhoz kapcsolódó törlesztő részletek mellett tulajdonviszonyt megtestesítő opciós komponenst is tartalmaz.

Forrás: <http://swissfinance.hu/cikkek-erdekessegek/tozsdei-enciklopedia-a-tol-z-ig>

lejáratkor egy sikeres kilépés legyen megvalósítható. Az alapok által a szelekciós folyamat során a portfólió kialakításakor az egyik legfontosabb (ha nem a legfontosabb) kritérium a célvállalat menedzsmentje. Az alapkezelőknek meg kell látniuk a potenciált a vezetőkben, és azt kell érezniük, hogy sikeresen együtt tudnának működni velük.

A menedzsment illetve a tulajdonosok kompenzációja a fizetés, illetve a tulajdonrészükön keresztül az exit során realizálható árfolyamnyereség. Ezen felül az alapkezelők további pénzügyi ösztönzőket építhetnek a rendszerbe, melyek jellemzően a tulajdonrészrel kapcsolatosak.

1.2.2.5. Szolgáltatók

A szolgáltatók közé soroljuk a tranzakciók során igénybe vett különböző szolgáltatókat: jogászokat, könyvelőket, befektetési bankárokat, tanácsadó cégeket. A kompenzációjuk megbízási díj. A jogászok, könyvelők szerepe egyértelmű, a befektetési bankok és tanácsadók általában a sikeres exit megvalósításában elengedhetetlenek.

Egy sikeres kockázatitőke-befektetési folyamat a fenti szereplők összjátékának eredményeként jöhet létre. Leegyszerűsítve: az alapkezelők felállítják a kockázatitőke-alapot, és összegyűjtik a befektetőktől a szükséges tőkét. Majd gondos szelekció után összeállítják az alap portfólióját, különös figyelemmel a portfólió vállalatok menedzsmentjének teljesítményére, a bennük rejlő potenciálra. Ha szükséges, hitelezők segítségével és az alap tőkéjét igénybe véve részesedést szereznek a kiválasztott vállalatokban. Majd a különböző tanácsadók és egyéb szolgáltatók igénybe vételével a vállalat felfuttatása után megvalósítják a kilépést, a lehető legnagyobb nyereséget elérve (1. ábra).

1. ábra – A kockázatitőke-befektetés folyamata és az egyes fázisokhoz kapcsolódó szereplők



Forrás: Saját szerkesztés

1.3. A kockázati tőke jellemzői

A fentiek alapján már látható, hogy a kockázati tőke iparága több sajátossággal is rendelkezik, mely alapján jól elkülöníthető a hagyományos tőkebefektetési gyakorlattól. Ezeket a tulajdonságokat Osman Péter tanulmánya alapján, az alábbiak szerint foglalhatjuk össze (Osman, 2006):

- az átlagosnál nagyobb a kockázatvállalási hajlandósága,
- célrendszerének fókuszában a kiemelkedő megtérülés áll,
- pénzügyi közvetítői szerepet tölt be,
- különböző kockázatcsökkentési technikákat alkalmaz,
- azzal, hogy az adott vállalatba fektet, minősíti is a célvállalatot,
- nem veszi át az irányítást,
- csak jól felkészült cégvezetőkhez társul,
- siker esetén drágább, mint a hitel,
- kudarc esetén viszont jóval olcsóbb,
- a vállalkozó érdekeit figyelembe kell vennie,
- a befektetés hozamát a kiszállásnál kapja meg,
- terméke maga a cég,
- fejlesztő tőke.

A kockázati tőke nevében is hordozza azon tulajdonságát, hogy az *átlagosnál nagyobb kockázatvállalási hajlandósággal* dolgozik. Ez az egyik eszköze céljának eléréséhez, amely a jelentős hozam realizálása. Ehhez azonban természetesen kiváló kockázatmenedzsmentre van szükség. Ez teljesen eltér a hagyományos tőkebefektetés kockázatkezelési gyakorlatától, éppen ezért például a kereskedelmi bankok jellemzően leválasztják a kockázati tőkével foglalkozó üzletágukat.

Célrendszerének fókuszában a kiemelkedő megtérülés áll, épp emiatt aligha engedheti meg magának azt, hogy egyéb, például nemzetgazdasági érdekeket, gazdaságpolitikai célokat kövessen. Mivel a befektetési tevékenysége fenntartásához szükséges az állandó jó teljesítmény felmutatása, ezért létfenntartásához elengedhetetlen, hogy erre összpontosítson. Azonban mivel a potenciális befektetései jellemzően az innovatív iparágakból kerülnek ki, hozzájárulhat az ilyen területeket erősítő gazdasági célokhoz.

Mint azt a fentiekben ismertettem, az intézményes kockázati tőke-piac *pénzügyi közvetítői szerepet tölt be*, így versenyeznie kell a megtakarításokért a többi pénzügyi

közvetítő intézménnyel (befektetési szolgáltatókkal, bankokkal stb.). Emiatt is elengedhetetlen a nagyarányú nyereségtermelése, különben nem lesz képes újabb forrásokat bevonni további alapok felállításához és be kell szüntetnie működését. Ezért alaposan fel kell mérnie a tőkéért jelentkező vállalatokat, és kíméletlenül szelektálnia, hogy csak a valóban kiemelkedő potenciálú vállalkozások kerüljenek portfóliójába.

Kockázatcsökkentő technikái közé tartozik, hogy portfóliót épít ki, tehát az összegyűjtött tőkét nem egy-két cégbe fekteti. Mivel a befektetéseinek – a tapasztalatok szerint – jelentős része (gyakran több mint a fele) nem lesz sikeres és nem tud hozamot realizálni rajta, ezért fontos a jó portfólió kialakítása. Így a néhány jelentős növekedést produkáló és nagy megtérülést eredményező befektetésen keresztül éri el a teljes portfólióra számított megfelelő hozamot. Ezen befektetések további fontos sajátosság, hogy a kockázati tőkés sosem csak pénzt ad a kiszemelt vállalkozásnak. Minden esetben – éppen a kockázat csökkentése miatt – aktívan felügyeli a vállalkozás üzletmenetét, segíti a menedzsereket az alapkezelők szakmai tapasztalatának, kapcsolati hálójának rendelkezésre bocsátásával. Ezen felül előfordul, hogy a portfólióban szereplő vállalatokat valamilyen módon összekapcsolják, hogy segítsék egymás fejlődését.

A pozitív befektetői döntés megszületése minden esetben *minősíti* is a kiszemelt vállalatot. Azzal, hogy a kockázati tőkés beszáll a cégbe, további befektetőket vonzhat, felkeltheti a hitelezők érdeklődését is.

A befektetés megvalósításakor általában elmondható, hogy a kockázati tőkés *nem törekszik többségi tulajdonrész megszerzésére*. Ez nem azt jelenti, hogy nem kíván a vállalat irányításában, stratégiai döntéseinek meghozatalában aktívan részt venni (mint ezt fentebb ki is fejtettem), azonban a szükséges biztosítékokat különböző megállapodások révén szerzi meg, nem pedig többségi tulajdonrészének köszönhetően.

Szintén többször is említést tettem róla – de szükségesnek látom kiemelni – hogy *csak jól felkészült cégvezetők*hez társul. Egy kockázati tőke-társaság vezetőjével beszélgetve szinte minden esetben elhangzik, hogy gyakran nem a vállalatba, nem az ötletbe történik a befektetés, hanem a vezető személyébe⁶. Az azonban bizonyosan kijelenthető, hogy akármilyen tökéletes üzleti terv birtokában is legyen az ötletgazda, a tulajdonos, ha nincs meg az összhang az alapkezelők és a menedzserek között, akkor nem lesz egyezés.

⁶ Rádióinterjú Tánczos Péterrel az Euroventures Zrt. igazgatóságának és befektetési bizottságának elnökével, Gazdasági Rádió, 2011. december 23. 19:00.

A finanszírozásnak e formája viszonylag drága, de mindenképpen *drágább a hitelnél*. Éppen ezért szinte minden esetben olyan társaságok veszik igénybe a kockázati tőkét, melyek számára nem áll fenn a hitelfelvétel lehetősége. A klasszikus kockázati tőke esetében éppen amiatt, hogy a célvállalatok fejlettségük elején állnak, olyan kockázatot hordoznak magukban, melyet a bankok nem vállalnak fel. Ezért fordulnak a kockázati tőkéshez, amely egyfelől lehetséges forrás ebben a szakaszban is, továbbá a finanszírozáson felül olyan szakmai segítséget is nyújt, amelynek igénybevételével megnő az esély a sikerre.

Sikertelenég esetén viszont jóval olcsóbb, mint a hitel, mivel itt nincs a vállalkozónak visszafizetési kötelezettsége, míg a bank követelését kamatokkal együtt ki kell elégíteni.

Természetesen nagyon fontos szempont, hogy a kockázati tőke-befektetés kizárólag akkor valósulhat meg, ha a fenti pro-kontra érvek mérlegelésével a *vállalkozó* úgy dönt, hogy *sámára megéri* ezt a finanszírozási formát választani. A cégtulajdonosoknak leginkább az okoz problémát, hogy az irányítást meg kell osztaniuk egy külső, számukra eddig ismeretlen személlyel/személyekkel. Ahhoz, hogy ez megvalósuljon, a vállalkozónak is megfelelő anyagi kompenzációban kell részesülnie.

Ez nagyban függ a kiszállás megvalósításán. Mind a vállalkozó, mind a befektető számára a végkimenetel az exit megvalósításától függ. Fontos, hogy a kockázati tőkés nem az osztalékfizetésben érdekelt, ő *a hozamot a megfelelő kiszállással aratja le*. Ez minden egyes ilyen típusú befektetés során kritikus kérdés. Jellemzően már az ügylet megkötésekor van egy elképzelésük a kiszállási stratégiát illetően. Dolgozatom fókuszában is e stratégiák állnak.

Azonosítottam a fentiekben a kockázati tőke-piac vevőit és eladóit a kockázati tőke-alapok szemszögéből, e cégek *terméke pedig maga a cég*. Ezt állítja elő, majd ezt kívánja megfelelő módon értékesíteni, ezért fontos számára, hogy megfelelő piacismerettel rendelkezzen ott, ahol majd értékesíteni tudja befektetéseit.

Végezetül meg kell említeni, hogy mindezek alapján megfelelőbb ezt a tőkét *fejlesztő tőke*-ként emlegetni, kiemelve azt a tulajdonságát, hogy a vállalkozások fejlesztésében érdekelt (Osman, 2006).

1.4. A kockázatitőke-befektetés főbb fajtái

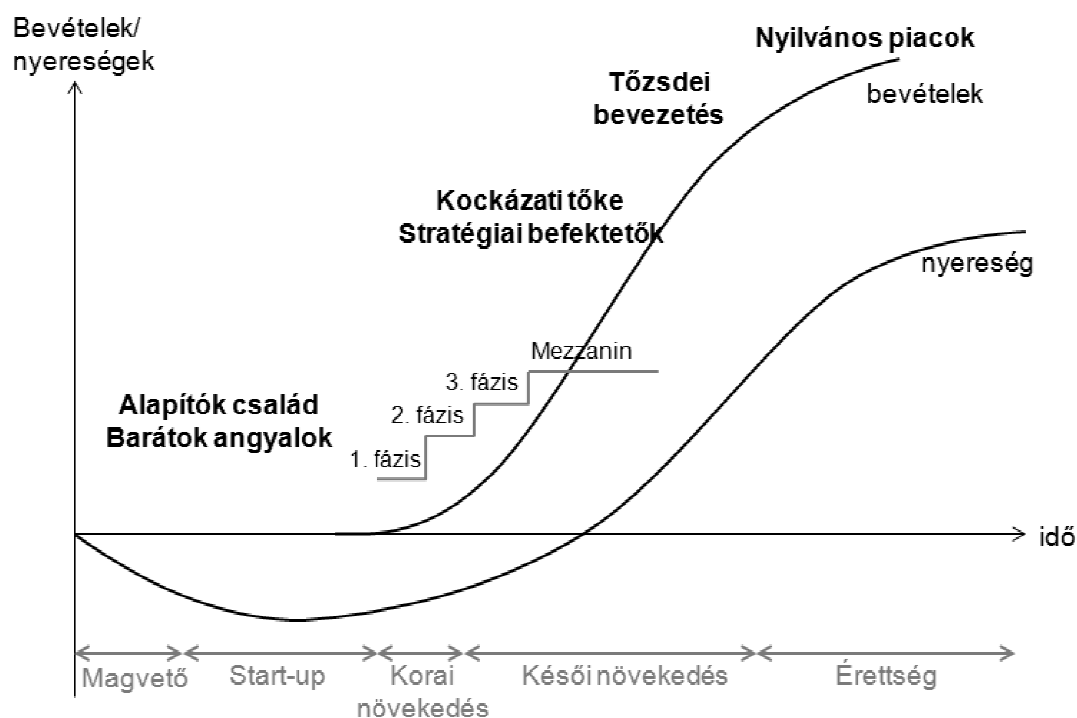
1.4.1. Az életciklus modell

Az alábbi fejezetben a kockázatitőke-befektetés legfontosabb formáit kívánom ismertetni. Ezen formák jellemzően köthetőek a vállalat életciklusának bizonyos szakaszaihoz, épp ezért a különböző megvalósulásokat Szerb (2006) életciklus modelljének segítségével mutatom be.

A vállalatok fejlődésének szakaszait Churchill és Lewis már 1983-ban megjelent Harvard Business Review cikkében azonosítja⁷, ezt azután többen is továbbfejlesztették. Ezek alapján Szerb azt vizsgálja, hogy a fejlődés 5 fázisában milyenek a vállalkozások finanszírozási szükségletei és melyek a legjellemzőbb finanszírozási formák.

A 2. ábrán látható két görbe a vállalat bevételeinek és nyereségének alakulását mutatja. Három fő fázist különböztetünk meg: korai, növekedési és érettségi fázist.

2. ábra – Tipikus fejlődési szakaszok és jellegzetes finanszírozási formák az életciklus modellben



Forrás: (Szerb L. , 2006)

⁷ Churchill, N. – Lewis, V. (1983): The five stages of Small Business Growth. Harvard Business Review, 5-6, 30-50. o.

Az első, korai vagy kezdeti szakasz további két, *magvető* és *start-up* részekre bontható. A magvetés esetén még nincs konkrét üzleti vállalkozás, csak egy formálódó ötlet, valamint az elhatározás a vállalkozás létrehozására. Ekkor kell elkészíteni az üzleti tervet, kialakítani a terméket, megbizonyosodni róla, hogy életképes-e az elképzelés egyáltalán. Ekkor a legnagyobb a kockázat, hiszen semmi sem garantálja, hogy az ötlet, folyamatban lévő fejlesztés kivitelezhető.

Ekkor jellemzően a tőkeigény még igen alacsony, mely alól csak bizonyos szegmensek kivételek, ahol jelentős kutatás-fejlesztési költségek merülhetnek fel. Éppen ezért itt még a vállalkozó mozgósítja a személyes környezetében elérhető forrásokat (család, barátok, ismerősök), illetve saját maga finanszírozza a vállalkozás elindítását. A különösen tőkeigényes szegmensek ilyenkor kereshetik fel az úgynevezett *magvető (seed-capital) alapokat*.

Ezt követi a *start-up fázis*, ahol a cég elkészítette az üzleti tervét, valamint rendelkezik konkrét termékkel, azonban azt még nem vezette be a piacra. Az ábrán is látható, hogy a nyereség itt van mélyponton, hiszen bevételt még egyáltalán nem generált a vállalkozás, azonban költségei igen jelentősek. A piaci bevezetés finanszírozási szükséglete jellemzően magas. Az alapító általában abban az esetben, ha eddig maga finanszírozta vállalkozását, itt külső forrás után kell nézzen. Az igény intenzitásától függően ekkor még elég lehet az ismeretségi kör felhasználása. Ekkor (illetve az előző fázisban is) különösen nagy szerepük van az informális tőkebefektetők köréből az *üzleti angyaloknak*, akik saját tőkéjükkel és szakmai tapasztalatukkal is segíthetik a vállalat elindítását. Az intézményi szereplők közül a *start-up alapok* jelenthetik a megoldást.

Amikor a vállalat túléli a kezdeti nehézségeket, és sikerült a piacon megjelennie a termékkel, a *növekedés szakaszába* lép. A *korai növekedés* során lép ki a „halál völgyéből”, és elkezdi a nyereség termelését. Ez az a pont, ahol a finanszírozási igény is a növekedés intenzitásától függően jelentősen megnövekedhet, a vállalat létszáma is bővül, a gyártási kapacitásokat növelni kell, magasak a marketing- és értékesítési költségek. Ez az intézményi kockázattőke-befektetők legkedveltebb belépési pontja. A kockázat már mérsékeltebb (azonban még mindig magas), de még egy jelentős növekedés elején léphetnek a vállalat életébe, hogy később ebből magas hozamot realizáljanak. A dolgozatomban fókuszában szereplő JEREMIE alapok is általában ebben a fázisban fektetnek be.

A *késői növekedés* során alakul ki a vállalkozás végleges struktúrája, felépítése, a létszámban folyamatos a bővülés, megnövekedik a formalizáltság, a belső adminisztrációs igény. Ekkor kiemelten fontos a működő tőke biztosítása. Jellemző a vállalkozásokra a likviditási probléma ebben a fázisban. Mivel a hitelfelvételhez az esetek többségében még mindig túl magas a kockázat, a kockázati tőke aktívan részt vesz a finanszírozásban.

A növekedési fázisokban jellemző a *terjeszkedés finanszírozása* és a *fejlesztési tőkeinjekció* (Borsi, Hunek, & Schannen, 1998). Az előbbit jellemzően azon vállalatoknak biztosítják, melyek elérik a nullszaldót, esetlegesen már némi nyereségre is szert tettek, de a kapacitások további bővítéséhez, a terjeszkedéshez további befektetésre van szükségük, tehát az expanzió kezdeti szakaszában vannak. Utóbbi célpontjai az általában már 2-3 éve létező vállalatok, melyek a késői növekedés fázisában vannak, az ábrán a 2. és a 3. fázisú tőkebefektetések.

Végül a vállalat *éretté* válik, a termékével, termékcsaládjával megveti a lábát a piacon, és stabilan nyereségesen képes működni. A klasszikus kockázati tőke-finanszírozás jellemzően itt véget ér, ekkor valósítják meg az alapok az exiteket. Ezzel a későbbiekben foglalkozom, itt annyit fontos megemlíteni, hogy ez nyilvános részvénykibocsátás útján is történhet, mely ebben a szakaszban képzelhető el a leginkább, ugyanis ahhoz, hogy erre a vállalat alkalmas legyen, el kell érnie egy bizonyos érettségi szintet. A további finanszírozásról gondoskodhatnak szakmai befektetők vagy más pénzügyi befektetők abban az esetben, ha újabb jelentős beruházásokra van szükség, például akkor, ha a vállalat nemzetközi piacokra szeretne lépni.

A különböző fázisokban jellemző tranzakciók a kivásárlások: *menedzseri kivásárlás (MBO)*, *menedzmentbe való bevásárlás (MBI)* és *tőkeáttételes kivásárlás (LBO)*. Leginkább a késői növekedési és az érett szakaszokban lévő vállalatok a célpontok. MBO-ról akkor beszélünk, ha a vállalat menedzmentje (jellemzően egy külső kockázati tőke társaság segítségével) megvásárolja a vállalkozást. MBI esetén pedig külső menedzserek (szintén kockázati tőkével támogatva) bevásárolják magukat a vállalatba. (Borsi, Hunek, & Schannen, 1998) Az LBO célpontjai olyan érett jól működő vállalatok, amelyekben a finanszírozók további növekedési potenciált látnak (akár nemzetközi terjeszkedéssel). Ekkor bankhitel és saját forrás felhasználásával valósítják meg a vállalat felvásárlását (a hitel biztosítékaul jellemzően a vállalat eszközei szolgálnak), majd a fejlesztést megvalósítva általában jelentős haszonnal továbbadják a céget. (Osman, 2006)

További gyakori műveletek, melyek nem köthetők egyértelműen valamely életszakaszhoz, a *megfordító* (recovery vagy turnaround) és az *áthidaló finanszírozás*. Előbbi esetén a célpont egy pénzügyi nehézségekkel küzdő vállalkozás, melyben a tőkealap lehetőséget lát, hogy a pénzügyi helyzetet feljavítva, a menedzsmentet (vagy egyes tagjait) lecserélve újra nyereségessé tegyék azt. Az áthidaló (bridge) finanszírozás akkor szükséges, ha a befektetésből való kilépés előtt annak sikeres megvalósításához rendezni kell a céget, és erre nem áll rendelkezésre megfelelő forrás. Például tőzsdei kibocsátás előtt a befektetési tanácsadó igénybevétele rendkívül költséges, azonban elengedhetetlen a sikeres IPO kivitelezéséhez, ezért ezt a forrást veszik igénybe, mely azonban az értékesítéssel rögtön megtérül. (Borsi, Hunek, & Schannen, 1998)

1.4.2. A kockázat és a megtérülés viszonya

Thompson (2008) művében a fentiekhez hasonlóan különböző fázisokat különít el, melyekben vizsgálja a kockázat és megtérülés viszonyát (3. ábra).

3. ábra - Kockázat és megtérülés viszonya a befektetés egyes szakaszaiban

Korai szakasz Magas megtérülés Magas kockázat	Második szakasz Magas megtérülés Közepes kockázat
Harmadik szakasz Magas megtérülés Alacsony kockázat	Késői szakasz Közepes/alacsony megtérülés Alacsony kockázat

Forrás: Thompson, 2008

A *korai szakasz* a start-up befektetések szakasza, nagyon magas kockázattal, de legalább akkora, ha nem nagyobb lehetőségekkel.

A *második szakasz* az életciklus korai növekedési fázisának feleltethető meg. Azon cégek tartoznak ide, melyek elkezdtek profitot termelni, de jelentős beruházásokra van szükség a marketing- és menedzsment-költségek fedezésére, hogy meghódítsák a jellemzően még belföldi piacot. A kockázatok mérséklődnek, és főleg a vállalat irányításában rejlenek. A megtérülés itt is jelentős.

A harmadik szakasz a szerző szerint a legizgalmasabb, és jellemzően mindenki ezt keresi, mivel itt a legkedvezőbb a kockázat/megtérülés arány. Ekkor kívánnak megjelenni a vállalatok a már belföldön sikeres termékükkel a nemzetközi piacokon, tehát jelentős növekedési lehetőség előtt állnak. A nemzetközi piacokat meghódítva nagy megtérülést lehet realizálni.

Az utolsó, késői szakasz az érett, kis esetlegesen közepes növekedési potenciálú vállalatokat foglalja magába, és a különböző kivásárlások (MBO, MBI, LBO) legmegfelelőbb terepe, mivel megbízható pénzárammal rendelkező vállalatokról van szó, stabil mérleggel.

A szerző véleménye szerint az első három szakasz tartozik a klasszikus kockázati tőke (venture capital) fogalomkörébe, míg az utolsó, negyedik szakasz tipikusan a magántőke (private equity) terepe. (Thompson, 2008)

A fenti két modell legfontosabb elemeit az alábbi táblázatban (1. táblázat) foglalom össze.

1. táblázat – A vállalatok jellemzői különböző tényezők szerint, az egyes életciklus szakaszokban

	Magvető	Start-up	Korai növekedés	Késői növekedés	Érettség
Kockázat	Extrém magas	Magas	Közepes	Alacsony	Alacsony
Megtérülés	Magas	Magas	Magas	Magas/Közepes	Közepes/alacsony
Külső finanszírozási igény	Alacsony	Magas	Magas	Csökkenő, kampányszerűen megugorhat (terjeszkedés)	Alacsony, önfinanszírozás
Tőke felhasználása	Alapítási költségek, üzleti terv készítés	K+F, prototípus gyártás, növekvő létszám	Piaci bevezetés, sorozatgyártás elindítása	Marketing költségek, piacszerzés, új piacok meghódítása	Új termék fejlesztése, meglévő továbbfejlesztése, piaci pozíció megtartása
Bevétel	Nincs	Nincs	Alacsony, de növekvő	Közepes/magas, gyorsan növekvő	Magas, lassan növekvő/stagnáló
Nyereség	Veszteség	Veszteség	Csökkenő veszteség	Nyereségküszöb átlépése, gyors növekedés	Magas nyereség
Jellemző finanszírozó	Alapító, család, barátok, üzleti angyalok, magvető alapok	Üzleti angyalok, start-up alapok	Intézményi kockázati tőke befektetők (venture capital alapok)	Magántőke befektetők (private equity cégek), stratégiai befektetők, hitelintézetek	Nyilvános piacok, stratégiai befektetők, magántőke befektetők (private equity cégek), hitelintézetek

Forrás: saját szerkesztés

1.5. Kilépési stratégiák

A portfólió gondos felépítéséhez hasonlóan fontos – ha nem még fontosabb – feladat a befektetésekből való kiszállás megtervezése és kivitelezése. Ugyan az exit megvalósítása az utolsó lépés a kockázatitőke-befektetés folyamatában, már a portfólió összeállításakor elindul annak megtervezése, mivel a folyamat minden fázisa befolyásolhatja azt. Egy sok évig sikeresen menedzselte és kiemelkedő növekedést megvalósító vállalat értékesítéséből származó hozam is lehet alacsony, ha nincs jól menedzselve a kilépés. Ez függ attól, hogy jól választották-e meg annak módját, megfelelő-e az időzítés, továbbá ekkor kerülnek előtérbe a különböző tanácsadók, szolgáltatók is. Egy nyilvános részvénykibocsátás lebonyolításában kritikus fontosságú a befektetési tanácsadó tevékenysége. (Becskyné Nagy, 2006) (Füzesi, 1998) (Gladstone, 1997)

A kilépések megvalósításának alapvetően négy útját különböztethetjük meg:

- tőzsdei értékesítés,
- szakmai, stratégiai befektetőknek történő eladás,
- kívülálló pénzügyi befektetőnek történő eladás,
- tulajdonos általi visszavásárlás.

Az alábbiakban a különböző lehetőségeket ismertetem általánosan, majd azokról, azok előnyeiről és hátrányairól bővebben a dolgozat későbbi szakaszában írok.

1.5.1. Tőzsdei értékesítés

Az első és általában legkedveltebb kiszállási mód a tőzsdei értékesítés. Ez történhet első nyilvános részvénykibocsátás útján, vagy egy már a tőzsdén jegyzett vállalat esetén a részesedés értékesítésével. Természetesen feltétel a fejlett tőkepiac és a jól működő, nagy forgalmú tőzsde jelenléte. Elmondható, hogy Európában kevésbé népszerű választás, mint Amerikában, ahol nagyon nagy az IPO jelentősége.

Számos kérdés felmerül ennek kapcsán, többek között a tőzsde kiválasztása, amelyre bevezetik a vállalatot, a megfelelő befektetési tanácsadó felkeresése, aki segít a különböző előkészületekben, valamint annak eldöntése, hogy mekkora részesedést értékesít a tőkebefektető IPO-val. Jellemzően nem valósul meg a teljes kilépés a vállalatból, ezzel is erősítve a külső befektetők bizalmát. Majd a későbbiekben egy második körben kerül értékesítésre a megmaradt részesedés, akár újra a tőzsdén, akár valamely más kiszállási mód alkalmazásával. (Becskyné Nagy, 2006) (Füzesi, 1998)

1.5.2. Szakmai, stratégiai befektetőknek történő eladás

A másik leggyakrabban alkalmazott exit stratégia. Nem jelenthetjük ki egyértelműen, hogy a második leggyakoribb, mivel Európában a szakmai befektetőknek történő értékesítés a leginkább kedvelt kilépési mód. A mögöttes motiváció, hogy a vevő a felvásárlással a tevékenységi körét bővíti, illetve különböző vélt, vagy valós szinergiákat kíván kiaknázni. Gyakran a célvállalattal egy iparágban tevékenykedik, a vállalat menedzsmentjéhez, know-how-jához, technológiáihoz kíván hozzájutni. (Becsikyné Nagy, 2006)

A legfontosabb kérdés ebben az esetben az értékesítési ár, melyet számos tényező befolyásol. A kockázati tőke-társaság szempontjából kedvező lehet, hogy a nyilvános részvénykibocsátással szemben ilyen esetben csak egy vevővel kell tárgyalásokat folytatnia, valamint általában kevésbé költséges stratégia. Ezen felül számos vállalat IPO-ra nem is alkalmas, tehát az ő esetükben ez lehet a sikeres kilépés módja. (Füzesi, 1998)

1.5.3. Kívülálló pénzügyi befektetőnek történő eladás

A vállalat értékesítése történhet pénzügyi befektetőnek is. Itt azonnal felmerül a kérdés, hogy ha a vevő úgy gondolja, hogy a céget megvéve azt a későbbiekben magasabb áron tudja értékesíteni, akkor ezt az értéknövelést az aktuális tulajdonos miért nem képes végrehajtani? Éppen emiatt három motiváció állhat ennek a kilépési módnak a hátterében:

- zártvégű a kockázati tőke-alap és a futamidő végén mindenképpen értékesíteni kell a befektetéseket, akkor is, ha azokban további növekedési potenciál van,
 - a vállalkozás további fejlődése olyan méretű további tőkét igényel, melyet nem képes biztosítani az aktuális befektető,
 - a menedzsment és az alapkezelők között olyan konfliktus merül fel, mely akadályozza a további együttműködést, de a vállalat fejlődése nem tört meg.
- (Füzesi, 1998)

A kilépésnek e módját a vállalkozás vezetése is gyakran támogatja, mivel a szakmai befektetőnek történő értékesítéssel szemben itt nagyobb esély van arra, hogy nem változtatnak a menedzsmenten, mivel a pénzügyi befektetőnek nem célja egy már meglévő vállalatcsoportba integrálni a céget, ezáltal a stratégiai önállóság is megmaradhat.

1.5.4. Tulajdonos általi visszavásárlás

A többi tulajdonos általi kivásárlás akkor jelent alternatívát, ha minden más lehetőség elérhetetlen. Ez egy kényszerpálya akkor, ha kudarcot vallott a tőkealap a vállalattal és nincs lehetőség azt külső félnek értékesíteni. Wall & Smith (1997) felmérése tőkealap kezelők körében egyértelműen mutatja ezt, azonban rávilágít, hogy gyakori ez a kilépési mód, pontosan amiatt, hogy a befektetések nagy arányban nem valósítják meg az elvárt növekedést. Mivel a menedzsment jellemzően nehezen tudja előteremteni a szükséges készpénzt, hogy visszavásárolják a kockázati tőkések részesedését, ezért az eladási árral kapcsolatban komoly tárgyalások alakulnak ki, és aligha várhatja a befektető, hogy jelentős hozamra tehet szert ebben az esetben. A sikertelen befektetések esetén azonban ez a mód jelentheti az egyetlen alternatívát, hogy ne kelljen azokat teljesen leírni.

A fejezetben bemutatam a kockázati tőke-iparág legfontosabb fogalmait, annak részeit, az azzal kapcsolatos leglényegesebb kérdéseket. A következő részben a közép-kelet-európai régió, valamint hazánk kockázati tőke-piacát vizsgálom.

2. A kockázatitőke-ágazat fejlődése

Magyarországon

2.1. Rövid történeti áttekintés

A kockázati tőke őshazája az Amerikai Egyesült Államok, ahol már a második világháború után megjelentek a kockázatitőke-társaságok. Európán belül Angliában terjedt el ez a finanszírozási forma először, azonban valamivel később, mint az USA-ban. Ázsiában a 70-es években alapították az első alapokat Japánban és Dél-Koreában, majd idővel a világon mindenhol megjelent az üzletág, természetesen eltérő formában, a helyi gazdasági viszonyokhoz alkalmazkodva.

1983 novemberében alakult az Európai Kockázati Tőke Szövetség (EVCA), a tőketársaságok együttműködésének ösztönzésére, az iparággal kapcsolatos információk összegyűjtésére és terjesztésére.

A közép-európai régióban a rendszerváltással egy időben tűntek fel azok a kockázati tőkések, akik az alakuló gazdaságban meglátták a lehetőséget. Magyarországon az 1990-es években jelentek meg ezek a társaságok, és működésüket leginkább a nehéz pénzügyi helyzetben lévő vállalatok felvásárlása, majd azok rendbetétele és értékesítése jellemezte (lásd fentebb turn around alapok). (Borsi, Hunek, & Schannen, 1998)

1991-ben Magyarországon is megalakult a kockázatitőke-piac szereplőit tömörítő és képviselő Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (MKME), mely követte és segítette a piac fejlődését. (MKME - Bemutakozás)

2.2. A kockázatitőke-piac Magyarországon

Magyarországon a kockázati tőke megjelenésével párhuzamosan számos tanulmány, kutatás született a témában. Többek között Dr. Osman Péter, Dr. Karsai Judit, Dr. Szerb László, Dr. Kosztópulosz Andreász és Makra Zsolt is több művében foglalkozott a kockázati tőke megjelenési formáival, elterjedésével és annak hatásaival a magyar gazdaságra. 2004-ben, az MKME megbízásából született egy átfogó felmérés az 1989 és 2004 közötti 15 évről, melyben a szerzők kísérletet tettek képet adni az összegyűjtött és kihelyezett tőke nagyságáról, valamint a kilépések számáról, volumenéről és sikerességéről az országban. (Karsai & Baranyai, 2005) 2011-ben sor került a felmérés kiegészítésére az

elmúlt öt év adatai alapján, amely így bemutatja a magyarországi kockázatitőke-piac fejlődésének több mint 20 évét. (Karsai, 2011)

„Az 1989 és 2010 között eltelt több mint két évtizedet vizsgáló adatgyűjtés 126, a magyar piac iránt (is) érdeklődő alap befektetéseit vette számba. Ezek (folyó áras adatok alapján) összesen több mint 20 milliárd dollár összegű tőkét kezeltek. A magyarországi befektetésekre elvileg rendelkezésre álló közel 8 milliárd dolláros tőkéjükből az alapok közel 420 tranzakció keretében közel 3,2 milliárd dollárt fektettek be magyarországi székhelyű vállalkozásokba.”⁸ A ténylegesen érintett vállalatok és az alapok által befektetett tőke a fenti adatokat nyilvánvalóan meghaladja, melynek oka, hogy az adatgyűjtés a befektetők közléseire, valamint a sajtóban megjelent információkra támaszkodik. A jelentősebb ügyletek nyilvánosságra kerülése miatt a felmérés ettől függetlenül alkalmas arra, hogy egy reális képet mutasson a piac helyzetéről.

A továbbiakban e tanulmány, valamint az EVCA és MKME adatai alapján vizsgálom a magyarországi kockázatitőke-piac jelentőségét a gazdaság számára, valamint összehasonlítva azt a régió többi országával.

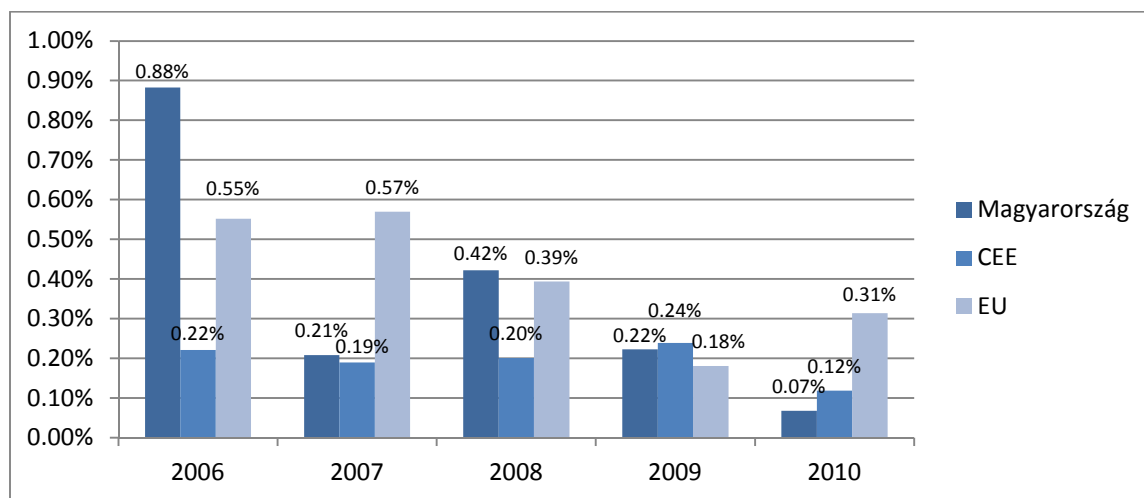
2.2.1. A kockázatitőke-piac jelentősége

A különböző országokban a tőkebefektetések e fajtájának nagyságrendjét összehasonlíthatóvá teszi, ha megvizsgáljuk az éves GDP-hez viszonyított arányát (4. ábra). Magyarországon megfigyelhető egy ellentmondás ezzel kapcsolatosan. Az EU-tagországokhoz viszonyítva is országunk előkelő helyen szerepel e mutatószámot vizsgálva. 2002 és 2008 között rendre meghaladta a régiós átlagot a magyar tőkebefektetések GDP-hez viszonyított aránya, a 2006-os évben, Európában az 5. helyen szerepeltünk.

Azonban figyelembe kell venni azt, hogy ezek az értékek tartalmazzák a jellemzően nagy volumenű kivásárlási tranzakciókat is. Ha csak a fent definiált klasszikus kockázati tőkére (venture capital) koncentrálunk, akkor a helyzet már közel sem ilyen fényes. Az EVCA adatai alapján – a kivásárlások nélkül számolt adatokat tekintve – a legtöbb évben az átlagos érték tizedét sem érte el az arány.

⁸ Karsai Judit: A kockázati tőke két évtizedes fejlődése Magyarországon, In: Közgazdasági Szemle, LVIII. évf., 2011. október (833. o.)

4. ábra – A befektetett tőke Magyarországon, a régióban és az EU-ban (GDP %-ában, 2006-2010)



Forrás: Saját szerkesztés, adatok: EVCA

Vizsgálhatjuk továbbá azt is, hogy az országban bejegyzett vállalkozások milyen arányban hozhatóak kapcsolatba a kockázattőke-finanszírozással. Míg ez az EU-ban a KKV-k közel 6%-a, Magyarországon a kettős könyvvitelt vezető vállalkozások 0,2%-át érte el. Ez több tényező miatt alakul így, például szerepet játszik az is, hogy a KKV szektor túlnyomó része mikro-, ezen belül kényszervállalkozás. Épp ezért csúszka ezen arányszám alapján megítélni a kockázattőke-finanszírozás jelentőségét az országban. Amint azt az előző fejezetben részletesen bemutattam, a finanszírozás e formájának igénybevételére a vállalkozások csak egy igen szűk rétege alkalmas, melynek növekedési potenciálja, versenyképessége eléri a megkívánt kiemelkedően magas szintet. Így a kérdést másképp célszerű feltenni: a kockázati tőke iránti keresletet milyen mértékben tudta kielégíteni a kínálat (Karsai, 2011).

Szerb (2009) 2008-ban készült tanulmányában felmérte a kockázati tőke befogadására képes vállalatok számát. Becslése alapján jelenleg a KKV szektor vállalatainak 0,25 százaléka, nagyjából 400-600 vállalat a piac nagysága, melyet a kockázattőke-piaci szereplők el is tudnák látni. A szakma lényegében egyetért abban, hogy a problémákat nem a kínálati oldalon kell keresni, a kockázattőke-finanszírozás jelentőségének növekedését leginkább a keresleti oldali problémák akadályozzák (Karsai, 2007) (Szerb L. , 2006) (Szerb L. , 2009). Egyfelől a magyarországi vállalkozási kultúra, a menedzserek, vállalkozók felkészületlensége, a félelem, hogy a tőke bevonásával a tulajdonrész egy hányadról le kell mondani, mind akadályozzák a finanszírozás e formájának terjedését.

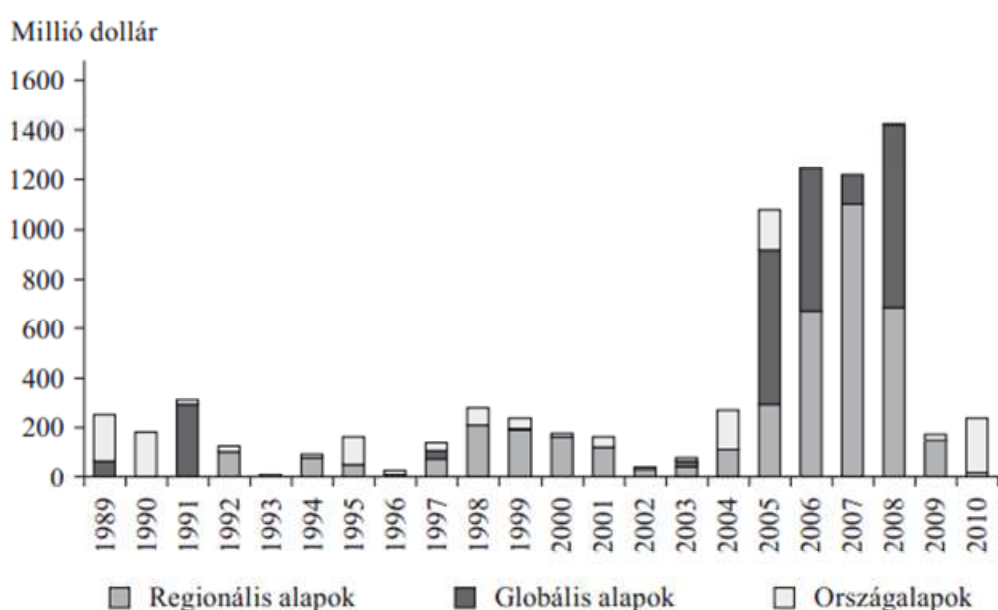
Másfelől azok az intézményi, szervezeti keretek is hiányoznak, melyek segítenék a kereslet és kínálat egymásra találását.

2.2.2. A magyarországi befektetésekre rendelkezésre álló tőke nagysága

A magyarországi piac egyik jellemzője, hogy a kockázatitőke-befektetések forrása az országban közel 90%-ban külföldről származik. Emiatt a piac forrásellátottságát sebezhetővé tette a nagyarányú külföldi kitettség. Ennek egyik oka, hogy a piac viszonylag fiatal, és emiatt nem lehet akkora arányú a tőkeakkumuláció, valamint a gazdaságos üzemméretet is csak a külföldi alapok tudták eleinte elérni.

A piac fejlődésének egyes szakaszait különböző típusú befektetési alapok előretörése jellemzi (lásd 5. ábra). A rendszerváltást követően a magyarországi befektetésekre szakosodott országalapok jelentek meg, valamint a privatizáció megindulásakor a kormányközi alapok is jelentősek voltak. Ezt követően, de viszonylag korán megjelentek a regionális alapok is, melyek aztán mindvégig jelentős részarányt képviseltek a befektetéseken. A 2000-es években az EU csatlakozás hírére megnövekedett a bizalom a régió iránt, így a regionális alapok fokozták tevékenységüket, valamint megjelentek a globális alapok is. A válság után a befektetési volumen jelentősen visszaesett, és újra az országalapok voltak a fő forrásgyűjtők (Karsai, 2011).

5. ábra - A magyarországi cégek iránt érdeklődő kockázatitőke-alapok által gyűjtött tőke évenkénti alakulása az alapok földrajzi hatóköre szerint (1989–2010)



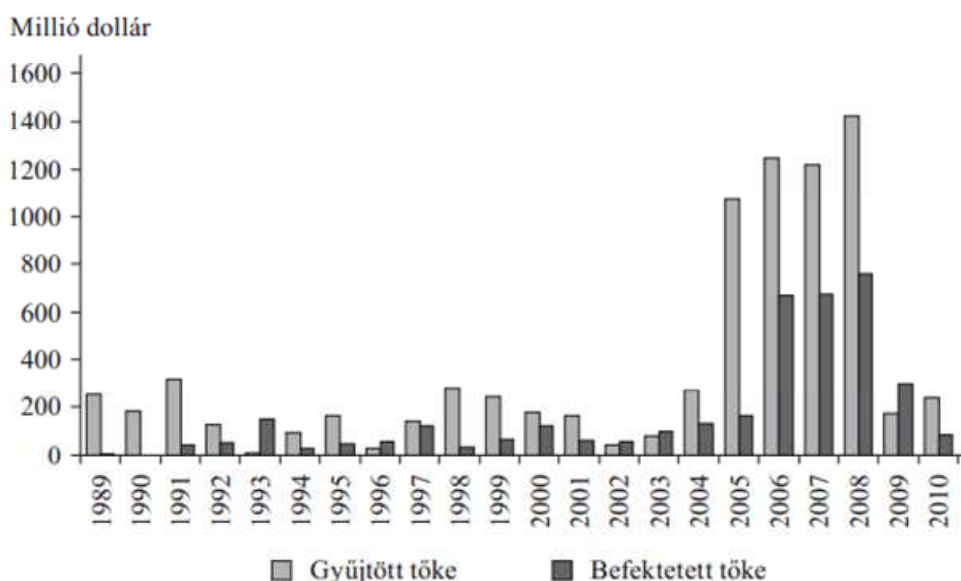
Forrás: (Karsai, 2011)

2.2.3. A magyarországi cégekbe befektetett tőke

A gyűjtött és a ténylegesen befektetésre kerülő tőke nagyságában lényeges különbségek figyelhetők meg. Ez több okra vezethető vissza. Egyfelől az EVCA által alkalmazott módszertan – amellyel meghatározták a regionális alapok magyarországi befektetésre allokált tőkéjét – a teljes potenciálisan rendelkezésre álló állomány egynegyedét veszi figyelembe, ami az ezredforduló környékén, egészen a 2004-es évig még egy reális feltételezés volt, azóta viszont ez az arány jelentősen csökkent. Emiatt tehát felülbecsült a ténylegesen rendelkezésre álló tőke nagysága. Továbbá a válságot megelőzően, az EU csatlakozást követően az alapok a megelőző évekhez képest sokszoros tőkét gyűjtöttek, azonban azok befektetése csak némi csúszással, éppen a válság idején történt volna meg. Ez a különbség az 6. ábrán jól megfigyelhető.

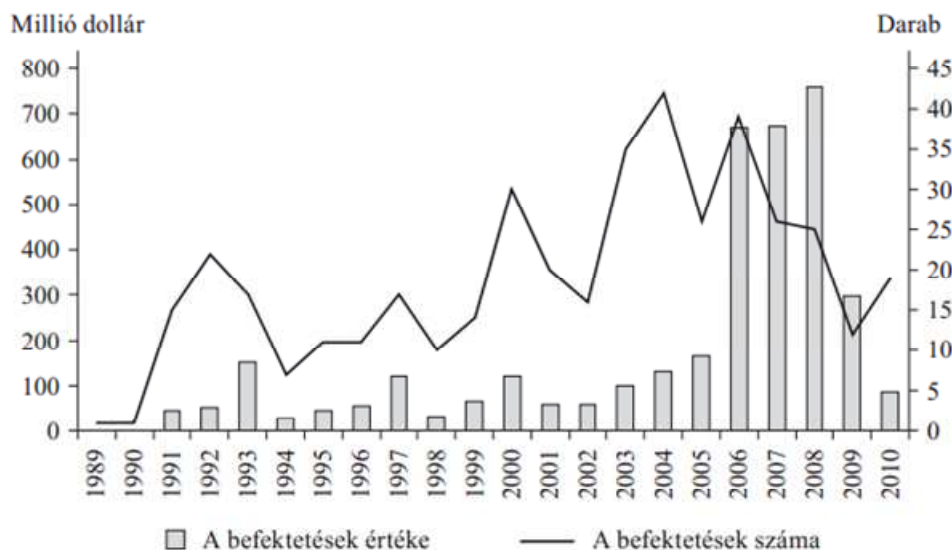
A magyarországi vállalatok közül évente átlagosan – az elmúlt két évtizedet figyelembe véve – 19 cég kapott kockázati tőkét, mely összességében 170 millió dolláros évi átlagot takar. Ez azt jelenti, hogy egy befektetés nagyjából 9 millió dollárt jelent. Azonban az a fentiek alapján egyértelműen látszik, hogy nagy az eltérés az első 15, valamint az azt követő 5-7 év között (6. és 7. ábra). Míg előbbi esetben nagyjából 4 millió dolláros évi átlagos befektetési nagyságról beszélhetünk, addig a 2004-es évet követően ez több mint 4,5-szeresére, 18 millió dollárra növekszik. (Karsai, 2011)

6. ábra - A magyarországi cégek iránt érdeklődő kockázati tőke-alapok által gyűjtött és ténylegesen befektetett tőke értékének évenkénti alakulása (1989–2010)



Forrás: (Karsai, 2011)

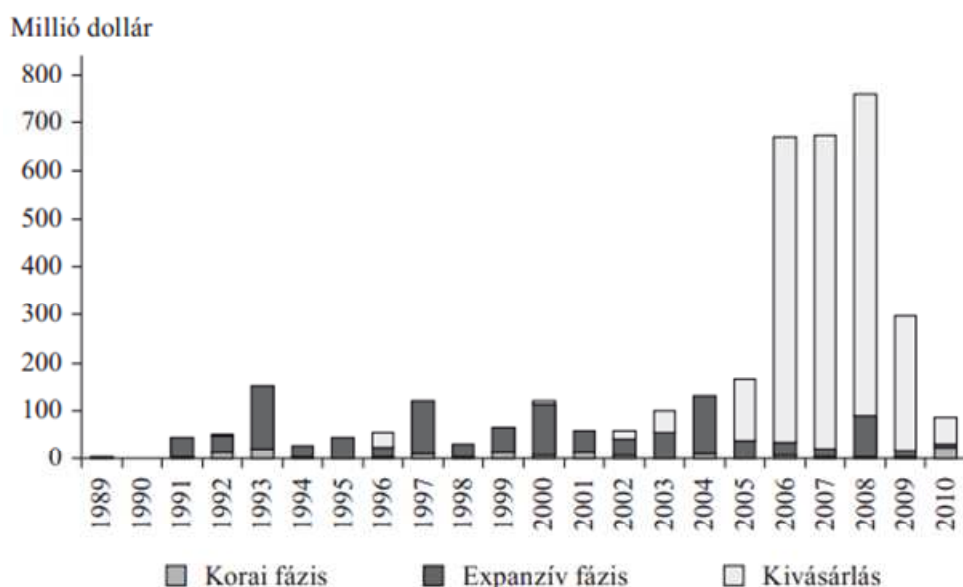
7. ábra - A magyarországi kockázatitőke-befektetések számának és értékének évenkénti alakulása (1989–2010)



Forrás: (Karsai, 2011)

A befektetések nagyságrendjén túl vizsgálni szükséges, hogy a finanszírozott vállalat mely életszakaszában van, amikor a kockázati tőke befektetése megtörténik. A 8. ábrán látható, hogy érték alapján a két évtized folyamán az expanzív fázisban történő befektetések voltak a meghatározóak. Ezen változtatott a 2005-2009-es évek között a nagy összegű kivásárlási tranzakciók megjelenése, mely dominálja az időszak végét. Azonban azt megállapíthatjuk, hogy a korai fázisú (start-up) finanszírozás értékében elhanyagolható.

8. ábra - A magyarországi kockázatitőke-befektetések értékének évenkénti alakulása a finanszírozás funkciója szerint (1989–2010)



Forrás: (Karsai, 2011)

A 2. táblázatban ezzel szemben megfigyelhető, hogy a befektetések darabszámát tekintve az expanzív életciklusú vállalkozásokba történő befektetések 60%-os arányt képviselnek, és a korai fázisú finanszírozás is 32%-os. Ez a nagymértékű különbség a darabszámok és értékek vizsgálata között természetes, hiszen egy-egy kivásárlási tranzakció mérete összehasonlíthatatlanul nagyobb a klasszikus kockázati-tőkefinanszírozásban megszokott befektetési méretnél.

2. táblázat - A magyarországi kockázati-tőke-befektetések száma, értéke, valamint átlagos mérete a finanszírozás funkciója szerint (1989-2010)

Befektető	A befektetések				
	száma	számának százalékos megoszlása	értéke (millió dollár)	értékének százalékos megoszlása	átlagos értéke (millió dollár)
Korai	132	31,7	147,0	4	1,1
Expanzív	246	59,1	1037,3	28	4,2
Kivásárlási	38	9,1	2521,8	68	66,4
Összes	416	100,0	3706,1	100	8,9

Forrás: (Karsai, 2011)

Magyarországon az elmúlt több mint 20 év során egy fejlett kockázati-tőke-ágazat jött létre. A régiónak meghatározó szereplője, noha az elmúlt években a lengyel piac előretörését követően elvesztette vezető pozícióját. Karsai tanulmánya bemutatja, hogy az évek során folyamatosan javult a KKV-k tőkehez jutási lehetősége, melyet a következő fejezetben bemutatásra kerülő JEREMIE program tovább fokoz.

3. A JEREMIE program

3.1. Állami szerepvállalás a kockázatitőke-ágazatban Magyarországon

Az állami szerepvállalás, mint az a gazdasági élet számos területén megszokott, a kockázatitőke-piacon is jelentős. Dr. Karsai Judit 2007-ben megjelent cikkében részletesen vizsgálja az állam jelentőségét, beavatkozásának formáit és sikerességét ezen a piacon. Az állam kétféle módon szólhat bele a kockázatitőke-piac fejlődésébe: a törvényi szabályozás átalakításával, oly módon, hogy vonzóvá tegye, illetve egyáltalán elfogadja és támogassa ezt a befektetési formát, valamint a költségvetési források célzott allokálásával.

Az első lépés a jogszabályi keretek módosítása kapcsán az 1998-as törvény, mely létrehozta a kockázatitőke-alap jogi formát, valamint a szabályozás alá bejelentkező befektetőknek átmenetileg, 6 éves időtartamra adómentességet biztosított. Azonban ennek igénybeviteléhez be kellett tartani a törvény által szabott igen részletes előírásokat az alap működésére vonatkozóan. Mivel ezek a szabályok túlzottan bürokratikusnak és piac-idegennek bizonyultak, mindössze két – állami tulajdonú – alapkezelő vállalta magára a működési kötelezettségeket (a Regionális Fejlesztési Holding csoporthoz tartozó Informatikai Kockázatitőkealap-kezelő Rt. és a Regionális Kockázatitőkealap-kezelő Rt.).

2006-ban a kockázatitőke-piacot újraszabályozták. Ekkora számos ponton módosítottak, igazítottak a jogszabályokon, mellyel feloldottak több sokat vitatott kérdést, azonban maradt még problémás pont ekkor is. Az új szabályozás teremtette meg például a lehetőséget, hogy magyar intézményi befektetők is tőkéjük egy részét ilyen alapokba fektessék. (Karsai, 2007)

Karsai 2011-ben készült tanulmánya az állami befektetések nagyságát is számba vette (lásd 3. táblázat). Eszerint az 1989-2010-es időszakban a kockázatitőke-befektetések 52,4%-a (darabszám alapján) államhoz köthető forrásból származott, azonban ez az összes befektetett tőke értékének csupán 17,5%-a (Karsai, 2011). Ez annak köszönhető, hogy az állami forrásból végrehajtott befektetések kizárólag kezdeti és expanzív fázisú vállalatokba történnek, kivásárlási tranzakciót nem finanszíroz az állam.

Az 1989 és 2007 közötti időszakot tekintve a befektetések csupán egy hatoda került induló és korai stádiumú vállalkozásokhoz, amiből látható, hogy az állam is a kevésbé

kockázatos, növekedési fázisban lévő cégeket választotta leginkább. Így azonban éppen az a gazdaságpolitikai célkitűzés nem teljesül, miszerint a kis, innovatív, gyorsan fejlődő, ellenben tőkéhez nehezen jutó vállalkozásokat kell támogatni.

3. táblázat – A magyarországi kockázatitőke-befektetések száma, értéke, valamint átlagos mérete a befektetők tulajdonosi háttere szerint, 1989 és 2010 között összesen

Befektető	A befektetések				
	száma	számának százalékos megoszlása	értéke (millió dollár)	értékének százalékos megoszlása	átlagos értéke (millió dollár)
Állami háttérű	218	52,4	648,7	17,5	3,0
Magánszektorbeli	198	47,6	3 058,0	82,5	15,4
Összes	416	100,0	3 706,7	100,0	8,9

Forrás: (Karsai, 2011)

A 2002-2003 években újra előtérbe kerültek ezek a törekvések, azonban a beruházásokat tekintve nem történt változás, továbbra is nagyságrendekkel nagyobb támogatásban részesültek az expanzív fázisban lévő cégek. Ezen felül az állam az innovatív, informatikai, technológiai cégekkel szemben továbbra is jellemzően a hagyományos iparágban tevékenykedő vállalatokat kereste befektetéseivel. (Karsai, 2007)

Fontos még kiemelnem az állami szerepvállalás kapcsán, hogy a tőkebefektetés módjával sem voltak megelégedve a szakértők (Karsai, 2007), (Szerb L. , 2006). A probléma az volt, hogy általában a tényleges kockázatitőke-befektetés módszertanát felborítva, gyakorlatilag hitelnyújtásnak tekinthető feltételekkel történtek a forráskihelyezések. Az állam hozamkövetelménye felülről korlátozva volt, valamint különböző garanciákat írtak elő, melyekkel a potenciális veszteséget is keretek közé szorították. Így gyakorlatilag egy hitelkonstrukciót alakítottak ki. Valamint az állam a kockázatitőke-befektetés egyik legnagyobb előnyét sem biztosította: a folyamatos tanácsadást és szakmai segítségnyújtást a vállalat fejlesztéséhez. Jellemzően a vállalkozás életébe csak mint egy szigorú felügyelő vett részt.

A fent felsorolt számos problémát orvosolhatja az állami szerepvállalás 2009 végén elindított új formája. Az EU támogatásával megvalósuló program keretében úgynevezett hibrid alapokat hoznak létre, melyben az állami (közösségi) források magánforrásokkal vegyesen kerülnek kihelyezésre. Erről bővebben a következő fejezetben írok.

3.2. Az állami beavatkozás új formája: JEREMIE

3.2.1. A programról röviden

Az Európai Unió a 2006-os év óta kiemelt figyelmet fordít az EU tagországokban bejegyzett KKV-k helyzetének javítására. Ezzel kapcsolatosan több intézkedést is bevezetett, ilyen például a 2008-ban elfogadott SBA (Small Business Act), mely egy átfogó szakpolitikai keretrendszer. Ez 10 olyan alapelvet tartalmaz, melyek a tagországokban kedvezőbb üzleti környezet és politikai keret kialakítását célozzák.⁹ Ezen intézkedések sorába illeszkedik a 2007-2013 programozási időszakra bevezetett négy különleges pénzügyi eszköz, az ötletes betűszavakkal jelölt JASPERS, JEREMIE, JESSICA és JASMINE. Ezek különlegessége, hogy szakítanak a hagyományos, vissza nem térítendő támogatások rendszerével, és ezek már visszatérítendő támogatások formájában állnak rendelkezésre. Egész pontosan finanszírozási források, melyek – ha megfelelően működnek – önmagukat megújítva újra és újra rendelkezésre állnak.¹⁰ A továbbiakban a dolgozatomban témájaként szolgáló JEREMIE programmal foglalkozom, azt ismertetem röviden, kiemelve azon lényeges elemeit, melyek a továbbiakhoz feltétlenül szükségesek.

A JEREMIE – Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises (mikro-, kis- és középvállalkozásokat támogató közös európai források) – program „az Európai Bizottság által az Európai Beruházási Alappal (EBA) közösen létrehozott kezdeményezés. Olyan pénzügyi tervezési eszközök felhasználását ösztönzi, amelyek javítják a kkv-k finanszírozási forrásokhoz való hozzáférését a strukturális alapok tevékenységein keresztül.”¹¹ A magyarországi implementációjának neve Új Magyarország Vállalkozói Program, mely „a hazai KKV szektor korai (magvető és induló), valamint növekedési életszakaszban lévő vállalatai tőkehelyzetének javítását tűzi ki célul.”¹² Ahogy ez az MV Zrt. honlapján is olvasható, a JEREMIE programhoz való csatlakozással Magyarország tehát újabb kísérletet tesz az előző fejezetben is említett probléma orvoslására, miszerint az induló, korai életszakaszban lévő vállalkozások tőkéhez jutását kívánja megkönnyíteni.

A program bevezetését egy felmérés előzte meg, amely a KKV-k finanszírozásának piacán a kereslet és kínálat egyensúlyát és a piaci elégtelenségeket vizsgálta (GAP

⁹ <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/small-business-act/> letöltve: 2012. március 12.

¹⁰ http://ec.europa.eu/regional_policy/thefunds/instruments/index_hu.cfm letöltve: 2012. március 12.

¹¹ http://ec.europa.eu/regional_policy/thefunds/instruments/jeremie_hu.cfm#1 letöltve: 2012. március 12.

¹² <http://www.mvzrt.hu/content.php?id=ie210468630b883595851b2d79da149b> letöltve: 2012. március 12.

analízis). Ez alapján egy előzetes akciótervet és a szükséges forrásigényt határozták meg. Minden egyes tagország, mely csatlakozni kívánt a programhoz, létrehozott egy holding alapot, mely a beérkező pénzösszeg kezelését végzi. A JEREMIE program magyar bevezetésének fő állomása a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (továbbiakban MV Zrt.) megalapítása 2007 őszén, mely a magyarországi holding alap. A program három fő részből áll:

- Hitelprogramok
 - o Új Széchenyi Kombinált Mikrohittel és Új Széchenyi Hittel
 - o Új Magyarország Kis- és Középvállalkozói Hittel
 - o Új Magyarország Forgóeszköz Hittel
- Új Magyarország Hittelgarancia
- Új Magyarország Kockázati tőke¹³

Dolgozatom témája szempontjából a harmadik, a kockázati tőke program érdekes, a továbbiakban, ha a JEREMIE programra hivatkozom, akkor ezt értem alatta.

3.2.2. A JEREMIE program magyar implementációja

A programban részt vevő alapok kétféle konstrukcióban működhetnek:

- közös alap létrehozása
- co-investment konstrukció

Előbbi esetében a nyertes alapkezelők az MV Zrt-vel egy-egy új, közös kockázatitőke-alapot hoznak létre. Utóbbi esetén pedig az MV Zrt. egy önálló jogi személyiséggel bíró alapot hoz létre, amelynek a majdani kezelője a nyílt pályázaton kiválasztott egyetlen egy nyertes alapkezelő. A későbbiekben pedig a co-investment alap a konkrét befektetésekhez kiválasztott társbefektetőkkel együtt hajt végre közös befektetéseket, és a befektetési feltételekről minden egyes alkalommal külön köt megállapodást a partnereivel. A programban részt venni kívánó kockázatitőke-alapoknak az NFÜ által kiírt pályázatra kellett jelentkezniük, melynek végső eredményhirdetésére 2009 őszén került sor.

¹³ <http://www.mvzrt.hu> - letöltve: 2012. március 12.

A botrányoktól hangos pályáztatás¹⁴ végén 8 befektetési alapot hirdettek ki győztesként.

A pályázó alapoknak a következő előírásoknak kellett megfelelniük:

- A közös alap esetén legalább kettő, a co-investment alap esetén legalább három szenior vállalati befektetési szakembert kell főállásban alkalmazniuk.
- A szenior vállalati befektetési szakemberek javadalmazása a befektetések sikeréhez is kötve kell, hogy legyen.
- A tervezett befektetési portfólióban a kezdeti fázisú és/vagy innovatív vállalkozások arányának legalább 30%-nak kell lennie.
- A benyújtott üzleti tervben nyereséges gazdálkodással kell tervezniük.
- A befektetési időszakban az alap jegyzett tőkéjének minimum 80%-a befektetésre kell, hogy kerüljön.
- Biztosítaniuk kell, hogy az állam semmilyen módon nem vesz részt a majdani befektetési döntésekben.¹⁵

A 8 nyertes alapkezelőt a 4. táblázat tartalmazza. 7 működik közös alap konstrukcióval, míg egy – az Euroventures – co-investment alapként folytatja tevékenységét. A pályázat továbbá meghatározta, hogy a co-investment alap olyan vállalkozásokba fektethet, melyek székhelye a közép-magyarországi régióban van, míg a közös alap e régió kívül székelő cégekbe.

4. táblázat – A magyarországi JEREMIE alapok

Alap neve	Elnyert forrás (mFt)	Alap mérete
Biggeorge's-NV EQUITY Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	2 800	4 000
Central-Fund Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	3 500	5 000
DBH Investment Zrt.	3 500	5 000
Euroventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	7 096	7 096
Finext Startup Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	5 000	7 360
MORANDO Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	4 550	6 506
Portfolion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	3 800	6 800
Primus Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	4 340	6 200

Forrás: <http://www.mvzrt.hu>

¹⁴ Az NFÜ az első pályázatot eredménytelenül lezárta az eredményhirdetést megelőzően, 2009. június 8-án, az után, hogy vélhetően kiszivárgott a leendő nyertesek névsora és ezzel több nagynevű, elutasított pályázó nem értett egyet. Hivatalosan a pályázat tartalmának félreérthetősége, valamint a beadott anyagok nem megfelelése miatt kiírtak egy új pályázatot, melynek tartalmát egyeztették a szakmával, valamint külső auditorral is ellenőriztették. Forrás: *Botrányos uniós pályázat. In: HVG. 2009. június 21.*

¹⁵ Pályázati felhívás (GOP-2009-4.3/2. és KMOP-2009-1.3.3/2.), link: <http://www.mvzrt.hu/documents.php?type=tender>, letöltve: 2012. március 12.

Az alapok fő jellemzői:

- 10 éves futamidőre hozták őket létre,
- átlagos méretük 5 995 millió forint, összesen közel 48 milliárd forintot allokálnak, amelynek körülbelül 40%-a magánforrás,
- befektetési döntéseiket 2013. december 31-ig meg kell hozniuk,
- az államot/EU-t megillető hozamot 8,5%-ban határozták meg.

Az alapok 2010-ben megkezdték működésüket. Az első befektetési döntések meghozatalára 2010 nyarán sor került, a DBH Investment három, a Primus Capital szintén három, valamint a Central-Fund Zrt. két céget talált érdemesnek a finanszírozásra.¹⁶ Az azóta eltelt időben számos további befektetési döntés született, az alapok teljes tőkéjüket természetesen még nem helyezték ki, arra még szűk két év rendelkezésre áll.

A JEREMIE program rövid bemutatása után a következő fejezetben az ebben részt vevő alapok exit-lehetőségeit, valamint a kapcsolódó speciális kérdéseket vizsgálom részletesen.

¹⁶ Célpontokra vadászva. In: Figyelő. 2010. szeptember 16.

4. Kilépési lehetőségek vizsgálata általában és a JEREMIE alapok esetében

Dolgozatom eddigi fejezeteiben megvizsgáltam a kockázati tőke főbb jellemzőit, az ahhoz kapcsolódó legfontosabb definíciókat, majd a magyarországi piac fejlődését, helyzetét a régió többi országához képest. Végül áttekintettem a kormányzati szerepvállalást ezen a piacon, majd ezen belül a 2010-ben indult, szellemében és megvalósításában újdonságot jelentő JEREMIE programot, annak legfontosabb állomásait és a programban részt vevő alapokat. Véleményem szerint, az egyik legérdekesebb kérdés a programmal kapcsolatban az, hogy ezek az alapkezelők milyen módon tudnak majd nyereségesen kiszállni befektetéseikből. Az exitek minden kockázati tőke-befektetés esetében kardinális kérdéseket vetnek fel, ez jelenti tulajdonképpen a folyamat csúcspontját.

Az alábbi fejezetben arra keresem a választ, hogy milyen tekintetben számítanak a JEREMIE alapok speciálisnak a kilépéssel kapcsolatban, illetve a négy fő kilépési lehetőségnek (IPO, értékesítés stratégiai befektetőnek, pénzügyi befektetőnek, tulajdonosnak) milyen előnyei és hátrányai vannak. Kiemelten foglalkozom a nyilvános részvénykibocsátás lehetőségével, ezen belül is a BÉT szerepével.

A fejezet elkészítésében több ponton támaszkodom a szakirodalom feldolgozása mellett Dr. Zsembery Levente gondolataira.

4.1. Dilemmák az exit-stratégiákkal kapcsolatban

A kilépési stratégia kapcsán alapvetően négy fő tényezőt kell vizsgálni:

- kínálati oldal
- keresleti oldal
- időzítés
- árazás

A *kínálati* és *keresleti* oldal esetén vizsgálni kell, hogy mik az egyes szereplők érdekei, milyen befolyásuk van az értékesítésre, illetve milyen az alkupozíciójuk.

A *kínálati* oldalon négy érdekcsoportot találunk: *alapkezelők, befektetők, a portfólió vállalatok menedzsmentje/tulajdonosai és a különböző szolgáltatók* (lásd részletesen 1.2.2

fejezet). A kilépés esetén konfliktus jellemzően az alapkezelők és a menedzsment között lehet. A befektetők egy dologban érdekeltek: a lehető legmagasabb profit elérésében. Az alapkezelők ezt hivatottak megvalósítani, amely elemi érdekük is, hiszen ezen múlhat, hogy a jövőben képesek lesznek-e újabb alapokat felállítani. Emiatt az, hogy milyen módon valósul meg az exit, számukra ár kérdése. Ez azonban sértheti a portfólió vállalatok menedzsmentjének érdekeit, hiszen ők amellet, hogy szintén érdekeltek a magas profitban – bevett gyakorlat, hogy a menedzsment tulajdonostárs is – egyéb szempontokat is figyelembe vesznek. Tipikus probléma, hogy stratégiai befektetőnek történő eladáskor nem garantált, hogy pozícióban maradhatnak a vállalatvezetők, hiszen egy már meglévő vállalatcsoportba integrálhatják a céget.

Annak függvényében, hogy ki áll a *keresleti oldalon*, különböztetjük meg az eltérő kilépési stratégiákat. Evidens, hogy teljesen más megközelítést igényel egy nyilvános részvénykibocsátás, ahol számos gazdasági szereplőnek kívánjuk értékesíteni a tulajdonrészünket, illetve egy nagy befektetőnek történő értékesítés, legyen az akár pénzügyi vagy stratégiai befektető.

Az *időzítés* alatt azt értem, hogy mikor kell eladni. Az alapkezelők a befektetési döntés megszületésekor különböző mérföldköveket határoznak meg a vállalkozás fejlődésével kapcsolatosan. Ezek kötődhetnek a vállalat méretéhez, a pénzáram pozitívvá válásához, az árbevétel nagyságához, egy nagyobb fejlesztés sikeres megvalósításához. Majd ezekhez köthető, hogy mikorra időzítik az exitet.

Ezen túlmenően számos tényező indíthatja el a kiszállást:

- megjelenik egy vevő, egy meglehetősen jó ajánlattal,
- a befektetés elér egy olyan fázisba, ahol a kockázati tőke-alap lehetőségeit meghaladó befektetési igénye jelentkezik. Ez lehet azért, mert a fejlesztés sikeresen lezárul, de a piaci bevezetéshez nagyobb tőke szükséges, új piacokat kíván a vállalat meghódítani, ami tőkeigényes stb.

Tulajdonképpen akkor kell a kilépést megvalósítani, amikor a vállalat, vagy a vállalat birtokában lévő fejlesztés, know-how valaki másnak jóval többet ér, jobban hasznosítható, mint az aktuális alapnál. Ez alatt nem csak finanszírozási, hanem stratégiai megfontolásokat is értünk. Például portfólió vállalatunk kifejleszt egy speciális teniszütőt, amely valamilyen szempontból innováció a sportág számára, majd ezt el is tudja fogadtatni a piaccal, és elindul a növekedés. A profi teniszütők piacán növelni tudja részesedését.

Azonban az egyértelmű, hogy hosszú távon a tőkeerős, évtizedek óta vezető sportszergyártókkal szemben nincs esélye. Ekkor dönthet úgy az alapkezelő, hogy értékesíti befektetését. Vevőként szóba kerülhet a piacvezető, aki ezzel még nagyobb előnyre tehet szert, de akár egy versenytárs is, aki esetlegesen a teniszütők szegmensében gyengébb, de ennek a szabadalomnak a birtokában felveheti a versenyt a vezetővel.

Az értékesítési árat alakító tényezők az egyes vevők esetében eltérőek. Más érdekek vezérlik a stratégiai befektetőt, akinek fontos, hogy milyen szinergiákat aknázhathat ki a vállalkozás megvásárlásával, míg a pénzügyi befektető a további növekedési lehetőségeket keresi. Fel kell kelteni a vevők érdeklődését, hiszen ha sikerül az alapkezelőknek több jelentkezőt is találniuk, a kialakuló versenyhelyzet emelkedő árat eredményez.

4.2. Speciális kérdések a JEREMIE alapok esetében

A fenti tényezőkkel kapcsolatosan több egyedi tulajdonságot figyelhetünk meg a JEREMIE alapok kapcsán. A kereslet és kínálat viszonyában a program egyik fő kérdése a kifutó cégek mennyiségéből adódik.

A program 2010-ben indult, a befektetési döntéseket az alapkezelőknek 2013. december 31-ig meg kell hozniuk. Egy vállalat felépítése – az idő, amíg éretté válik az exitre – megközelítőleg 5-7 év, de a végső értékesítési határidő az alapok futamidejének vége, ami 10 év. Tehát az exitek 2015-2020 között várhatóak, ami 5 évet jelent.

A jelenlegi információk szerint az átlagos, egy vállalkozásba befektetett tőke 280 millió forint körül alakul (5. táblázat). Ez azt jelenti, hogy a 8 JEREMIE alap teljes tőkéjét tekintve (48 milliárd forint) körülbelül 170 db cég lesz a portfóliókban (kisebb alapok esetén 10-15, nagyobbaknál 20-25). A piaci tapasztalatok alapján a portfóliók fele (akár nagyobb aránya is) leírásra kerül, sikertelen lesz a befektetés. Így azzal számolhatunk, hogy a maradék, megközelítőleg 80-90 vállalatot kell értékesíteni. Ez a fenti időszakkal számolva évi átlagban 16-18 vállalatot jelent.

5. táblázat – A JEREMIE program alapkezelői és befektetések¹⁷

Alapkezelő neve	Portfólió cég neve	Befektetett tőke
Biggeorge's-NV EQUITY Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Számlaközpont Gazdaságfejlesztő Iroda Kft.	<100
	Saunik Kft.	<100
	Első Magyar Konszolidátor Zrt.	380
	Velgene Biotechnológiai Kutató Kft.	350
	Atrecto Zrt.	220
	Noisport Kft.	>100
Central-Fund Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	5 db befektetés, nincs pontos információ	
DBH Investment Zrt.	NANOFORM Hungary Kft.	340
	Proinvest Hungary Kft.	200
	C-TECH Management Kft.	315
	Central Europe On-Demand Zrt.	410
Euroventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	THX Games Tartalomfejlesztő Zrt.	400
	MediMass Kft.	400
	Medicover Denetal	n/a
	Eutecus	n/a
Finext Startup Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	GPS City Guide Kft.	443
	Intellisense Zrt.	200
MORANDO Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	META MPI Kft.	400
	Geoterm Invest Kft.	168
	Infirio Kft.	115
Portfolion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Cryo Management Kft.	220
	Digital Recognitions Systems Zrt.	185
	Intellio	400
	Stringdrive Technologies Kft.	200
	Leonar3Do	400
	Cellum Global Zrt.	400
	Gravity - Rock solid Recommendations	300
	3G Multimédia Kft.	350
Primus Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Comforce Zrt.	170
	IVM Zrt.	200
	Adfit Zrt.	190
	BBS Nanotechnológia Kft.	400
	Blueprint Entertainment	400

Forrás: Saját szerkesztés

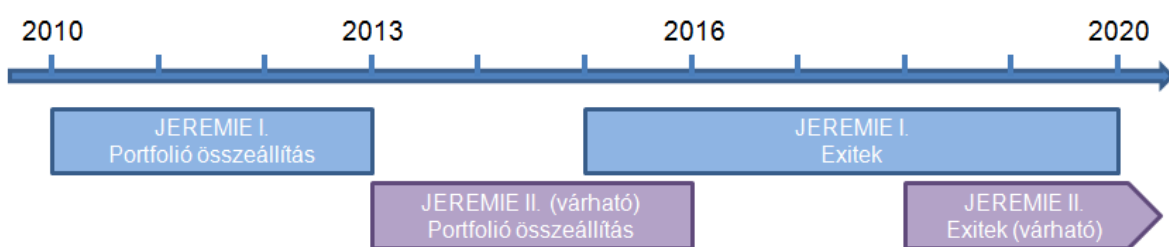
Ezt a számot tovább növeli az új JEREMIE program. Az MV Zrt. sajtóközleményeiből kiderül, hogy újabb kockázati tőke program keretében további 28,5 milliárd forint állami

¹⁷ A táblázatot az egyes alapkezelők honlapjain, valamint az online sajtóban elérhető információk alapján állítottam össze. Garamvölgyi Balázs, az MV Zrt. üzleti vezérigazgató-helyettes nyilatkozata szerint 2010-2011 során az alapkezelők 45 befektetéssel 12,2 milliárd forint tőkét helyeztek ki. A táblázatban 37 befektetés összesen 8,5 milliárd forint összegben található (7 vállalat esetében nincs adat a befektetett tőke összegéről).

Forrás: <http://privatbankar.hu/kkv/7522-milliard-forintot-koszonhetnek-a-magyar-kkv-k-jeremie-nek-245374>, letöltve: 2012. március 18.

támogatással 10 alapot állítanak fel (az eddigi 30%-os magánbefektetéssel számolva összesen 40,7 milliárd forintnyi tőke érkezik), melyek start-up és növekedési fázisú vállalkozásokba fektethetnek. A pályázat kiírásával kapcsolatos előzetes észrevételeket 2012. január 29-ig várták, a hivatalos kiírás még ez év első felében várható.¹⁸ Tehát az alapok az idei év végén, 2013 elején megkezdhetik működésüket, azaz a régi program késői és az új program korai kilépői nagy valószínűséggel egy időpontra esnek (9. ábra). Így hosszabb időre, illetve egyes években még nagyobb mértékben megnöveli az aktivitást a piacon a JEREMIE program.

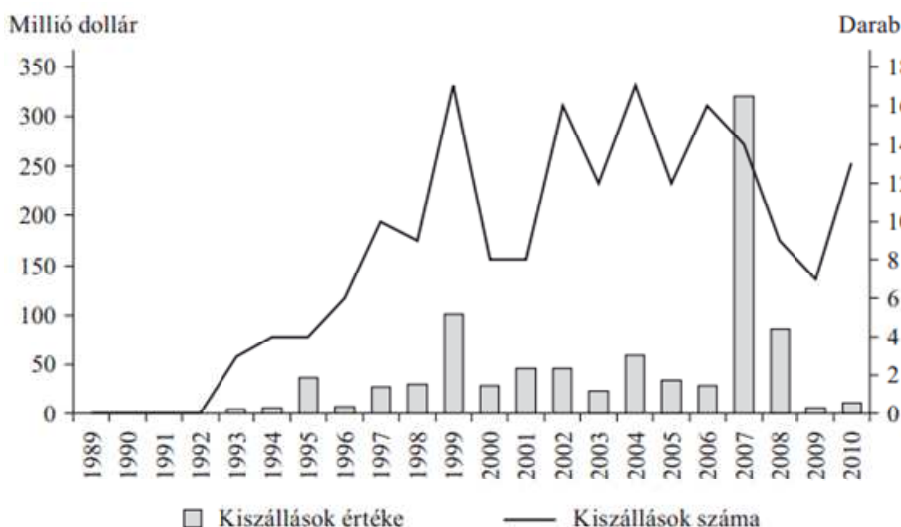
9. ábra – A JEREMIE I. és II. program várható időzítése



Forrás: Saját szerkesztés

Karsai (2011) tanulmányában az elmúlt több mint 20 évre vonatkozóan 200 db kilépésről számol be (10. ábra). A válság előtti legjobb években is 16-17 exit történt (összesen négy ilyen év volt), ebből látszik tehát, hogy a kínálat jelentősen emelkedni fog az M&A piacon.

10. ábra – A magyarországi cégekből történt kilépések száma és a kivont tőke értéke (1989–2010)



Forrás: (Karsai, 2011)

¹⁸ Forrás: http://hvg.hu/kkv/20120123_jeremie_program, letöltve: 2012. március 15.

A fentieknek várhatóan hatása lesz a tranzakciók során az árra is. Logikus összefüggés, hogy abban az esetben, ha túlkínálat jelentkezik a piacon, ez az árak csökkenéséhez vezethet. Kérdés azonban, hogy beszélhetünk-e a klasszikus értelemben vett túlkínálatról. Hiszen minden befektetési alap arra törekszik, hogy olyan vállalatokkal töltsse fel portfólióját, melyek valamilyen szempontból új, innovatív és egyedi termékkel, szolgáltatással rukkolnak elő. Így ezek értékesítésekor is egyedileg, egymástól függetlenül jelennek meg az M&A piacon.

Stratégiai befektetők esetén épp ezért ezzel a hatással kevésbé kell számolni – ha egy adott vállalatnak szüksége van a kiszemelt termékre, know-how-ra, akkor az ártárgyalások során nem fogja befolyásolni, hogy egyébként milyen az M&A piac helyzete. Ezzel szemben egy pénzügyi befektető, aki nem ragaszkodik az adott vállalathoz oly módon, mint egy stratégiai, már elképzelhető, hogy jobb alkupozícióban lesz azáltal, hogy egy időben több, számára érdekes ajánlat is megjelenik.

Ilyen irányba hat továbbá az is, hogy a program sajátosságából adódóan – miszerint az állam maximalizálta a hozamelvárását 8%-ban – fellép egyfajta tőkeáttételi hatás, így az alap teljes tőkéjére jutó hozamnál jelentősen magasabb rátát érhetnek el a magánbefektetők. Emiatt hajlandóak lehetnek belemenni olyan tranzakciókba, melyek a teljes portfólióra nem hozzák az általuk elvárt megtérülést, de a saját befektetésükre vetítve igen. Ez önmagában kevésbé lenne valószínű, hiszen minden befektető a lehető legnagyobb eredmény elérésére törekszik, azonban figyelembe véve a fentiekben leírtakat, véleményem szerint számíthatunk az alacsonyabb árazásra.

4.3. A fő kilépési lehetőségek elemzése

Miután általánosságban és a JEREMIE programban résztvevő alapok esetén külön is számba vettem a legfontosabb kérdéseket egy kilépéssel kapcsolatosan, az alábbiakban az egyes lehetséges megvalósítási módokat vizsgálom különös tekintettel az előnyökre, hátrányokra, valamint arra, hogy melyik mennyiben alternatíva a JEREMIE tekintetében.

Mindezek előtt azonban tekintsük át az európai és a magyarországi adatokat arról, hogy melyek a leginkább alkalmazott technikák.

6. táblázat – Alkalmazott kilépési stratégiák megoszlása Európában (2009-2010, százalék)

	2009	2010
Értékesítés stratégiai befektetőknek	19,1	16,7
Nyilvános részvénykibocsátás	5,7	7,1
Értékesítés pénzügyi befektetőknek	9,9	13,6
Értékesítés a menedzsmentnek	10,8	11,3
Befektetés leírása	22,4	18,4
Egyéb ¹⁹	32,1	32,9
Összesen	100,0	100,0

Forrás: EVCA

Az 6. táblázat mutatja, hogy az európai teljes kockázatitőke-piacot figyelembe véve a legnépszerűbb kiszállási stratégia az elmúlt két évben a stratégiai befektetőknek történő értékesítés volt. Míg az USA-ban egyértelműen nagyobb jelentősége van a részvénykibocsátás útján történő kiszállásnak – annak ellenére, hogy a válság ideje alatt nagyon kevés volt az IPO – addig Európában mindig is jellemzőbb volt a stratégiai vagy pénzügyi befektetőknek történő értékesítés.

A magyarországi adatok szintén az európai trendet erősítik (7. táblázat), mely szerint kisebb a jelentősége a tőzsdén való kiszállásnak. Az elmúlt több mint 20 év adatait vizsgálva látható, hogy egyértelműen dominál a stratégiai befektetőknek történő értékesítés.

7. táblázat – A magyarországi kockázatitőke-befektetési ügyletekből 1989 és 2010 között történt összes kilépés adatai a kilépés módja szerint

Kilépési mód	A kilépések				
	száma	számának százalékos megoszlása	értéke (millió dollár)	értékének százalékos megoszlása	átlagos értéke (millió dollár)
Értékesítés szakmai befektetőknek	63	34,0	569,4	63,4	9,0
Értékesítés nyilvános értékpapírpiacon	17	9,2	80,0	8,9	4,7
Könyvleírás	13	7,0	27,8	3,1	2,1
Hitel visszafizetés	5	2,7	21,9	2,4	4,3
Értékesítés másik kockázati- és magántőke-befektetőknek	9	4,9	76,1	8,5	8,5
Értékesítés pénzügyi befektetőknek	4	2,2	27,5	3,0	6,9
Értékesítés a menedzsmentnek	36	19,4	43,4	4,8	1,2
Egyéb kilépés	9	4,9	6,0	0,7	0,7
Nem ismert	29	15,7	46,5	5,2	1,6
Összesen	185	100,0	898,7	100,0	4,9

Forrás: (Karsai, 2011)

¹⁹ A kockázatitőke-társaság hitelt is nyújthat a vállalkozásnak (elsőbbségi hitelek, mezzanin-finanszírozás). Ezek visszafizetését tartalmazza a táblázat egyéb sora, ez magyarázza a magas arányt.

4.3.1. IPO

A két leggyakrabban alkalmazott és leginkább kedvelt exit mód a nyilvános részvénykibocsátás és a vállalat eladása stratégiai befektetőnek. A kockázati tőke-iparág őshazájában, az USA-ban a felmérések azt mutatják, hogy számos hátránya ellenére a kockázati tőke-alapok leginkább a tőzsdén kívánják értékesíteni részesedésüket (Wall & Smith, 1997). Egy jól kivitelezett IPO a siker egyfajta fokmérője, mind az alap, mind a vállalat számára. Ezzel szemben a tőkepiac szerkezete és hagyományai miatt Európában kevésbé elterjedt ez a forma, de a kockázati tőke érintettségétől függetlenül elmondható, hogy jóval kevesebb vállalat megy tőzsdére a legnagyobb európai gazdaságokban, mint Amerikában.²⁰

Az exitstratégia előnyeiről, hátrányairól részletesebben külön fejezetben foglalkozom, mivel dolgozatom fókuszában szerepel a kérdés.

4.3.2. Értékesítés stratégiai, szakmai befektetőnek

A fentiek alapján tehát Európában egyértelműen az exitnek ez a legkedveltebb útja. Előnyeit és hátrányait Becskyné Nagy (2006) és Wall & Smith (1997) alapján foglalom össze.

4.3.2.1. Előnyei

Egyértelműen mellette szól, hogy az IPO-val ellentétben nem kell az egész piacot meggyőzni a vállalat sikerességéről, hiszen jellemzően csak néhány, a portfólió cég iránt érdeklődő vevővel kell tárgyalni. Emiatt az exit egyszerűbb és gyorsabb útja, valamint a költségei is alacsonyabbak. További pozitívum az alapkezelők számára, hogy ebben az esetben azonnal megvalósítható a 100%-os kiszállás, míg az IPO esetében ez több lépcsőben történik.

Az ár kialakítása hosszas alku eredménye, amelyet számos tényező befolyásolhat. Így egyértelműen nem jelenthető ki, hogy jövedelmezőbb vagy kevésbé jövedelmező más exitekkel összehasonlítva. Abban az esetben, ha a vevőnek nagy szüksége van a portfólió vállalat által tulajdonolt termékekre, know-how-ra, illetve nagyra értékeli a potenciális

²⁰ Összehasonlításképp az 1987-1999-es periódusban, Németországban 407 IPO volt, míg Amerikában 10 115 (Draho, 2004). Ez mára sincs másképp, a 2010-es évben a 10 legtöbb IPO-val rendelkező ország listáján Amerika a második 115 IPO-val (az első Kína 509-el), míg Európából egyedülként Lengyelország szerepel 92 tranzakcióval, azonban, ha az összegyűjtött tőkét nézzük, akkor nem találunk európai országot.

Forrás: <http://www.ey.com/GL/en/Services/Strategic-Growth-Markets/Global-IPO-trends-2011>, letöltve: 2012. március 17.

szinergiákat, az ár is jóval magasabb lehet. Ha azonban túl magasan határozzuk meg azt, ezzel elijesztve a vevőket, hosszú távon káros lehet, hogy a piac azt látja, hogy többszöri próbálkozás után sem sikerül túladni a befektetésen.

Rugalmasabb az időzítés tekintetében is ez az út, hiszen vevő bármikor érkezhethet az alaphoz, a vállalkozás akár egy korábbi fázisában is érdemes lehet megválni a befektetéstől, míg a tőzsdére menetel csak a már érett szakaszban képzelhető el.

Végül meg kell jegyezni, hogy számos cég esetében annak fejlettsége, mérete, piaci pozíciója miatt elképzelhetetlen a tőzsdén való megjelenés, ezért csak a szakmai befektető jelent reális alternatívát.

4.3.2.2. Hátrányai

Az alapkezelő szempontjából hátrányt jelent, hogy számos befektetésében nem rendelkezik többségi tulajdonnal, azonban a szakmai befektető az esetek nagy részében 100%-os tulajdoni hányadot kíván szerezni. Így előfordul, hogy hosszas egyeztetések és alkuk árán sikerül megegyezni a tulajdonostársakkal az értékesítésről. Épp ezért kell az exitet már a befektetés pillanatában megalapozni.

A menedzsment oldaláról mind a tőzsde, mind a pénzügyi befektető kedvezőbb út, mivel a szakmai befektető megjelenésekor fenyegetve érezheti vezetői pozícióját azáltal, hogy a vevő a meglévő vállalatcsoportba kívánja integrálni a céget, ezzel pedig jellemzően együtt jár a vezetői pozíciók felülvizsgálata is. A menedzsment ellenállása pedig megnehezítheti az értékesítést.

Továbbá problémát jelenthet, hogy több európai országban, köztük Magyarországon is a piac mérete miatt nehéz megfelelő szakmai befektetőt találni.

4.3.2.3. Jelentősége a JEREMIE alapok esetében

Mivel Magyarországon a nyilvános részvénykibocsátás kis jelentőséggel bír a kockázatitőke-társaságok életében (erről részletesebben később), ezért a szakmai/pénzügyi társaságok lehetnek a fő exit partnerek. Azonban pontosan az utolsóként említett probléma fenyegeti őket, a kisméretű M&A piac. Figyelembe véve azt, hogy milyen mennyiségű kilépés várható, komoly kihívást jelenthet elegendő számú, megfelelő partnert találni. Mindenképpen számolni kell az európai, illetve tengerentúli befektetőkkel is, mint potenciális vevőkkel, őket azonban nehezebb lehet elérni.

Várható továbbá, hogy több társaság is élni fog az úgynevezett „asset transfer” lehetőségével, amely az értékesítés egy speciális formája. Ekkor nem a társaságot értékesíti az alap, csak a társaság által kifejlesztett és tulajdonolt technológiát, know-how-t. Ez leginkább a gyógyszeriparban, orvostechnológiai, biotechnológiai iparágakban tevékenykedő cégek esetében lehetőség. Ezekből mára több megtalálható a 8 alap portfóliójában. Ekkor természetesen hatványozottan felmerül a menedzsment érintettsége és jövője, hiszen a vállalatot magát felszámolja az alap.

4.3.3. Értékesítés pénzügyi befektetőnek, másik PE cégnek

Wall & Smith (1997) tanulmányában leírja, hogy a kockázatitőke-alapkezelők nézete egyöntetűen az a stratégiáról, hogy ha a vállalatot felvásárolni kívánó befektető még képes pozitív hozamot realizálni annak későbbi továbbértékesítésével, akkor miért adnák el? Ebből kifolyólag ez mindenképpen úgymond másodlagos stratégia lehet csak. Azonban számos olyan szituáció előállhat, amikor igenis vonzó kilépési mód pénzügyi befektetőnek továbbértékesíteni a portfólió céget.

4.3.3.1. Megfontolások a stratégia választása mellett

Abban az esetben, ha a vállalkozás eléri azt a pontot, amikor ugyan még jelentős növekedési potenciál van benne, de az aktuális alapkezelő tőkéje nem elegendő annak finanszírozásához, általában pénzügyi befektetőnek, sok esetben egy másik kockázatitőke-társaságnak értékesítik azt. Fakadhat ez abból, hogy az előzetesen vártnál nagyobb tőkeszükséglet jelentkezik a termék piacra vitelekor, esetleg a vállalkozás nemzetközi terjeszkedést fontolgat, amely jelentős befektetéseket igényel.

A tőkealap futamidejének lejáratakor mindenképpen pénzzé kell tenni befektetéseit, és elképzelhető, hogy tulajdonol olyan társaságokat, melyek még nem érettek, azonban lehetőség van bennük – leírni semmi esetre sem kell őket – akkor szintén megoldás lehet ez az exit stratégia.

Előfordulhat az is, hogy az alapkezelők valamilyen szakmai-, vagy magánjellegű oknál fogva nem jönnek ki a portfólió társaság menedzsmentjével, mely olyan konfliktusokat szül, hogy továbbadnak a befektetésen.

A pénzügyi befektetőknek valló továbbértékesítés a menedzsment számára jóval kevésbé fenyegető, mint a szakmai befektető általi felvásárlás, ezáltal elfogadóbban is áll hozzá. Arra azonban az alapkezelőnek feltétlenül ügyelnie kell, hogy a menedzsment

esetlegesen túlzottan is lojálissá válik a tárgyalások során a vevőhöz, így jobban informálttá válhat az, mint az alapkezelők, akik értékesíteni kívánják a vállalatot.

4.3.3.2. Jelentősége a JEREMIE alapok esetében

Alapvetően két okból válhat jelentőssé a stratégia a JEREMIE alapok számára. Egyfelől már többször leírtam, hogy a piac várható telítettsége okán a társaságoknak minden kilépési formát figyelembe kell venniük.

Másfelől a program célja, hogy korai, illetve növekedési életszakaszban tartó vállalatokat finanszírozzon, és az alapok mérete is korlátozza az egy vállalatnak maximálisan nyújtható források összegét. Ahogy említettem, elképzelhető, hogy egy cégnek ennél nagyobb tőkére van szüksége (nemzetközi terjeszkedés finanszírozása, termékek továbbfejlesztése), ekkor reális alternatíva lehet nagyobb, regionális vagy globális alapokat felkeresni.

4.3.4. Management buyback

A stratégia alkalmazását szinte minden esetben a kényszer szüli. Az általam áttekintett források és a készített interjú alapján egyértelműen elmondható, hogy a befektetés leírását megelőző utolsó kilépési módnak tekinthető ez az alternatíva. (Becsikyné Nagy, 2006), (Wall & Smith, 1997)

Ennek fő oka az ár meghatározása, mely mindig kritikus kérdés. Jellemzően a menedzsmentnek nem áll módjában akkora pénzüsszeget összegyűjteni, hogy a kilépést egy olyan áron valósítsák meg, mely az alapkezelő számára is elfogadható megtérülést eredményez. Abban az esetben, ha mégis, felmerül a kérdés, hogy honnan van neki? Ha mindvégig rendelkezésre állt, miért nem fektette a vállalat indításakor abba, ha pedig az idő alatt gyűlt össze, miért nem a vállalat vezetésére koncentrált inkább?

Ennek ellenére mégis viszonylag magas ennek a stratégiának az aránya az adatok alapján mind európai, mind országos szinten (6 - 7. táblázat). Ez abból adódik, hogy ezt az exitet választva, a teljes leírást még elkerülve, valamekkora megtérülést el lehet érni általában.

4.3.4.1. Jelentősége a JEREMIE alapok esetében

A 3.1. fejezetben, az állami szerepvállalás kapcsán említettem, hogy az eddigi állami programok nagy része éppen a miatt nem nevezhető tényleges kockázati-tőke-befektetésnek, mert jellemzően a befektetéskor belefoglalták a szerződésbe, hogy

visszavásárlási opcióval rendelkeznek a tulajdonosok, amivel a befektetés megtérülését is maximalizálták. A JEREMIE programról épp ezért nyilatkoznak elismerően (Karsai, 2007), mivel ezt a gyakorlatot nem viszi tovább, így ténylegesen a piaci feltételekkel és a piacon megszokott eljárásokkal azonos módon fektetnek be az alapok. Így a fentiekben leírtak vonatkoznak rájuk is.

4.4. A nyilvános részvénykibocsátás

4.4.1. A kilépési stratégia fő jellemzői

Mint az eddig áttekintett összes exit-típusnak, a nyilvános részvénykibocsátásnak is számos előnye és hátránya is felsorolható. Ugyan vonzó lehet az alapkezelők számára ezen az úton értékesíteni befektetésüket, előtte azonban ezeket az előnyöket és hátrányokat mérlegelni kell.

4.4.1.1. Előnyei

Előnyei leginkább „bika” piac idején jelentkeznek, hiszen ezen az úton, a kibocsátás gondos kivitelezése mellett rendkívüli hozamokra lehet szert tenni. Pozitívum (és egyben negatívum is) lehet, hogy jellemzően nem 100%-os kilépést valósít meg az alap, legalábbis az első kibocsátáskor nem értékesíti a teljes részesedését. Ennek több oka is van, a legfontosabb, hogy ezzel is növeli a bizalmat a potenciális vevőkben. Így ő is kockáztat, hiszen az esetleges árfolyam esés során hozama jelentősen csökkenhet. Tehát azzal, hogy a tulajdonrészének bizonyos százalékát megtartja, a piac számára egyértelművé teszi, hogy bízik a vállalat jövőjében. Akkor, ha valóban sikeres lesz az IPO, és a későbbiekben a cég növekedni tud – és ezáltal az árfolyam is emelkedik – a kockázatitőke-alap további hozamot realizálhat a részesedésének későbbi értékesítésével.

Továbbá a két körös exit által elképzelhető a hozam növelése oly módon, hogy a fennmaradó tulajdonrésztől nem a tőzsdén keresztül válnak meg, hanem a fentebb tárgyalt kilépési módok valamelyikének alkalmazásával.

Végül fontos lehet az alapkezelők számára, hogy a menedzsment is támogathatja ezt a módot, mivel függetlenségét és pozícióját nem veszélyezteti egy új nagy tulajdonos megjelenése (Wall & Smith, 1997).

4.4.1.2. Hátrányai

Nem véletlen az, hogy bármennyire is nagy presztízs ezen az úton megválni a portfólió vállalatától mind a vállalat vezetése, mind az alapkezelők számára, mégsem minden esetben így történik a kilépés.

A nyilvános részvénykibocsátás költséges. Egyfelől maga a lebonyolítás is jelentős összegekbe kerül, melynek nagy részét a különböző szolgáltatók díjai adják. Többek között össze kell állítani egy prospektust a vállalatról, majd annak segítségével meg kell győzni a befektetőket, hogy érdemes a vállalatba fektetni. Erre minden esetben szerződteni kell egy tanácsadó céget. Másfelől a tőzsdén való jelenlét a folyamatos tájékoztatási kötelezettség és a szükséges transzparens működés által jelentős többletadminisztrációt is ró a vállalatra.

Probléma lehet továbbá, hogy nehéz piaci környezetben, alacsony piaci likviditás és forgalom mellett nagy kihívás jó áron értékesíteni a részvényeket. Ezen felül a fentiekben tárgyalt két szakaszos kilépés veszélyt is jelent abban az esetben, ha a vállalat részvényárfolyama csökken – ezzel árfolyamvesztést okozva az alapkezelőknek. Illetve szinte sosem lehet 100%-osan kilépni azonnal, ami bizonyos szituációkban az alapoknak nem elfogadható.

Végül meg kell említeni, hogy az alapkezelők sokszor rendelkeznek elsőbbségi jogokkal. Ezeket a tőzsdei bevezetés következtében elveszíthetik, hiszen az új tulajdonosok nehezményezhetik, hogy egy tulajdonostársuknak nagyobb beleszólása legyen a vállalat életébe. Így tovább nő a realizálható hozam kockázata. (Becskeyné Nagy, 2006), (Wall & Smith, 1997)

4.4.2. Jelentősége a JEREMIE program számára

A fentiekben említettem, hogy ez egy költséges kilépési stratégia, azonban ennél is fontosabb, hogy egy vállalkozásnak tőzsdeérettnek kell lennie, mielőtt fontolóra venné az IPO lehetőségét. Az alábbiakban a tőzsdeérettség két aspektusát, a vállalat méretét és a transzparens működés kérdését vizsgálom a JEREMIE program szemszögéből, majd külön fejezetben kitérek a keresleti oldal áttekintésére, azaz, hogy mely tőzsdéken jelenhetnek meg a portfólió vállalatok.

4.4.2.1. Kapitalizáció

A tőzsdei cégeknek ahhoz, hogy felkeltsék az intézményi befektetők figyelmét, valamint hogy maguk is profitálhassanak a tőzsdei jelenlétből, el kell érniük egy minimális

piaci kapitalizációt. Erre nehéz lenne elméletben egy konkrét-forint összeget megadni, ezért a BÉT-en jegyzett társaságok méretéből indulhatunk ki annak vizsgálatakor, hogy a JEREMIE program által „felnevelt” vállalatok elérhetik-e ezt a kritikus méretet.

A Budapesti Értéktőzsdére bevezetett cégek (18 db „A” és 36 db „B” kategóriás) átlagos kapitalizációja 94,7 milliárd forint.²¹ Ez a szám azonban tartalmazza az „A” kategóriás vállalati adatokat is, viszont célszerű csak a „B” kategóriát figyelembe venni, a JEREMIE számára ez a kategória releváns (bővebben lásd későbbi fejezetben). További szűkítés szükséges, mivel több olyan vállalatot is jegyeznek a tőzsdén, melyek papírjaival nem kereskednek (nincs közkézhányad – technikai bevezetések). Épp ezért 6 vállalatot vettem ki a számításból (ALTEO, FINEXT, KARTONPACK, MASTERPLAST, TC Befektetési Nyrt.), melyeknek a forgalma a 2011-es évben nulla vagy 1db kötés volt. A fennmaradó cégek átlagos piaci kapitalizációja 10,7 milliárd forint (a továbbiakban az egyszerűség kedvéért 10 milliárddal számolok).

A 10 milliárd forintos kapitalizáció eléréséhez a portfólió vállalatok kibocsátáskori várható árbevételét, lehetséges P/E rátáját és árbevétel arányos nyereségét (ROS) vizsgálom.

Az alapok számára előírás, hogy a potenciális célvállalat éves nettó árbevétele nem haladhatja meg az 1,5 milliárd forintot, ezért a vizsgálat során ezzel a lehetséges maximummal kalkulálok. Megnéztem azt, hogy a bevezetés pillanatában feltételezett különböző P/E ráták és ROS mellett mekkora árbevétel szükséges hat év alatt a 10 milliárd forintos piaci kapitalizáció eléréséhez (8. táblázat).²² A táblázat utolsó oszlopában látható, hogy a maximális 1,5 milliárd forintos induló nettó árbevételt feltételezve ez átlagosan, éves szinten mekkora növekedést jelent abban az esetben, ha a vállalat hat év után tőzsdére lépne.

A legrosszabb scenárió esetén (5-ös P/E ráta, 10%-os ROS) az árbevétel duplázódására van szükség minden évben, míg a legjobb forgatókönyv szerint csupán 14%-os évi növekedésre, de ehhez a scenárióhoz azonban kifejezetten jó P/E ráta (15) és ROS (20%) kellenek.

²¹ Forrás: BÉT 2012. február havi statisztika, BÉT honlap.

²² Az 5-15-ös P/E ráta és 10-20%-os profit hányad sávokat a piacon megfigyelhető gyakorlatok és saját becslés alapján adtam meg.

8. táblázat – Szükséges árbevétel az egyes P/E ráták és nettó profithányadok mellett a feltételezett 10 milliárd forintos kapitalizáció eléréséhez

P/E ráta	ROS	Szükséges árbevétel	Éves átlagos árbevétel növekedés
5	10%	20 000	54%
	15%	13 333	44%
	20%	10 000	37%
10	10%	10 000	37%
	15%	6 667	28%
	20%	5 000	22%
15	10%	6 667	28%
	15%	4 444	20%
	20%	3 333	14%

Forrás: Saját szerkesztés

Természetesen ez csak egy durva becslés, hiszen előfordulhatnak az általam számba veteknél kisebb/nagyobb értékek, valamint a legkorábbi befektetések esetén akár 10 év is rendelkezésre áll a kilépésre. Viszont nagyságrendileg látható, hogy a kívánt vállalatméret elérése ugyan nem lehetetlen, de mindenképpen kérdéses.

4.4.2.2. Transzparencia

Minden tőzsdén jegyzett vállalkozással szemben elvárás a transzparens működés. Ezt számos szabályozás előírja mind a jogszabályok, mind a tőzsdék belső szabályozásának szintjén. Ezt szolgálja a negyedéves jelentéstételi kötelezettség – ezeket a jelentéseket és az éves beszámolókat is auditáltatni kell független könyvvizsgálóval. Ez egyfelől jelentős költséget jelent, másfelől a versenytársak számára értékes információkat tesz elérhetővé a vállalat, mely által jóval kiszolgáltatottabb lesz, ennek kezelése pedig újfent feltételez egy érettségi szintet. A gyakorlatban többször láthattunk példát arra, hogy egy cég nem bírta a rá nehezedő nyomást a tőzsdén való megjelenést követően.²³ Ezt elkerülendő alapos felkészítés kell, hogy megelőzze a részvénykibocsátást. Stabil pénzügyi háttér, erős piaci pozíció és jó növekedési lehetőségek szükségesek.

²³ Egy gyakran emlegetett példa a Skyeurope légitársaság esete. 2005 szeptemberében vezették be a vállalatot a tőzsdére, mely ezután „nyílt lapokkal játszott” a piaci versenyben (ez akkor javában dúlt a fapados piacon – leginkább a WizzAirrel küzdött a vállalat a piaci részesedésért). Váradi József a WizzAir vezérigazgatója egy a Népszabadságnak adott interjújában kifejtette, hogy versenyelőnynek tekinti azt, hogy míg ők tisztában vannak a Skyeurope pénzügyi helyzetével, nekik nem kell nyilvánosságra hozniuk adataikat. Ez a későbbiekben döntőnek bizonyult, hiszen 2009 szeptemberében – többszöri talpra állítási kísérlet után – felszámolási eljárás indult a Skyeurope ellen. Ebben többek kulcsszerepet tulajdonítanak a korai tőzsdei bevezetésnek.

Forrás: <http://www.nol.hu/archivum/archiv-411039>, letöltve: 2012. március 17.

Magyarországon azonban – ahogy ezt Dr. Karsai Judit is kifejti egy vele készült interjúban²⁴ – nem megszokott az, hogy a vállalatok átláthatóan működjenek, így ez is lehet akadálya annak, hogy jelentősen nőjön a tőzsdén jegyzett társaságok száma.

Erre jelenthet egy megoldást a kockázatitőke-finanszírozás, ezen belül is a JEREMIE program, mivel a kockázatitőke-társaságok számára alapvető kérdés a transzparens működés biztosítása. Minden portfólió vállalattal szemben elvárás az, hogy átlátható, rendezett folyamatokkal rendelkezzen. Már a befektetést megelőzően is történik egy teljes körű átvilágítási folyamat, majd a későbbiekben is folyamatos a monitoring. Ezáltal elméletileg a transzparencia biztosított kell, hogy legyen, így a kérdés az lesz, hogy elég érettek lesznek-e a vállalatok, hogy a versenytársakkal is megosszák ezeket az információkat.

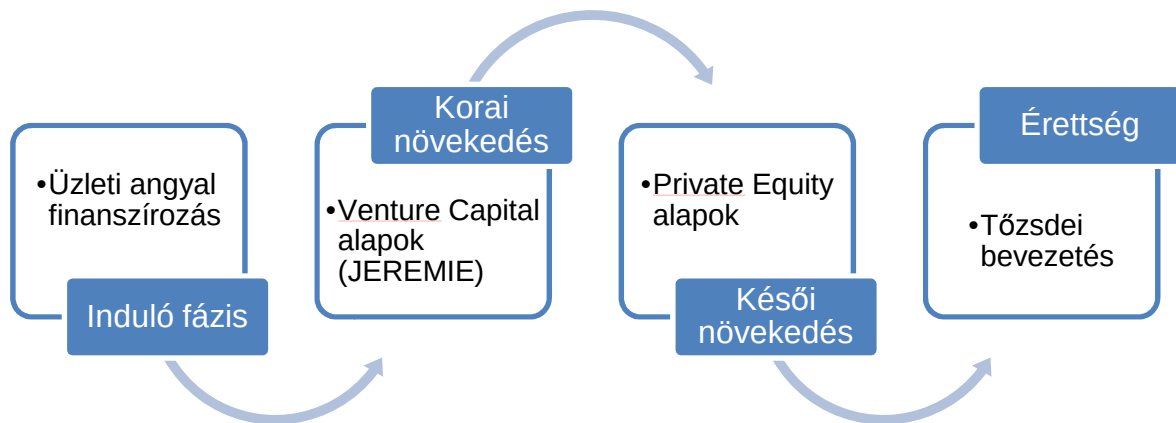
4.4.2.3. A tőzsdei megjelenés realitása

Összegezve az elhangzottakat látható, hogy nem lehet egyértelmű választ adni, illetve nehéz jóslatokba bocsátkozni azt illetően, hogy lesz-e olyan alapkezelő, aki tőzsdére viszi valamelyik befektetését. Véleményem szerint újfent kulcskérdés az, hogy az M&A piac szereplői mennyiben lesznek képesek kezelni a növekvő aktivitást. Így több társaságot lökhet a telített piac, a stratégiai befektetők hiánya a tőzsde felé. Azt gondolom, nagyobb cégek esetén fel fog merülni az IPO, mint lehetőség, tehát lesz olyan társaság, amely tőzsdére megy, de nem várható jelentős emelkedés a tőzsdén jegyzett vállalatok számában. Legalábbis nem közvetlenül, a JEREMIE program kifutása után.

A legvalószínűbb forgatókönyvnek a klasszikus, tankönyvekben is szereplő többlépcsős finanszírozás tűnik. Ezt mutatja be az életciklus-modell (részletesen lásd 1.4.1 fejezet), mely szerint az alapítást követően üzleti angyal veszi át a vállalat finanszírozását, majd megjelennek az első kockázatitőke-befektetők (ezeknek tekinthetők a JEREMIE alapok), a növekedési fázis későbbi szakaszaiban pedig nagyobb, private equity alapok vásárolhatják meg a vállalatokat. Ezzel további tőkét biztosítanak ahhoz, hogy stabilan megvethesse a vállalat a lábát a piacain, elérjen egy jelentős részesedést, felkészüljön a tőzsdei bevezetésre. Majd ezt követi a részvénykibocsátás (11. ábra).

²⁴ Rádióinterjú Dr. Karsai Judittal a MTA Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos főmunkatársával, Gazdasági Rádió, 2011. december 23. 19:00.

11. ábra – Finanszírozási folyamat



Forrás: saját szerkesztés Szerb (2006) alapján

Tehát a JEREMIE alapok felnevelik a vállalatot egy bizonyos fokig, majd átadják további fejlődésre nagyobb kockázatitőke-társaságoknak, akik aztán eljuttathatják oda a cégeket, hogy megjelenjenek a tőzsdén. Így, ha nem is közvetlenül a JEREMIE alapoktól, de később elképzelhető, hogy a portfólió vállalatok eljutnak a tőzsdéig.

4.4.3. BÉT: az egyik, vagy az egyetlen alternatíva?

A vállalatok tőzsdképességének vizsgálatát követően felmerül a kérdés: mely tőzsdén jelenjen/jelenhet meg a vállalat. Magyarország egyetlen intézménye a Budapesti Értéktőzsde, ahol kétféle, „A” és „B” kategóriájú részvényeket jegyeznek. Az „A” kategóriába kerüléshez a törvényi kötelezettségeken felül további feltételeket kell teljesítenie a vállalatnak, ezeket a 9. táblázat foglalja össze.

9. táblázat – Az egyes kategóriák feltételrendszere a BÉT-en

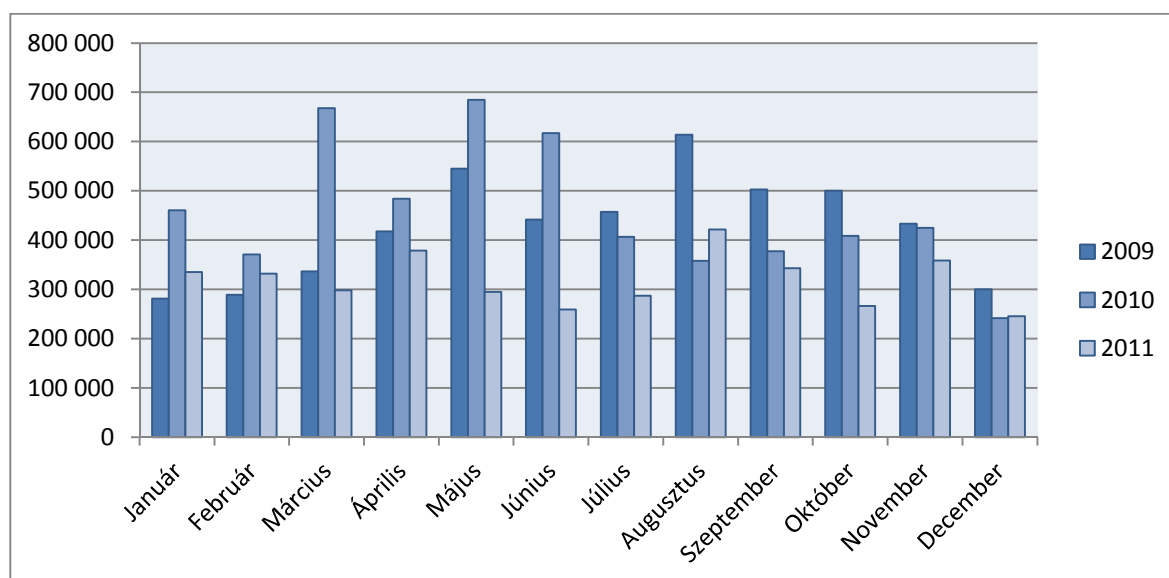
	Részvények „A” kategória	Részvények „B” kategória
Bevezetendő részvény sorozat mérete	Árfolyamértéken legalább 2,5 milliárd forint	Nincs követelmény
Bevezetendő részvény sorozat közkhányada	- a bevezetésre kerülő sorozat legalább 25 százaléka közkhányada van; vagy - legalább kétmilliárd forint árfolyamértékű részvény közkhányada van; vagy - az értékpapír-sorozat bevezetésekor legalább 500 tulajdonos tulajdonában van.	Nincs követelmény
Tulajdonosok száma	Legalább 100 tulajdonos	Nincs követelmény
Működés elvárt historikája	Három teljes befejezett, auditált év	Nincs követelmény

Forrás: BÉT honlap

Ezen feltételek alapján elmondható, hogy bár nem elképzelhetetlen, hogy valamely jövőbeli JEREMIE cég eleget tegyen az „A” kategória feltételeinek, nagyobb a realitása, hogy a megjelenés a „B” kategóriában lesz, melyet a BÉT épp azért hozott létre, hogy kisebb vállalatoknak is legyen esélye a bevezetésre.

Ahhoz, hogy valóban sikeres lehessen egy IPO, nemcsak a vállalat alkalmassága a kérdés. A részvényeket értékesíteni kell, tehát elengedhetetlen, hogy a kiválasztott tőzsdén nagy legyen a likviditás, jelentős legyen a forgalom. A magánnyugdíj-pénztárak 2010 évi ellehetetlenítése minden elemző szerint nagyon rosszul érinti a BÉT-et. A 12. ábrán látható az „A” kategóriájú részvények forgalma a válságot követően. Két hónap kivételével minden hónapban elmaradt a 2011. évi adat a 2010-es évtől. Összességében az éves forgalom 30%-ot esett. Kérdéses, hogy mire a JEREMIE program cégei exit-éretté válnak, ez a tendencia megfordul-e. Ez számos makrogazdasági, gazdaságpolitikai tényező függvénye is, amit lehetetlen ma megjósolni.

12. ábra – A BÉT „A” részvényszekciójának forgalma (2008-2010, millió forintban)



Forrás: Saját szerkesztés, adatok: BÉT honlap

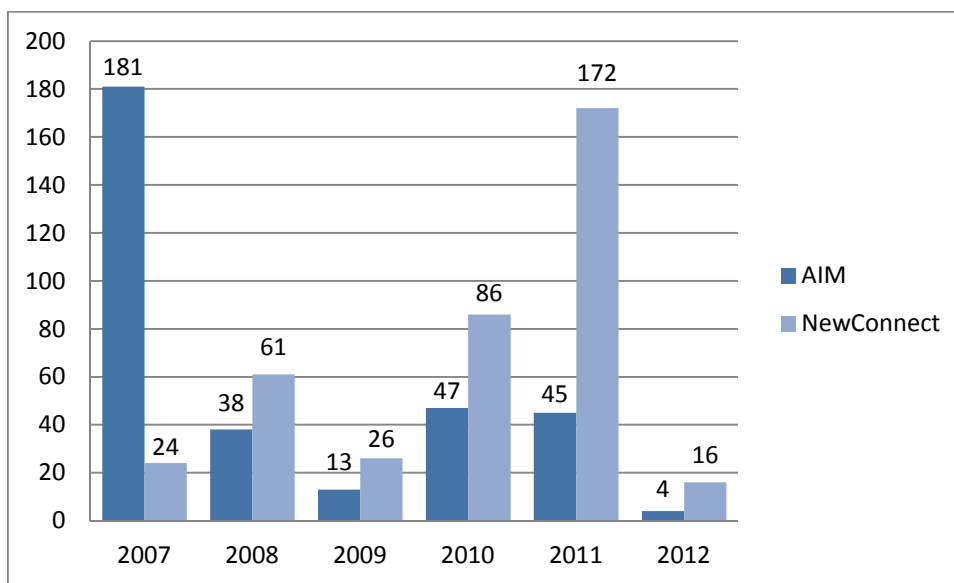
Természetesen nem csak a magyarországi tőzsdei bevezetés jelenthet kilépési lehetőséget a vállalatoknak. Mind más európai, mind a tengerentúli tőzsdék elérhetőek elméletben. Európában több tőzsde is létrehozott kifejezetten kis, innovatív cégekre specializálódott szekciókat, melyek dinamikusan fejlődnek. Ilyen például a varsói NewConnect, vagy a londoni AIM. A varsói tőzsde régióinkban 2008 óta mind a bevezetett

cégek számát, mind a kapitalizációt tekintve a legnagyobb.²⁵ A 2007-ben bevezetett NewConnect elnevezésű piac fejlődése jól látható a 13. ábrán. Az első év után az éves IPO-k száma rendre meghaladja az 1995-ben indított AIM-ét.²⁶

A külföldi tőzsdén való megjelenés elképzelhető úgy, hogy annak székhelye és a tevékenység Magyarországon marad, de a kibocsátás máshol történik, ez azonban nem jellemző. Egy adott vállalatot a befektetők a működési országához kötnek és azon a piacon is keresik, kereskednek vele. Így két lehetőség marad: a vállalatot a BÉT-re és egy másik tőzsdére is bevezetik, illetve áttelepítik a vállalkozás székhelyét és akár tevékenységét is másik országba. Mindkettőre találunk példát.

2011. március 22-én az E-Star részvényeit a varsói tőzsdére is bevezette, így a kettős listázással a WSE-en és a BÉT-en is lehet kereskedni a 2 400 000 darab, 10 forint névértékű részvénnyel.²⁷ Azonban, ha megnézzük a kereskedési adatokat, látható, hogy a papíroknak nincs jelentős forgalma, gyakorlatilag csak a BÉT-en kereskednek velük.

13. ábra – IPO-k száma a NewConnect és az AIM piacokon (2007-2012)



Forrás: Saját szerkesztés, adatok: NewConnect és AIM honlap

A vállalkozás elköltöztetésére példa a LogMeIn esete. A céget 2003-ban alapította egy magyar programozó, Anka Márton. Azonban az alapítást követően nem sokkal el is költözött a vállalat az Egyesült Államokba (fejlesztési központja máig Budapest). 2009-

²⁵ Forrás: Jól fejlődik a lengyel tőzsdeovi is - Már Varsó a régióknak legnagyobb részvénytőzsdéje. In: Napi Gazdaság. 2008. augusztus 14.

²⁶ Összehasonlításképp, a BÉT „B” kategóriájában 2011-ben 40 vállalatot jegyeztek.

²⁷ Forrás: Mától Varsóban is forognak az E-Star-papírok. In: Napi Gazdaság. 2011. március 22.

ben jelent meg a cég a NASDAQ-on 20 dolláros részvényárral, míg 2012. március 18-án 36,18 dolláron áll az árfolyam.²⁸ Ez az út alternatíva lehet például az IT iparágban tevékenykedő (leginkább szoftverfejlesztéssel foglalkozó) JEREMIE cégeknek.

Összegzésképp elmondhatjuk, hogy nem az IPO lesz várhatóan a legnagyobb arányban alkalmazott kilépési mód a JEREMIE alapok esetén. Ennek oka, hogy a program fókusza olyan vállalatokon van, melyek kisebbek, és jellemzően korai növekedési fázisban vannak. Ezek csak kivételes esetben fognak akkorára nőni, hogy alkalmasak legyenek a tőzsdei bevezetésre. Ettől függetlenül a dolgozatomban tárgyalt, valamint az idei évben induló II. JEREMIE program nagyszámú, kiemelkedő potenciálú vállalkozást karol fel és indít el a növekedés útján. Ezek a későbbiekben, ha nem is közvetlenül a program kimeneteként elérhetik a tőzsdei érettséget és megjelenhetnek a Budapesti Értéktőzsdén.

²⁸ Forrás: <http://www.hwsz.hu/hirek/42418/logmein-tozsde-ipo-tavoli-menedzsment.html>, letöltve: 2012. március 18.

Összefoglalás

Úgy érzem sikerült rávilágítanom, hogy a kockázatitőke-finanszírozásnak igenis van jelentősége mind nemzetközi, mind hazai viszonylatban. Lehetőséget nyújt számos olyan kezdeti fázisban lévő vállalkozás számára, melyek más módon nem tudnak, vagy nem elegendő mennyiségű tőkéhez tudnak csak hozzájutni. Az iparág a rendszerváltást követő magyarországi megjelenésétől napjainkig jelentős fejlődésen ment keresztül, mely során a régió egy fontos szereplőjévé vált. Ugyan a válságot követő évek gazdasági megtorpanása, majd az azutáni gazdaságpolitikai bizonytalanság országunkban visszavetette a befektetési kedvet, ami a kockázatitőke-kihelyezések értékén is megmutatkozik, a JEREMIE program várhatóan újra fellendíti az ágazatot.

Bemutattam, hogy a JEREMIE program üde színfolt az állami és közösségi támogatások sorában. Azáltal, hogy visszatérítendő támogatást nyújt, és a piaci feltételeknek megfelelően, magánkézben lévő intézmények közvetítésével juttatja el a forrásokat a vállalatokhoz, az elmúlt években alkalmazott, sokat kritizált állami szerepvállalásra ad megfelelőnek tűnő választ. Ugyan a program még csak az elején tart, az első tapasztalatok alapján mindenképpen ígéretesnek tűnik. Ezt mutatja az is, hogy a közeljövőben várható annak folytatása.

A fentiek áttekintése után arra voltam kíváncsi, hogy a klasszikus kilépési stratégiák miképp működhetnek a JEREMIE alapok esetében, vannak-e a program szempontjából különlegességek. Az egyik legfőbb megállapításom, hogy az elkövetkező években jelentős megélénkülésre kell számítani az M&A piacon, mivel még a várható nagyszámú sikertelen befektetés ellenére is nagy mennyiségű vállalatra keresnek majd vevőt az alapkezelők. A legnagyobb kihívást az jelentheti, hogy a nagy kínálat ellenére sikerüljön a befektetéseket jó áron értékesíteni, és elérni a magánbefektetők által várt megtérülést.

Emiatt várhatóan a JEREMIE alapok számára minden kilépési alternatíva fontos lesz. Az exiteket az eladásra kínált vállalatok méretéből kifolyólag a szakmai és pénzügyi befektetőknek történő értékesítés dominálhatja, valamelyest háttérbe szorítva az IPO-t. Fontos lesz mind szakmai, mind pénzügyi befektetőket nem csak belföldön, hanem a határokon túl is felkutatni, a magyar piac szűkössége és a kínálati nyomás miatt. A pénzügyi befektetőknek fontos szerepe lehet azáltal, hogy a JEREMIE alapok potenciális célvállalatai a korai és a növekedési fázis elején járó cégek. Így ezek fejlődése során optimális esetben további tőkét fognak igényelni a piaci részesedés növeléséhez, valamint

az esetleges nemzetközi terjeszkedés finanszírozásához. Ez remek lehetőséget nyújthat az alapkezelőknek a kilépésre, és a vásárlóknak is birtokukba kerülhetnek olyan cégek, melyekben további potenciál van értékük növelésére.

A vállalatok többségénél az alapok nem fognak nyilvános részvénykibocsátást alkalmazni, mivel a JEREMIE programnak nem célja olyan vállalatok felépítése, melyek tőzsdeérettek lesznek. Ettől függetlenül egyáltalán nem elképzelhetetlen, hogy lesz olyan nagyobb méretű cég, mely egy sikersztori lezárásaképp a tőzsdére megy. Azonban sokkal inkább elképzelhető, hogy Private Equity társaságoknak értékesített vállalkozások fejlődnek tovább a későbbiekben olyan szintre, hogy IPO-t hajtsanak végre. Így tehát, ha nem is közvetlenül, de közvetetten szerepet játszhat a tőzsdei bevezetések felfuttatásában a program.

Azon vállalatoknak, melyek megpróbálkoznak a tőzsde világával, reális alternatíva lehet a BÉT, habár kérdéses, hogy hosszú távon mennyiben veti vissza forgalmát a magánnyugdíj-pénztárak ellehetetlenítése. Sikeres IPO csak abban az esetben valósítható meg, ha van jelentős kereslet a részvények iránt, ami ma nem jelenthető ki minden kétséget kizáróan. Hosszú távon a JEREMIE által nyújtott kínálat növekedése ösztönzően hathat a keresleti oldalra is, ezzel oda-vissza pozitívan befolyásolva a BÉT jövőjét és a későbbi programok kilépési lehetőségeit is.

A vállalatok számára a magyar tőkepiacon való megjelenés nem az egyetlen opció. Mind európai, mind tengerentúli példákat lehet hozni magyar kötődésű vállalatok sikeres (és kevésbé sikeres) IPO-iról. Régiókon belül a varsói tőzsde rohamosan fejlődik, felzárkózva a nyugati piacokhoz, továbbá mind a WSE-n mind a londoni tőzsdén létrehoztak külön a kisebb, innovatív, gyorsan fejlődő vállalatoknak megjelenést biztosító szekciókat (NewConnect, AIM).

Végül fontos megemlítenem, hogy vizsgálódásaim korántsem teljeskörűek, számos megválaszolandó kérdés, kutatási lehetőség maradt a témával kapcsolatban. Terveim között szerepel további JEREMIE alapok vezetőivel interjúk készítése az exit-stratégiákkal kapcsolatban, továbbá érdekes lehet a portfólió vállalatok iparágai szerint megvizsgálni az M&A piac helyzetét és az iparági hatásokat a kilépési alternatívákra. Elképzelhetőnek tartom olyan vállalat felkeresését, melyben kockázati tőke-társaság tulajdonrészrel rendelkezett, majd az sikeresen hajtott végre részvénykibocsátást a tőzsdén. Ezt esettanulmány formájában vizsgálnám a vállalat, és az alap szemszögéből is.

Irodalomjegyzék

Könyvek, folyóiratok, elemzések, kiadványok

Becskyné Nagy, P. (2006). Kilépések politikája : Hogy válnak meg a kockázati tőkések a befektetéseiktől. *Competitio* 5. évf. 2. szám , 83-98.

Borsi, B., Hunek, M., & Schannen, F. (1998). Kockázati tőke - Törvényi kereket és gazdasági háttér. In P. Dr. Szirmai, *Egy kockázatos iparág... A kockázati tőke Magyarországon* (old.: 8-42). Budapest: BKE.

Churchill, N., & Lewis, V. (1983). The five stages of Small Business Growth. *Harvard Business Review* , 5-6, 30-50.

Draho, J. (2004). *The IPO decesion*. Cheltenham: Edward Elgar.

EVCA. (2007). *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. EVCA.

EVCA. (2005). Identifying a high potential company. *EVCA Barometer May 2005* , 1-4.

Füzesi, Z. (1998). Exit: A kockázati befektetésekből való kiszállás művészete. In P. Dr. Szirmai, *Egy kockázatos iparág... A kockázati tőke Magyarországon* (old.: 99-126). Budapest: BKE.

Gladstone, D. (1997). *A kockázati tőke kézikönyve*. Budapest: OMIKK.

Karsai, J. (1997). A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle, XLIV. évf. , 168.*

Karsai, J. (2007). Kifelé a zsákutcából. Állami kockázati tőke és innováció. *Közgazdasági Szemle, 54. évf. 12. sz. , 1085–1102.*

Karsai, J. (2011). A kockázati tőke két évtizedes fejlődése Magyarországon. *Közgazdasági Szemle, LVIII. évf., 2011. október , 832–857.*

Karsai, J., & Baranyai, G. (2005). *A kockázati- és magántőkeipar fejlődése Magyarországon 1989-2004*. Budapest: MKME.

Kosztópulosz, A., & Makra, Z. (2006). Az üzleti angyalok vállalkozásfinanszírozó és -fejlesztő tevékenysége. In Z. Makra, *A kockázati tőke világa* (old.: 123-151). Budapest: AULA.

Osman, P. (2006). A kockázati tőkééről. In Z. (. Makra, *A kockázati tőke világa* (old.: 11-32). Budapest: AULA.

Schwartz, D. (2010). *The future of finance*. Singapore: Wiley & Sons.

Szerb, L. (2009). A magyarországi kis- és közepes méretű vállalatok kockázattőke-finanszírozási lehetőségei. In J. (. Ulbert, *Az Iskolateremtő. Tanulmányok Bélyácz Iván 60. születésnapja tiszteletére* (old.: 247-258). Pécs: PTE - KTK.

Szerb, L. (2006). Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. In Z. (. Makra, *A kockázati tőke világa* (old.: 95-122). Budapest: AULA.

Thompson, R. (2008). *Real Venture Capital*. New York: Palgrave Macmillan.

Wall, J., & Smith, J. (1997). Better exits. *The Journal of Private Equity* - Winter 1997, Vol. 1, No. 2, 31-43.

2007-es KSH jelentés, Nyilvántartási szám: J/5674.

Személyes-, és rádióinterjú

Dr. Zsembery Levente (2012. március 1.). Biggeorge's-NV EQUITY Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. vezérigazgatója, valamint igazgatósági- és befektetési bizottsági tagja – személyes interjú.

Karsai, J. (2011. december 23). MTA Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos főmunkatársa. (R. Gazdasági, Kérdező)

Tánczos, P. (2011. december 23. 19:00). Euroventures Zrt. igazgatóságának és befektetési bizottságának elnöke. (R. Gazdasági, Kérdező)

Heti-, és napilapok

Botrányos uniós pályázat. In: HVG. 2009. június 21.

Célpontokra vadászva. In: Figyelő. 2010. szeptember 16.

Jól fejlődik a lengyel tőzsdeovi is - Már Varsó a régióink legnagyobb részvénypiaca. In: Napi Gazdaság. 2008. augusztus 14.

Mától Varsóban is forognak az E-Star-papírok. In: Napi Gazdaság. 2011. március 22.

Internetes források

75 milliárd forintot köszönhetnek a magyar kkv-k Jeremie-nek

<http://privatbankar.hu/kkv/7522-milliard-forintot-koszonhetnek-a-magyar-kkv-k-jeremie-nek-245374> - letöltve: 2012. március 18.

AIM hivatalos honlap

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>
letöltve: 2012. március 19.

BÉT hivatalos honlap

<http://bet.hu> – letöltve: 2012. március 19.

EVCA fogalomtár - EVCA hivatalos honlap

<http://www.evca.eu> - letöltve: 2012. február 19.

Fapados dráma a levegőben: ki marad fenn?

<http://www.nol.hu/archivum/archiv-411039> - letöltve: 2012. március 17.

Global IPO trends 2011

<http://www.ey.com/GL/en/Services/Strategic-Growth-Markets/Global-IPO-trends-2011>
letöltve: 2012. március 17.

Indul az új Jeremie-program

http://hvg.hu/kkv/20120123_jeremie_program - letöltve: 2012. március 15.

JEREMIE: A mikro-, kis- és középvállalkozásokat támogató közös európai források

http://ec.europa.eu/regional_policy/thefunds/instruments/jeremie_hu.cfm#1
letöltve: 2012. március 12.

MKME – Bemutatókozás - Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület honlapja

<http://www.hvca.hu/about-us/association/> - letöltve: 2012. március 4.

NASDAQ hivatalos honlap

<http://www.nasdaq.com/> – letöltve: 2012. március 19.

NewConnect – WSE hivatalos honlap

<http://www.newconnect.pl/> – letöltve: 2012. március 19.

Pályázati felhívás (GOP-2009-4.3/2. és KMOP-2009-1.3.3/2.)

<http://www.mvzrt.hu/documents.php?type=tender> - letöltve: 2012. március 12.

Small Business Act for Europe

<http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/small-business-act/> - letöltve: 2012. március 12.

Speciális támogatási eszközök

http://ec.europa.eu/regional_policy/thefunds/instruments/index_hu.cfm

letöltve: 2012. március 12.

Tőzsdei Enciklopédia

<http://swissfinance.hu/cikkek-erdekessegek/tozsdei-enciklopedia-a-tol-z-ig>

letöltve: 2012. március 12.

Tőzsdére vonul a LogMeIn

<http://www.hwsz.hu/hirek/42418/logmein-tozsde-ipo-tavoli-menedzsment.html>

letöltve: 2012. március 18.

Új Magyarország Kockázati tőke

<http://www.mvzrt.hu/content.php?id=ie210468630b883595851b2d79da149b>

letöltve: 2012. március 12.