

OTDK dolgozat

Frang Géza Attila

Kovács Dávid

2013

A kockázati- és magántőke befektetések vállalatirányításra gyakorolt hatásai

Venture capital and private equity investors' impact on corporate governance

Kézirat lezárása: 2012. március 26.

Absztrakt

A kockázati- és magántőke befektetések jelentős szerepet töltenek be a speciális üzleti helyzetben lévő vállalkozások finanszírozásában. A befektető vállalatok legfontosabb célja, hogy jelentős megtérüléssel járó értékesítési tranzakciót realizáljanak. Ez a cél csak úgy valósulhat meg, ha a vállalkozás fejlődni tud ez idő alatt, melyet a befektető aktív közreműködése segíthet elő. Kutatási kérdésünk: hogyan változik a vállalatirányítás, vállalatvezetés a befektető hatására, és milyen erőforrásokkal járulhat hozzá a befektető a vállalkozás növekedéséhez? A kérdés megválaszolása érdekében interjúkat készítettünk a hazai befektetői és vállalkozói oldal képviselőivel. A megbízó-ügynök elméletből levezetve úgy találtuk, hogy két tényező, a befektető által kezelt tőke forrása, és a portfólió-vállalat életciklusbeli helyzete határozza meg alapvetően a befektető aktivitási szintjét. Dolgozatunkban négy olyan területet azonosítottunk, ahol jelentős változások állhatnak elő a befektetés után, és ahol a befektető a fejlődést serkentő erőforrásokat bocsáthat a vállalkozás rendelkezésére: vállalatirányítás és vezetői tudás, menedzsmentkontroll-rendszerek, kapcsolati tőke, piaci lehetőségek. A hazai tapasztalatok is azt mutatják, hogy a befektetők egy része aktív részvételt és formáló hatást gyakorol a vállalkozás életében, és fontos erőforrásokon keresztül segíti annak fejlődését.

Tartalomjegyzék

1. BEVEZETÉS (KOVÁCS DÁVID).....	1
2. A DOLGOZAT FOGALMI KERETEI (FRANG GÉZA ATTILA)	2
2.1. A KOCKÁZATI- ÉS MAGÁNTŐKE-BEFEKTETÉSEK MEGÍTÉLÉSE ÉS KIALAKULÁSA	2
2.2. A KOCKÁZATI- ÉS MAGÁNTŐKE BEFEKTETŐK FOGALMA ÉS CSOPORTOSÍTÁSA.....	3
2.3. A KOCKÁZATI- ÉS MAGÁNTŐKE BEFEKTETŐK SZEREPE.....	6
3. KOCKÁZATI- ÉS MAGÁNTŐKE MAGYARORSZÁGON (FRANG GÉZA ATTILA).....	7
4. A BEFEKTETÉSI FOLYAMAT, ÉS ANNAK HATÁSA A VÁLLALATVEZETÉSRE (KOVÁCS DÁVID-FRANG GÉZA ATTILA)	8
4.1. BEFEKTETÉS	9
4.1.1. Forrásgyűjtés.....	9
4.1.2. A befektetési lehetőségek felkutatása	9
4.1.3. A befektetési lehetőség elemzése és a döntéshozás.....	11
4.1.4. Megbízó-ügynök probléma, és annak kezelése.....	14
4.2. A BEFEKTETŐ MAGATARTÁSÁT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK.....	17
4.2.1. Modellünk felépítése	17
4.2.2. Közvetlen kockázati tőke	20
4.2.3. Közvetett kockázati tőke	21
4.2.4. Közvetlen magántőke	23
4.2.5. Közvetett magántőke	24
4.3. A BEFEKTETÉS UTÁNI MENEDZSMENT	25
4.3.1. Vállalatirányítás, vezetői tudás	26
4.3.2. Menedzsmentkontroll-rendszer.....	29
4.3.3. Kapcsolati tőke	30
4.3.4. Piaci lehetőségek.....	31
4.4. EXIT	32
4.4.1. Tőzsdei exit.....	34
4.4.2. Szakmai befektető	35
4.4.3. Pénzügyi befektető	35
4.4.4. Menedzsment általi kivásárlás (MBO).....	36
4.4.5. Részesedés megtartása	36
4.4.6. Leírás	37
5. ÖSSZEFOGLALÁS (KOVÁCS DÁVID).....	37
HIVATKOZÁSJEGYZÉK	40

1. Bevezetés

A kockázati- és magántőke befektetések a piacgazdaságok jelentős finanszírozási formájának számítanak azáltal, hogy olyan speciális helyzetben lévő vállalkozásoknak biztosítanak forrásokat, melyek más csatornákon keresztül jellemzően nem számíthatnának tőkebevonásra. A befektetések összértéke 2010-ben 41 milliárd euró volt Európában, ami az európai GDP 0,3%-ának felel meg (EVCA Yearbook, 2011:1). Ezek a befektetések összesen 4.816 céget céloztak. Magyarországon 1989-2010 között összesen 3.707 millió dollár befektetés történt 416 vállalatba (MKME 20 Éves Évkönyv, 2011:31), és összességében jelentős fejlődés volt tapasztalható a vállalkozói és befektetői kultúrát illetően.

Az ezen befektetési formák működési jellemzőit, hazai piaci helyzetét több tanulmány és dolgozat is vizsgálta az elmúlt években (pl. Karsai, 2012; Giday, 2009; Becskyné Nagy, 2008; Rácz, 2007), és a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (MKME) adatgyűjtésének köszönhetően statisztikai adatok is viszonylag bőségesen állnak rendelkezésre a hazai befektetési tevékenységekről. A mi dolgozatunk a kockázati- és magántőke befektetéseket egy speciális, a pénzügyek és a vezetés- és szervezéstudomány határterületén lévő nézőpontból közelíti meg. Fő kérdésünk, hogy mi történik a befektetés után, azaz **hogyan változik a vállalatirányítás, vállalatvezetés a befektető hatására?** Ennek részeként megvizsgáljuk, hogy miként érvényesülnek a stratégiai változások, milyen mértékűek ezek általában; milyen változások következnek be a vezetési folyamatokban, struktúrákban; milyen kontrollmechanizmusokat működtetnek a befektetők. Kutatásunk során elsősorban a hazai befektetési gyakorlatot vizsgáljuk.

A problémafelvetést azért tartjuk relevánsnak, mert a viszonylag magas kockázatú befektetésekért cserébe a befektető vállalatok legfontosabb célja ezen tevékenységek során, hogy jelentős megtérüléssel járó értékesítési tranzakciót („exit”) realizáljanak a tervezett befektetési időtáv – jellemzően 4-5 év – végére. Ez a cél csak akkor valósulhat meg, ha a portfólió-vállalat a korábbiakhoz képest új, jól jövedelmező növekedési pályára tud állni, melyhez piaci sikerek, megfelelően kialakított és végrehajtott stratégiára, szakszerű vállalatvezetésre van szükség, a befektető érdeke pedig, hogy ezek a feltételek megvalósuljanak. Dolgozatunkban megvizsgáljuk, **milyen tényezőktől függ, hogy a**

befektető milyen aktivitást gyakorol a befektetés után, és hogy milyen erőforrásokkal tudnak hozzájárulni a tőkét kapó cégek fejlődéséhez.

A rendelkezésre álló, vonatkozó külföldi és hazai szakirodalom felhasználása mellett interjúkat készítettünk a befektetői és a vállalkozói oldal képviselőivel is. Ennek oka, hogy a befektetési tevékenység sajátosságaiból adódóan a nyilvánosan elérhető adatok meglehetősen korlátozottak – jellemzően leíró statisztikák a piacról, és főbb tranzakciókról, a mélyebb elemzésekhez szükséges közvetlenül a szereplőkhöz fordulni.

Dolgozatunkban először tisztázzuk a fogalmi kereteket, és bemutatjuk a kockázati- és magántőke működésének legfontosabb jellemzőit. Ezt követően a hazai piaci sajátosságokat foglaljuk össze, kiemelt figyelmet fordítva a JEREMIE-program jellemzőinek és eddigi tapasztalatainak. Fő kutatási kérdésünket a 4. fejezetben igyekszünk megválaszolni. Előbb sorra vesszük a befektetési folyamat állomásait, és a szakirodalom megállapításait interjúink gyakorlati tapasztalataival vetjük össze. Ezt követően megvizsgáljuk, milyen tényezőktől függ a befektetők aktivitása a vállalkozás működésében. Modellünk alapján tipizáljuk, és jellemezzük a befektetői oldal szereplőit. Külön alfejezetben vizsgáljuk meg, hogyan változik a vállalkozás működése a befektető megjelenése után, és sorra vesszük azokat az erőforrásokat, melyeket a fejlődés érdekében rendelkezésre bocsáthat a befektető. Végül a befektetés utolsó állomásának, az exitnek a hazai jellemzőit mutatjuk be.

2. A dolgozat fogalmi keretei

Ebben a fejezetben definiáljuk a dolgozatunkban használt legfontosabb fogalmakat, és a szakirodalom alapján bemutatjuk a kockázati- és magántőke működési jellemzőit.

2.1. A kockázati- és magántőke-befektetések megítélése és kialakulása

A kockázati- és magántőke tevékenysége napjainkban felkapott, és sok szempontból megosztó témává vált. Ennek egyik apropója például, hogy az Egyesült Államokban Mitt Romney, az egyik vezető magántőke-befektetési társaság (Bain Capital) vezetője egyre közelebb kerül ahhoz, hogy ő legyen a Republikánus Párt elnökjelöltje a 2012-es választásokon (Lattman-Lowrey, 2012). Ehhez kötődően is napirendre került a private equity, azaz tágabb értelemben a kockázati- és magántőke társaságok ellentmondásos megítélése. Az egyik szélsőérték az a megközelítés, mely szerint ezek a kockázati- és magántőke társaságok felvásárolnak, restrukturálnak vállalatokat, majd az egyes részeit a cégeknek egyesével eladják, ezután jelentős káoszt hagyva maguk után.

A másik talán kevésbé gyakori szélsőérték az a típusú gondolkodás ezekről a cégekről, hogy ők tulajdonképpen a „társadalom felvirágoztatói”, és a „kapitalizmus királyai” (az Economist cikket idézi Karsai, 2012). A kockázati tőkebefektetőkre ugyanis úgy is lehet tekinteni, mint azokra a befektetőkre, akik pénzt juttatnak el az induló vállalkozásokhoz (start-up finanszírozás), olyan kockázati feltételek mellett, melyet egyik más finanszírozó (bankok, szakmai befektetők) sem tudnának vállalni. A magántőke társaságok pedig a fejlődő cégekbe – azok további növekedését elősegítve fektetnek (expanzív finanszírozás), vagy sokszor bajba került cégeket mentenek meg, és állítanak új fejlődési pályára (mentőöv finanszírozás).

A kockázati- és magántőke finanszírozás története egészen a középkorig nyúlik vissza. A lombard bankok a kereskedelmi tevékenység támogatása mellett befektetési tevékenységekben is érdekeltek voltak. A Medici család létrehozta a XIV. század végén a Medici Bankot, amely a család jelentős vagyonát fektette be, és gyarapította tovább (Economist, 1999). Mai szemmel nézve a Medici Bankot alighanem a saját vagyonát kezelő kockázati- és magántőke befektetőnek tartanánk. Magyarországon a jómódú Thurzó család tekinthető a kockázati-és magántőke befektetők legkorábbi elődjének. A Thurzó család kontrollálta a magyar ércbocsátás döntő többségét (Oriens, 2012). Az ún. aranykorban (1900-as évek eleje) J. P. Morgan és befektetési bankja akkora befolyásra tett szert, hogy sokszor megvádolták őket azzal, hogy kontrolljuk alatt tartják az Amerikai Egyesült Államokat. J. P. Morgan nevéhez kötődik a „morganization”, amely a vállalatok átalakításának egy szinonimája (J.P. Morgan honlapja, 2012). Hazánkban Kornfeld Zsigmondnak, a Magyar Általános Hitelbank vezérigazgatójának számottevő befektetési tevékenysége ismert ebből az időszakból. A kockázati tőkebefektetési tevékenység gyökerei történetileg tehát messzire nyúlnak vissza, és hazánkban is jelentős hagyománya van (Oriens, 2012).

2.2. A kockázati- és magántőke befektetők fogalma és csoportosítása

Karsai (1998:1) definíciója szerint a kockázati és magántőke a „nagy haszon szerzése céljából, tőzsdén nem jegyzett vállalatokban, átmeneti időre professzionális szervezetek részesedésvásárlásra fordított tőkéje”.

A **kockázati- és magántőke** befektetők definíciói, fogalmai sokszor keverednek az szakirodalomban és a gyakorlatban is. Ennek oka, hogy az Egyesült Államokban, Európában és Magyarországon is egyaránt eltérő kifejezéseket használnak gyakran ugyanazokra a

tevékenységekre. A fejezet célja a fogalmak használatának tisztázása, a dolgozatban használt terminológia bemutatása.

A magántőke magában foglalja az összes lehetséges kockázati tőke befektetési formát a befektetett vállalatok életciklusa mentén az európai használatban (EVCA, 2006). Az amerikai terminológiát használva a magántőke (private equity) mentőöv (turnaround) finanszírozást és kivásárlás (buy-out) finanszírozását jelenti. A hazai szakirodalomban és gyakorlatban is eltérő mintákat tapasztaltunk a fogalmak használatára. Az üzleti angyal, magvető finanszírozás és korai finanszírozást nevezik általában kockázati tőkéből finanszírozásnak. Az expanziós, merchant banki, kivásárlási (buy out), és mentőöv (turnaround) finanszírozást szokták legtöbbször magántőke finanszírozásnak nevezni. Az amerikai, európai és magyar kockázati- és magántőke fogalmi használatának összefoglalása az 1. ábrán látható.

KOCKÁZATI- ÉS MAGÁNTŐKE BEFEKTETÉSEK			
	USA	Európa	Magyarország
Üzleti angyal	Kockázati tőke	Kockázati tőke	Kockázati tőke
Magvető finanszírozás			
Korai finanszírozás		Növekedési tőke	Magántőke
Expanziós			
Merchant banki finanszírozás	Magántőke	Kivásárlás	
Buy-out finanszírozás			
Turn-around finanszírozás			

1. ábra: A magántőke finanszírozás definíciós megközelítései, (saját ábra, EVCA Report of the Alternative Investment Expert Group, 2006:9 felhasználásával)

A dolgozat során az iparágat **kockázati- és magántőke ágazatnak** fogjuk nevezni, amely magában foglalja az összes finanszírozási formát a vállalatok életszakasza mentén (üzleti angyaltól mentőöv finanszírozásig). Az iparág két elkülönülő tevékenységet végző cégekre bontjuk: a **kockázati tőkebefektetésre** és a **magántőke befektetésre**. A **kockázati tőkebefektetés** alatt az üzleti angyal, magvető és korai finanszírozást értjük, tehát a vállalatok életciklusának korai szakaszában történő finanszírozást. A **magántőke befektetés** alatt az expanziós, merchant banki, kivásárlási (buy-out) és mentőöv (turn-around) finanszírozást értjük, ami jellemzően a vállalatok érett szakaszát jelenti. A dolgozat során ezt a terminológiát fogjuk következetesen használni. A 2. ábrán az egyes ügylettípusok részletes magyarázatát mutatjuk be.

BEFEKTETÉS TÍPUSA	BEFEKTETÉS CÉLJA
KORAI FÁZIS	INDULÓ CÉGEK FINANSZÍROZÁSA
Magvető fázis (seed capital) 80-500 ezer euró	A vállalkozás üzleti koncepciójának kialakítása, prototípusfejlesztés.
Induló finanszírozás (start-up) 300-1.500 ezer euró	A termékfejlesztésre és kezdeti piackutatásra ad forrást. Cél: az értékesítés felfuttatása. Jellemzően még veszteséges.
KÉSŐBBI FÁZIS	MŰKÖDŐ VÁLLALATOK TOVÁBBFEJLESZTÉSE
Növekedési fázis (expansion) 1-10 millió euró	Létező vállalkozás növekedését, terjeszkedését teszi lehetővé, pl. nagyobb gyártási kapacitások bevezetésével. Vállalatfelvásárlási tervek is támogathatók.
Kivásárlási tőke (buy-out) több millió, de milliárd euró is lehet	Egy cég vagy divízió aktuális tulajdonosától való megszerzésre irányul. Lehet vezetői kivásárlás (MBO), hitellel történő kivásárlás (LBO) is. Nagy ügylet, tőzsdei cégek esetén kivezetéssel járhat.
Helyettesítő tőke (replacement) 5 millió euró fölött	Egy korábbi befektető részesedését veszi át új kockázati- vagy magántőkés
Tőzsdei bevezetés előtti finanszírozás 3 millió euró fölött	A tőzsdére való bevezetés elősegítésére nyújtott finanszírozás.
Mentőöv befektetés (turnaround) fél millió euró fölött	Üzleti nehézségekkel küzdő cég számára, a nyereség visszaállítását célzó finanszírozás.

2. ábra: A tőkebefektetések típusai (MKME Kalauz, 2008:12)

A kockázati-és magántőke befektetések általában három tényező mentén ragadhatóak meg a leginkább szemléletesen (Osman, 2006). A finanszírozás **saját tőke alapú**, a kockázati tőkebefektetők a finanszírozott vállalatban részesedést szereznek. A kockázati- és magántőke befektetők **aktív** finanszírozási stratégiát folytatnak. Ebben természetesen jelentős eltérések vannak az egyes kockázati befektetők között, ugyanakkor mindegyikre jellemző az, hogy aktívan figyelemmel követi a finanszírozott vállalat tevékenységét, és gyakorolja a kontrolljogait. A kockázati tőkebefektetők alapvetően aktívabb befektetők, mint a magántőke befektetők, ugyanakkor ez alól is léteznek kivételek. A harmadik jellemző, hogy a kockázati- és magántőke befektető cégek **magáncégeket finanszíroznak**. Amennyiben a kockázati- és magántőke befektető nyilvános társaságba fektet be, akkor a legtöbbször rövid idő elteltével zárttá alakítja azt (pl. a Permira a Borsodchem esetében). Zsembery (2011) a kockázati- és magántőke befektetőket a pénzügyi és a szakmai befektetők között helyezi el. A kockázati- és magántőke befektetők között találunk jellemzően egy szektorban aktív befektetőket (pl. GE Healthcare) is, és különböző iparágakba fektető cégeket.

A befektetőket alapvetően a következő jellemzők mentén csoportosíthatjuk:

- **Életciklus** szerinti befektetés alapján: kockázat- és magántőke befektetők,
- **Szabályozási háttér** alapján: kontinentális és angolszász szabályozás szerint működő befektetők. Ennek oka, hogy az Európai Unióban a befektetéseket pénzügyi szolgáltatásként kezelik, így az felügyelet alá esik, míg Amerikában inkább vállalkozói tevékenységnek, amely így nem esik felügyelet alá. A befektetések esetén a származási ország elve érvényesül (Giday, 2009).
- **Iparági, szektorális fókusz** alapján.
- **Földrajzi fókusz** alapján: például csak Magyarországon, vagy regionálisan, globálisan is befektetők.
- **Intézményesült jelleg** szerint: megkülönböztethetünk közvetett (intézményes) és közvetlen (informális) befektetőket; előbbi csoport jellemzően a zárt végű befektetési alapjába gyűjtött, más befektetők (magánszemélyek, nyugdíjalapok, biztosítók) által rendelkezésre bocsátott vagyont fekteti be (Osman, 2006).

2.3. A kockázati- és magántőke befektetők szerepe

A kockázati-és magántőke befektetők lényegében az összes vállalati életciklusnak megfelelő finanszírozást lefedik. A kockázati tőke az induló vállalkozások működéséhez és növekedéséhez biztosít forrást. A magántőke a növekvésben lévő, érett vagy hanyatló vállalatokat juttatja pénzhez. A kockázati- és magánbefektetők **kockázattűrő képessége** magasabb, mint az alternatív finanszírozási formák esetében ez tapasztalható. A jelentős kockázattöbbleten közösen osztozódik a befektető és a vállalkozás. A nemzetgazdaságban szükség van olyan szereplőkre, akik hajlandóak jelentős kockázatot vállalni, és befektetni bizonytalanabb jövőképű cégekbe (Osman, 2006). Az **induló vállalkozások** finanszírozása túl kockázatos lenne egy bank számára, hiszen sem megfelelő fedezet, sem folyamatos cash-flow nem áll rendelkezésre garanciaként (EVCA honlapja, 2012).

A kockázati tőkebefektető a vállalkozás számára nem csupán finanszírozást nyújt, hanem jellemzően pénzügyi piaci ismereteket, menedzsmenttudást, kapcsolati hálózatot és vállalatirányítási rendszereket (Becskeyné Nagy, 2008). A növekedési szakaszban lévő cégek esetében az amerikai piacokon a tőzsdére lépés is gyakori scenárió (főleg a Nasdaq erre specializált parkettjén keresztül), Európában ez kevésbé jellemző.

A kockázati- és magántőke fogalmi kereteinek és működésének áttekintése után a hazai környezet jellemzőit mutatjuk be.

3. Kockázati- és magántőke Magyarországon

Magyarországon közel 400 céget finanszíroztak kockázati- és magántőke befektető cégek, 3,2 milliárd dollár összértékben 1990 és 2010 között. 2006-ban a hazai kockázati és magántőke-befektetéseket támogató törvény született, mely nagy áttörést jelentett az iparág történetében (Zombory in MKME 20 Éves Évkönyv, 2011: 13). A hazai kockázati- és magántőke befektetések meghaladják a KKE régió átlagát. A hazai cégek 0,2%-a vezet kettős könyvvitelt, amely miatt nincs lehetőség számukra kockázati vagy magántőke biztosítására. A potenciális befektetői célpontok irányából érkező kereslet jellemzően nagyobb, mint a rendelkezésre álló források nagysága a kockázati- és magántőke cégeknél (Karsai in MKME 20 Éves Évkönyv, 2011). Ezzel szemben Lévy Ferenc, a Finext partnere úgy fogalmazott, hogy jelenleg „több a piacon az eszkimó, mint a főka” (Interjú, 2012). A két állítás úgy helyezhető összhangba egymással, hogy valószínűleg az életképes üzleti ötlet kevés, és nagyon sok olyan megkereséssel fordulnak vállalkozók illetve vállalatok a befektetőkhez, amelyek sokszor „nem jutnak túl az első körön”. A kockázati tőkebefektetések az elmúlt 20 évben segítették az innovatív magyar cégek fejlődését, a magántőke-befektetők pedig a régiós expanziót tették lehetővé (Karsai in MKME 20 Éves Évkönyv, 2011).

A kockázati- és magántőke befektetők között találunk Magyarországon globális, regionális és magyar befektetőket is. A befektetések nagyságát tekintve a legjelentősebbek a globális befektetőktől (KKR, Permira, Ashmore, etc.) származóak, melyek évente átlagosan 200 millió dollárt fektettek be. A globális és regionális érdekeltségű befektetők magántőkét biztosítanak a vállalatok számára. A regionális befektetők között találjuk a Bancroft-ot, MidEuropa Partners-t és a Riverside-ot, mely befektetők részvétele jelentős volt a regionális konszolidáció véghezvitelében (Zsembery, 2011). Ennek a következménye az, hogy a befektetések nagysága jelentősen meghaladja a hazai kockázati- és magántőke befektetőkét. A hazai befektetők között kockázati befektetőket találunk, akik a magyar induló vállalkozások számára biztosítanak tőkét. Emellett fontos szerepet töltenek be Magyarországon a magyar magánbefektetők befektetései. Többek között a Bonafarm, mely mögött Csányi Sándor vagyona áll és a Wallis (Veres Tibor) befektetései kiemelt jelentőségűek abból a szempontból, hogy ezek a befektetők nyújtanak csaknem kizárólagosan mentőöv (turnaround) és kivásárlás (buyout) finanszírozást az érett és hanyatló életciklusban lévő magyar vállalatok számára. Ennek a befektetési tevékenységnek a jelentősége különösen a rendszerváltozás után volt kiemelkedő.

Az Európai Unió Bizottsága által támogatott JEREMIE-program hozzájárul ahhoz, hogy az életszakaszuk elején járó innovatív cégek finanszírozáshoz jussanak. A JEREMIE egy mozaikszó, melynek jelentése „Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises”, és célja ennek megfelelően kis- és középvállalatok pénzügyi forrásokhoz való hozzáférésének fejlesztése (JEREMIE-program honlapja, 2012). A Program keretében 2009 óta számos kockázati tőkebefektető jutott Magyarországon forráshoz, melyet a létrehozott alapjukkal együtt kezelnek, fejtette ki Zsembery Levente, a BNV-Equity ügyvezetője (Interjú, 2012). A Program Magyarországot megközelítőleg 190 milliárd Ft forráshoz juttathatja, mely a tőkeáttételes konstrukciókon keresztül akár 2000 milliárd Ft plusz forrást is jelenthet a magyar gazdaságnak. Az mindenképpen megállapítható, hogy a JEREMIE-program új szereplőket vont be a hazai kockázati tőkebefektetők piacára. A Finext és a BNV-Equity egyaránt korábban magánszemélyek vagyonát kezelte, és új tevékenységként jelent meg náluk a JEREMIE nyújtotta források kezelése (közvetett kockázati tőkebefektetői szerep). A JEREMIE-program jövője kritikus fontosságú a teljes ágazat várható jövőbeli alakulása szempontjából is.

Lévay Ferenc szerint (interjú, 2012) a vállalkozói oldal jelentősen fejlődött az 1990-es évek óta. Ugyanakkor Baranyai Gábor (2012), az MKME elnökségi tagja szerint számos fejlődési lehetőség áll még a magyar vállalkozások előtt. A jelenlegi gazdasági helyzetben azonban fontos látni azt is, hogy Magyarország jelenleg nincs a külföldi befektetők „célkeresztjében”. A kockázati- és magántőke ágazat jövőbeli alakulásában jelentős tényező lesz az, hogy a JEREMIE-program mennyire tud sikerrel futni Magyarországon, és mennyire lehet hatással a hazai KKV szektor működésére. Ez rendkívüli jelentőséggel bír, hiszen a magyar bankszektor kockázatt vállalási hajlandósága jelentősen visszaesett a pénzügyi válság miatt, és számukra túl kockázatosnak bizonyulhatnak az életciklusuk elején járó cégekbe befektetések. Interjúalanyaink értékelése szerint azonban Program egyértelműen fordulópont a kockázati tőke-finanszírozásban.

4. A befektetési folyamat, és annak hatása a vállalatvezetésre

Dolgozatunk fő kérdése, hogy hogyan változik meg a portfólió-vállalat vezetése, működése a befektető megjelenése után. A fejezetben a befektetési tevékenység fázisait vesszük sorra, melynek részeként részletesen kitérünk a kutatási kérdéseinkre, és az interjúk alapján kirajzolódó hazai tapasztalatokra. Előbb a forrásgyűjtés, és a befektetési döntés meghozásának fő feltételeit vizsgáljuk meg, ezt követően külön foglalkozunk annak

kérdésével, hogy milyen tényezőktől függ, hogy a befektető mennyire fog aktívan részt venni a leányvállalat működésében. A harmadik alfejezetben rendszerezzük, hogy milyen erőforrásokkal tud a tranzakció után a befektető a leányvállalat fejlődésében közreműködni, és hogy emellett jellemzően milyen felügyeleti eszközökkel él. A negyedik alfejezetben végül az exit fázisának jellemzőit járjuk körül.

4.1. Befektetés

A következőkben a befektetési folyamat egyes állomásait vesszük sorra, az elmélet megállapításait interjúink gyakorlati tapasztalataival kiegészítve.

4.1.1. Forrásgyűjtés

A forrásgyűjtés természetesen a közvetett befektetések esetén bír igazán jelentőséggel, ahol – jellemzően zártvégű – befektetési alapokon keresztül történik a befektetés. A kockázati- és magántőkézés ez esetben nem a saját tőkéjét fekteti be, hanem a befektetési jegyeket megvásárló intézményi és magánbefektetőktől szerzett forrásokat. A forrásgyűjtés elengedhetetlen része az üzleti terv, a befektetési stratégia és az alapkezelési szabályzat kidolgozása (Szlovák, 2006). Ezekben kerülnek bemutatásra az alapkezelők által azonosított piaci lehetőségek, a szükséges tőke mértéke, az esetlegesen preferált iparágak, életszakaszbeli és földrajzi befektetési preferenciák, a két fél jogai, kötelezettségei, és az alap kezelési költségei. Ennek jellemző nagysága az alap méretének 1-2,5%-a (Pintér, 2008), ami mellett az alapkezelőt – a teljesítmény motiválása érdekében – gyakran sikerdíj is megilleti. Ennek mértéke változó, általános hüvelykujjszabály az elvárt hozam feletti rész 20%-a.

A tapasztalatok szerint az alapkezelők sokszor a korábbi partner intézményi befektetőket keresik meg a forrásgyűjtés során. Ennek oka, hogy a bizalom és a jó együttműködési tapasztalat igen értékes erőforrás ebben az iparágban, az alapkezelő hírneve, sikerei garanciát jelenthetnek a befektetőnek az elvárt hozam teljesülésével kapcsolatban (Giday, 2009). Az alapok futamideje jellemzően 7-10 év, a kezelt tőke mennyisége pedig a tervezett befektetési méret 10-15-szörösére tehető (Szlovák, 2006) – egy közép-európai alapnál jellemzően 3-4 kezelő dolgozik, fejenként 3-4 befektetést irányítva.

4.1.2. A befektetési lehetőségek felkutatása

Interjúink alapján vegyes megoldások léteznek arra nézve, hogy a befektetők honnan értesülnek a befektetési lehetőségekről. Leggyakrabban a befektető társaság keresi a lehetőségeket, ennek során nagy szerepe van a személyes kapcsolatrendszernek – az

információk sokszor ismerőstől, üzlettárustól, barátokról származnak (Szlovák, 2006). A Finext Startup Zrt. esetében például évente 100-150 lehetőség merül fel (Lévay Ferenc, interjú, 2012), ezek közül sok spontán érkezik a vállalathoz, az esetek egy részében maguk a vállalkozók keresik fel a befektetőket üzleti terveikkel. Fontos a befektető körüli tanácsadói kör szerepe, de esetenként a már meglévő portfólió-vállalatokon keresztül is érkeznek javaslatok. Az üzleti kapcsolatrendszer, és a személyes „tippek” szerepe különösen hangsúlyos a magántőke-befektetések esetében, az informális kapcsolatok jelentősen meghatározták például a Wallis befektetési tevékenységének alakulását (Branyiczki Imre, interjú, 2012).

A kockázati tőke világa ezzel szemben sajátos olyan szempontból, hogy évente külön „szezonja” van a vállalkozásindításnak. A Noispot nevű, 2011-ben indult vállalkozás alapító-ügyvezetője, Zsigó Dávid szerint (interjú, 2012) évente legfeljebb egy-két tucat jelentősebb új vállalkozási ötlet jelenik meg, melyek jellemzően a tavaszi időszak startup-versenyein mutatkoznak be a nyilvánosság és a befektetők előtt. Három-négy jelentősebb, évente megrendezett verseny és konferencia van hazánkban (Startup Underground Konferencia, Web 2.0 Symposium-Barcamp Budapest Konferencia, Elevator Pitch Competition, Startup Weekend), a potenciális befektetők ezeket figyelemmel követik. Időnként ismétlődnek a hasonló üzleti ötletek, egy ötlet pedig jellemzően több versenyen is indul, a kevés számú hazai szereplő miatt a résztvevők személyesen is jól ismerik egymást, és a befektetői kört is. A Noispot két versenyen is jól szerepelt, ami 2011 tavaszának egyik legpiacképesebb ötletévé tette, és több befektető érdeklődését is felkeltette.

A vállalkozások és a befektetők egymásra találásában a közvetítő intézményeknek is nagy szerepe lehet. Hazánkban az egyik legjelentősebb ilyen a 2009-ben alakult – szintén fiatal vállalkozásként működő – Colabs Startup Center. A Colabs küldetése, hogy a magyar startup vállalkozói környezet, és a fiatal vállalkozások fejlődését elősegítse. Bakó Zsolt alapító szerint (interjú, 2012) igyekeznek „360 fokos lefedettséget biztosítani”: bérleti díj fejében fizikai infrastruktúrát biztosítanak a vállalkozásoknak, konferenciát és versenyt szerveznek a startupoknak (Startup Weekend, Elevator Pitch), networking lehetőséget biztosítanak a vállalkozó szellemű, csapatot kereső szakembereknek, és a potenciális befektetőknek (Startup Flyer esemény, mára közel 800 taggal), igyekeznek megismertetni a startup-világot a gazdasági, mérnöki és képzőművészeti egyetemi hallgatókkal (Startup School), segítenek tárgyalóasztalhoz ültetni a befektetőket és a vállalkozókat, a Seed Program pedig maga is néhány milliós induló tőkét, és szakmai mentorokat biztosít az induló vállalkozások számára.

A befektetési lehetőségeket, akár egy érett, vonzó piacokkal rendelkező, likviditási gondokkal küzdő vállalatról, akár agilis, innovatív fiatalok projektjéről van szó, az ötlet felmerülését követően részletes elemzésnek veti alá a befektető. A JEREMIE-program bemutatása kapcsán említettük, hogy jelenleg hazánkban a befektetők a forrástöbblet miatt jelentős erővel keresik a potenciális befektetési lehetőségeket, melyekre le tudnák hívni a rendelkezésre álló forrásokat. A lehetőségek elemzésének jelentőségét és szigorát mutatja, hogy a forrástöbblet nem kerül gyorsan kiosztásra, ilyen körülmények között is óvatosak a befektetők, és nem kockáztatják meggondolatlanul a rendelkezésre álló tőkét.

4.1.3. A befektetési lehetőség elemzése és a döntéshozás

A szóba kerülő befektetési lehetőségek első szűrőjét a befektető preferenciái jelentik, melyek eleve kizárhatnak bizonyos életciklusban vagy üzleti helyzetben lévő vállalkozásokat. Az ***előminősítés*** során a vállalati méret, elérhető befektetés- és részesedésnagyság alapvető korlátot jelenthetnek (Szlovák, 2006), hiszen a befektetők egy csoportja bizonyos befektetési méret alatt (ha a célvállalat pl. eltörpülne a portfólióban) nem tartja kifizetődőnek a portfólió-vállalattal járó munkát. A földrajzi elérhetőség kérdése is fontos (MKME Kalauz, 2008), korábban például az Egyesült Államokból és Egyesült Királyságból érkező befektetések dedikált magyar országalapba érkeztek, a 2000-es évek második felére azonban ezek jellemzően Közép-Kelet Európai régiós alapokba olvadtak, a befektetők pedig csak néhány fős képviseleti irodákat hagytak a fővárosban.

Elméletileg felmerülhet az iparági szűrés lehetősége is, az interjúk alapján azonban azt mondhatjuk, ez a hazai gyakorlatban nem jellemző. Ennek két oka is van: egyrészt a viszonylag korlátozott „vállalkozási kínálat” miatt nincs erre igazán lehetőség, másrészt pedig a befektetők vállalat-portfólióban gondolkoznak, melyen belül érdemes a lehetőségekhez mérten diverzifikálni, az iparági kockázatokat csökkenteni. Inkább tehát iparági hangsúlyokról beszélhetünk, a Finext esetében például a befektetői gárda az informatika, biotechnológia, megújuló energia terén bír jelentősebb tapasztalattal, de a portfólióba tudatosan építettek wellness-láncot, hogy kiegészítsék az IT befektetéseket más típusú üzleti tevékenységgel is (Lévay Ferenc, interjú, 2012).

Érdemes külön szót ejteni a befektetők helyenként egyedi elvárásairól. A kockázati tőkével szemben a magas hozamelvárás nemcsak a nagy piaci kockázathoz, hanem az ügyvezető-tulajdonos személyi kockázatához is kötődik. A cégspecifikus ismeretek miatt ugyanis nehéz lehet a vezetéváltás. A befektető számára ezért például diszpreferált lehet, ha a vállalkozás

családi tulajdonban van, mert ez exit esetén nehézségeket jelenthet (Szlovák, 2006). A Finext az említett vezetési kihívások miatt preferálja, ha idősebb, tapasztaltabb a vállalkozás vezetője, „ha esetleg már korábbi tranzakciója, exitje is volt, az kifejezetten főnyeremény” (Lévay Ferenc, interjú, 2012).

Az előzetes szűrés mellett nagy jelentősége van a vállalkozók által összerakott **üzleti tervnek**, ami a kockázati tőkebefektetés esetén elengedhetetlen része a tárgyalási folyamatnak. Az üzleti terv foglalja össze a vállalkozás céljait, piaci és belső helyzetének elemzését, a célok elérése érdekében követett stratégiát a tervezési ciklusra (jellemzően 3-5 év), a befektető szempontjából pedig a projektek várható megtérülését mutatja be (MKME Kalauz, 2008). Az induló vállalkozások esetében az üzleti terv értékelése speciális, a pénzügyi rész kiszámíthatatlansága miatt nagy hangsúly helyeződik a nem-pénzügyi, például termék- és üzletfejlesztéshez kapcsolódó tervekre; a pénzügyek inkább csak „illusztrációként értelmezhetők”.

A vonzó üzleti terv mellett **a személyes találkozó** sikere is alapvető fontosságú, ezen elem jelentőségét gyakorlatilag minden interjúalanyunk kiemelte. Különösen a kockázati tőke esetében, ahol az ötletgazda, tulajdonos és ügyvezető szerepét sokszor ugyanaz a személy vagy csapat látja el. Baranyai Gábor szerint (interjú, 2012) „azt is mondhatjuk, hogy ebben a fázisban inkább emberekbe, és nem vállalatokba fektetünk be”. Zsembery Levente (interjú, 2012) szerint ezen áll, vagy bukik a megállapodás: agilis, talpraesett, elkötelezett vezetők nélkül biztosan nem lesz sikeres a befektetés. Egyfajta személyes „kémia” is szükség van, hiszen 4-5 év közös együttműködés is várhat a felekre, ami előtt fontos látni, hogy együtt tudnak-e majd működni. Bakó Zsolt (interjú, 2012) két kulcsfontosságú elemet emelt ki: a vállalkozók túlélőképességét – a kezdeti tervek jellemzően átalakításra szorulnak, a vártnál több kudarchelyzet szokott előállni, így rugalmas, adaptív és kitartó vezetőkre van szükség, másfelől pedig a csapat teljességét – külön értéke van, ha összeállt egy működőképes csapat (IT esetén például: fejlesztők, designer, projektmenedzser, üzleti vezető), mely már bizonyított a meglévő felállásban, és nem a befektetőnek kell a csapatépítésen dolgoznia.

Ha idáig sikerrel zajlottak a tárgyalások, akkor sor kerülhet egy **szándéknyilatkozat** jellegű ajánlat tételére (Term Sheet), mely még jogi kötelezettséggel nem bír, de kifejezi a befektető érdeklődését (MKME Kalauz, 2008). A szándéknyilatkozat egy gyakori kizárólagossági megállapodás mellett (a vállalkozó egy ideig nem kezdeményezhet új tárgyalásokat más

befektetővel) már a lehetséges jövőbeli tranzakció fő paramétereit is tartalmazhatja, például a részvények típusát, hozzájuk kapcsolódó jogokat (Pintér, 2008).

A szándéknyilatkozat alapján lehetőség nyílik a következő fázis, a vállalkozás **átvilágításának** (due diligence) megkezdésére. Ennek során a befektető részletesen megvizsgálja a jogi és pénzügyi megvalósíthatóság kérdését (MKME Kalauz, 2008), gyakran könyvvizsgálói vagy M&A tanácsadók bevonásával. A magántőke-befektetések során gyakori az adatszobák kialakítása is, és egy vizsgálatnál az üzleti partnerkapcsolatokat, kapcsolt vállalkozásokkal folytatott ügyleteket, környezetvédelmi és egyéb hatósági előírásoknak való megfelelést, folyamatban lévő peres ügyeket is elemezhetik (Pintér, 2008).

Az átvilágítás kedvező eredménye esetén **a cég értékelésére** kerül sor, mely a tapasztalatok szerint a tulajdonosok elfogultsága, így túlértékelése miatt szintén egy buktató pont lehet (Szlovák, 2006). A tanácsadók közreműködése ebben a fázisban is gyakori elem. Az egyik legelfogadottabb módszer a diszkontált cash-flow alapú értékelés, mely a részletes üzleti tervek alapján a megfelelő tőkekölség meghatározása után kiszámítható. A kockázati tőke esetében ugyanakkor jelentősek a módszertani kihívások: kevés, vagy nincs historikus adat, a vállalat még 3-4 évig is tervszerűen veszteséges lehet, az árbevétel nehezen jelezhető előre, nagyok az egyedi kockázatok. Szócs (2007) hazai kockázati tőkések értékelési gyakorlatát vizsgáló dolgozata arra a megállapításra jutott, hogy az említett kihívások miatt a befektetők gyakorlata is változatos képet mutat. A tőkekölséget például a hagyományos CAPM-modellel, és felépítéses (built-up) módszerrel is becslik, de vannak szereplők, akik a módszertani kihívásokra hivatkozva nem is alkalmaznak DCF-alapú értékelést, csak fundamentális szorzószámokat. A bizonytalanság miatt jellemző a különböző scenáriók alapján történő tervezés is.

Befektetési alapok esetén a befektetési tanács hagyja jóvá a megállapodást, ezt követően jöhet a **zárás** fázisa, ahol megállapodnak a felek az ügylet feltételeiben, elkészítik és aláírják az adásvételi, vagy jegyzési/befektetési szerződést (MKME Kalauz, 2008). Magas finanszírozási igény esetén ún. szindikálásra is sor kerülhet, ekkor több befektető hozzájárulásából áll össze a végső befektetési csomag. Az interjúk alapján ez a forma Magyarországon ritkán jelenik meg. Jellemző statisztika, hogy 100 felmerülő befektetési lehetőségből általában kettőben történik befektetés – 80%-ban az előszűrés és átvizsgálás során utasítják el őket, a maradék esetben pedig a szerződés tárgyalása során állnak el a felek. A magas kockázati tényező miatt viszont 10 befektetésből mindössze egy hoz kiemelkedő eredményt a befektető számára,

harmada több-kevesebb eredménnyel, míg 50-60%-a részben-egészében veszteséges (Szlovák 2006:88).

A következő részben ennek a kulcsfontosságú elemnek, azaz a végső befektetési megállapodásnak a részleteit vizsgáljuk meg közelebbről. A befektetés sikere ugyanis jelentős mértékben a szerződéstől, a kialakított feltételektől, és az általuk implikált ösztönző-rendszerektől függ.

4.1.4. Megbízó-ügynök probléma, és annak kezelése

A befektető és a vállalkozó viszonya felveti a klasszikus megbízó-ügynök problémát (Jensen-Meckling, 1976). A probléma alapja, hogy a megbízó (befektető) felkéri az ügynököt (vállalkozó mint cégvezető), hogy képviselje az érdekeit (vállalat értékének maximalizálása és felkészítése az exitre) és járjon el a nevében (vezesse a céget), melynek fejében bizonyos döntési jogokat (operatív vezetés) átruház az ügynökre. Haszonmaximalizáló felek esetén az ügynök nem mindig a megbízó érdekei szerint cselekszik, megfelelő ösztönzőkkel viszont – melyeknek természetesen van valamekkora költsége – az érdekektől való eltérés csökkenthető. Az ügynöki költség elemei: (1) a megbízó ellenőrzési költségei, (2) az ügynök elköteleződési költségei, és az ún. (3) reziduális veszteség, ami abból adódik, hogy az ügynök tényleges döntései az ösztönzők hatására sem feltétlenül egyeznek meg tökéletesen azokkal, melyek a megbízó hasznosságát maximalizálnák. Az elmélet szerint, ha a tulajdonos irányítja a 100%-ig tulajdonában lévő vállalatot, akkor a hasznosságát maximalizáló döntéseket tud hozni. Ahogy ez az arány csökken egy új tulajdonos javára, úgy csökken javadalma a vállalat eredményéből is, így a vállalat egyéb forrásaiból kell azt pótolnia.

Ang et al. (2000) empirikus kutatása megerősíti az elmélet következtetéseit. 1700 vállalatot tartalmazó mintájukat elemezve úgy találták, hogy az ügynöki költségek (1) szignifikánsan magasabbak olyan esetekben, ha a menedzsernek nincs tulajdonjoga, (2) növekednek a menedzserek tulajdoni hányadának csökkenésével, (3) növekednek az ügyvezetésben részt nem vevő tulajdonosok számának növekedésével, (4) csökkennek, ha banki finanszírozás is jelen van, és a bank is végez monitoring tevékenységet.

Jensen és Meckling (1976) megállapítják, hogy az ügynöki költségek mértéke vállalatonként jelentősen eltérő lehet. Függnek a menedzserek teljesítményének mérhetőségétől és értékelhetőségétől, az ösztönzési rendszerektől, és a menedzserek piacától is. Ha a menedzser tudása vállalatspecifikus, úgy az ügynöki költségek magasak lehetnek. Általánosságban

fogalmazva: minél nagyobb az információs aszimmetria a befektető és a vállalkozó között, annál nagyobbak az ügynöki költségek.

Gompers (1995) szerint amennyiben igaz, hogy a kockázati tőkés nemcsak tőkét, de fontos szolgáltatásokat is biztosít a portfólió-vállalat növekedéséhez, tehát ha a felügyeleti és monitoring-tevékenysége értékes, akkor olyan vállalatokba érdemes fektetni, melyek esetén nagy az információs aszimmetria, tehát ahol a befektető erőforrásai nagy mértékben képesek hasznosulni. Ezzel az érveléssel magyarázza, hogy közel 800 vállalatot elemző empirikus kutatása szerint miért a korai ciklusban lévő, technológia- és tudásintenzív vállalkozások dominálnak a portfóliókban. Kutatásában azt is megmutatja, hogy az ügynöki költségek megnőnek olyan vállalkozások esetén, ahol (1) jellemzően nem-tárgyiasult erőforrások szolgálnak az értékteremtés alapjául, (2) nagyok a növekedési lehetőségek, (3) jelentős az erőforrások vállalat-specifikussága. A kockázati tőkések monitoring-tevékenysége pedig erősödik olyan esetekben, ha magasak az ügynöki költségek.

Milyen következtetéseket vonhatunk le a fentiek alapján? Dolgozatunkban elsősorban azt a kérdést szeretnénk vizsgálni, hogyan változik a portfólió-vállalat vezetése a befektetést követően. A megbízó-ügynök probléma egy releváns modellt kínál a kérdés vizsgálatára, eszerint ugyanis annál erősebb a befektetői beavatkozás és felügyelet, minél inkább fennáll adott üzleti szituációban a megbízó-ügynök probléma. A modell természetesen nem ad minden jelenségre magyarázatot, vagy ha ad, akkor nem feltétlenül teljes körűen, de érdemes szem előtt tartani, mert alapvető összefüggései több megfigyelést is új kontextusba helyezhetnek.

Az előző alfejezetben láthattuk, hogy a befektetési döntés megszületését követően a szerződés részleteinek kidolgozása egy további jelentős feladat. Az Egyesült Királyság Kockázati és Magántőke Egyesülete által kiadott Term Sheet minta (BVCA Guide, 2007) 26 jelentősebb kitélt határoz meg, melyek a befektetés részleteit szabályozzák, és a befektetőt vagy vállalkozót védik a másik esetlegesen opportunistá magatartásával szemben. A teljes felsorolás igénye nélkül, a jelentősebb kitételek ezek közül:

- az üzleti terv mérföldköveinek meghatározása, és az újabb tőkejuttatások ezekhez kapcsolása,
- ún. „anti-dilution” jogok, melyek új részvények kibocsátása esetén is megőrzik a befektető részesedését,

- ún. „drag along” jogok, melyek jogosulttá teszik a befektetőt, hogy nem 100%-os részesedés esetén is értékesíthesse a tulajdon 100%-át, ha az exit esetén ez az új vevő feltétele,
- vétójogok, beleegyezési kötelesség bizonyos döntésekbe, jellemzően részvénykibocsátással, akvizíciókkal, kulcs-tisztségviselők kinevezésével, stratégia meghatározásával, költségvetés elfogadásával kapcsolatban,
- ún. „tag along” jogok, melyek jogosulttá teszik a kisebbségi befektetőt, hogy részesedésük arányában csatlakozzanak egy üzletrész értékesítéséhez; ezáltal a kisebbségi részesedés likvidebbé válik,
- speciális elsőbbségi jogok, melyek például a vállalat esetleges felszámolása esetén előtérbe helyezik a befektető kifizetését, stb.

Természetesen kizárólag a feleken múlik, hogy milyen feltételeket vonnak be a szerződésbe, de interjúalanyaink szerint a kitételek száma jellemzően magas, a szerződések pedig részletesen szabályozottak. Baranyai Gábor szerint (interjú, 2012) különösen éles a kitételek szerepe, ha kisebbségi részesedést vásárol a befektető, ekkor ugyanis számtalan vétójogra érdemes igényt tartania. És bár a cél a sikeres kooperáció, de arra az esetre is kell mechanizmust teremteni, ha az alapító-menedzser alulteljesít, vagy megromlik vele az együttműködés.

A felek közötti formális szerződéses viszony kidolgozása tehát láthatóan igen jelentős szereppel bír. A végeredmény sokszor idő- és energiaigényes alkufolyamat eredményeképpen születik meg, jelentős tranzakciós költséget róva ezzel a felekre. Felmerül a kérdés, hogy a befektetés kapcsán sokat hangoztatott bizalom milyen kapcsolatban áll ezen költségek mértékével?

Manigart et al. (2002) egy szimuláción keresztül vizsgálták a bizalom hatását a kezdeti szerződés részletességére és szabályozottságára. Kutatásukban előbb fogolydilemma-játékokat játszottak a 144 önkéntes résztvevővel, majd befektető-vállalkozó párokba osztották őket. Egymással tárgyalva kellett összeállítaniuk egy végső befektetési szerződést a lehetőségként megadott klauzulákból, melyek azonban plusz költséget jelentettek a felek számára – attól függően, hogy hány kitévelt vontak be a szerződés keretei közé. A tárgyalásokat ugyanakkor manipulálták: a résztvevők egy részével elhitették, hogy a partnerük notórius szöszegő, a másik csoportot pedig meggyőzték, hogy a partnerük jellemzően kooperatív döntéseket hozott a korábbi játékokban. Az eredmények statisztikai vizsgálata után

arra a következtetésre jutottak, hogy a befektetői oldal számára a bizalom-tényező nem volt hatással az őket védő, szerződésbe került kitételek számára; ők erős és alacsony bizalmi szint mellett is ragaszkodtak az erős szerződéses védelemhez. A vállalkozói oldal esetében azonban szignifikáns volt a bizalom hatása, nagyobb bizalom esetén több nekik kedvező kitélt voltak hajlandók elengedni. Magyarázatuk szerint a megbízó-ügynök probléma az oka, hogy a befektetők számára a bizalom és a szerződéskötés nem áll helyettesítő viszonyban egymással. A vállalkozói oldal magatartása szerintük jelzés a befektető felé, hogy megbízhat partnerében, és hogy érdemes vele együttműködni.

A kutatás alapján azt mondhatjuk, nem a bizalom szintje fogja meghatározni, hogy a befektető milyen mértékben vesz részt a befektetést követően a vállalkozás életében. A szerződéses jogok mellett a megbízó-ügynök probléma kezelésére a magán- és kockázati tőke világában klasszikus elem még a menedzserek tulajdonjoggal, részvényopcióval, prémiumokkal történő motiválása. Az elmélet szerint is az ügynök akkor fog inkább a megbízó érdekei szerint cselekedni, ha a közöttük fennálló szerződés (ami nem feltétlenül formális) teljesítményalapú, és nem a vezető magatartásának előíró szabályozásán alapul (Bakacsi, 2007). A befektető részéről hangsúlyos elem emellett a befektetés felügyelete, monitoringja.

A tranzakciót követően a befektető számára tehát fontos a portfólió-vállalat fejlődésének nyomon követése, ennek pontos tartalmával kapcsolatban azonban igen különböző modellek léteznek a gyakorlatban. A következőkben arra a kérdésre keressük a választ, hogy milyen tényezők határozzák meg, mennyire lesz a befektetés után aktív a befektető szerepe?

4.2. A befektető magatartását meghatározó tényezők

Ebben a fejezetben előbb bemutatunk egy, a befektetés utáni aktivitással összefüggésben álló tipológiát, majd modellszerűen bemutatjuk a különböző csoportok jellemző működését.

4.2.1. Modellünk felépítése

A befektetői oldalt több megközelítésben is lehet tipologizálni (földrajzi fókusz, célvállalat életciklusa, tulajdonosi struktúra, iparági fókusz, stb.). Az interjúk és a szakirodalom alapján mi két olyan dimenziót azonosítottunk, mely különböző működési modellekre osztja a befektetőket, ugyanakkor a megbízó-ügynök elmélet alapján a kontroll tekintetében gyakorolt aktivitásra is hatással van.

Az egyik dimenziót az határozza meg, hogy a befektető **kinek a pénzét kezeli**. Az egyik szélsőség ebben a tekintetben, hogy a befektetési vállalat 100%-ban a saját tőkéjét

kockáztatja, ami sokszor azt jelenti, hogy egy magánbefektető áll a befektetési társaság mögött, és az ő vagyonát, illetve felhalmozott nyereségét kockáztatja a vállalat (pl. Wallis Zrt.), de ebbe a csoportba sorolhatjuk a magánbefektetőként megjelenő üzleti angyalokat is. Egy jellemző modell hazánkban, hogy egy befektetési társaság részben a tulajdonosok vagyonkezelésével, részben másoktól gyűjtött források zártvégű befektetési alapon kezelésével foglalkozik (Finext, BNV-Equity). Ez a modell már átmenetet képvisel a közvetett befektetések felé, és egyfelől tehát már kisebb arányban kezel saját forrást, másfelől pedig szabályozottabb keretek között működik. A klasszikus közvetett befektető társaságok kizárólag a befektetési alapokon keresztül gyűjtenek forrást, és fektetnek be (Oriens, MidEuropa). A dimenzió skálájának másik szélsőséges tartományát ezen az oldalon az állami szereplők rajzolják ki (Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Zrt., Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt.), akiknek a vezetői közvetetten fektetnek be, emellett magának a befektetési társaságnak az alaptőkéjében sem kockáztatták pénzüket (szemben a magántársaságokkal).

A megbízó-ügynök problémán keresztül vizsgálva ezt a skálát azt várjuk, hogy a befektetések felügyeletére fordított erőforrások annál nagyobbak, minél inkább a saját tőkéjét kockáztatja valaki a tranzakcióban. Biztosan nem kapunk lineáris skálát ilyen szempontból, de a két végpont közötti hozzáállásbeli különbségek egészen élesen szétválnak a gyakorlat alapján. A befektetések szabályozottsága, tehát hogy közvetett vagy közvetlen befektetésről van szó, olyan tekintetben lehet további befolyásoló tényező, hogy a közvetlen befektetők mozgástere jóval szabadabb, kevesebb elszámolási kötelezettséggel tartoznak, így befektetési, irányítási gyakorlatuk is sokrétűbb, helyenként extrémebb lehet. Biczók (2006) a befektetést kezelő menedzserek helyzetét vizsgálta a közvetlen anya-leányvállalati viszony, a vállalati kockázati-tőkebefektetések, és az intézményi közvetett befektetések esetén, és azt találta, hogy a közvetlen befektetéseknél aktívabb a befektető szerepe, míg az intézményi közvetett alapok jellemzően passzív szerepet töltenek be, helyenként igen korlátozott iparági szakértelemmel.

A másik dimenziója vizsgálatunknak, hogy *milyen életciklusban lévő vállalatba* érkezik a befektetés. Ez a befektetések rendszerezésének klasszikus megközelítése, és két fő csoportja a kockázati tőke – a magvető (seed), és az induló vállalkozások (start-up) esetén, és a magántőke – fejlesztő (expansion), kivásárlási (buy-out), és mentőöv (turnaround) befektetésekkel.

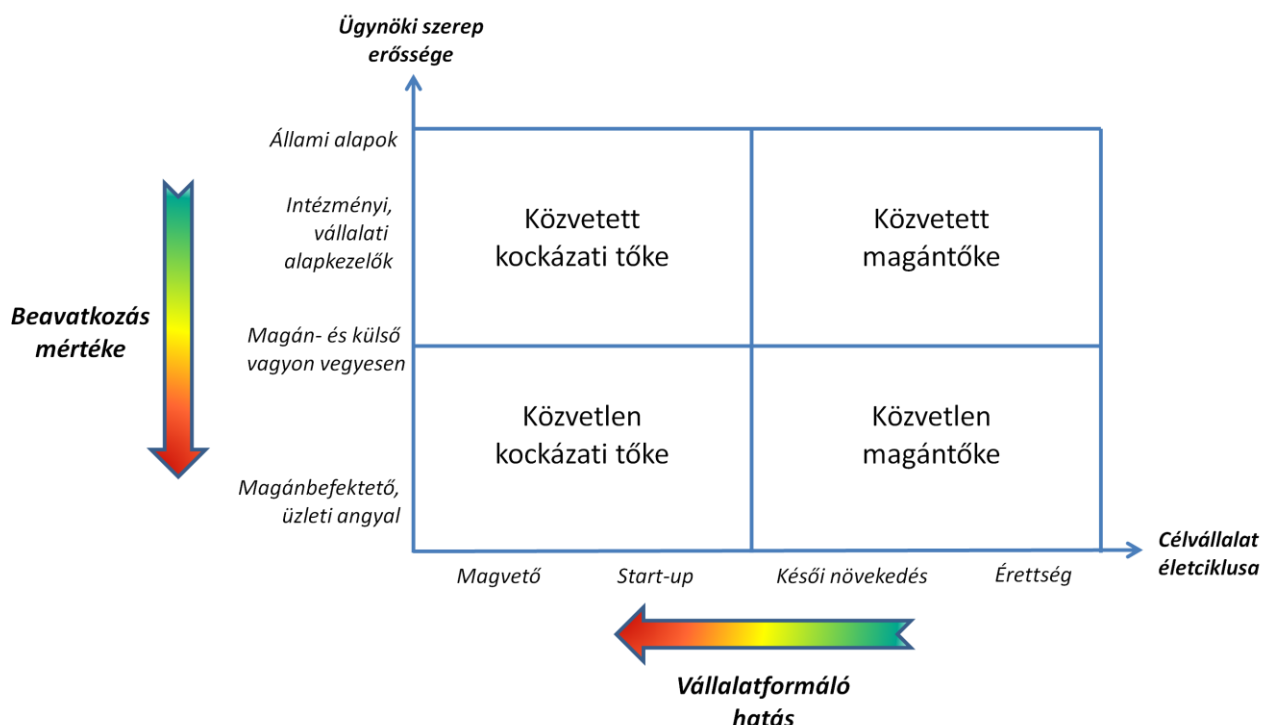
Ez a dimenzió azért lehet jelentősen befolyásoló hatású, mert a befektető részéről egészen más típusú hozzáállást, így más erőforrások mozgósítását igényelheti, ha egy még kialakulóban lévő és első termékfejlesztések előtt álló, vagy egy érett, felvásárlásokon

keresztül nemzetközileg is terjeszkedni akaró vállalatnak kell a fejlődését egyengetni, felügyelni. A vállalati működésben bekövetkező változások jellemzően újszerűbbek, radikálisabbak lehetnek korai stádiumban, mint egy olyan vállalatnál, mely kiforrott szervezeti struktúrával és eljárásokkal rendelkezik, ahogy Zsembery Levente (interjú, 2012) fogalmazott, „amely jobban megáll a saját lábán”. A szervezeti kultúra szerepe itt különösen jelentős, és változásokat nehezítő tényező lehet. „Ha igaz az, hogy nehéz egy erős kultúrát felépíteni, akkor annál csak egy nehezebb feladat van – egy másik erős kultúrával felváltani. (...) Ez nehéz, konfliktusos és nem egyszer fájdalmas folyamat, hiszen a jóról és rosszról, helyénvalóról és helytelenről kialakult meggyőződéseinket nem lehet egyik napról a másikra szögre akasztani” (Bakacsi, 2007:242).

Metrick és Yasuda (2007) a kockázati- és magántőke alapok működési gyakorlata közötti különbségeket vizsgálták 240 alap mintáján. Azt találták, hogy a befektetés mértékéhez képest sokkal könnyebben érvényesíthetők méretgazdaságossági előnyök a magántőke esetén, hiszen „ha egy menedzser sikeres a 100 M dollár értékű befektetés kezelésében, tudása és erőforrásai ugyanúgy sikeresen alkalmazhatók egy 1000 M dollár értékű befektetés esetében is” (Metrick-Yasuda, 2007:35). Adataik alapján a kezelők 2-3 befektetéssel foglalkoztak fejenként, idejük 50%-át fordították a tranzakció utáni első néhány hónapban lévő vállalkozásokra, 10-15%-át vállalatonként az ennél régebben szerzett vállalatokra, és a maradék idejük ment az új lehetőségek, és az exitopciók kutatására. A kockázati tőke esetén az alapkezelők több, leggyakrabban 5 vállalatot felügyeltek, a befektetés mértéke viszont ennél aránytalanul kisebb (25-30 M dollár/vállalat), és a kezelők tevékenysége is más típusú: a kezelők segítettek a kulcsemberek felvételében, vevők és beszállítók felkeresésében, és a vezetői tanácsadásban is, olyan tevékenységekben, melyekkel az érett vállalatoknál jellemzően nem kellett volna foglalkozniuk. A befektetés mértékéhez viszonyítva tehát azt mondhatjuk, hogy kezelői munka tekintetében a kockázati tőke kezelése erőforrás-igényesebb.

A fenti két dimenzió alapján (kinek a pénzét kezelik és milyen formában, azaz mennyire viselkedik ügynökként maga a befektetési társaság / célvállalat életciklusa) az 3. ábrában tipizáltuk a befektetési társaságokat. A két tengely mentén érvényesül a két általunk bemutatott **erőhatás**: minél nagyobb mértékben kockáztatja saját tőkéjét a befektető, annál több erőforrást fog a portfólió-vállalat felügyeletére fordítani; és minél korábbi életciklusban történik a befektetés, annál intenzívebb lehet a struktúrákat, eljárásokat átformáló hatás, tehát annál inkább a befektető preferenciáinak megfelelő „képére” alakítható a vállalkozás. A két

erőhatás mértéke nem feltétlenül egyenértékű és összehasonlítható, a változások nem ugyanakkorák egy közvetlen-érett, és egy közvetett-induló vállalkozás esetén. Az egyik dimenzió inkább a részvétel mértékét, a másik pedig a jellegét, mozgásterét ragadja meg.



3. ábra: A részvétel mértékét alakító erőhatások (saját koncepció)

A két dimenzió négy befektetői típust határoz meg, ezek működési sajátosságait elemezzük a következőkben.

4.2.2. Közvetlen kockázati tőke

Ide sorolhatjuk az üzleti angyalokat, és a közvetlen vállalati befektetőket. Az üzleti angyalok „olyan (általában vagyonos és vállalkozói, cégvezetői tapasztalatokkal rendelkező) magánszemélyek, akik közvetlen módon nyújtanak részesedésfinanszírozást és szellemi tőkét új és növekvő, tőzsdén nem jegyzett vállalkozásoknak, amelyekkel a befektetést megelőzően nem álltak családi, vagy baráti kapcsolatban” (Kosztópulosz-Makra, 2006:127). Az ezen csoportba tartozó befektetők nem tartoznak elszámolási kötelezettséggel senki felé a befektetés eredményét illetően, a befektetés során tehát megbízóként, és nem ügynökként lépnek fel. Gyakorlatuk alapján részben olyan cégeket is ide sorolhatunk, mint a Finext, vagy a BNV-Equity, hiszen ők jellemzően a magánbefektető tulajdonos vagyonát kezelik közvetlen befektetésekkel, és a JEREMIE-programban való részvétel miatt kényszerültek zárt végű alapok létrehozására.

A befektetői részvétel mértékét Zsembery Levente (interjú, 2012) úgy jellemezte ennél a csoportnál, hogy „könyékig benne vannak” a portfólió-vállalatok működésében, személyes találkozók keretében heti rendszerességgel tájékozódnak a vállalatok (a BNV-Equity esetében 7) működéséről, a projektek haladásáról, a befektetés elején kitűzött üzleti mérföldkövek teljesítéséről. A működés során tehát számottevően építenek az informális elemekre, nem az igazgatósági ülések, és egyéb intézményes keretek jelentik az elsődleges találkozási platformot a vezetéssel. Emiatt ennél a csoportnál különösen fontos a személyes együttműködés a befektető és a tulajdonos között, jellemzően ez a tényező a befektetés előtti döntési folyamatban is erős súlyozással bír. A befektetés egyik legnagyobb kockázata, hogy ez a viszony megromlik az érdek- vagy nézetkülönbségek miatt, és az alapító-ötletgazdát le kell váltani a vezetésben.

Lévay Ferenc szerint (interjú, 2012) ez a modell nagy rugalmasságot, és adaptív képességeket kíván meg a befektetőtől; a mérföldkövek gyakran nem teljesülnek, ilyenkor újratervezésre van szükség, a korai projektek pedig sokszor nem a tervezett irányban bizonyulnak eredményesnek, ami az üzleti lehetőségekkel való dinamikus együttélést követeli meg. A magántőkéhez képest, ahol a klasszikus pénzügyi-üzleti elemzésnek nagy szerep jut, a kockázati tőke esetén a bizonytalanság miatt többször kap szerepet az intuíció, és az üzleti megérzés. Az aktív részvételre pedig nem csak a befektetés felügyelete miatt van szükség, de a cégvezetés sokszor alacsony tapasztalata miatt is.

Az üzleti angyalokra jellemző, hogy befektetésükkel „türelmesebbek”, nincs olyan szigorúan definiált exit-időpontjuk, mint az alapkezelőknek (Kosztópulosz-Makra, 2006). A vállalkozással való együttműködésre fordított erőforrások miatt a befektetők iparági tapasztalatai jobban hasznosulhatnak, így bár a befektetés alapvetően pénzügyi jellegű (a fő cél itt is az exit hozamának növelése), a kapcsolat szakmai vetülete, és a szinergialehetőségek keresése is hangsúlyos.

4.2.3. Közvetett kockázati tőke

A befektetés szabályozott jellege miatt az intézményi kockázati tőke-befektetés is használatos fogalom (ellenpárja az informális befektetés). Magyarországon a JEREMIE-program előtt ezt a csoportot klasszikusan állami szereplők alkották, 2004-ben, azaz a „technológiai boom” kifulladására után pedig különösen felerősödött a tendencia, hogy a magánbefektetők kockázati tőke-projektjei helyett az állami társaságok finanszírozása határozta meg a piacot (Karsai, 2012). Az állam összesen egyébként 650 millió dollár értékű kockázati- és magántőke

befektetést eszközölt 1989-2010 között, ami 17,5%-a a teljes befektetési összegnek. A klasszikus kockázati tőke-befektetés ebben az időszakban 147 millió dollár volt, ami az összes befektetés értékének 4%-a. A 132 tranzakció számosságában az összes ügylet 32%-át jelenti (MKME 20 Éves Évkönyv, 2011:32,34). Ezek egy jelentős része az említett állami forrásból történt.

Az állami tőke nem kiegészítette, hanem helyettesítette a magánbefektetőket. Nemzetközi viszonylatban kivételesnek számított a hazai gyakorlat: az állami társaságok a saját vezetőik döntése alapján kiválasztott cégekbe közvetlenül maguk fektettek tőkét. Sem a hozamkövetelményeik, sem a befektetésekből történő kiszállás nem a megszokott módokon bonyolódott le, a szerződések lényegében burkolt hitelnyújtásnak voltak megfeleltethetők. „Az állami befektetők deklaráltan nem kívántak részt venni a finanszírozott vállalkozások irányításában, csupán azok ellenőrzését tartották fontosnak.” (Karsai, 2012:215) Ezt a következtetést Pieke (2007) esettanulmánya is megerősíti az állami Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő Rt., és a piaci Advent International működési gyakorlatának összehasonlításával.

Nemzetközi összehasonlításban ez tehát mindenképpen atipikus modell, de a portfólió-vállalattal kapcsolatos felügyeleti aktivitás megfelel a megbízó-ügynök elmélet által implikáltaknak. Meg kell jegyeznünk, hogy az állami részvétel jelentős súlya mögött szabályozási okok is álltak, a 2006-ig hatályos tőkepiaci törvény nem tette lehetővé az intézményi befektetők számára a kockázati tőkébe való befektetést (Becskyné Nagy, 2008). A törvénymódosítást követően, és különösen a JEREMIE-program hatására megnőtt a magánszereplők súlya a kockázati tőke finanszírozásában. Ezek az intézményi befektetők az államinál erősebb felügyeletet gyakorolnak, és igyekeznek a lehetőségekhez mérten nem-pénzügyi erőforrásokkal is segíteni a portfólió-vállalatok fejlődését. Ezen tevékenység súlya azonban az előző alfejezetben bemutatott csoportéhoz képest kevésbé jelentős.

Az intézményi alapok Baranyai Gábor szerint (interjú, 2012) tipikusan havonta, de jól működő, bejáratott ügymenet esetén előfordul, hogy negyedévente számoltatják be a vezetőket. Jellemzően az újonnan felálló igazgatóságon keresztül felügyelik és befolyásolják a vállalat működését. Operatív ügyekbe nem szólnak bele, a stratégiai kérdések, és a pénzügyi tervezés és beszámolás, ami alapvetően érdekli őket.

4.2.4. Közvetlen magántőke

A hazai közvetlen magántőke befektetési társaságok mögött jellemzően egy személy vagy család vagyona áll. Magyarországon ezek között a befektetők között találunk többek között olyan társaságokat, mint a Wallis, a Bonafarm (Csányi Sándor), a Bankár Csoport (Kovács Gábor) és az Arago (Leisztinger Tamás). A hazai közvetlen magántőke befektetők jellemzően mentőöv finanszírozást (turnaround) és kivásárlási (buyout) finanszírozást nyújtanak. A befektetők nem rendelkeznek írott befektetési politikával (saját pénzüket kezelik) és a beruházásaikat ad-hoc alakítják a lehetőségek függvényében (opportunista befektetői magatartás). A befektetési politikájuk inkrementalista (lépésről-lépésre) szemléletű, és például a Wallis esetében a döntés meghozásánál gyakran a „jó lehet-e még valamire?” kérdésre keresték a választ (Branyiczki Imre, interjú, 2012). A befektetések mögött a vállalkozó szellemű, „ötlet-gyárosként” működő tulajdonosok álltak (Népszabadság, 2001).

A befektetői részvétel mértéke a finanszírozott cégek esetében nagyon magas volt. Veres Tibor társával, Nagy Tiborral, majd a később hozzájuk csatlakozó Noah Steinberg-gel a 1990-es évek elején az első befektetéseik (Rico Kötszer) napi menedzsmentjében is részt vettek (Branyiczki Imre, interjú, 2012). A Wallis az 1990-es évek elején több csődben lévő vállalatot vásárolt fel, és hozott újra működésbe; a Wallis ezekben a reorganizációkban volt a legerősebb. A vállalatok felállításához nagy szükség volt a befektetők szakmai tapasztalatára. A vállalat a számára nem elég versenyképes menedzsmentet felállította, és új vezetőket léptetett a helyükre. A befektetések során számos alkalommal erős egymásrataltság alakult ki a vállalat menedzsmentje, az állam és a befektető között, melynek érzékenysége tragikus példaként mutatott rá a HajdúBét esete (HVG, 2011).

A befektetések gyorsan kerültek egymás után a befektetők portfóliójába, ezért sokszor nem lehetett tudni, hogyan is néznek ki pontosan a birtokolt cégek hozamai. A beszámolás elősegítésére a hasonló cégeket egy cégcsoportba vonták, így jött létre többek között a WING ingatlanfejlesztő is, amely jellemzően a befektetések során megszerzett, és a vállalat által megtartott ingatlanokból áll (Branyiczki Imre, interjú, 2012). A Wallis ma már igazgatósági tagokat delegál a portfóliójukhoz tartozó cégekhez, akiken keresztül befolyást tud gyakorolni a cégek vezetésére (Giday, 2009:65). A cég jellemzően azonban nem vesz részt a vállalatok napi működtetésében, mely részben magyarázható a befektetési filozófia változásával és az erőforrások szűkösségével.

Egy másik befektető, a Bonafarm befektetései olyan cégeket tartalmaznak, amelyeket a nehéz helyzetéből a Bonafarm épített fel újra (Giday, 2009:68). A közvetlen magántőke befektető cégek előszeretettel alkalmazzák az „olcsón venni és drágán eladni” stratégiáját, Branyiczki Imre (interjú, 2012) sok tekintetben egy „bazarhoz” hasonlatosként jellemezte portfóliójukat.

A hazai közvetlen magánbefektetők tehát klasszikusan nehéz helyzetben lévő cégeket vesznek meg. A helyenként extrém befektetési politikára lehetőségük van, mert a befektetők a saját vagyonukat kezelik, és nem kell megfelelniük más, szabályozott befektetői elvárásoknak. A cégekben a szerepvállalásukat folyamatosan csökkentik azzal párhuzamosan, ahogyan a cégeket sikerül egyre inkább talpra állítani. A beszámolási rendszerüket ma már körültekintően alakítják ki a hazai közvetlen magántőke befektetők, de a nyilvánosság elé alapvetően kevés információt tárnak tevékenységükről.

4.2.5. Közvetett magántőke

A hazai közvetett magántőke cégek a vállalatok számára *expanziós* és *merchant banki* finanszírozást nyújtanak. A befektetők formálisan meghatározott befektetési politikával rendelkeznek, amely jelentősen szűkíti mozgásterüket. Az általuk létrehozott alapok mögött jellemzően intézményi befektetők vagyona vagy magánvagyon áll. A külföldi magánszemélyektől felhalmozott vagyon az Oriens és az iEurope esetében jellemző igazán, az alapítók erős külföldi kapcsolatai okán. A közvetett magántőke befektetők között találunk regionális (pl. Mideuropa Partners) és globális szereplőket (pl. Permira) is.

A befektetők a vállalat napi menedzsmentjében nem vállalnak szerepet. A finanszírozott vállalat igazgatóságában többségbe kerülnek, vagy ha még nem létezik, létrehozzák saját governance-struktúráikat. Tahy Balázs (interjú, 2012) elmondása szerint a Riverside az általuk finanszírozott Diatron esetében az öt tagú igazgatóságba beültetett a Riverside részéről egy képviselőt, a cég működésének segítéséhez egy, a gyógyszeriparban jelentős tapasztalattal rendelkező szakembert, illetve egy a szoftvercégek működésében jártas szakértőt. Az igazgatósági ülések során a legfontosabb stratégiai kérdéseket veszik napirendre. A cégek napi működésében nem vesznek részt, a finanszírozott vállalatok jellemzően már olyan fejlettségi szakaszban vannak, hogy „önjáróan” képesek működni. A közvetett magántőke befektetők jellemzően kevésbé kockázatos szakaszban lévő cégben szereznek részesedést, emellett a belépés előtt alaposan átvilágítják a cégek működését.

A Riverside egy belső reporting rendszert működtet a portfóliójában levő cégek menedzselésére (Tahy Balázs, interjú, 2012). A befektető megbízottja emellett informálisan tart kapcsolatot a finanszírozott cég ügyvezetőjével és pénzügyi vezetőjével. A befektető folyamatosan elemzi a finanszírozott cég negyedéves pénzügyi beszámolóit, és ez rendszeresen szóba kerül az általában negyedévente tartott igazgatósági üléseken.

Összességében tehát az látható, hogy a közvetett magántőke befektetők az igazgatóságon keresztül érvényesítik beleszólásukat a vállalat vezetésébe, a napi kérdések megvitatásában nem vesznek részt. A befektetők folyamatosan elemzik a finanszírozott vállalat kimutatásait. Az informális kapcsolat a cég vezetői és a befektetési cég képviselője között általában szoros.

Dolgozatunk ezen fejezetében bemutattuk, milyen főbb hatások befolyásolják a befektetők felügyeleti tevékenységének erősségét, ezek alapján tipizáltuk, és bemutattuk az egyes csoportok szereplőit. A következőkben szűkítjük vizsgálódásaink körét, és azokra az esetekre fókuszálunk, amikor jelentős a nem-pénzügyi erőforrásokkal való támogatása a portfólió-vállalatnak. A kérdés, amire a következő fejezetben keressük a választ, hogy milyen változások következnek be a vállalkozásban a befektető megjelenése után, és milyen erőforrásokkal tudja támogatni a befektető a vállalkozás fejlődését?

4.3. A befektetés utáni menedzsment

Bloom et al. (2009) empirikus kutatása érdekes eredménnyel szolgál a tulajdonosváltással kapcsolatban. 4.000 amerikai, ázsiai és európai közepes méretű termelővállalat menedzsmentgyakorlatát elemezték. Az adatok – melyekhez egy széleskörű interjúfolyamaton keresztül jutottak hozzá – alapján a tulajdonosi struktúra hatását vizsgálták a menedzsmentgyakorlatok (termelési hatékonyság, célkitűzési-, felügyeleti- és ösztönző-rendszerek) fejlettségére, minőségére. Azt találták, hogy a magántőke-befektetők által tulajdonolt vállalatok gyakorlata szignifikánsan fejlettebb volt hat másik csoportnál, az állami, az alapítók által tulajdonolt, a családi, a menedzserek és más magánszemélyek által tulajdonolt, és az egyéb tulajdonosi struktúrában működő vállalkozásokénál is. Egyedül a szétaprózott tulajdonosi struktúrával szemben nem bizonyult szignifikánsnak a fölény. Az eredmények oka elsősorban, hogy az eloszlás „alsó farka” gyakorlatilag hiányzott a magántőke-befektető által tulajdonolt vállalatoknál, míg például az állami és a családi, vagy más formában, de magánszemély kezén lévő vállalkozásoknál igen jelentős volt. Praktikusan ez azt jelenti, hogy nem a kiemelkedően vezetett vállalatok magas száma, hanem a kifejezetten rosszul vezetett vállalatok hiánya vezetett a jó eredményre – a befektetők

jelenléte tehát vélhetően nem engedi egy bizonyos standard alá esni a vezetési gyakorlatok minőségét.

A vállalatok eredményessége és hatékonysága „döntően azon múlik, hogy milyen a struktúrájuk, hogyan illeszkednek egymáshoz a működési folyamataik, milyen vezetési elveket és módszereket alkalmaznak, mennyire támogató jellegű a szervezeti kultúrájuk.” (Dobák, 2006:23). Milyen tényezők határozzák meg ezek kialakulását? A környezeti (piaci, technológiai) hatások, a vállalat belső adottságai (mérete, eredete, erőforrásai) és tevékenységi köre (komplexitása, diverzifikáltsága, tartóssága) alapvetően befolyásolják a szervezeti struktúrákat. A kapcsolat azonban nem determinisztikus, a stratégia mint értékelési és célkitűzési tevékenység biztosít lehetőséget arra, hogy a vállalat meghatározza alkalmazkodásának módszereit és folyamatát. Általánosságban azt mondhatjuk, ha a vezetők ezeken a területeken megfelelő döntéseket hoznak, a vállalat várhatóan sikeresen fog működni.

Milyen szerepe van akkor a befektetőnek ilyen téren? A következőkben erre a kérdésre próbálunk válaszolni, és azokat a nem-pénzügyi erőforrásokat vesszük sorra, melyekre a leginkább jellemző interjúink és a szakirodalom alapján, hogy rendelkezésre bocsátásukkal a befektető növelheti a portfólió-vállalat versenyképességét, vagy védelmezheti, biztosíthatja befektetésének értékét.

4.3.1. Vállalatirányítás, vezetői tudás

A befektető megjelenése után alapvető kérdés, hogy mi történik a korábbi vezetéssel. Korábban utaltunk rá, hogy a kockázati tőke esetében a vezetők vállalatspecifikus tudásának köszönhetően erősen preferált, hogy a vállalatnál maradjanak, és hogy jó viszony maradjon fenn hosszú távon a befektetővel. Zsembery Levente szerint (interjú, 2012) ez annál inkább igaz egy vállalatnál, minél kevésbé váltak még el a tulajdonosi és vezetői szerepek; a cél mindenképpen, hogy „önjáró, szakszerű és lojális legyen a vezetés”. Egy érett vállalatnál, ahol kívülről korábban hozott profi menedzserek irányítanak, egy vezetőváltásnak kisebbek a költségei és kockázatai. A korábban bemutatott csoportok közül a közvetlen magántőke-befektetők esetén van talán leginkább esélye a vezetők cseréjének, a Wallisnak például magának az egyik kulcs erőforrása a vállalathoz tartozó menedzserei „ejtőernyős” gárda, akik változatos iparágakban tudtak sikeres átalakításokat végrehajtani.

A kockázati tőke esetén gyakori modell, hogy az alapító mellé hoznak menedzsereket speciális célok végrehajtása érdekében, de szituációtól függően a magántőke esetén is célzott „tudásimportra” lehet szükség. Ilyen specifikus célok lehetnek: a nemzetközi piacra lépés menedzselése, termékfejlesztés véghezvitele, válsághelyzet megoldása, zavaros vállalati ügymenet rendbetétele és kifehérítése. A szakemberek, interim menedzserek felkutatásában sokszor fejedelmek közvetítését is igénybe veszik. Lévay Ferenc szerint (interjú, 2012) a magántőke esetében általában adott a lehetőség, hogy a piacról szerződjenek az adott iparágban szakértő menedzserekkel, a kockázati tőke esetén a vállalatspecifikus tudás szerepe miatt ez nehezebb feladat.

A vezetők a befektető előtt nagyobb (alapító esetén teljes) autonómiával, alacsonyabb külső felügyelettel dolgoztak, ennek feladása – még ha racionálisan el is fogadják a folyamatokat – érzelmi szempontból nehézséget jelenthet. Lévay Ferenc szerint (interjú, 2012) ennek elfogadása annál könnyebb, minél fiatalabb, tapasztalatlanabb, egyben rugalmasabb a vezető. Zsembery Levente szerint (interjú, 2012) ugyanakkor a vállalkozás növekedésével egyre inkább megértő ilyen irányban az alapító, az operatív tevékenységek bővülésével és komplexitásának növekedésével előfordul, hogy maga siettetni a mindennapi ügyvezetési feladatok átadását egy új menedzsernek annak érdekében, hogy nagyobb időt szentelhesse eredeti tevékenységének (pl. termékfejlesztés felügyelete).

Szintén fontos kérdés, hogyan alakul a vállalatirányítás (corporate governance) rendszere. Baranyai Gábor (interjú, 2012) szerint gyakori, hogy a korlátolt felelősségű gazdasági formát zárt részvénytársasággá változtatják, vagy külön irányítótestületeket vezetnek be – ennek oka, hogy a kft-k esetén nincs felügyelőbizottság, és az ügyvezető jogköre meglehetősen erős. Az igazgatóság és a felügyelőbizottság tekintetében a befektető mindenképpen jelentős befolyásra törekszik. Kisebbségi részesedés esetén a vétőjogoknak, kovenánsoknak fontos szerepe van.

Elengedhetetlen, hogy a stratégiaalkotás is közös munka eredménye legyen. Az interjúk alapján úgy tűnik, a befektetők jelentős mértékben formálják a vállalatok stratégiai lehetőségeinek tartományát. Baranyai Gábor szerint (interjú, 2012) a stratégiai rálátás sokszor hiányzik a kis- és középvállalkozásokból, a tapasztalatlan, vagy a vállalat tevékenységében szakember vezetők sokszor a mindennapi kihívásokban, a hazai piaci környezeti tényezőkben merülnek el. A befektető piaci ismeretet, perspektivikus gondolkodást, és strukturált stratégiai megközelítést tud adni. A kockázati tőke esetén tehát a formális stratégiaalkotás gyakorlatát is

sokszor a befektető ismerteti meg a vállalkozással. A „globális stratégiai rátekintés” része, hogy a befektető (különösen, ha multinacionális szereplőről beszélünk) általában többletismeretekkel rendelkezik a piaci trendekről, élenjáró termékfejlesztési gyakorlatokról. Baranyai Gábor elmondása szerint egy autóalkatrész-gyártó cég stratégiáját ők például amiatt hangolták az alumínium-alkatrészek gyártásának irányába (sikerrel), mert a befektetői csoporton belül olyan iparági tanulmányokhoz és információkhoz jutottak hozzá, melyek egyértelműen az alumínium-alapú alkatrészek felhasználásának növekedését jelezték előre az autóiparon belül.

Lévay Ferenc ugyanakkor kiemelte (interjú, 2012), hogy nem szerencsés, ha a stratégiaalkotás a befektető oldaláról induló egyoldalú folyamat; a kezdeményezésnek és az inputoknak a cég oldaláról kell érkezniük, a befektető pedig azokat véleményezi, új szempontokat hoz be. Sokszor viszont a befektető nyomására születik meg a felismerés, hogy adott termék vagy szolgáltatás csak a nemzetközi piacokra való bevezetéssel eredményezhet megfelelő jövedelmezőséget; ilyenformán a befektető ambiciózusabb célok kitűzését katalizálhatja a vállalaton belül.

A szakirodalomban immár közel öt évtizede komoly vita folyik annak kérdésében, hogy a stratégia és a szervezeti struktúra viszonyában melyik tényező hatása bír jelentősebb formáló szereppel (Balaton et al., 2004). A kockázati- és magántőke befektetéseket vizsgálva mi inkább arra találtunk gyakorlati példát, hogy a befektető aktív részvétele mellett a meghatározott stratégiai célokhoz igazították a szervezeti struktúrát. Ahogy Lévay Ferenc fogalmazott (interjú, 2012), „a siker kulcsa, hogy a befektető megértse az adott vállalkozás és piaci karakterisztikáit, és ahhoz igazítsa a struktúrát, szervezeti értelemben, és a tranzakció részleteinek tekintetében is”. A Noispot vezetőinek elmondása alapján a befektetőnek jelentős szerepe van abban, hogy „rendes céggént” működik a vállalkozás, azaz hogy például belvárosi irodát bérelnék, vagy hogy megfelelően dokumentáltak a belső folyamataik (Zsigó Dávid, interjú, 2012).

A stratégia kérdésén túl a befektető általános és iparág-specifikus vezetői tudást is a vállalat rendelkezésére tud bocsátani (Becskeyné Nagy, 2008). Bloom et al. (2009) kutatása alapján ez lehet egészen gyakorlati működési tudás (pl. lean technológia bevezetése), de megjelenhet az ösztönző- és felügyeleti-rendszerek kialakításában is. Zsigó Dávid szerint (interjú, 2012) önmagában fontos erőforrás, hogy tapasztalt üzletemberekkel dolgozhatnak együtt. Összességében elmondhatjuk, hogy a befektető a vállalatirányítási struktúrák formálásától

kezdve a stratégia kialakításán át a vezetői coaching-ig változatos módon segítheti a vállalat fejlődését.

4.3.2. Menedzsmentkontroll-rendszer

A BNV-Equity a saját könyvelőjét foglalkoztatja a vállalatoknál (így a szerződések és kimutatások közvetlenül hozzá érkezhetnek), és a kontrolling-beszámolók formátuma, tartalma is központi kialakítású (Zsembery Levente, interjú, 2012). A kontrolling-rendszer alapvető fontosságú a befektető számára, hatékony felügyelet nélkül nehezen képzelhető el. A Wallisnál külön háromfős „speciális kontrolling alakulatot” hoztak létre a 2000-es évek elején a központban annak érdekében, hogy a belső transzferárazási-rendszert átláthatóbbá tegyék, és megfelelő, standard számításokat dolgozzanak ki a cégek eredményességének, tőkekötségének, növekedési potenciáljának és megtérülésének számítására (Branyiczki Imre, interjú, 2012).

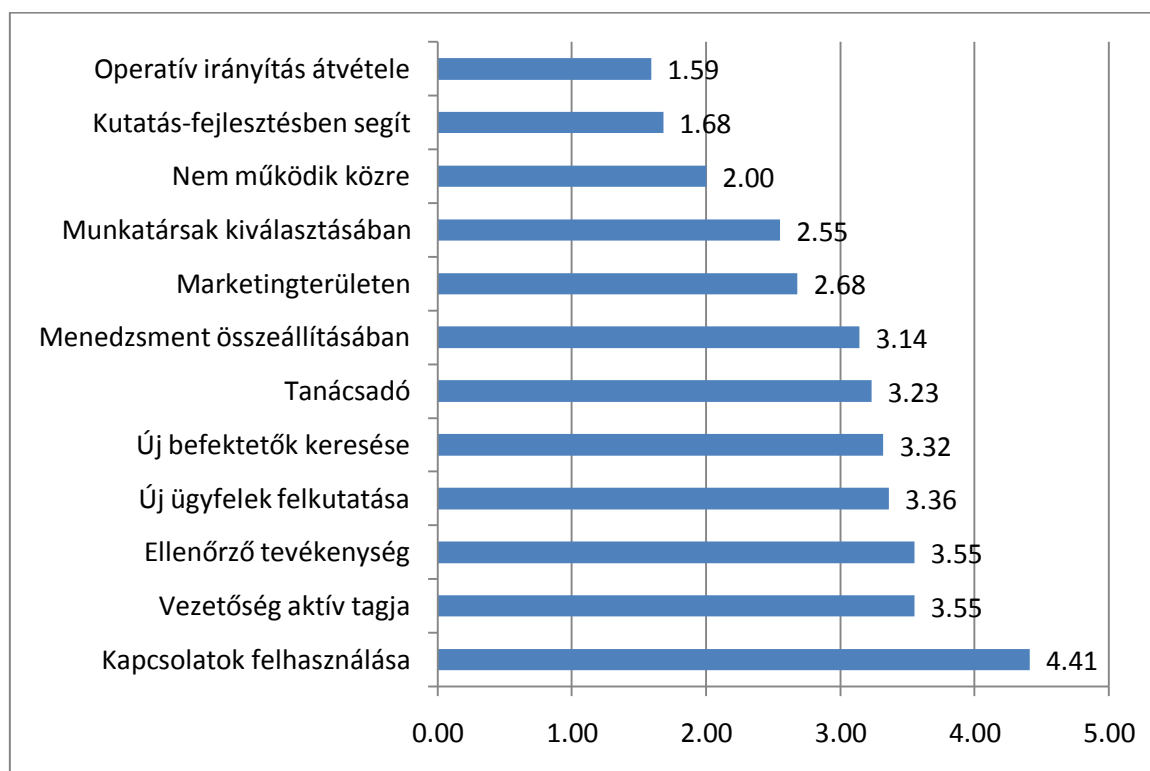
A megfelelő kontrolling-rendszer nemcsak a befektető számára jelenthet előnyöket. A Finext egyik befektetése, egy wellness-hálózat esetében például a befektető megjelenése előtt olyan alapvető mutatók nem álltak rendszerezetten a vezetés rendelkezésére, mint hogy mennyit költenek a különböző vevők, vagy hogy mennyi az egyes tevékenységek fedezete – a menedzsereket nem érdekelték ezek az adatok (Lévay Ferenc, interjú, 2012). A Finext ezért hónapokon keresztül, heti két napos elfoglaltsággal egy megfelelő kontrolling ismeretekkel rendelkező pénzügyi vezetőt ültetett a cégbe, hogy a szükséges beszámolási rendszereket kidolgozza, ezzel egy újszerű kultúrát is meghonosítva. A fiatal vállalkozások esetén azonban különösen nagy jelentősége van a Balanced Scorecard-jellegű szemléletnek: a pénzügyi mutatók jellemzően negatívak, ezek mellett kell megtalálni azokat az egyéb mutatókat, melyek megfelelően ragadják meg a termék- és üzletfejlesztés neuralgikus pontjait.

Bruining et al. (2002) négy esettanulmányon keresztül vizsgálták a magántőke-befektető megjelenését a vállalatok kontrolling-rendszerére és stratégiájára nézve. Simons modellje alapján a rendszernek négy szintjét (alrendszerét) határozták meg, és ezeken keresztül vizsgálták a változásokat: (1) kulturális rendszerek, melyek informális módon ösztönzik a tagokat a lehetőségek keresésére, (2) szabályozórendszerek, melyek korlátokat állítanak a káros, opportunisztikus viselkedés elé, (3) diagnosztikai kontroll-rendszerek, melyek monitorozzák a teljesítményt, jutalmaznak az eredményességet, (4) interaktív kontroll-rendszerek, melyek a szervezeti tanulást serkentik az új ötletek becsatornázásával. Azt találták, hogy a stratégia tekintetében megnőtt a vállalatok termék- és piaci fókusza. A

szabályozó- és diagnosztikai rendszerek főbb elemei jellemzően a befektető előtt is megvoltak, a stratégia és a végrehajtás közötti kapcsolatot erősítő kulturális elemek valamint az interaktív kontroll viszont jellemzően a befektetés után erősödtek meg. A kutatás szerint a kontrolling-rendszerek összességében olyan irányba fejlődtek, hogy a stratégia és implementáció távolságát csökkentették, a célkongruenciát és a vezetők reakcióképességét pedig erősítették. Ilyen tendenciát a hazai gyakorlati példák alapján nem tudunk egyértelműen megfogalmazni, de elképzelhetőnek tartjuk, hogy más dimenziókhoz (pl. iparágélemzés) hasonlóan e tekintetben is élenjáró gyakorlatokat tudnak implementálni az aktív befektetők.

4.3.3. Kapcsolati tőke

Kosztópulosz és Makra (2006) a hazai üzleti angyalok körében végzett empirikus felmérést azzal kapcsolatban, hogy mely területeken tudnak leginkább hozzájárulni a cégek működéséhez (lásd 4. ábra). Látható, hogy a kapcsolati tőke kiaknázása kimagasló mértékben került az első helyre, amit a vállalatirányításban betöltött felügyelő szerep, és ellenőrző tevékenység követett. Az üzleti kapcsolatok kiterjedtsége alapján feltételezhetjük, hogy a kapcsolati tőke nemcsak az üzleti angyalok esetében, de a vállalati befektetőknél is igen jelentős erőforrás lehet.



4. ábra: Az üzleti angyalok értékteremtő közreműködésének formái (Kosztópulosz-Makra, 2006:145).
Likert-skálán mérve (1-egyáltalán nem fontos, 5-a legfontosabb).

Bakó Zsolt (interjú, 2012) szerint a befektető egyik legfontosabb hozzájárulása, hogy a tárgyalások során növelni tudja a cég alkupozícióját. Különösen jelentős ez a start-upok esetén, ahol a tapasztalatlan fiatalokat nem feltétlenül fogadják el hiteles, meggyőző partnerként a nagy cégek. A befektető rutinos embereinek közreműködése azonban javíthatja a tárgyalások kimenetét, és „sok új ajtót is megnyithat” a vállalkozó számára. A Noisport alapítóinak példája megerősíti ezt a következtetést, őket „minden lehetséges partnerhez elviszik” a BNV-Equity befektetői, akik között potenciális beszállítók és stratégiai partnerek egyaránt akadnak (Zsigó Dávid, interjú, 2012).

4.3.4. Piaci lehetőségek

A portfólió-vállalat számára talán a legközvetlenebb haszon, ha a befektető kapcsolatai révén megrendeléseket tud szerezni. Különleges esetekben ez megvalósulhat globális piacokon való hozzáféréseken keresztül, de gyakoribb, hogy a befektető portfólióján belül keresnek értékesítési lehetőségeket. Baranyai Gábor elmondása szerint (interjú, 2012) az ő portfóliójukban például egy étteremláncot egy fagyasztott élelmiszergyártóval tudtak összekapcsolni, jelentős szinergiákat realizálva ezáltal. A portfólión belüli transzferekre a Wallis esetében is számtalan példát találunk, említhetjük az autókereskedésből eredő vállalati flottát, vagy az ingatlancsoport integrált üzemeltetését és fenntartását (Branyiczki Imre, interjú, 2012). Fontos ugyanakkor, hogy ezek a transzferek megfelelő elszámolásokkal kerüljenek kimutatásra, máskülönben a vezetők nem tudják a leghatékonyabb befektetési döntéseket meghozni. Bakó Zsolt szerint (interjú, 2012) ugyanakkor nyugaton ez a típusú piacszerző tevékenység sokkal jellemzőbb, itthon túlságosan kevés a befektetés ahhoz, hogy ezek a portfólión belüli szinergialehetőségek igazán érvényesülni tudnának.

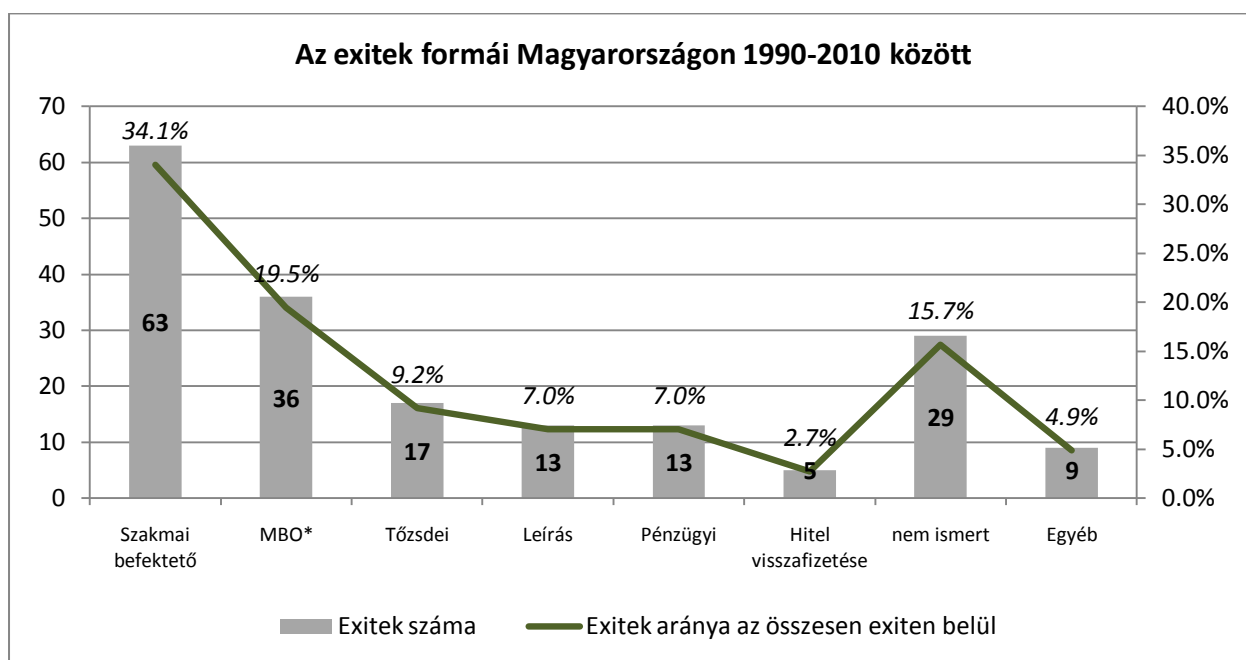
Több befektetési társaságra is jellemző, hogy a befektetések kezelői mellett külön tanácsadó testület (advisory board) működik a vállalatnál, változatos háttérű (akár nemzetiségű), tapasztalt, széleskörű kapcsolatokkal rendelkező üzletemberekből. A Finext esetében ők rendszeresen értékelik a befektetések jövőbeli lehetőségeit, és igyekeznek rámutatni a különböző piaci potenciálokra (Lévay Ferenc, interjú, 2012).

Ebben a fejezetben megvizsgáltuk mely pontok mentén változik a vállalat működése a befektető megjelenése után, és azonosítottuk azokat a főbb erőforrásokat, melyekkel elősegíthető a vállalat növekedése. A következő fejezetben a befektetési folyamat utolsó pontját, az értékesítést vizsgáljuk meg.

4.4. Exit

A fejezetben előbb megvizsgáljuk, hogy 1990 és 2010 között melyek voltak az exit leggyakoribb formái Magyarországon, majd kitérünk arra, hogy a befektetés folyamán mikor indul el az exitről gondolkodás a kockázati- és magántőke befektetők esetében. Ezt követően bemutatjuk a befektetők különböző kilépési lehetőségeit.

Magyarországon 1990 és 2010 között 180 exit jött létre 900 millió dollár könyv szerinti érték nagyságban, amely évente átlagosan 10 exitet jelent. Az exitek száma a 2000-es évek vége felé vált egyre gyakoribbá hazánkban (MKME 20 éves évkönyv, 2011:40).



5. ábra Az exitek formái Magyarországon 1990-2010 között, saját ábra HVCA (2011:42) alapján

A leggyakoribb tranzakciós forma Magyarországon 1990-2010 között a **szakmai befektetőknek** történő értékesítés volt (34%). Az exitek összértékén (900 millió dollár) belül pedig 63%-ot tett ki (569 millió dollár), tehát értékben is vezető forma volt. Az átlagos ügylet nagysága a szakmai befektetőkön keresztüli exit esetében 9 millió dollár, ami jelentősen nagyobb az átlagos exit méreténél (5 millió dollár) (MKME 20 Éves Évkönyv, 2011:42).

A második legjellemzőbb forma hazánkban a menedzsment általi kivásárlás (MBO) volt, amely 36 tranzakciót jelent (19,5%), ez esetben az exitek átlagos mérete 1,2 millió dollár, tehát lényegesen az átlag alatti nagyságúak volt. A tőzsdei exitek az összes exit 9,2%-át tették ki 17 exittel, és az átlagos exit mérete 4,7 millió dollár volt, mely megfelel az átlagnak. A pénzügyi befektetőkön keresztüli exit (tehát lényegében továbbértékesítés új kockázati- vagy magántőkésnek) 13 esetben valósult meg (7%), az átlagos ügylet nagysága 8 millió dollár

volt. A leírások, nem ismert és egyéb exitek gyűjtőfogalom alatt valójában a cég leírását kell érteni a befektető portfóliójából, ezek a cégek sikertelen ügyleteit jelölik (Baranyai Gábor, interjú, 2012). A leírás, nem ismert és egyéb exit összesen 51 ügyletet jelent, ami az exit-ek 28%-át teszi ki, és ezen ügyletek átlagos mérete 1,6 millió dollár.

Magyarországon tehát a leggyakoribb formája az exitnek a szakmai befektetőkön keresztüli, ami értékben az összes exit 64%-át képviseli. A pénzügyi befektetőkön keresztüli exit-ek száma nem túl magas (13), de értékben ezek a tranzakciók is az átlagnál jelentősen nagyobbak (8 millió dollár). A tőzsdei exitek (13) az összes exit 10%-át teszik ki, és átlagos méretűek. Figyelemre méltó, hogy ha Baranyai Gábor javaslatainak megfelelően számolunk, akkor 51 sikertelen tranzakció volt a 185 tranzakción belül (28%).

A befektetők természetesen már az ügylet megkötése előtt mérlegelik, hogy mekkora **hozammal** tudnak várhatóan kiszállni, és a kiszállás **esélyeit is** megbecsülik (Becsikyné Nagy-Biczók, 2006). Az ügylet megkötésekor a befektető általában elkészít több kiszállási scenáriót, és ha azt látja, hogy a biztonságos kiszállása nem garantált, akkor elállhat az ügylettől. A kiszállást általában 5-7 évre tervezik a cégek, de folyamatosan figyelemmel követik és elemzik a portfóliójukat, illetve egy jó ajánlat esetén a kiszállás a tervezettnél egy korábbi időpontban is megtörténhet. „Folyamatosan figyeljük a piaci eseményeket, esetleges más tranzakciókat. Rendszeres elemzésre van szükség, és rugalmasnak kell lenni az időpontot illetően” – fogalmazott Baranyai Gábor (interjú, 2012). A kockázati- és magántőke befektetőket jellemzi a „Janus-arcúság”, azaz egyszerre tekintenek előre, és néznek hátra a befektetésük folyamatos elemzésével (O'Reilly-Tushman, 2004). A menedzsment tudatában van a befektető belépésekor annak kilépési szándékának, Zsigó Dávid a „díjnyertes marhához” hasonlította a cég szerepét ebben a kontextusban (interjú, 2012). A menedzsment és a befektető együttműködése szempontjából döntő jelentőségű az, hogy megállapodjanak előre a kilépés várható kimenetelében és időpontjában, ennek megfelelően kell ugyanis a menedzsment számára ösztönzőket teremtenie a cégnek.

Többségi és kisebbségi részesedés szerzése esetén is alkalmaznak a befektetők pénzügyi kovenánsokat a kiszállás lefolyásának biztosítására. Lévy Ferenc szerint például (interjú, 2012) nem ritka, hogy a kulcsemberek cégen belül maradása egy jelentős feltétele a sikeres értékesítésnek. A befektetők sok esetben előre feltérképezik, hogy kik lehetnek azok a szakmai befektetők, akik várhatóan megveszik részesedésüket a kiszálláskor (Becsikyné Nagy-Biczók, 2006). A menedzsment együttműködése alapvető előfeltétele lehet a sikeres

exit-nek, illetve a helyes időzítés, hiszen egy érett cég már nem kifejezetten vonzó lehetőség egy másik befektető számára, ugyanakkor a befektetőnek törekednie kell arra, hogy ő realizálhassa a gyors növekedési szakasz hozamát.

Wall-Smith (1999) egy 30 kiszállást magában foglaló 14 ország kockázati- és magántőke cégeit magában foglaló mintán vizsgálta meg a kiszállás körülményeit. A legfontosabb észrevételek:

- a gyakorlatban nem mindig tervezik a befektetés kezdetétől a befektetők,
- a tőzsdei kiszállást tekintik ideálisnak
- nem mérik fel elégségesen az esélyeit a szakmai, pénzügyi befektetőknek és a visszavásárlásnak
- a vállalat menedzsmentje akadályozhatja a befektető részesedésének eladását.

A szakirodalomban megkülönböztetnek proaktív és reaktív befektetőket. A **proaktív befektetők** a belépés pillanatától a kilépést tartják a szemük előtt, míg a **reaktív befektetők** nem terveznek ennyire koncepciózusan előre (Wall-Smith, 1999). A két megközelítés ötvözete sikeres stratégia lehet, hiszen a kilépés mindenek elé helyezése adott döntési pillanatban vezethet kevésbé kedvező eredményhez, és a menedzsmenttel való együttműködést is hátráltatja. A reaktív stratégia mentén pedig a befektető fókuszit veszíthet, és rajta maradhat a részesedése. Az exit kapcsán a befektetés megtérülésén kívül több cégnél felmerült, hogy nem szeretnének maguk mögött hagyni egy „elégedetlen” befektetőt.

4.4.1. Tőzsdei exit

A tőzsdei exit a leggyakrabban előre tervezett kilépési mód a befektetők szemszögéből (Becsikyné Nagy-Biczók, 2006). Figyelembe kell venni azonban azt, hogy a KKE régióban ez kevésbé létezik általában fennálló lehetőségként. Tahy Balázs (interjú, 2012) kiemelte, hogy a régióban egy tőzsdei exit történt cége részéről, amikor is a varsói tőzsdére vezettek be egy céget. A tőzsdei exit eléréséhez szükség van arra, hogy a cég **kellő méretűre nőjön** (számos esetben akvizíciókon keresztül), tehát ebben az esetben kevésbé a profit, sokkal inkább a növekedés a cél. A tőzsdei exithoz emellett szükséges a **cég „kifehérítése”** is. A cégek nyilvános beszámolóinak elemzéséből sok esetben helytelen következtetések lennének levonhatóak, és a vállalatok igazából a vezetői pénzügyi kimutatásokból ismerhetőek meg. A cég tőzsdére vitelekor előfordulhat az, hogy a befektető részesedésének csak egy részét jegyzi le, és a későbbiekben a cég alacsonyabb árfolyamon tud megválni, ugyanakkor ennek a fordítottja is elképzelhető.

A tőzsdei bevezetés mellett érvként az áll, hogy magasabb árat kaphatnak a részesedésért egy jól előkészített tőzsdei bevezetésekor, mint más kilépési módok esetében (Becsikyné Nagy-Biczók, 2006). A tőzsdei bevezetés előkészítésekor egy szakmai vagy pénzügyi befektető is bejelentkezhet egy magasabb árral a részesedésért, illetve a befektető megtarthat egy kisebb részesedést, és így részesülhet annak növekedéséből. Egy kisebb részvénytőzsdai megtartása kedvezően befolyásolhatja a kibocsátási árat, ugyanis ez bizalmat kelt a többi befektetőben is. A menedzsment általában a tőzsdei exit-et részesíti előnyben, mert ez esetben az ő teljesítménye is felértékelődik. Összességében azonban a régióban nem jellemző a tőzsdei bevezetés a **tőzsdék alacsony likviditása és jelentős méretbeli elvárása okán, illetve a vállalat működésének „kifehérítési” követelménye miatt**. Varga-Balázs Attila, a Budapesti Értéktőzsde kibocsátási igazgatója (interjú, 2012) hangsúlyozta, hogy várhatóan Magyarországon nem is ez lesz a legjellemzőbb formája a befektetők kilépésének.

4.4.2. Szakmai befektető

A szakmai befektetőnek eladás Magyarországon a legjellemzőbb formája a kockázati- és magántőke befektető kilépésének. Az eladás mindkét fél számára kedvező lehet akkor, ha a szakmai befektető számára jelentős szinergiák jelentkeznek. A szinergia azt jelenti, hogy a cég felvásárlásával az új cég **méretgazdaságosabban** tud működni vagy a cég megvásárlásával **növekedni tud saját piacán vagy belépni egy másik piacra** (Damodaran, 2002). A szakmai befektetőn keresztüli exit esetében egyaránt előny és hátrány az, hogy a szakmai befektető jól ismeri a piacot és a célvállalatot is. Az árról megegyezés a szakmai befektető esetén kritikus fontosságú. A menedzsment ellenállása hátráltathatja a részesedés eladását, ugyanis a menedzsment tarthat attól, hogy jelentős változásokat hozhat a cég stratégia-alkotásában az új befektető, és tart pozíciója megrendülésétől (managerial ego), adódó esetben elbocsátásától. A magyar kockázati- és magántőke befektető társaságokkal beszélgetve az derült ki, hogy a legtöbbször elsődleges célja részesedésének egy szakmai befektetőnek eladása. A befektetési döntés meghozatalakor, ezért fontos szempont az, hogy a szektor mely szereplőjének tudják majd értékesíteni részesedésüket.

4.4.3. Pénzügyi befektető

„Ha én nem tudok több pénzt csinálni belőle, ők hogyan tudnának?” A befektetőkben ezen logika miatt sokszor nem is merül fel, hogy egy másik kockázati- és magántőke befektető társaságnak adják el a részesedésüket, és meglepődhetnek azon, amikor egy másik befektető ajánlatot tesz részesedésükért (Becsikyné Nagy-Biczók, 2006). A kockázati tőkésektől

kockázati tőkéseknek eladás során mindkét felet a bizalmatlanság jellemzi, ennek is köszönhetően hiúsulnak meg az ügyletek. Az egyes kockázati- és magántőke befektető cégek különböző méretű cégeket tudnak hatékonyan menedzselni portfóliójukban. A Riverside-nak 2-25 millió euró EBITDA-t termelő cégek menedzsmentjében van a legnagyobb gyakorlata (Tahy Balázs, interjú, 2012), és ehhez illeszkedik az ügyleteik nagysága is (10 millió-150 millió euró). Ugyanakkor egy lehetséges, és a gyakorlatban is megvalósuló útja a vállalatok fejlődésének, hogy egy kockázati tőkebefektető elindítja növekedési pályán, majd egy magántőke befektető cég megveszi a kockázati tőkebefektető részesedését, és további növekedési tőkét biztosít számára.

4.4.4. Menedzsment általi kivásárlás (MBO)

A vállalat menedzsmentje általi kivásárlás egy Magyarországon kevésbé gyakori kilépési mód a befektető számára. A menedzsment motivációja lehet az, hogy szerinte a cég többet ér, mint a kapott ajánlatok, ezért maga is jövedelmező befektetést lát benne. A menedzsment számára akkor is előnyös lehet a befektető részesedésének megvásárlása, ha úgy érzi, hogy az új befektetővel nem tudnának megfelelően együttműködni. Tahy Balázs (interjú, 2012) példaként említett egy olyan esetet, amikor a megállapodás a részesedésük eladásáról már majdnem megkötött egy másik befektetővel, de ekkor a menedzsment felállt a „24. órában”, hogy megveszi a befektető részesedését. Zsembery Levente hangsúlyozta (interjú, 2012), hogy az ügylet megkötése során nem állapodnak meg olyan árról, amelyen a menedzsment megveheti a céget, „ez ugyanis felső határt szabna az eladási árnak”. A kockázati tőkebefektetők esetében pedig inkább az a jellemző, hogy néhány ügyleten csinálnak az elvárttól sokkal nagyobb hasznot, míg egyes befektetések „bebuknak”. Zsembery Levente ezen kijelentését igazolja a magyarországi sikertelen ügyletek száma, ahogy azt a fejezet első részében láttuk (185-ből 51 ügylet sikertelen 1990 és 2010 között).

4.4.5. Részesedés megtartása

A részesedés megtartása a tanulmányokban kevésbé tárgyalt, de Magyarországon egy jellemző forma. A befektető saját vagyonát kezelő magyar kockázati- és magántőke cégek jellemző stratégiája az **inkrementális**, azaz lépésről lépésre haladva kialakított befektetési stratégia. A befektetők jellemzően nagy portfóliót hoztak létre, és a portfólióban hosszabb távon megtartották azokat, amelyek értékesnek bizonyultak. A Wallis esetében például többször megtörtént, hogy a cégekből az értékes ingatlanokat külön cégben menedzselték, az értéktelen részeit a cégnek pedig felszámolták (Branyiczki Imre, interjú, 2012). A mai Wallis

Autó Holding több autóipari befektetésből jött létre a portfólióban lévő cégek menedzselésének újragondolásakor. A kilépés elhalasztása tehát egy lehetséges mód, de inkább a közvetlen befektetéseket jellemzi.

4.4.6. Leírás

A befektető szempontjából ez a leginkább kedvezőtlen kimenete a befektetésének. A befektető ekkor a portfóliójában lévő cég eszközeit leírja nullára és kivezeti könyveiből. A befektetés hozama ebben az esetben nulla vagy negatív a befektető számára (Becslyné Nagy-Biczók, 2006). A befektető számára ez egy nagyon fájdalmas út, de a portfólió tisztítása a forrástulajdonosok szemszögéből akár elfogadhatóbb alternatíva is lehet mint egy olyan cég hosszú távú menedzselése, amely befektetés jól előrejelezhetően nem tud pozitív hozamot generálni a cégnek.

Összességében várhatóan hazánkban továbbra is a szakmai befektetőkön keresztüli értékesítés lesz jellemző. Ennek kritikus pontja az árban való megállapodás, a szakmai befektetők ugyanis jól ismerik a piacot és magát a céget is. A tapasztalatok alapján a befektetők az ügylet megkötése előtt felméri a potenciális szakmai befektetők körét, és folyamatosan elemzik az üzleti lehetőségeket. A pénzügyi befektetőknek eltérő méretű cégek menedzsmentjében van tapasztalata, így akár több pénzügyi befektető is követheti egymást a cég életében (jellemzően kockázati tőke, majd magántőke). A 185 exit között 51 sikertelen ügyletet is találunk (leírás, egyéb exit, ismeretlen), amely ezen befektetési forma kockázatát mutatja a gyakorlatban. Ahogy azt láthattuk az egyes exit formáknál, a menedzsmenttel való együttműködésnek jelentős szerepe van az exit egyeztetése és végrehajtása során, hiszen a menedzsment gátja lehet a részesedés megfelelő elvárt hozam melletti értékesítésének, a befektetőnek ezért érdemes kooperatív magatartásra törekednie.

5. Összefoglalás

Dolgozatunkban azt vizsgáltuk, hogyan változnak a portfólió-vállalatok vezetési és irányítási struktúrái a kockázati- és magán befektető megjelenése után. Kutatásunk során interjúkat készítettünk a hazai befektetői és vállalkozói oldal képviselőivel.

A fogalmi keretek, a hazai piaci tapasztalatok és a befektetési folyamat állomásainak bemutatása után arra kérdésre kerestük a választ, hogy milyen tényezőktől függ a befektetői oldal aktivitása a tranzakció után. A helyzethez modellszerűen leginkább illeszkedő elmélet, a megbízó-ügynök elmélet alapján azt mondhatjuk, hogy a tulajdonosi szerkezet, és különösen a

vállalkozást vezetőik tulajdonosi hányada, a vállalat életciklusbeli helyzete és erőforrásainak jellege olyan tényezők, melyek meghatározzák az ügynöki költségek mértékét. A befektetői kontroll pedig jellemzően annál erősebb, minél nagyobbak ezek a költségek. A megbízó-ügynök probléma kezelése a gyakorlatban erős szerződéses elemeken, a menedzserek ösztönzésén, és a befektetés folyamatos monitoringján keresztül történik.

Két olyan erőhatást azonosítottunk, mely különböző működési modellekre osztja a befektetőket, ugyanakkor a megbízó-ügynök elmélet alapján a kontroll tekintetében gyakorolt aktivitásra is hatással van. Az egyik, hogy a befektető kinek a tőkéjét, és milyen módon kezeli (közvetett/közvetlen befektető), a másik pedig, hogy milyen életciklusbeli vállalatokba történik a befektetés (kockázati/magántőke befektető). A befektetői aktivitás jellemzően akkor a legerősebb, ha a saját tőkéjét kockáztatja a befektető, és hatásai akkor a legintenzívebbek, ha korai életciklusú, formálódó struktúrával rendelkező vállalkozásba fektet.

Az empirikus kutatások szerint a kockázati- és magántőke befektetést követően jelentős többletteljesítményt tudnak elérni a vállalkozások a vezetési gyakorlatok és struktúrák változásának eredményeképpen. Dolgozatunkban négy olyan területet azonosítottunk, ahol jelentős változások következhetnek be a befektetés után, és ahol a befektető a fejlődést serkentő erőforrásokat bocsáthat a vállalkozás rendelkezésére. (1) A vállalatirányítás változása, és számottevő vezetési tudás és tapasztalat biztosíthatja a megfelelő stratégia kidolgozását, és eredményes implementációját. (2) A menedzsmentkontroll-rendszerek fejlődése nemcsak a befektetés monitoringjában segít, de a vállalkozás vezetőit is hasznos döntés-előkészítési információkkal láthatja el. (3) A befektető kapcsolati tőkéje alkupozíciót növelhet, és stratégiai szempontból fontos új beszállítói és egyéb partneri kapcsolatokat eredményezhet. (4) Speciális esetekben a befektető piacot, megrendeléseket is szerezhethet a vállalkozásnak a kapcsolatain, vagy a portfóliójában lévő egyéb vállalkozásokon keresztül, szinergialehetőségeket realizálva ezáltal.

A bemutatott felügyelő-fejlesztő tevékenységnek szigorúan meghatározott végcélja van: a befektetési időtáv végére jelentős nyereséggel szeretné továbbértékesíteni a vállalkozást. A hazai tapasztalatok alapján is gyakori a sikertelen, veszteséges befektetés – ez is mutatja a tevékenység kockázatát. A legvalószínűbb forgatókönyv, hogy szakmai befektetőnek értékesítik tovább a vállalatot; ritkább, hogy a menedzsment vagy másik pénzügyi befektető vásárolja meg, és a hazai adottságokat tekintve kicsi az esélye, hogy tőzsdei bevezetéssel zárul az exit.

Összességében megállapítható, hogy a sikeres exitek esélyét növeli, ha a befektető megfelelően felügyeli a vállalkozást. Emellett a hazai tapasztalatok is azt mutatják, hogy a befektetők egy része aktív részvételt és jelentős formáló hatást gyakorol a vállalkozás életében, és különböző erőforrásokon keresztül segíti annak fejlődését.

Hivatkozásjegyzék

Ang, James S. – Cole, Rebel A. – Lin, James Wuh (2000): Agency Costs and Ownership Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1 (Feb., 2000), pp. 81-106

Bakacsi Gyula (2007): Szervezeti magatartás és vezetés, *Aula Kiadó*, 2007

Balaton Károly – Antal-Mokos Zoltán – Drótos György – Tari Ernő (2004): Stratégia és szervezet, *KJK Kerszöv Jogi és Üzleti Kiadó Kft., Budapest*, 2004

Becskeyné Nagy Patrícia (2008): A kockázati tőke hozzáadott és „elvelt” értéke – elmélet és gyakorlat, *doktori értekezés, Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Doktori Iskola, Debrecen*, 2008

Becskeyné Nagy Patrícia – Biczók Sándor (2006): A kockázati tőke-befektetésekből történő kiszállás útjai in *Makra Zolt: A kockázati tőke világa, Aula Kiadó*, 2006, pp53-73

Biczók Sándor (2006): A vállalati kockázati tőke-befektetések (corporate venturing) in *Makra Zolt: A kockázati tőke világa, Aula Kiadó*, 2006, pp152-179

Bloom, Nick – Sadun, Raffaella – Van Reenen, John (2009): Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices?, *Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, Occasional Paper 24*, 2009 July

Bruining, Hans – Bonnet, Marcel – Wright, Mike (2002): Management Control Systems and Strategy Change in Buyouts, *ERIM Report Series Research in Management*, 2002, Rotterdam

BVCA Guide (2007): A Guide to Venture Capital Term Sheets, *The British Private Equity and Venture Capital Association*, October 2007

Damodaran, Aswath (2002): Investment Valuation. *John Wiley & Sons Ltd. 2nd revised edition*. 2002

Dobák Miklós (2006): Szervezeti formák és vezetés, *Akadémiai Kiadó, Budapest*, 2006

Economist (1999): Those Medici. 1999. december 23.

Hivatkozás: <http://www.economist.com/node/347333>

Letöltés ideje: 2012. március 22.

EVCA Yearbook (2011): *European Venture Capital and Private Equity Association, Yearbook*, Forrás: evca.com

EVCA - Report of the Alternative Investment Expert Group (2006): *Developing European Private Equity*, July 2006, EVCA Knowledge Center

Hivatkozás: <http://www.evca.eu/knowledgecenter/bookpublications.aspx?id=540>,

Letöltés ideje: 2012. március 22.

Giday Gyöngyvér (2009): Magántőke-befektetők Magyarországon, *Szakdolgozat, BCE Közgazdaságtudományi Kar, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék, 2009*

Gompers, Paul A. (1995): Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5 (Dec., 1995), pp. 1461-1489

HVG (2011): Lezárták a Hajdú-Bét vizsgálatát: Budai célba veszi Bajnait is? 2011. október 7.

Hivatkozás: http://hvg.hu/itthon/20111007_budai_hajdu_bet

Letöltés ideje: 2012. március 20.

Jensen, Michael – Meckling, William H. (1976): Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

Karsai Judit (2012): A kapitalizmus új királyai – Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet európai régióban, *kiadta: Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest, 2012*

Karsai Judit (2008): Az "Az aranykor vége" - A kockázati- és magántőke-ágazat fejlődése Közép- és Kelet-Európában.

Hivatkozás: <http://hun.hvca.hu/images/stories/mtdp0823.pdf>

Letöltés ideje: 2012. március. 20.

Karsai Judit (1998): Forrás a kiugráshoz: A kockázati tőke természetrajza, *In: Cégvezetés, 1998. 6. évf. 7. szám, pp.95-102*

Dr. Kosztópulosz Andreász – Makra Zsolt (2006): Az üzleti angyalok vállalkozásfinanszírozó és –fejlesztő tevékenysége *in Makra Zsolt: A kockázati tőke világa, Aula Kiadó, 2006, pp123-151*

Lattman, Peter-Lowrey, Annie (2012): As Romney advances, Private Equity becomes part of the debate. *New York Times*. 2012. január 10.

Hivatkozás: http://www.nytimes.com/2012/01/11/business/as-romney-campaign-advances-private-equity-becomes-part-of-the-debate.html?_r=1&pagewanted=all

Letöltés ideje: 2012. március 20.

Manigart, Sophie – Korsgaard M. Audrey – Folger, Robert – Sapienza, Harry J. – Baeyens, Katleen (2002): The Impact of Trust on Private Equity Contracts, *Vlerick Working Papers 2002/1*, Vlerick Leuven Gent Management School

Metrick, Andrew – Yasuda, Ayako (2007): The Economics of Private Equity Funds, *Working Paper, Wharton Business School*, később megjelent: *The Review of Financial Studies* (2010) 23(6): 2303-2341

MKME 20 Éves Évkönyv (2011): Hungarian Venture Capital and Private Equity Association, Jubilee 20 Years Yearbook, 2011, *prezentáció, kiadja: MKME*

MKME Kalauz (2008): Tőkebevonási Kalauz, *a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület kiadványa, 2008, szerkesztő: Vigh György Zsolt*

Népszabadság (2001): Hazai multi az atlaszból. 2001. április 14.

Hivatkozás: <http://nol.hu/archivum/archiv-32675>

Letöltés ideje: 2012. március 20.

Rácz, András (2007): A seed capital finanszírozás szerepe a kezdő, innovatív vállalkozások finanszírozása területén., *Doktori (PhD) értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdálkodástani Doktori Iskola.*

O'Reilly Charles A. - Tushman Michael L. (2004): The Ambidextrous Organization, *Harvard Business Review*, 2004-04

Oriens (2012): Merchant és High Finance avagy ízelítő a vállalati pénzügyek történetéből. *Prezentáció. Budapesti Corvinus Egyetem. 2011. május 10.*

Dr. Osman Péter (2006): A kockázati tőkéről *in Makra Zsolt: A kockázati tőke világa, Aula Kiadó, 2006, pp1-33*

Pieke Ágoston (2007): Az intézményi kockázati tőkebefektetési folyamata és piacának trendjei – Egy globális és egy állami kockázati tőkealap példáján, *TDK-dolgozat, BCE*

Pintér Csilla (2008): A kockázati tőke-befektetés folyamata és sikerességének tényezői, *Szakedolgozat, BCE Közgazdaságtudományi Kar, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék, 2008*

Sarancz Attila (2008): A kockázati-, és magántőke iparág Európában és Magyarországon, *Szakedolgozat, BCE, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék, 2008*

Szlovák Gergely (2006): A kockázati és magántőkealapok működése a gyakorlatban *in Makra Zsolt: A kockázati tőke világa, Aula Kiadó, 2006, pp79-95*

Szőcs Zoltán (2007): A kockázati tőkebefektetések értékelési módszerei, *Szakdolgozat, BCE Gazdálkodástudományi Kar, Kisvállalkozás-fejlesztési központ, 2007*

Zsembery Levente (2012): „Private equity: the new kings of capitalism”. *Prezentáció. Budapesti Corvinus Egyetem.*

Felhasznált honlapok:

Bain Capital honlapja (2012): www.baincapital.com

JP Morgan honlapja (2012): www.jpmorgan.com

Jeremie Program (2012): <http://www.jeremie.extra.hu/>

Interjúk listája

NÉV	SZERVEZET, BEOSZTÁS	IDŐPONT
Varga-Balázs Attila	BÉT Kibocsátói és Tagi Igazgatóság, igazgató	2012.02.08
Zsembery Levente	Biggeorge's NV-Equity Zrt., ügyvezető	2012.03.02
Baranyai Gábor	MKME elnökségi tag, iparági szakértő	2012.03.08
Tahy Balázs	Riverside Budapest Befektető és Tanácsadó Zrt., vice president	2012.03.08
Branyiczki Imre	a Wallis Zrt. korábbi emberi erőforrás igazgatója	2012.03.08
Zsigó Dávid	a Noispot alapító-ügyvezetője	2012.03.09
Lévay Ferenc	Finext Startup Zrt., befektetési partner	2012.03.22
Bakó Zsolt	Colabs Startup Center, alapító	2012.03.23