

OTDK-DOLGOZAT

2015

TULAJDONOSI ÉRTÉKTEREMTÉS A VÁLLALATI ÉLETCIKLUS TÜKRÉBEN
SHAREHOLDER VALUE CREATION IN THE LIGHT OF CORPORATE LIFECYCLE

A kézirat lezárva: 2013. március 25.

TARTALOMJEGYZÉK

1.	BEVEZETÉS	4
2.	EGY INDULÓ VÁLLALKOZÁS ÉLETCIKLUSA	5
3.	AZ ÉRTÉKTEREMTÉS FÓKUSZA	6
4.	A TULAJDONOSI ÉRTÉK	8
5.	ÉRTÉKVEZÉRLŐK	10
6.	STRATÉGIAI IMPLIKÁCIÓK – TULAJDONOSI ÉRTÉK ÉS VERSENYELŐNY KAPCSOLATA	13
6.1.	VERSENYELŐNY ÉS TULAJDONOSI ÉRTÉK	13
6.2.	VALUE BASED MANAGEMENT (VMB)	14
7.	TULAJDONOSI ÉRTÉKTEREMTÉS A VÁLLALATI ÉLETCIKLUS EGYES SZAKASZAIBAN	17
7.1.	AZ ALAPÍTÓ	17
7.2.	A KOCKÁZATI TŐKEBEFEKTETŐ	18
7.3.	A SZAKMAI BEFEKTETŐ – ÁTFORDULÁS ÉRETTSÉGBE	20
7.4.	TOVÁBBI EXITOPCIÓK	21
7.5.	ÉRETT SZAKASZ UTÁNI LEHETŐSÉGEK	22
8.	TULAJDONOSTÍPUSOK ÖSSZEVETÉSE	24
9.	TULAJDONOSSZERKEZET ÁTALAKULÁSA A GYAKORLATBAN - NANUSHKA.....	26
9.1.	ALAPÍTÁS, VALAMINT A BEFEKTETÉS ELŐTTI IDŐSZAK	26
9.2.	A BEFEKTETÉSI DÖNTÉS	26
9.3.	MŰKÖDÉS AZ ÚJ TULAJDONOSSAL	28
9.4.	EXITOPCIÓK, JÖVŐRE VONATKOZÓ VÁRAKOZÁSOK	29
9.5.	KÖVETKEZTETÉSEK A NANUSHKA PÉLDÁJÁBÓL A TULAJDONOSI ÁTALAKULÁSRA	30
10.	ÖSSZEFOGLALÁS	33
	IRODALOMJEGYZÉK	35
	MELLÉKLETEK.....	I
1.	MELLÉKLET:	II
2.	MELLÉKLET:	III

1. BEVEZETÉS

A dolgozatban a vállalati életciklus, a tulajdonosi szerkezet és a tulajdonosi értékteremtés kapcsolatának összefüggéseit vizsgálom. Arra a kérdésre keresem a választ, hogy egy újonnan alakult **vállalkozás** fejlődése során, az **életciklusának egyes fázisaiban hogyan változhat a tulajdonosi szerkezet** és ennek **milyen hatása van a tulajdonosi értékteremtés elemeire**. Az elméletben tárgyalt folyamatokat illetve a tulajdonosszerkezet és az értékteremtés időbeli alakulása kapcsán tett megállapításaimat egy magyar start-up vállalkozás, a Nanushka International Zrt. esetére alkalmazom.

A dolgozat első részében körüljáróm a kutatási kérdés két kulcsfogalmát: a vállalati életciklust és a tulajdonosi értékteremtést. Utóbbi kapcsán kitérek arra a máig vitatott kérdésre, hogy az értékteremtés folyamatában melyik érintettcsoport igényeinek kielégítése elsődleges: a fogyasztóké vagy a tulajdonosoké. A kettős értékteremtés rövid bemutatása után a tulajdonosi értékteremtésre fókuszálok, ennek lényegét mutatom be az értékvezérlőkön, valamint a stratégia tulajdonosi érték alapú megközelítésén keresztül.

Mindezeket a dolgozat második részében a vállalati életciklusba ágyazom, hogy megtaláljam annak az összefüggéseit, hogy miért és hogyan mozgatja az értékteremtés a tulajdonosi szerkezet átalakulását a vállalat érettségének előrehaladásával. Majd pedig ezt a tulajdonos-váltási folyamatot mutatom be a Nanushka példáján keresztül.

2. EGY INDULÓ VÁLLALKOZÁS ÉLETCIKLUSA

Egy vállalkozás céljainak és igényeinek jellemzése sok szempontból jelentősen változik a vállalat „érésével”. Ebben a fejezetben Miller és Friesen (1983) csoportosítását használva jellemzem az egyes vállalati életszakaszokat a startup vállalkozásoktól indulva, hogy a dolgozat későbbi részeiben ezekhez kapcsolva tárgyaljam az egyes szakaszokban legtöbb értéket teremtő tulajdonosi struktúrát.

Startup vállalkozás alatt azokat az induló fázisban levő vállalkozásokat értem, ami az alapító-tulajdonos vállalkozó ötlete alapján egy újszerű, innovatív termékkel vagy szolgáltatással szeretne betörni a piacra, de egyes alapvető erőforrások (például tőke, specializált piaci tapasztalat valamilyen területen, kapcsolatok, stb) hiányában az ígéretes ötlet még nem ért el áttörő sikereket a piacon. Ilyen mikrovállalkozások egyre többféle iparágban próbálkoznak a fogyasztói igények kreatív kielégítésével, a korábbi klasszikus IT és internetes szektortól ma már oktatásban, mobilszektorban vagy orvosi, biotechnológiai fejlesztések területén is egyre jelentősebb újításokat hoznak be (Pozin, 2012).

A vállalati életciklus klasszikus fázisai - születés, növekedés, érettség, megújulás és hanyatlás (Miller és Friesen, 1983:340) - alapján beazonosítható, hogy a startup vállalatok a születési és növekedési fázis határán állnak. Ezalatt azt értem, hogy a vállalat jellemzőit tekintve még a születési stádiumban áll: kisméretű, fiatal, a döntések a tulajdonos-menedzser kezében összpontosulnak, ennek megfelelően a szervezet differenciálatlan, informális, a stratégia pedig kreatív niche stratégia irányába halad. Ennek az életciklus-fázis határának átlépéséhez és a növekedés beindulásához a vállalatnak pótolnia kell a hiányzó erőforrásokat, és ez lehet a motorja a tulajdonosi szerkezet változásának is.

Ahogy távolodunk az alapítás időpontjától, nem csak a tulajdonlási formák alakulnak át, de úgy nő a vállalat mérete, a versenykörnyezet egyre heterogénabb lesz, és átalakul a szervezet is: egyre differenciáltabbak és kiforrottabbak a funkciók, szofisztikálódik a vállalaton belüli kommunikáció, a működés kontrollja és a döntéshozatal (Miller és Friesen, 1983). Ehhez az átalakuláshoz szervesen kapcsolódik azonban az értékteremtés folyamatának fejlődése is.

3. AZ ÉRTÉKTEREMTÉS FÓKUSZA

A vállalat alapvető céljával foglalkozó irodalomban ütköznek egymással a tulajdonosi érték fontosságát hangsúlyozó, illetve az érintettek érdekét előtérbe helyező nézetek. Chikán 2003-as cikkében leírt álláspontja és Black et al. 1999-es könyvének nézőpontja jól mutatja a két elmélet szembenállását és közös pontjait is.

A hagyományos vállalatfelfogást képviseli Black és szerzőtársai (1999), akik a vállalat célját a tulajdonosi értékteremtésben látják. Ez azonban nem rövid távú nyereségességet jelent, hanem a rábízott tőke értékének hosszú távú maximalizálását, ami csak felelős vállalatkormányzással érhető el. A vállalatok gazdaságos működtetése pedig nem öncélú, mivel kihat a többi érintettre is, a munkavállalótól a fogyasztóig, össztársadalmi értéket teremtve. Azonban a fogyasztónak történő érték közvetítéséhez szerintük elsődlegesen a tulajdonosok befektetéseinek kell megtérülnie, ez a folyamat alapja. Rappaport 2002-es művében ennél is továbbmegy: a tulajdonosi értékszemlélet jegyében lényegében azt állítja, hogy a fogyasztó elégedettsége szükséges, de önmagában nem teremti értéket, sőt, ha a tulajdonosok igényei nincsenek kielégítve, a vállalat által veszélybe kerül a többi érintettje is, éppen ezért szerinte a vállalatnak társadalmi szempontból semmilyen felelőssége nincsen azon túl, hogy kielégíti tulajdonosait.

Ezzel szemben az érintettelmélet képviselői éppen hogy vállalat társadalomban betöltött koordináló szerepét hangsúlyozzák. (Chikán, 2008) E nézet szerint a vállalat értékteremtő folyamatai arra irányulnak, hogy összehangolják a gazdaság és különböző társadalmi csoportok érdekeit. Ezeknek a társadalmi csoportoknak (érintetteknek) legitim érdekük fűződik a vállalat működéséhez (Donaldson és Preston, 1995), és mivel a vállalaton keresztül kapcsolódnak a gazdasághoz, így vállalat válik a koordináció kulcsává. Donaldson és Preston 1995-ös cikkének érintettelméletéről tett fő állításai között szerepel, hogy az érintettszemlélet szerint kormányzott vállalatok a gyakorlatban is eredményesek az olyan általános teljesítménymérők alapján, mint a profitabilitás, stabilitás, vagy növekedés. Ennek oka, hogy az elmélet tágabb, menedzsmentre vonatkozó implikációja szerint nem csupán leíró jellegű, hanem magába foglal vállalatvezetési gyakorlatokat, struktúrát, attitűdöt.

Tehát a két elméletben alapvető ellentmondás húzódik amentén, hogy a vállalat értékteremtő folyamatai során az érintettek széles körének érdekeit kell-e figyelembe venni, vagy elsődlegesen csak egy érintett, a tulajdonosok igényeire kell alapozni a vállalat működését. A két eltérő nézőpontot valló vállalatok esetén el fog térni az is, hogy mit tartanak a vállalati működés alapvető céljának, az értékteremtés fókuszának.

A kettős értékteremtés gondolata Chikán 2003-as cikkében fogalmazza meg, amelyben a vállalat alapvető célját úgy definiálja, mint fogyasztók igényeinek kielégítését nyereség elérése mellett (11. oldal). Ezzel azt állítja, a tulajdonosi értékteremtés koncepciója önállóan nem állja meg a helyét hosszú távon. A vállalat fogalma nem elválasztható a piactól és a versenytől, ami végső, „legkisebb egységként” a fogyasztóhoz vezet, tehát valós fogyasztói igényekre kell választ adni ahhoz, hogy a piaci versenyben fennmaradjon a vállalat. Ez pedig alapfeltétele a tulajdonosi értéknek, vagyis a tulajdonosok befektetéseinek megtérülésének. Végsősoron a kettős értékteremtés koncepciója is ahhoz nyúlik vissza (az érintettelmélethez hasonlóan), hogy a vállalat a társadalomba beágyazva működik, ezért az igénykielégítés fókuszát ki kell terjeszteni a tulajdonostól a fogyasztóig, és a fogyasztói igényeket alapul venni.

A fogyasztók és más érintettek érdekeit a tulajdonosi érték elmélete is elismeri, mindkét megközelítés hangsúlyozza, hogy végsősoron a fogyasztói és tulajdonosi igényeknek egyaránt ki kell elégülniük egy olyan folyamat során, ahol a nyereségesség helyett a cél az értéknövelés. A különbség abban áll, hogy melyik érintett csoportot tekintik elsődlegesnek, a globális érték megteremtésének alapjának.

A továbbiakban -a dolgozat témájából kiindulva- a tulajdonosi értékteremtésre fókuszálok, ennek folyamatát igyekszem bemutatni.

4. A TULAJDONOSI ÉRTÉK

Koller et al. 2011-ben kiadott könyvében a tulajdonosi értéket a következő négy sarokkő alapján határozta meg: 1. mi az érték lényege (core of value), 2. az érték fenntartása (conservation of value), 3. az elvárások által generált taposómalom (expectation treadmill), valamint 4., hogy ki a legmegfelelőbb tulajdonos (the best owner). Ebben a fejezetben ezt a tipológiát mutatom be.

1. Core of value

A tulajdonosi érdekeket szem előtt tartó elmélet szerint a vállalat azáltal teremt értéket, hogy a befektetők tőkéjét felhasználva olyan jövőbeli pénzáramlásokat generál, aminek hozama meghaladja a tőke költséget (vagyis azt, amit a befektetőnek ki kell fizetnünk tőkéjének használatáért). Ebben nagy szerepe van az időtávnak: *minél gyorsabban* tudja növelni bevételeit a vállalat és *minél magasabb megtérülési rátát* tud felmutatni, annál nagyobb a teremtetett érték mértéke. A „minél gyorsabban” kitétel azért fontos, mert a befektetők számára egy jövőbeli pénzáram kevesebbet ér, mint ugyanaz a pénzáramlás most, aminek oka: a pénz időértéke és a jövőbeli pénzáramlás bizonytalansága. Tehát a vállalat értékét mérő jövőbeli pénzáramlásokat diszkontálni kell, méghozzá olyan diszkontrátával, ami kifejezi a pénz időértékét és jövőbeli bizonytalanságot is. Ez a diszkontráta jelen esetben a tőke költség, vagyis az idegen tőke és saját tőke „használatának” költsége. (Rappaport, 2002)

Tehát Koller (2011) szerint a tulajdonosi érték, illetve az ezt jelképező cash flow két tényezőre bontható: egyrészt a vállalat növekedési üteme, másrészt a befektetett tőke arányos megtérülés alkotja (ROIC, return on invested capital). Ha az egyik érték magas, a másik növelésével lehet a legtöbb értéket teremteni a tulajdonosok számára. Ezt a két tényezőt nevezhetjük a vállalat fő értékvezérlőinek, amelyeket bővebben az 5. fejezetben mutatom be.

2. Conservation of value

Az első pont folyamatként Koller és szerzőtársai (2011) azt állapítják meg, hogy akkor teremtdik érték, ha valóban nő a pénzáramlások mértéke (tehát például olyan esetekben nem, mint a részvénykibocsátás, amikor csak átrendezik befektetők cash flow-ra való követelését). Ami nem növeli a cash flow összetevőit, azaz a bevételt vagy a megtérülési rátát, az nem növel értéket.

3. Expectation treadmill

Ezt a sarokkövet Koller (2011) a nyilvános társaságok jellemzőjeként hozza fel könyvében. Alapja, hogy a piac elvárásai mozgatják a vállalat tőzsdei értékét. Ez pedig azt implikálja, hogy a magas befektetői elvárások azt a kihívást támasztják a vállalat elé, hogy a részvényárak fenntartásához be kell teljesítenie a piac által jövőre várható teljesítményt. Kedvező eredmények esetén a piaci elvárások tovább nőhetnek, amivel a vállalat a folyamatos növekedés taposómalmára kerül.

4. The best owner

Koller et al. szerint a tulajdonosi érték negyedik sarokköve az, hogy vállalat értéke nagyban függ attól, hogy ki menedzseli és milyen stratégia szerint. A „legjobb tulaj” koncepció azt takarja, hogy különböző vállalatirányítási döntések különbözőképpen hatnak a pénzáramra, így magának a tulajdonosnak is egyedi hozzáadott értéke lehet.

A dolgozat témamegjelölésében feltettem azt a kérdést, hogy hogyan tud a vállalat értéket teremteni a különböző tulajdonosok számára. Érdekes azonban megfordítani a kérdést arra, hogy hogyan válhat a tulajdonos hozzáadott érték forrásává.

A vállalat különböző életszakaszaiban minden tulajdonos törekszik a cash flow növelésére - ezáltal hozzáadott értéket teremtve. A tulajdonos tőkén kívül rengeteg féleképpen segítheti a vállalkozást: ez megjelenhet egyedi üzleti kapcsolatok vagy megkülönböztető képességek formájában, rendelkezhet mélyebb bepillantással/előretekinntéssel a piacra, de tulajdonosi szerkezettől függően hatása lehet vállalatkormányzásra, vagy rendelkezhet előnyös hozzáférési csatornákkal további bevonható tőkéhez, szállítókhoz, fogyasztókhoz, vagy akár tehetséges munkavállalókhoz.

Az itt röviden bemutatott „legjobb tulajdonos” koncepció illeszkedik arra a feltevésre, hogy a vállalat életciklusának különböző szakaszaiban különböző „típusú” tulajdonos hozhat ki legtöbbet a vállalat teljesítményéből, a saját hozzáadott értékénél fogva. Különböző vállalati életszakaszban különböző típusú támogatásra, irányításra és ösztönzőkre van szükség a továbblépéshez, amiből következik, hogy az adott időszak „best owner”-je eltérő célokkal és preferenciákkal rendelkezik.

Koller et al. 2011-es könyvének sarokkövei közül az érték lényegének megragadásával (core of value) és a legjobb tulajdonos (the best owner) koncepcióval foglalkozom mélyebben a következő fejezetekben. A tulajdonosi érték jellemzőinek összegyűjtése az értékvezérlők fogalmának bevezetését igényli, ez szerepel a következő fejezetben, a vállalati stratégiába való beépülése pedig a 6. fejezetben. Ennek a részletesebb bemutatásnak az a célja, hogy a 4. fejezetben szereplő másik kiemelt „sarokkövel”, a legjobb tulajdonos koncepcióval együtt követhessem végig, hogy hogyan alakul a vállalat számára optimális tulajdonosi szerkezet és a számukra történő értékteremtés a vállalati életciklus egyes szakaszaiban.

5. ÉRTÉKVEZÉRLŐK

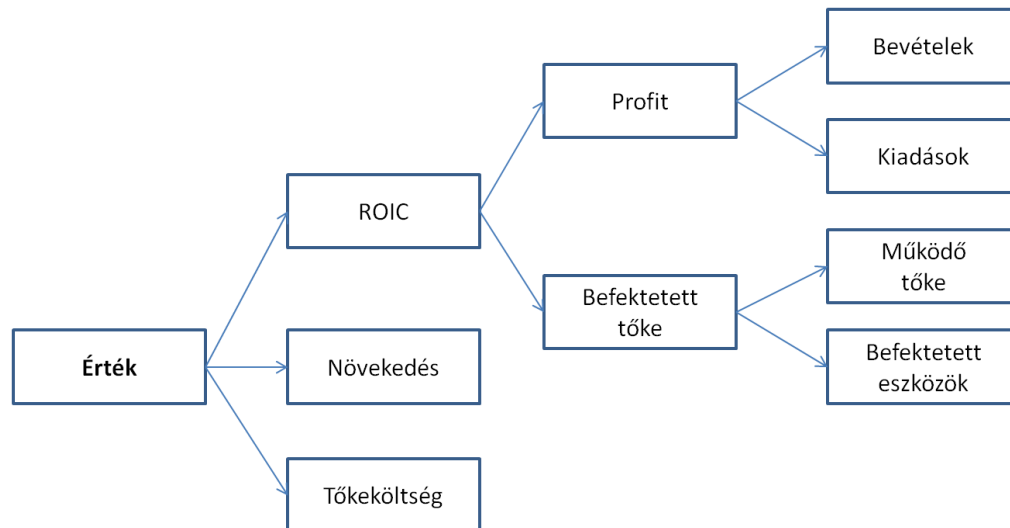
A teremtett érték mértéke a vállalati teljesítményen múlik mind rövid, mind hosszú távon (Koller, Goedhart és Wessels, 2005), érték elvont fogalmát pedig az értékvezérlőkkel ragadhatjuk meg. Koller, Goedhart és Wessels 2005-ös könyvükben az értékvezérlőket úgy definiálják, mint olyan tényezők vagy akciók, tevékenységek, amik befolyásolják az üzleti teljesítményt, ezáltal teremtve értéket (410. oldal). A vállalatok az egyes értékvezérlőkkel kapcsolatos vállalati teljesítményt mérőszámokkal (value metrics) és mérföldkövekkel (value milestones) számszerűsítik, hogy a menedzsment fókuszált képet kapjon arról, hogy hol teremthető érték, és ezt felhasználhassák a stratégiaalkotás során. Az pedig, hogy mely értékmérő mutató a leghangsúlyosabb, függ a vállalat által követett stratégiától, és az iparágon is.

A stratégiaalkotáson belül az értékvezérlők segítenek tisztázni azokat a döntéseket, ahol trade-off van a rövid és a hosszú táv között, mint például az olyan befektetési döntések esetén, amelyek hosszú távon térülnek csak meg, így rövidtávon csökkentik a jövedelmezőséget, viszont a fenntarthatóság alapját képezik. Szintén a stratégiai döntéseket támogatja, ha a menedzserek az értékvezérlők segítségével priorizálni tudnak az egyes fejlesztendő területek között. (Koller, Goedhart és Wessels, 2005) Az „értékvezérlő-szemlélet” tehát jelentősen hozzájárul az értékteremtéshez.

Az, hogy ez vállalat hogyan fejleszti ki az értékvezérlő-rendszerét és annak mérési eszközeit, Koller, Goedhart és Wessels szerint két lépésben érhető el. Az első az értékvezérlők azonosítása annak a megértése által, hogy mik gazdasági kapcsolatok az üzleti tevékenység egyes területei között. A második lépésben a menedzsereknek ki kell választaniuk azokat az értékvezérlőket, amelyek leginkább hozzájárulnak az értékteremtéshez, és elsődlegessé tenni ezeket.

Az első lépéshez elengedhetetlen az úgynevezett *értékvezérlő-fa* felrajzolása. Az értékvezérlő fa módszere olyan módon rendezi el a vállalat értékteremtő tényezőit, hogy kapcsolatot teremtsen a pénzügyi és a működési teljesítménymutatók között. Ezt úgy éri el, hogy a tulajdonosi értéket pénzügyi összetevőire bontja, és minden pénzügyi mutatót tovább bont működési teljesítménymutatókra (Koller, Goedhart és Wessels, 2005). Ez a módszer vizuálisan is megjeleníti a gazdasági összefüggéseket a vállalat egyes működési területei és az értékteremtéshez való hozzájárulásuk között.

Az 1. sz. ábrán egy általános „profit and loss” szemléletű értéktényező-fa látható, tehát csak a vállalat által termelt érték pénzügyi lebontását tartalmazza. Az ábra jobb oldalán levő pénzügyi mutatók azonban már közvetlenül tovább bonthatóak vállalat-specifikus működési kategóriákra, pl. a kiadások egységnyi munkabérre, anyagköltségre, selejtarányra, vagy egy szolgáltatás előállítására fordított munkaórára, stb.



1. ábra. Általános pénzügyi értékvezérlők. Koller, Goedhart és Wessels (2005) és McKinsey Quarterly (1994) alapján

Az értékteremtési fa módszere többféle szemszögből is alkalmazható, attól függően, mely területekre szükséges a menedzsereknek mélyebb bepillantással rendelkezniük. A működési tényezők megállapíthatók a fogyasztó szemszögéből, vagy képviselheti az egyes üzletfiók vagy leányvállalatok, teljesítményét is, esetleg készülhet egy-egy piaci szegmens jövedelmezőségének mozgatóerőinek megfigyelésére. Ezután Koller és társai könyvükben a fő területek legfontosabb értékmérőinek egy fában történő összegzését ajánlják.

Második lépésben a szerzők szerint a felrajzolt értéktényezők közül azonosítani kell a legfontosabbakat. Mérlegelni kell, mennyire érzékeny az adott tényezőre a modell, azaz ha egységgel változtatjuk az adott tényezőt, akkor mennyivel teremt több/kevesebb értéket a vállalat (például: a hitelesítésre fordított összeg növelése mennyivel növeli az eladásokat, ezáltal a vállalat pénzáramlásait?). A másik oldalról fontos, hogy a kiválasztott kulcstényezők a vállalat is jelentős befolyással lehessen, hogy az értékvezérlőket valóban változtatni tudja az értékteremtés növelésének érdekében. A kulcs értéktényezők kiválasztásánál fontos szempont a fenntarthatóság is, hiszen sok tényező csak egyszeri alkalommal tud jelentősen hozzájárulni az értékteremtéshez, de hosszú távon nem. A fenntarthatósági szempont egybeesik az érték „conservation of value” koncepciójával a 4. fejezetben bemutatott, Koller-féle megközelítésben. Végül figyelembe kell venni a

nemszándékolt hatásokat is azáltal, hogy ha egy-egy értéktényezőre túlzott hatást gyakorol a vállalatvezetés, az visszaüthet más értékvezérlők teljesítményén.

Az értékvezérlő-fa bemutatja azt is, hogy az egyes értékteremtő tényezők nem csak a pénzügyi és működési teljesítmény közötti egyensúlyt és kapcsolatot teremtik meg, hanem választ adhatnak a 3. fejezetben bemutatott vitás kérdésre is; azaz hogy a fogyasztó vagy a tulajdonos igényeinek kielégítése a vállalati értékteremtés alapja. Az értékvezérlők lebontása történhet fogyasztói szempontok figyelembe vételével. Ekkor az egy egyes pénzügyi, azaz tulajdonosi értéket mérő tényezők (pl. bevételek) lebonthatóak a fogyasztó számára értéket teremtő értékvezérlőkre (pl. kiszolgálási sebesség). Az értékteremtő tényezők tehát mélyebben tisztázzák a fogyasztói és tulajdonosi értékteremtés közötti összefüggéseket is.

Az értékvezérlőknek a dolgozat szempontjából fontos jellemzője, hogy a vállalat életciklusához igazodva változik, hogy mely tényezők járulnak hozzá a legintenzívebben az értékteremtés folyamatához. Ezt bővebben az egyes tulajdonostípusokat bemutató 7. fejezetben tárgyalom, az egyes életciklus szakaszokhoz igazodva.

Az az összefüggés azonban a vállalat minden életszakaszában igaz marad, hogy a tulajdonosok hozama akkor fogja meghaladni a vállalkozás tőkekölségét, vagyis akkor teremődik érték, ha a cégnek versenyelőnye van a piac többi szereplőjéhez képest, és erre sikeres stratégiát tud építeni. A következő fejezetben azt tárgyalom, miként függ össze a tulajdonosi értékszemlélet a vállalat versenyelőnyével, és ezáltal a stratégiai tervezéssel.

6. STRATÉGIAI IMPLIKÁCIÓK – TULAJDONOSI ÉRTÉK ÉS VERSENYELŐNY KAPCSOLATA

A stratégiaalkotás keretében rendszerint az iparág vonzerejét és a vállalat versenytársakhoz képest elfoglalt pozícióját elemzik (Rappaport, 2002). A vállalat versenytársakhoz képesti teljesítményét ragadja meg a versenyképesség fogalma. A versenyképes vállalat rendelkezik azzal a képességgel, hogy tartósan tud olyan termékeket vagy szolgáltatásokat előállítani, amelyeket a fogyasztók a versenytársak termékeinél (szolgáltatásainál) inkább hajlandók a vállalat számára nyereséget biztosító feltételek mellett megfizetni. (Chikán-Czakó-Kazainé, 2006:9). Ezeknek a kritériumoknak megfelelő stratégia kiválasztása, értékelése Rappaport (2002) szerint akkor a leghatékonyabb, ha az alapján történik, hogy mekkora az adott stratégia által hozzáadott tulajdonosi érték (vagyis a projekt által generált CF jelenértéke, illetve a növekedésre gyakorolt hatása).

Az értékalapú stratégia kialakításának első lépése az iparági vonzerő vizsgálata, hiszen ez alapvetően determinálja, hogy mekkora az elérhető tulajdonosi hozam. Rappaport alapján, egy iparág annál vonzóbb lesz a tulajdonos számára, minél nagyobb az iparág nyereségessége és a teljes piac várható növekedési üteme, minél kedvezőbbek a kereslet-kínálat jellemzői és a verseny szerkezete, minél alacsonyabb a környezeti változásokból fakadó kockázat (technológia, szabályozás, környezetvédelem). Fontos továbbá elemezni a piacon működő vállalatok piaci részesedéseit, a be- és ki-lépési korlátokat, mekkora a tőkeintenzitás és az innovációs ráta, illetve, hogy mennyit kell befektetni az értékteremtő erőforrások fenntartásába. Ez visszautal az értékvezérlőknél említett fennterthatósági szempontokra: a kulcs értékvezérlők kiválasztása során, azokra a tényezőkre kell helyezni a hangsúlyt, amik hosszú távon növelik a vállalat értékét. Értékvezérlő fát nem csupán a vállalat működésére, de az adott piacra/iparágra is érdemes felírni, mert az abban szereplő tényezők segítenek kiemelni a vállalati stratégia legfontosabb elemeit.

Ha meg tudjuk határozni, hogy a vállalat pontosan milyen szegmensben működik és azon a piacon milyen pozíciót foglal el a versenytársaihoz képest, azzal közelebb kerülünk a versenyelőnyének meghatározásához. Ez azért elengedhetelen, mert a vállalat értékteremtő képessége a versenyelőnyéből származik (Black et al., 1999).

6.1. VERSENYELŐNY ÉS TULAJDONOSI ÉRTÉK

Black és szerzőtársaihoz hasonlóan Rappaport úgy véli, hogy hosszú távon a tulajdonosi érték nagyságát a versenyelőny megléte vagy hiánya alakítja. Hosszú távú értékteremtéshez fontos kiemelni a versenyelőny definíciójából a tartósság kitételét; mivel a verseny gyorsan erodálja egy vállalat versenyelőnyét, ezért különösen fontos, hogy csak az a képesség biztosít valódi versenyelőnyt a vállalatnak, ami ténylegesen fenntartható. Rappaport szerint minél kisebb a versenytársi nyomás, annál hosszabb lehet a vállalat által kínált termék vagy szolgáltatás az életciklusa. Esze-

rint a termékek, folyamatok, képességek folyamatos megújítására van szükség az értékteremtő képesség megőrzéséhez.

Az értékteremtést lehetővé tevő versenyelőny több forrásból is származhat, például egy egyedi technológiából, hatékony működésből fakadó alacsony árból, szűkös erőforrás birtoklásából, egyedi képesség kifejlesztéséből, vagy abból, hogy az adott vállalat volt az első piacra lépő (first mover advantage). Ez utóbbi kapcsán jó példa található Suarez és Lanzolla 2007-es cikkében arra, hogy hogyan csökkenti a verseny a vállalat által teremtett tulajdonosi értéket. Egy vállalat first mover advantage-re tehet szert azáltal, ha kifejleszt egy újfajta technológiát, és ezzel új piacot teremt, de ekkor ez a tudás még impliciten van jelen a vállalatban. Ez az újfajta technológia járadékot generál, amíg nem telítődik a piac a vállalat termékével. Ekkor a cég arra kényszerül, hogy hatékonyabban, olcsóbban állítsa elő a terméket, és a hatékonyság eléréséhez a technológiai folyamatot explicitté kell tennie. Ezután azonban könnyen másolhatóvá válik a technológia más vállalatok számára is, így rövid időn belül új piacra lépők jelennek meg. Ez az az inflexiós pont, ahol a first mover advantage-dzel rendelkező vállalat erodálni kényszerül saját versenyelőnyét, saját tulajdonosi értékét csökkentve vele. Ugyanakkor nem biztos, hogy a fogyasztói érték is csökken ebben a folyamatban. A fogyasztó az új belépők hatására ugyanazt a terméket más ár-minőség kombinációban is meg tudja vásárolni, ezáltal nő a hasznossága, számára jelenti az értéket.

Arra kérdésre, hogy mekkora hozzáadott értéket képvisel egy adott stratégia a tulajdonos számára, akkor tudunk választ adni, ha a célokat pénzügyi mutatókra bontjuk (Rappaport, 2002). Ez újra alátámasztja az értékvezérlők azonosításának fontosságát, hiszen a stratégia megvalósítási részei a működésre vonatkozó utasítások, amiket az értékvezérlő tényezők segítenek pénzügyi nyelvezetre fordítani, hogy a befektetők értéke tükröződjön benne, hiszen csak ebben az esetben kerül megvalósításra a stratégia.

Black et al. 1999-es könyvében kijelenti, hogy a vállalat fő célkitűzése a tulajdonosi érték maximalizálása, és ehhez szükséges, hogy a szervezeti működés minden szintje ezt a szemléletet kövesse. Ez nem csupán a tulajdonosi értékteremtést szem előtt tartó stratégiákat foglalja magába, de annak kisebb egységeit is, mint az egyes üzleti egységek politikájának meghatározását, folyamatok felépítését, teljesítménymutatók kidolgozását, humánpolitikát, stb. Ezt a komplex rendszert nevezi a szakirodalom Value Based Management-nek, azaz értékközpontú vezetésnek.

6.2. VALUE BASED MANAGEMENT (VMB)

Az értékközpontú vezetés koncepciója azt állítja, hogy a hagyományos menedzsment módszerek csak közvetetten növelik a vállalati értéket azáltal, hogy egy-egy részterületre fókuszálnak, mivel ezek során a vállalat érintettjeinek igényeit veszik alapul (Becker et al., 2005). Ilyen módszer például a TQM (total quality management, teljeskörű minőség-ellenőrzés), vagy a BPR (business

process reengineering, vállalati folyamatok újraszervezése) (Chikán, 2008). Ezzel szemben a value based management egy olyan átfogó szemléletet takar, ami a szervezet minden szintjén a közvetlen tulajdonosi értéknövelést tartja szem előtt, az előző fejezetben bemutatott értékvezérlők fejlesztésével. Ennek a menedzsment-irányzatnak a kialakulása összefügg a 4. fejezetben szereplő „expectation treadmill” fogalommal. A vállalatok a működéshez szükséges tőke külső bevonásának kényszere miatt egyre inkább kitéttek a befektetők nyomásának. A tőkepiacokon szereplő befektetők egyre jobban informáltak, és csak olyan vállalatokba hajlandók fektetni, amik magas hozamokkal kecsegtetnek, azaz növekvő részvényárfolyammal vagy magas belső értékkel rendelkeznek. A folyamatosan növekvő vállalatérték „taposómalma” pedig arra kényszeríti a vállalatot, hogy minden menedzseri döntés során a részvényesek értékének növelése legyen a fő szempont.

Az értékalapú menedzsment keretét Black et al. (1999) egy háromlépcsős folyamatban vázolja (2.sz. ábra). Ez egy újabb példa arra, hogy a fogyasztói és a tulajdonosi érdekek között az értéktérítés folyamata teremti meg a kapcsolatot, hiszen a fogyasztók számára a működés során teremtett értéket alakítja át a vállalat a tulajdonosok számára pénzben realizálható hozamokká.



2. ábra: Az értéktérítés hármasság folyamata. Black et al. 1999

A fogyasztó számára akkor teremődik érték, ha a termék vagy szolgáltatás kielégítő megoldást nyújt a problémájára a költségvetési korlátján belül, vagyis ha igényei kielégülnek. Ha mindezt a tőkeköltséget meghaladó hozammal képes elérni a vállalat, akkor a tulajdonosai számára is értéket teremtett. Black et al. (1999) az értéktérítés hármasság folyamatával arra is felhívja a figyelmet, hogy ez csak akkor lesz valóban realizálható, ha ez érték megőrzésére is hangsúlyt fektet a vállalat hatékonysági problémák áthidalásával, kockázatkezeléssel, körültekintő stratégiai (pl. befektetési, terjeszkedési) döntések meghozatalával. Ez analóg a 4. fejezetben bemutatott érték sarokkövei közül a „conservation of value”-val, azaz az érték megtartásával. Végül pedig, a folyamat fontos jellemzője, hogy a teremtett érték osztalékfizetés útján válik a befektető számára realizálhatóvá (az osztalék a befektető realizált hozama). Nyilvános társaságok esetén pedig a realizálható érték mértéke függ a részvényárfolyamtól, ami a befektetők várakozásait tükrözi a vállalat teljesítményére vonatkozólag. A befektetők várakozásai és a vállalatvezetők megítélése a vállalat teljesítményéről gyakran nem egyezik meg (Rappaport, 2002). Tehát az értékközpontú vállalatvezetés során a menedzserek feladata az is, hogy megfelelően kommunikálják a piac felé a cég üzleti tevékenységét

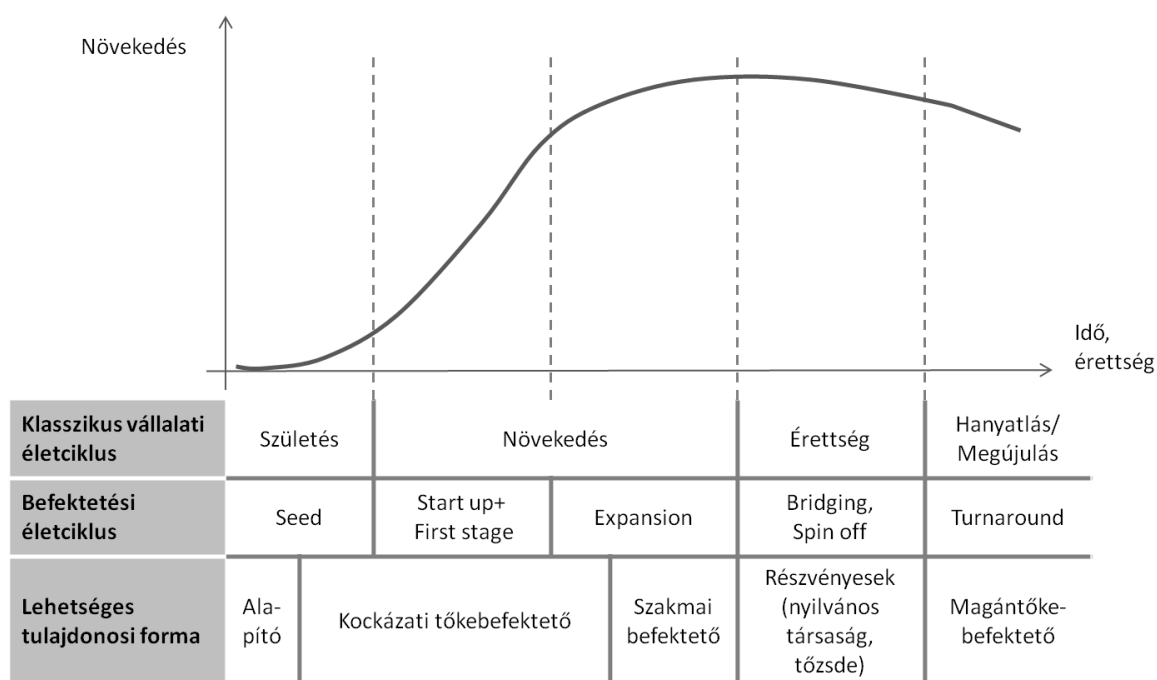
(Black et al., 1999), elősegítve, hogy a piac beárassa az eredményességüket és fair részvényárfolyam alakuljon ki.

7. TULAJDONOSI ÉRTÉKTEREMTÉS A VÁLLALATI ÉLETCIKLUS EGYES SZAKASZAIBAN

Dolgozatom következő részében az eddig bemutatott elméleti keretet felhasználva, a tulajdonosi értékteremtés koncepcióját vizsgálom a vállalati életcikluson keresztül, azzal a céllal, hogy felvázoljak egy lehetséges tulajdonosszerkezeti „evolúciót”. Azon belül, hogy bemutatom, hogyan fejlődhet a tulajdonosi struktúra, külön-külön vizsgálom az egyes tulajdonosokat, és ezalatt kitérek szerepükre, motivációikra, és az értékteremtés folyamatára.

Ehhez kiindulópontként a 2. fejezetben leírt klasszikus vállalati életciklus szakaszait használtam. Az egyes szakaszok és az adott szakaszban „legjobb” tulajdonos közötti kapcsolatot a befektetési életciklus szakaszai teremtik meg. Ennek oka, hogy a befektetések igazodnak a vállalat fő értékvezérlőihez, amik életszakaszonként változnak. A befektetések nyújtói pedig a tőkéért cserébe vállalati részesedést kapnak, tehát új tulajdonossá válnak.

Ezt a gondolatmenetet a 3. sz. ábrán foglaltam össze.



3. ábra: Vállalati életciklus és tulajdonosi formák kapcsolata, kockázati tőkebefektetés szempontjából. Saját koncepció

7.1. AZ ALAPÍTÓ

A születés szakaszát a kreatív ötlet megszületése és a vállalkozási koncepció kialakulása jellemzi, ami rengeteg kezdeti nehézséggel jár. Ennek leküzdésére ekkor még csak az ötletgazda alapító-

tulajdonos van ott, ő a „klasszikus” értelemben vett vállalkozó. A tulajdonlás és a menedzselés nem válik el, így a megbízó-ügynök probléma nem áll fent, a vállalkozó saját vállalkozásának fel-futtatása érdekében nagyon elkötelezett, motivált. Ebből a belső vágyból és vállalkozó szellemből adódóan az ő célja a vállalkozás hosszú távú felvirágoztatása, esetleg a következő generációnak történő átöröklése is. Az összes tulajdonostípus közül neki fűződnek leginkább érdekei a hosszú távú értékszemplélethez, hiszen ő az, aki az életciklus minden fázisában jelen marad társtulajdonosként. Koller et al. (2011) az alapító-tulajdonost first best owner-nek nevezi.

A vállalkozásnak ebben az életszakaszban nincs vagy csak nagyon alacsony a bevétele, üzemi szinten emiatt veszteséges, és nem is keletkezik adófizetési kötelezettsége. Mivel a veszteség miatt a ROIC is negatív, az érték egyedüli forrása a jövőbeli növekedési kilátások, éppen ezért a növekedési ütem az egyik legfontosabb értékvezérlő. A veszteségesség ellenére az induló vállalkozások is nagy értéket képviselhetnek, éppen amiatt, mert a fő értékvezérlő nem a hozam, hanem a növekedés. Ezek alapján viszont az induló vállalkozásokra nem feltétlenül igaz az az összefüggés, ami a már a piacon tevékenykedő vállalatoknál megfigyelhető, miszerint minél profitábilisabb a cég, annál nagyobb az értéke. Magas a befektetett eszköz és működőtőke igény, hogy ebből finanszírozni tudja ezt a növekedést. A növekedésen túl a start-up vállalatoknál az érték jelentős része gyakran immateriális javakból származik. (Damodaran, 2005)

7.2. A KOCKÁZATI TŐKEBEFEKTETŐ

Felmerül a kérdés, hogy ha az alapító tulajdonos a legmotiváltabb a hosszú távú értékteremtés mellett, akkor miért van szükség tulajdonosváltásra, illetve új tulajdonos bevonására. A válasz az, hogy pont a hosszú távú fennmaradás érdekében, ugyanis az alapító nem tud egymaga biztosítani minden erőforrást a vállalat számára.

A legkézenfekvőbb erőforráshiány tőke és a vállalkozói, piaci tapasztalat terén merül fel. Ebben segítenek a magántőke-befektetők, akik nem tőzsdei cégek számára tulajdonjog átruházása fejében tőkét bocsátanak a vállalat rendelkezésére, hogy az finanszírozni tudja a terjeszkedését, beruházásait, vagy egyéb célokra, például javítsák a vállalat vagyoni-mérlegi helyzetét (MKME, 2008). Ezeknek a magántőke-befektetéseknek egy részét képezik a kockázati tőkebefektetések, amelyek kifejezetten a vállalati életciklus elején levő fázisok alatt jellemzőek (Frang-Kovács, 2012). A kockázati tőkebefektető a vállalkozás fejletlenségéből fakadóan magasabb kockázatot vállal, emiatt magasabb hozamot is vár el. A magas kockázat magasabb tőkeköltséggel is jár. Ezt az értékvezérlőt kiemelten kell kezelni, mert a magas tőke költség azt jelenti, hogy a jövőbeli pénzáramlásokat magasabb rátával kell diszkontálni, így csökken a tulajdonosi érték. A növekedési szakaszban a tőke költség az életcikluson való előremozdulással csökken, mivel a működés egyre stabilabb, kevésbé kockázatos, és így olcsóbb finanszírozási formákat is igénybe tud venni a vállalat.

Mivel a befektetett tőkét a cégnek nem kell visszafizetnie, a vállalkozás sikere a kockázati/magántőke befektető érdeke is: minél nagyobb hozamot realizál a vállalat, annál nagyobb lesz a szabad cash flow, azaz a befektetési időszak végén annál magasabb lesz számára a tulajdonosi érték (Frang-Kovács, 2012).

Ebben az esetben, a vállalkozás születési szakaszában beindításához szükséges tőkét a seed capital, azaz magvető finanszírozás útján biztosítják a kockázati befektetők. Tőke mellett a fő cél, hogy a vállalkozó ötletét életképes üzleti koncepcióba öntsék és részletes, megalapozott üzleti tervet készítsenek hozzá, ami gyakorlatilag a későbbi, jelentősebb összegű kockázati befektetések lehívásához szükségesek (Frang-Kovács, 2012).

Szintén leginkább a kockázati befektető van jelen a startup, illetve a first stage befektetési szakaszokban. A magvető szakaszhoz képest az a különbség, hogy itt már éppen beindították az üzletet, és üzemelhet is egy ideje, de a piacon még nem, vagy csak nagyon kis volumenben forgalmazzák a terméket/kínálják a szolgáltatást. A befektetéseket tipikusan termékfejlesztésre és -bevezetésre fordítják, valamint az ehhez szükséges marketingre.

Az itt kezdődő növekedési időszakot úgy is meghatározhatjuk, hogy ekkor vannak pozitív nettó jelenértékű beruházásai a vállalatnak, vagyis ekkor tudja kiaknázni versenyelőnyét (Black et al., 1999). Bár a bevételek növekedésnek indulnak, a működés ezekben a korai fázisokban többnyire még mindig veszteséges, de a befektető jelenlétének hatására a növekedés erősen felgyorsulhat. (Granlund- Taipaleenmäki, 2005). Az érték elsődleges forrása pedig továbbra is a növekedési kilátások, magas működőtőke és befektetett tőke igény mellett (Damodaran, 2005).

A bevételek fenntartható növekedési üteme mellett a másik legfontosabb értékteremtő tényező induló vállalkozások esetén az eredményhányadok alakulása, illetve az, hogy mennyi idő alatt képes a vállalat elérni egy hosszú távon fenntartható eredményhányadot. A növekedés lebontására szolgáló hasznos értékvezérlő az is, hogy a stabil növekedéshez mekkora újrabefektetés szükséges évről-évre. (Damodaran, 2005)

Ez a látványos fejlődés azáltal érhető el, hogy a befektető célja eléréséhez erősen motivált arra, hogy ne csak tőkét, hanem tudástranszfert is nyújtson a vállalkozó számára. A befektető célja a befektetési időszak –jellemzően 4-5 év- alatti értékmaximalizálás (MKME, 2008), azaz a pénzáramlás olyan mértékű növelése, hogy a magas kockázat mellett is megtérüljön a befektetése. Tudástranszfer leggyakrabban vállalatvezetési tanácsokban, piacismereti tapasztalatokkal, vagy egy professzionális menedzsment csapat támogatásában testesül meg. Ezért ebben a szakaszban nagyon magas a kockázati befektető vállalatformáló hatása mind a szervezetre, mind a stratégiára nézve. (Frang-Kovács, 2012)

A befektető motivációiból levezethető, hogy kiemelt hatása van a menedzsment kontroll rendszerekre, hiszen rövidtávon kell a vállalatnak visszahoznia a befektetett tőkét, ráadásul nincs maximum, hogy mennyit kereshet a befektető az üzleten (Black et al. 1999), mint egy egyszerű kölcsön nyújtásánál, ahol pontosan kiszámítható, mennyit kap vissza a kölcsön nyújtója – tehát a menedzsment hatékonyságának növelése és teljesítményük ellenőrzése kritikus számára.

Az ellenőrzés fontossága a megbízó-ügynök elmélettel is magyarázható. Fama és Jensen 1983-as cikke szerint azáltal, hogy a befektető is tulajdonosi részt kap a vállalkozásban, szétválak a tulajdonlás (megbízó) és az ügyvezetés (ügynök). Közöttük információs aszimmetria lép fel, mert csak a menedzsment van jelen a vállalat napi működése során, ők hozzák a döntéseket, ismerik a teljes képet a vállalat pénzügyi és vagyoni helyzetéről. Ezzel szemben az ő döntéseik nyomán termelődő nyereség a tulajdonosé, ez esetben a kockázati tőkebefektetőé lesz. A probléma kezelése az elmélet szerint két oldalról történhet: a menedzsment motiválásával, vagyis a vállalt nyereséges működésében történő érdekeltté tétellel, illetve a menedzserek teljesítményéről reális képet adó ellenőrzéssel. A kockázati befektetők esetében ez a kérdés feloldható az ügyvezetésre gyakorolt aktív befolyással, illetve különösen ott, ahol a befektető nem vagy kevés menedzsment-segítséget nyújt, egy hatékony kontrollrendszer bevezetésével/ a meglévő javításával (Granlund- Taipaleenmäki, 2005).

A kockázati befektető az előre meghatározott befektetési időtáv alatt kívánja elérni befektetéseinek megtérülését. Ezután kilép, elhagyja a vállalatot, amivel a gyakorlatban realizálni tudja a befektetést, ezt nevezik exitnek (MKME, 2008). A befektető már a szerződés megkötésekor világos exitopciókat keres, hiszen akkor éri meg befektetnie egy induló vállalkozásba, ha tudja, hogy az időtáv végén kedvező feltételekkel tud majd kijönni belőle, vagyis a befektetés hozamait úgy tudja realizálni, ha az exit értéke magasabb, mint a kezdeti befektetett összeg.

Több különböző exit opció áll a kockázati befektető előtt, ezek közül a szakmai befektetőnek történő továbbadást emelem ki, mert Magyarországon döntően ez a típus volt a legkedveltebb kilépési forma, 1989 és 2010 között ez tette ki az összes exit legjelentősebb részét, a tranzakciók 34%-át, az exitek értékének pedig 63%-át (MKME, 2011, 43. oldal).

7.3. A SZAKMAI BEFEKTETŐ – ÁTFORDULÁS ÉRETTSÉGBE

Fontos, hogy a kockázati befektető akkor tud megfelelő exit opciót találni, ha az utána következőnek is megéri tulajdonosi részt szerezni a vállalatban. A kockázati tőkés az életciklus gyorsan növekvő, de magas kockázatot magában hordozó szakaszában lép be a vállalat életébe, mivel a bankok vagy más típusú befektetők nem finanszíroznák a startup vállalkozást abban a fázisban, azokkal a kondíciókkal (Frang-Kovács, 2012). A befektetési időtáv lejártával azt a döntést, hogy a kockázati tőkés kinek értékesíti tulajdonrészét, attól függ, milyen érettségi szakaszba jutott a vállalko-

zás az előző befektetés alatt, milyen helyet foglal el a piacon, mekkora benne a növekedési potenciál, mennyire kockázatos a működése. Amennyiben a vállalkozásnak továbbra is az intenzív növekedési szakaszra jellemző a teljesítménye, továbbadhatja egy következő kockázati tőkebefektetőnek. Ha piaci helyzete stabil, növekedése lassul de még van benne potenciál, az érettségi életszakaszhoz közelítve a startup vállalkozás egyre vonzóbb lesz egy szakmai befektető számára.

Az érettséghez közeledve a vállalati értékteremtés fő forrása a növekedésről áttevődik a meglévő eszközök kiaknázására. A stabil működés elérésével csökken a vállalat tőkeköltése, így magasak a működésből realizálható hozamok, az eredményhányad fenntartható. Ezek a jellemzők azt is jelzik, hogy az érett szakaszban a menedzsment képes közép vagy akár hosszabb távra is tervezni (Damodaran, 2005).

A szakmai befektető a kockázatinál hosszabb távon gondolkodik, célja és ezáltal motivációi különböznek. A szakmai befektető egy ugyanazon a célpiacon/ iparágban működő vállalat, amelynek fő célja, hogy a portfóliójába illő tevékenységgel bővítse a saját vállalatát, ezáltal olyan szinergiákat teremtve, mint például új piacra való belépés vagy meglévő piac bővítése (Frang-Kovács idézi Damodaran-t, 2002). Azért is kedvelt ez az exit forma, mert eladáskor ezek a szakmai szinergiák is beárazhatók, így magasabb hozamot realizálhat a kockázati befektető (MKME, 2008). Tehát mivel a szakmai befektető motivációi mögött stratégiai megfontolások állnak, a szakmai befektető számára úgy teremthet értéket a vállalat, ha a felvásárlás és az azt követő közös működés során elérhető szinergiát növeli. Ez döntően függ attól, hogy a korábbi kockázati befektető milyen irányba terelte a vállalkozás stratégiáját, tehát fontos, hogy már a befektetési döntés meghozatalakor mérlegelje mind a vállalkozó, mind a kockázati befektető, a befektetési idő lejártával kinek, milyen szakmai befektetőnek lehet eladni a részesedését.

7.4. TOVÁBBI EXITOPCIÓK

Ha a vállalat növekedési üteme ezt igényli, még több tőke bevonásához a kockázati tőkés nyilvánossá teheti és bevezetheti a céget a tőzsdére, de ehhez szükséges egy bizonyos piaci méret elérése. Ilyenkor rendszerint a tulajdonosi hányad egy részét megtartják, jelezve a többi befektető felé, hogy érdemes a papírokba fektetni, nem a tulajdonosi részesedés értéktelensége miatt élnek az exit opcióval (Rappaport, 2002). A tőzsdei bevezetés (spin off) főleg már érett életciklusban levő vállalatoknál játszhat szerepet a stabilitás szükségessége miatt, illetve olyan esetekben, amikor nagy volumenű tőkebevonásra van szükség egy, a növekedési szakaszban járó vállalatnál. Ilyenkor a korábbi befektető részéről szükség van arra, hogy meghosszabbítsa a befektetés időtávját a tőzsdei bevezetés idejével (bridging) (Granlund- Taipaleenmäki, 2005). A tőzsdei bevezetés jelentős átalakulást von maga után a tulajdonosi és az irányítási szerkezetben is. Az ügyvezetés az igazgatótanács kezébe kerül, de az alapító tulajdonos továbbra is nagy kontrollal rendelkezhet egy jelentős

részvénypakett révén. A többségi tulajdon kisrészvényeseknél lesz, a tulajdonosi értéknövelés döntően az ő érdekeiket kell, hogy szolgálja, mivel a vállalat tőkéjének nagy része innen érkezik. Számukra a vállalat akkor teremt értéket, ha a részvényárfolyam hozama magasabb a piacon elérhető egyéb, hasonló kockázatú befektetési formák hozamánál. Ide kapcsolható a negyedik fejezetben említett 'expectation treadmill' jelenség, vagyis hogy a vállalat jól teljesít, a növekvő bizalom miatti részvényárfolyam-emelkedés csak úgy tartható fent, ha folyamatosan hozni tud jó eredményeket, kielégítve a befektetőit.

Magyarországon viszonylag ritka a startup vállalkozásból tőzsdei céggé kinövő vállalat, csupán az exitek számának 9,4%-a történik ebben a formában, részesedésük az exitek értékéből pedig még alacsonyabb (MKME, 2011:42). Azonban más típusú exitre is lehetőségük van a kockázati tőkebefektetőknek, ha az érett szakaszba átlépő, vagy már érett vállalatokat tovább kívánják adni. Említettem, hogy a továbbadás történhet pénzügyi (pl. egy újabb kockázati tőkebefektető) és szakmai kezekbe, illetve a nyilvánossághoz. Lehetőségként fennáll az is, hogy a menedzsment, illetve az alapító maga vásárolja vissza a befektető részesedését, ezt nevezik MBO-nak, vagyis management buyout-nak (Frang-Kovács, 2012). Amennyiben a befektetés nem volt sikeres, és a vállalkozás csődbe megy és felszámolás alá kerül, a befektető kiírja könyveiből a vállalkozás eszközeit. Ezt nevezik nem szándékos kilépésnek (MKME, 2008).

7.5. ÉRETT SZAKASZ UTÁNI LEHETŐSÉGEK

A változó környezet és az erős verseny hatására a vállalat hanyatlásnak indulhat. A versenyképesség megtartásának feltétele, hogy „a vállalat képes legyen a környezeti és a vállalaton belüli változások érzékelésére és az ezekhez való alkalmazkodásra, a versenytársaknál tartósan kedvezőbb piaci versenykritériumok teljesítésével” (Chikán-Czakó-Kazainé, 2006:9). Ilyen kivédendő hatás az erős verseny tulajdonosi értékromboló hatása is, amelyről a 6.1. fejezetben írtam. Ha a menedzsment nem tud stratégiai választ adni ezekre a hatásokra, a vállalat hanyatlani kezd.

A görbe visszafordulása azt jelzi, az árbevétel növekedési üteme egyre csökken, így a tulajdonosi érték ebben a szakaszban teljes mértékben a meglévő eszközök kihasználásából származik. Mivel versenyképesség elvesztésével a működés kevésbé intenzív, kisebb a vállalat működőtőke igénye, pozitív nettó jelenértékű beruházások pedig nem jellemzőek.

A vállalat életciklusa nem csak gyakorlatban, de modell szinten sem mindig egy tipikus haranggörbe: az érettségi szakasz után meginduló hanyatlás nem feltétlen végleges, újra visszaállhat növekedési pályára. Erre illeszkedik, hogy a magántőke befektetések a kockázati tőkével szemben a vállalat érett szakaszára jellemző finanszírozási formák (Frang-Kovács, 2012). A magántőke egyik formája a turnaround, vagyis a mentőv-finanszírozás, azaz egy nehéz helyzetben levő vállalatnak nyújtott pénzügyi segítség. Ez a már érett státusból hanyatlásnak indult, de még megmenthető

vállalatok életciklus görbáját hosszabbíthatja meg. Ezekben az esetekben a befektető számára az teremt értéket, hogy a vállalat kedvezőtlen helyzetéből adódóan olcsón juthat részesedéshez, azonban megfelelő válságmenedzsmenttel és best practice-ekkel rendezheti helyzetét, újra pozitív cash flow-val biztosítva a pozitív hozamot. A pénzügyileg rendezett vállalatot pedig még nagyobb profittal adhatja tovább a befektetési idő lejártával. (Frang-Kovács, 2012)

8. TULAJDONOSTÍPUSOK ÖSSZEVETÉSE

Az egyes tulajdonostípusok közötti lényegi különbségek és átfedések összegyűjtése segít abban, hogy a következtetéseket vonhassak le a tulajdonosi szerkezet átalakulásának mozgatórugóira vonatkozólag.

Ha a vállalkozás szempontjából nézzük, az alapító tulajdonos érdekei szerint kell értéket teremtenie a vállalatnak, hiszen leghosszabb távon az alapító van jelen, tulajdonolja a vállalatot. Azonban a rövid távon jelenlévő tulajdonostársak, a befektetők érdekeinek kell elsődlegesen kielégülnie a kölcsönös függés kapcsán: a befektetők rövidebb távú tulajdonlása elengedhetetlen az alapító hosszú távú céljainak eléréséhez, mivel a befektetők jelenléte teszi lehetővé azt, hogy elegendő tőke és megfelelő vállalatvezetési tapasztalat valamint piacismeret álljon rendelkezésre a hatékony működéshez és a növekedéshez. Az alapító hosszú távú céljai egyes esetekben ütközhetnek a rövid időn belüli nyereségessé tételt elősegítő lépésekkel, de az alapító számára a befektetők megnyerése és számukra történő értékteremtés az alapja hosszú távon a továbblépésnek. Rövid és hosszú táv közötti trade-off nem feltétlenül jelentkezik, hiszen a befektető nem csupán a növekedésben, de a minőségi, értékteremtő növekedésben (qualitative growth) érdekelt, magas hozamok realizálása érdekében. Az értékteremtő módon történő növekedés kiváltképpen fontos akkor, ha szakmai befektetőnek tervezi továbbadni a céget, hiszen a szakmai befektetők elsősorban a meglévő vállalatukkal létrejövő hosszú távú sinergiákat árazzák be. A rövid és hosszú táv közötti átváltás lényege ott jelentkezhet, hogy a befektető csak addig érdekelt az értékteremtésben, amíg jelen van a vállalatnál, az alapítónak, aki az állandóságot képviseli a tulajdonosszerkezeti átalakulás során, ez alatt a befektetési időszak alatt arra is megoldást kell találnia, hogy a befektető távozása milyen erőforrásokat von el a vállalkozástól, és ezeket hogyan pótolja.

A különböző tulajdonosok kapcsán változik a belépés időpontja, és a tulajdonosokat csoportosítani lehet aszerint, hogy a vállalati életciklusnak melyik fázisában érdekeltek beszállni a vállalkozás finanszírozásába. Ezt az életciklus görbe két tengelyén levő értékvezérlők jól jellemzik: a vállalkozás érettségi foka (működési kockázat, piaci pozíció, ismertség, stb.), valamint a növekedési kilátásai fogják meghatározni, hogy a különböző preferenciákkal rendelkező befektetők mikor lépnek be. Ezek a dimenziók determinálják azt is, hogy a befektető céljai szerint milyen fejlesztési irányokat tűznek ki.

Szintén különbséget kell tenni a tulajdonosok között a befektetés időtávja szerint: a tulajdonosok nem csak az érettség különböző szakaszában lépnek be, de a növekedési ütemtől függően eltérő ideig is tartják befektetéseiket a vállalatban. Egy nagy növekedésű időszakban, korai fázisú (esetleg magvető) befektetések esetén nagy kockázatot vállal fel a befektető, amiért cserébe magas hozamot is vár el. A vállalkozás érettségével a növekedési ütem és az így elérhető hozam is csökken,

így a kockázati befektetőnek nem érdemes hosszabb időtávon a vállalathoz kapcsolódni. Egy későbbi, érett szakaszban jelen levő szakmai befektetővel kapcsolatban ennek ellenkezője állítható: az ő befektetése esetén a szinergiák jövedelemgeneráló hatása hosszabb távon aknázható ki, ami miatt neki pedig nem éri meg hamarabb kilépni a tulajdonosi körből.

9. TULAJDONOSSZERKEZET ÁTALAKULÁSA A GYAKORLATBAN - NANUSHKA

A dolgozat első felében bemutatott fogalmak és elméleti keret alapján a 7. és 8. fejezetben bemutatott egy lehetséges tulajdonosszerkezeti fejlődést, és hogy hogyan idézik elő a változást az adott életszakaszra jellemző értékvezérlők és befektetési formák. Most mindezt egy olyan fiatal vállalkozáson illusztrálom, ami a közelmúltban egy ilyen átalakuláson ment át: a Nanushka International Zrt egy 1,6 millió dolláros tőkebefektetésről és további 1 millió dolláros hitelkeretről állapodott meg a PortfoLion által kezelt OTP kockázati tőke alappal, 2012 tavaszán. Az esetet 2013 márciusában készített interjúk alapján állítottam össze, amiket a Nanushka részéről Etropolsky Róbert ügyvezetővel, a PortfoLiontól pedig Detrekői László befektetési igazgatóval készítettem (az interjúkérdések vázát tartalmazza az 1. és 2. számú melléklet).

9.1. ALAPÍTÁS, VALAMINT A BEFEKTETÉS ELŐTTI IDŐSZAK

A Nanushka divatmárkát Sándor Szandra alapította. Londonban folytatott divattervezői tanulmányai után első kollekciójával 2006-ban jött ki Budapesten. Nanushka márkanév alatt kezdte meg egyedi ruhák és kiegészítők gyártását, hazai és nemzetközi piacra egyaránt. A kis családi vállalkozás három fővel, családi finanszírozási háttérrel indult, de az első kollekciót követően gyors növekedésnek indult, és minden bejövő tőke visszaforgatásra került, szezonról-szezonra ebből létrehozva a következő kollekciót. A növekedés viszont nagyobb ütemben gyorsult, mint ahogy a visszaforgatható eredmény nőtt, így lyukak keletkeztek a finanszírozásban. Ehhez jelentősen hozzájárult, hogy 2009-ben a márka nemzetközi terjeszkedésnek indult, ami még jobban megnövelte a vállalkozás működőtőke igényét.

Etropolsky Róbert, a Nanushka ügyvezetője szerint nem lehetett úgy fenntarthatóan növekedni, hogy közben szezonról-szezonra ideiglenes finanszírozási forrásokat kellett keresni. A nemzetközi márkaépítés pedig nagyobb befektetést igényelt annál, mint ami családi-baráti körben előrhető lenne, professzionális befektetőre volt szükség.

9.2. A BEFEKTETÉSI DÖNTÉS

A megfelelő befektető megtalálása nehéz feladatnak bizonyult. A keresés fázisát mind a vállalkozó, mind a kockázati alap oldaláról is érdekes megvizsgálni. A Nanushka csapata olyan befektetőt keresett, aki mellett továbbra is szabad kezet kapnak a szakmai kérdésekben. Több olyan sikertelen próbálkozáson voltak túl, ahol már az egyeztetések elején kiderült, hogy a pénzügyi befektető szakmai kérdésekben is beleszólást akar, így ezek mind zsákutcába futottak. A PortfoLion viszont partner volt ebben az elképzelésben, sőt: kifejezetten olyan befektetési lehetőséget kerestek, ahol a

befektetést élvező vállalatot egy szakmailag hiteles csapat vezeti. Az ő szemszögükből ez volt a Nanushka csapatának egyik legnagyobb erőssége: pontos, valós szakmai elképzelésekkel rendelkeztek, tisztában voltak azzal, hogy mely területekhez értenek és miben van szükségük erősítésre. Másik érv volt a befektetés mellett, hogy már ekkor az árbevétel jelentős része (70-80%-a) exportból származott. Ez azért elsődleges, mert egy ebben a szegmensben működő cég csak a hazai piacra koncentrálna nem lenne képes olyan magas megtérüléseket hozni, mint amilyeneket egy kockázati befektető elvár (25-30%). Ugyanakkor a Nanushkába való befektetés ellen szólt, hogy az iparág teljesen eltért a PortfoLion korábbi befektetésitől, számukra ismeretlen és megfoghatatlan volt a szektor. A speciális piac miatt az üzleti modell alapos megértésére volt szükség a befektető részéről, és ezt nehezítette, hogy a Nanushka „nem csomagolta be befektetőbaráttá” az elképzeléseit. A szakmai tervek pénzügyi formába való öntése fontos lépés volt a tranzakció megkötése felé.

A befektetési döntés meghozatalakor a rendelkezésre álló pénzalap még nem „telt meg”, bőven volt lehetőség tőkebefektetésre. Így a Nanushkának nem más, versengő ötleteknél kellett jobb tervet benyújtania, hanem önmagában kellett bebizonyítania, hogy egy hiteles, ígéretes befektetési lehetőség. A befektetésre való előkészítés kulcseleme tehát egy komoly üzleti terv elkészítése volt. Ehhez már a PortfoLion nyújtott segítséget olyan formában, hogy üzleti tanácsadót szerződtetett ennek kidolgozására, ez az előkészítés három hónapot vett igénybe.

A befektetés típusát tekintve expanziós finanszírozás: a cél kifejezetten az exportértékesítések növelése mind értékesítési csatornák számának, mind az azokon zajló volumen szempontjából, ennek eszköze képpen pedig az erőteljesebb nemzetközi márkáépítés finanszírozása.

A befektetési megállapodáskor kulcskérdés, hogy a befektetőnek milyen területekre és mekkora befolyása lehet a működés során. A PortfoLion befektetési politikája alapján maximum 49%-ban vásárolja be magát a vállalatába, a Nanushka esetében is az alapító maradt a többségi tulajdonos. Hivatalosan nincsen lefektetve, hogy milyen kérdésekben kell konszenzusos döntésnek születnie, ehelyett a szerződésben a működés sok területére kiterjedő vétőjogokkal biztosítják a kisebbségi tulajdonos védelmét. Így a gyakorlati végeredmény az, hogy minden döntést úgy hoznak meg, hogy az megfeleljen az alapító és a befektető elképzelésének is, ez a közös munka alapja. Azt sem szabad elfelejteni, hogy ez egy kreatív iparág, a tervezőnőre épül a vállalat, mivel az ő szellemi terméke a kulcsforrás. Márpedig ha a működés során olyan döntések születnének, amik ellenkeznek az ő szakmai-kreatív elképzeléseivel, az az ő motiváltsága ellen hatna és ezáltal gátolná a vállalkozás sikerességét is. A PortfoLion és a Nanushka között kötött szerződésben lefektették, hogy a befektető nem avatkozik a márká arculatát érintő kérdésekbe, viszont a másik oldal garanciát vállalt arra, hogy a tervezőnő nem szállhat ki az üzletből a befektetési időszak alatt.

9.3. MŰKÖDÉS AZ ÚJ TULAJDONOSSAL

Az iparági sajátosságok miatt a vállalkozás finanszírozása nagyon erős szezonalitást tükröz. Egy divatcég évente két kollekciót dob piacra: az őszi-téli illetve a tavaszi-nyári időszakra. Egy kollekció megtervezése kb. egy évvel azelőtt kezdődik, hogy az kapható lenne az üzletekben. A tervezés outputjaként létrehozott mintadarabok a szezonális vásárokon, fashion week-eken kerülnek bemutatásra. Ezután érkeznek be a megrendelések, ami után megkezdődik a gyártás, majd a disztribúció. Mivel ebben az értékláncban a termelés és az árbevétel nem egyenletes, a termék tervezésétől a fogyasztóhoz való eljutásáig tartó ciklusok pedig átfedésben vannak, a működőtőkeigény koncentráltan jelentkezik bizonyos időszakokban. Ezeknek a szezonális csúcsoknak a finanszírozására kapta a Nanushka az egymillió dolláros hitelkeretet, áthidalva ezzel az egyik olyan tényezőt, amely eddig akadályozta a növekedését.

A befektetés hasznosulása nyomán a vállalatnál megemelik a költség szintet, ami leginkább a sales büdzsé ugrásszerű megemelését, a terjeszkedés költségeit, valamint egy professzionális menedzsment személyi jellegű ráfordításait jelenti. Várhatóan ez növeli majd a forgalmat, tehát az említett költségtételek fontos értékvezérlők a vállalat működésében, és az a cél, hogy az általuk megnövelt árbevétel minél előbb fedezni tudja a megemelt költségeket, vagyis a befektetés összegét.

Ezzel a PortfoLion lehetővé teszi az alapító tervező számára azt a professzionális finanszírozást, aminek köszönhetően a szakmában létfontosságú eseményeken, fashion week-eken egyre jobban szerepelhet, ami több megrendelést eredményez. Az iparág sajátossága, hogy az ehhez hasonló költségek csökkentése nem a hatékonyságot növeli, hanem pont a versenyelőny ellen hatna. Ezért a minőségi divatanyagok, lookbook-ok létrehozása, és a rangos divateseményeken való magas színvonalú reprezentálás költségei mind a megnövelt sales-büdzsé részét képezik, a vállalat versenyképességének megőrzése érdekében.

A kockázati tőkebefektetések fontos jellemzője, hogy nem csupán tőkét juttatnak a vállalkozásoknak, hanem más, nem pénzügyi erőforrásokat is. A Nanushka esetében a pénzügyi erőforrásokon kívüli tőketranszfer kérdése azonban az iparág specifikumai miatt nehézkes, a befektető híján van szakmai kapcsolatoknak vagy divatipari ismereteknek. Amiben a PortfoLion nagy segítségére tudott lenni a Nanushkának, az sokkal inkább egy általános gazdasági szemlélet kialakítása a menedzsmentben.

A teljes befektetési összeg folyósításának mindig feltételeket szab a befektető. Ennek motivációs és pénzügyi oka is van: a következő részlet folyósításához a vállalkozó ösztönözve van a kitűzött teljesítménycélok folyamatos elérésére, másrészt pedig a befektető részéről nem lenne racionális alacsony kamatozású betétszámlán tartani a felhasználásra még nem kerülő összeget. A Nanushka esetében a folyósítás a forgalom növekedéséhez (árbevétel illetve EBITDA alakulásához) van köt-

ve. Az első két folyósítási részletre viszonylag gyors egymásutánban került sor a működés szezonálitása miatt időszakosan megugró készpénzigény miatt, olyannyira, hogy második részlet esedékeségekor még nem volt lehetőség arra, hogy a befektető eredményhez kösse annak kiutalását. A következő, őszi kollekció teljesítménybeli mérföldköveit azonban már a tavaszi-nyári kollekció forgalmának alakulásához tudják igazítani.

Ha a vállalkozás nem tudja hozni az elvárt mutatókat, az még nem jelenti automatikusan azt, hogy elválnának útjai a befektetőtől. Ha például az árbevétel nő, csak nem az elvárt mértékben, a befektetőnek inkább megéri rugalmasabbá tenni a befektetési időtávot, mert így még mindig megtérülhet a befektetése, csak később, és így a pénz időértéke miatt valamivel kisebb mértékben.

9.4. EXITOPCIÓK, JÖVŐRE VONATKOZÓ VÁRAKOZÁSOK

A befektető oldaláról már az elején tisztázni kell a befektetés realizálásának körülményeit, vagyis a szóba jöhető exiteket. A gyakorlatban a Nanushkánál nem a konkrét exitlehetőségeket, hanem a kilépés feltételeit fektette le a két fél. Detrekői elmondása alapján a befektető és a vállalkozó általában együttértékesítési kötelezettséget köt ki, hiszen a tulajdonosi részesedések jelenlegi megoszlásával nehéz lenne részeiben értékesíteni a vállalatot. Ilyen, szerződésben rögzített biztosíték a drag-along jog, amely segítségével a többségi tulajdonos arra kényszerítheti a kisebbségi tulajdonost, hogy vele együtt értékesítse részesedését, kompenzációképpen a többségi tulajdonosnak ugyanazokat a feltételeket kell biztosítania a kisebbségi tulajdonos számára is. Így a drag-along jog a többségi tulajdonos védelmét szolgálja. Ezzel szemben a tag-along jog a kisebbségvédelmi eszköz az ilyen befektetések esetén: ha a többségi tulajdonos eladja részesedését, a kisebbségi tulajdonos is jogosult csatlakozni hozzá és arányosan részesedni az eladásból. (Köváry, é.n.) Ezen kitételek mellett a vállalat értékesítésének van pénzbeli (mekkora eladási összeg felett? milyen vállalati teljesítmény elérése után?) és időbeli (mekkora időtáv után?) korlátja is.

A valóságban is elképzelhető exitopciókról egyelőre kevés információ látszik, még a befektetési időtáv elején tart a vállalat. A befektető jelenleg kb. 50% esélyt lát arra, hogy a kivásárló egy szakmai befektető legyen, mint például egy több márkát birtokló divatház, amely bővíteni kívánja portfólióját. Pénzügyi befektető beszállásának 25-30% esélyt adott, de ezt tapasztalatai alapján csak szakmai menedzsmenttel megtámogatva tartja elképzelhetőnek, egy szakmai tanácsadó alkalmazása pedig csak akkor éri meg a pénzügyi befektetőnek, ha olyan magas hozamra számíthat, hogy ennek a magas költségei is megtérüljenek. Elképzelhetőnek tartja azt is, hogy az alapító visszavásárolja a PortfoLion részesedését, éppen azért, mert mivel az üzletfejlesztési terveik nagyon személyre szabottak, nehéz új befektetői preferenciákkal összeegyeztetni, de ennél a scénárionál valószínűbb, hogy találnak olyan befektetőt, aki magasabb árat ajánl a cégért.

Az exit felé haladva, amikor a befektetés megtérülésének alakulása indokoltá teszi, a befektető egy nagy iparági tapasztalattal rendelkező tanácsadót hozna a vállalathoz, hogy megfelelően felkészítsék az exitre, és így a lehető legmagasabb tulajdonosi értéket realizálhassák ezen keresztül. Egy ilyen szakmai tanácsadó vállalathoz való csatlakozása a megfelelő időpontban nagyban segíthet a legjobb exitopció megtalálásában. A megfelelő időzítés ebben a kérdésben azért fontos, mert egy bizonyos árbevétel alatt nem éri meg bevonni egy iparági szakértőt, túl költséges lenne. Azonban túl sokáig sem szabad ezzel várni, mert egy ilyen szakértő jelenléte jelentősen felgyorsítja a növekedést. Az erre alkalmas divatipari szakemberek köre ilyen szempontból viszonylag szűk, de a befektető kapcsolatrendszere nem ezen a téren kiterjedt, ezért a megfelelő iparági tanácsadó megtalálásában erősen támaszkodnia kell az alapítóra és a vállalkozás menedzsmentjére.

A vállalkozói oldalról a befektetési időszak lezárása még kevésbé látszik tisztán, a menedzsment jelenleg bármit elképzelhetőnek tart, még minden az elkövetkezendő évek üzleti alakulásának a függvénye. Azonban az látszik, hogy a márka jó alap lehet egy szakmai befektetéshez. Etropolsky szerint az üzlet túl dinamikusan nő jelenleg ahhoz, hogy hosszú távra lehessen tervezni, a jövő célkitűzéseit inkább abban látja, hogy akkor lehetnek a legsikeresebbek, ha a boltok mennyiségét és minőségét egyszerre képesek növelni. Ez az iparágban azt jelenti, hogy minél több és jobb nevű department store-ban tudjanak szezonról-szezonra jelen lenni, és ezáltal egy közepes méretű, nemzetközileg ismert márkává fejlődni.

9.5. KÖVETKEZTETÉSEK A NANUSHKA PÉLDÁJÁBÓL A TULAJDONOSI ÁTALAKULÁSRA

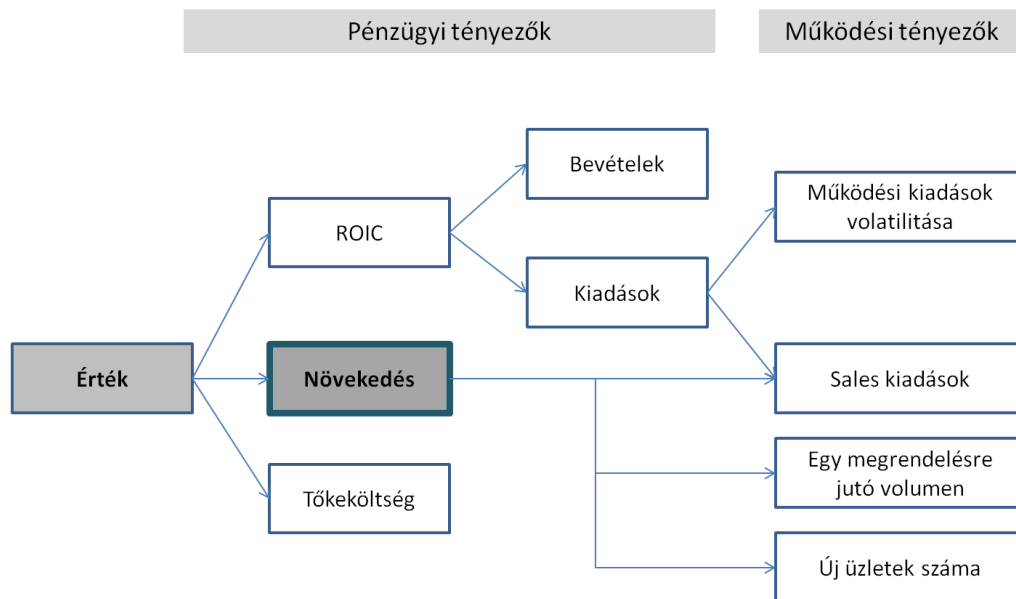
Az eset bemutatásának célja az volt, hogy összegyűjtsem azokat a szempontokat, ami miatt egy expanziós befektetést nyújtó kockázati tőkések *a legjobb belépő tulajdonos* a Nanushka jelenlegi életszakaszában, és hogy *miért működőképes* a jelenlegi tulajdonosi szerkezet.

A Nanushka az intenzív növekedés fázisában van. Rövid múltjához képest jelentős árbevétellel és jól működő disztribúciós csatornákkal rendelkezik. Ez teszi lehetővé, hogy a kockázati tőkének ne az alapvető üzleti folyamatok felépítésére kelljen koncentrálnia, hanem a növekedés robbanásszerű felgyorsítására allokálhassák az erőforrásokat.

Az, hogy a jövőt tekintve se a befektető, se a vállalkozó nem tudott pontos előrejelzést adni, egybeesik azzal az állítással, hogy a vállalati életciklus előrehaladásával jellemzően nő a tervezhető időtáv hossza az érettség időszakáig, majd a hanyatlás során újra bizonytalanabbá válnak a kilátások. Tehát a felgyorsuló növekedésből adódik, hogy a menedzsment csak rövidtávra tud előre tervezni.

Ezek alapján, az intenzív növekedés időszakában történő tervezéshez különösen fontos az értékvezérlők azonosítása a stratégiai célkitűzések során. A 4.sz. ábrán egy lehetséges értékvezérlő fa sé-

máját vázoltam fel, amelyben kiemeltem, hogy az időszak legfontosabb pénzügyi értékmérője a növekedési ütem, ennek a működési értéktényezőkre való lebontása bemutatja, hogy a tervezés során kiemelten kell kezelni a működőtőke folyamatos rendelkezésre állását (likviditást), az értékesítési költségek alakulását (mivel a sales kiadások elengedhetetlenek a versenyképesség fenntartásához), valamint a növekedés két összetevőjét: az új üzletekben tudnak árúsítani, valamint egy üzlettől mekkora megrendelés érkezik. Az életciklus jelenlegi szakaszában ezeknek a tényezőknek a fejlesztése járul hozzá legjobban a tulajdonosi értékteremtéshez.



4. ábra: A Nanushkára felírt egyszerűsített értékezőlő fa. Saját koncepció

A másik vizsgált szempont az új tulajdonosi konstrukció működőképességére vonatkozott. Ennek legfontosabb elemét a feladatkörök pontos lehatárolásában látom. A siker feltétele, hogy mindkét fél szabad teret kapjon a saját szakterületén, azaz a pénzügyekben és gazdálkodási kérdésekben illetve a divatszakra terén. Ehhez az egyes szereplőknek két dologra van szükségük: saját erősségeik és gyengeségeik pontos ismeretére és tudatos használatára, valamint az üzleti partner iránti bizalomra, kompromisszumkészségre. A szakma és pénzügyek összekapcsolását is elősegíti a fő értékezőlők megállapítására, priorizálására és a stratégia kialakítása során történő figyelembe vétele.

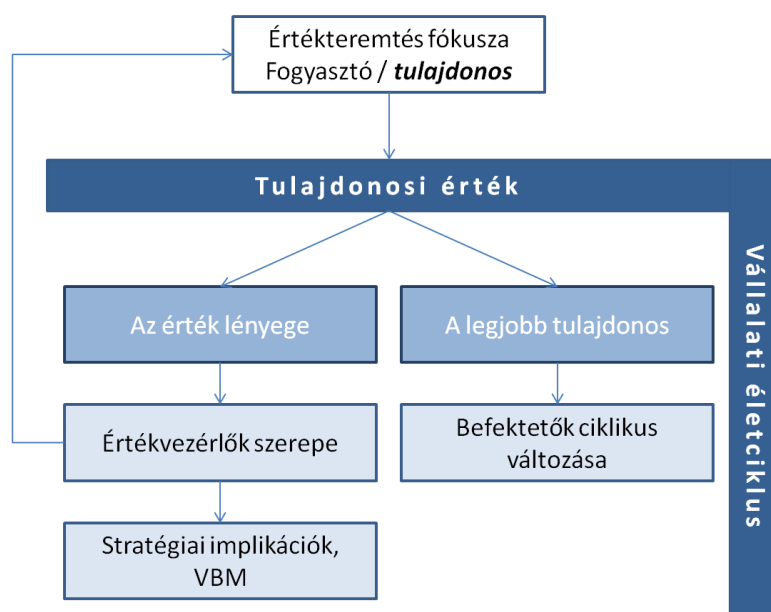
Az újdonsült tulajdonostársak egymásrautaltsága ott is jelentkezik, hogy a versenyelőny elsősorban a szakmai koncepción fog múlni, a „következetes színvonal és vízió” képviseléséért az alapító a felelős. Ezen alapul a növekedés, ez a mag, azonban ennek egyéb feltételeit (hatékony gazdálkodás és megfelelő tőke rendelkezésre állása) az új tulajdonos, a befektető szolgáltatja.

A szakmai és a befektetői feladatok elkülönítése amiatt is kiemelendő, mert a befektető deklarálta csak a befektetési időtáv alatt érdekelt a vállalkozás értékteremtésében. Amíg a szakmai, minőséget első helyen tartó szemlélet sok esetben hosszabb távon térül meg, addig bizonyos szakmai el-

vek feladásával viszont agresszívabb terjeszkedés lenne megvalósítható. Ezért ha a vállalat értékremlésében rövidebb távon érdekelt befektető szabna szakmai mércét, előállhatna olyan helyzet, hogy az alapító elképzelései alulpreferáltak lennének a rövidtávú cash-flow termeléssel szemben. A Nanushka esetén a befektető is a szakmai minőség fenntartásában érdekelt, hiszen a továbbadásakor egy lehetséges szakmai befektető ennek besúlyozásával fogja megbecsülni a vállalkozás jövőbeli pénzáramlásait.

10. ÖSSZEFOGLALÁS

Dolgozatomban arra kerestem a választ, hogy hogyan változik a tulajdonosi értékteremtés a vállalati életciklus egyes szakaszaiban, attól függően, hogy mi az éppen legideálisabb tulajdonosi-befektetési forma a vállalkozás szempontjából. A dolgozat első részének, elméleti felépítések gondolati keretét az 5.sz. ábra tartalmazza. A téma tárgyalását az értékteremtés fókuszának tulajdonosi értékteremtésre való szűkítésével kezdtem, ezt kibontva folytattam a tulajdonosi érték négy sarokkövének bemutatásával Koller et al. 2011-es könyve alapján.



5. ábra: A dolgozat elméleti kerete. Saját koncepció

Az érték sarokkövei közül kiemeltem az érték lényegét, amit az értékvezérlők szerepén keresztül a vállalati stratégia értékteremtő képességére is vonatkoztattam. Az értékvezérlők bemutatása egyfajta feloldásként is szolgált a dolgozat vitatott kiindulópontjára, azaz hogy milyen irányú a kapcsolat a tulajdonosi és fogyasztói értékteremtés között.

A dolgozat második részében az érték másik kiemelt sarokkövének, a legjobb tulajdonos koncepciónak az értékteremtésre gyakorolt hatását boncoltam, az életciklus függvényében. Bemutattam, hogy melyik tulajdonos típus jellemzően mikor lép be a vállalat életébe, milyen időtávon van jelen, hogyan teremthet számukra értéket a vállalat és mit nyújthatnak ők a cégnek, vagyis mi mozgatja a befektetők körforgását, a tulajdonos szerkezet változását.

Ezt a koncepciót végül egy, a divatiparban működő innovatív hazai start-up cég, Nanushka példáján át mutattam be. A példa relevanciáját az adta, hogy a vállalkozás életébe nemrégiben lépett be

egy kockázati tőkebefektető, így pontosan az életciklusának egy olyan pontján jár a vállalat, ami a tulajdonosi szerkezet átalakulását igényelte a vállalkozás fejlesztése érdekében.

A dolgozat továbbfejlesztési pontja lehetne egy olyan eset bemutatása, ahol egy hasonló befektetési múlttal rendelkező vállalat egy következő tulajdonosszerkezeti átalakulási ponton van túl, sikeres tőzsdei exitet hajtottak végre a közelmúltban. A megfelelően alátámasztó példa megtalálása azért nehézkes, mert Magyarországon ritkák a sikeres tőzsdei exitek. Azonban jelenleg tőzsdei ki lépésre történő előkészítés alatt áll a Waberer's logisztikai kft, a bevezetés után ez a példa a dolgozat továbbfejlesztéséhez szolgálhatna egy aktuális esettanulmányként.

IRODALOMJEGYZÉK

Szakirodalom

- Becker, P. – Turner, A. – Varsányi, J. – Virág, M. (2005): Értékalapú stratégiák. A pénzügyi teljesítmény értékalapú menedzsmentje, Akadémiai kiadó, Budapest
- Black, A. – Wright, P. – Bachman, J.E. - Davies, J. (1999): Shareholder value – Részvényesi érték: az értékközpontú vállalatirányítás. KJK-Kerszöv, Budapest
- Chikán, A. (2003): A kettős értékteremtés és a vállalat alapvető célja. Vezetéstudomány, Vol.14, Issue: 5, pp. 10-12.
- Chikán, A. (2008): Vállalatgazdaságtan. Aula kiadó, Budapest
- Chikán, A. – Czakó, E. – Kazainé Ónodi, A. (2006): Gazdasági versenyképességünk vállalati nézőpontból . BCE Versenyképesség Kutató Központ, Budapest
- Damodaran, A. (2005): Befektetések értékelése. Panem kiadó, Budapest
- Donaldson, T. - Lee E. Preston, L. E. (1995): The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. The Academy of Management Review, Vol. 20, No. 1, pp. 65-91
- Koller, T. – Dobbs, R. – Huyett, B. (2011): Value. The Four Cornerstones of Corporate Finance, McKinsey and Co., John Wiley and Sons Inc., Hoboken, New Jersey
- Koller, T. – Goedhart, M. – Wessels, D. (2005): Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies, McKinsey and Co., John Wiley and Sons Inc., Hoboken, New Jersey
- Fama, E. F. – Jensen, M. C. (1983): Separation of Ownership and Control. Journal of Law and Economics, Vol. 26, No. 2 (Jun., 1983), pp. 301-325
- Frang, Géza Attila - Kovács, Dávid (2012): A kockázati- és magántőke befektetések vállalatirányításra gyakorolt hatásai. TDK dolgozat, BCE, Vezetés és szervezés, kontrolling szekció.
- Granlund, M. - Taipaleenmäki, J. (2005): Management control and controllership in new economy firms: a life cycle perspective. Management Accounting Research, Vol.16, Issue 1, March 2005, pp.21–57
- Miller, D. – Friesen, P.H. (1983): Successful and Unsuccessful Phases of the Corporate Life Cycle. Organization Studies (Walter de Gruyter GmbH & Co. KG.); 1983, Vol. 4 Issue 4, pp. 339-356

Rappaport, A. (2002): A tulajdonosi érték. Útmutató vállalatvezetőknek és befektetőknek, Alinea kiadó, Budapest

Források

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

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

Internetes források

Kőváry, I. Dr (é.n.): Kisebbségi jogok védelme befektetésekkel esetén.

Letöltés: http://www.investlife.hu/index.php?:=hu134-A_kisebbs%E9gi_jogok_v%E9delme, 2013.13.20.

Pozin, I. (2012): 10 Greatest Industry-Disrupting Startups of 2012, Forbes Magazine Online

Letöltés helye és ideje: <http://www.forbes.com/sites/ilyapozin/2012/07/19/10-greatest-industry-disrupting-startups-of-2012/>, 2012.12.08.

McKinsey Quarterly (1994): What is Value Based Management?

Letöltés helye és ideje: http://mkqpreview1.qdweb.net/What_is_value-based_management_59 2013.03.22.

MELLÉKLETEK

1. MELLÉKLET:

Interjú vázlat

Interjúalany: Etropolsky Róbert

Ügyvezető, Nanushka International Zrt

Interjú időpontja: 2013.03.15.

-
1. A kockázati tőkebefektetés előtt milyen forrásokból finanszírozta magát a vállalat?
 2. Hogyan merült fel annak a lehetősége, hogy kockázati tőkét vonjon be a vállalkozás?
 3. Milyen feltételeket szabott a befektető?
 4. A tulajdonost mi motiválta abban, hogy elfogadja a feltételeket?
 5. Milyen időtávra szól a befektetés?
 6. Hogyan tervezi kilépését a kockázati befektető?
 7. Milyen előkészítést igényelt a vállalkozás részéről a tőkeinjekció?
 8. Mit adott hozzá a befektető a vállalkozás működéséhez a tőkén kívül? Hogyan vesz részt a vállalat életében?
 9. Mik a tulajdonos hosszú távú céljai? Mik a célkitűzései a befektető „távozása” után?
 10. Milyen változás történt a vállalkozás teljesítményében a befektetés óta? Milyen mérőszámokat jelöltek ki a vállalkozás növekedésében, sikerült-e tartani ezeket?
-

2. MELLÉKLET:

Interjú vázlat

Interjúalany: Detrekői László

Befektetési igazgató, PortfoLion Zrt.

Interjú időpontja: 2013.03.14.

-
1. Mi mozgatta a belépést a Portfolion részéről?
 - a. Milyen a jó csapat, amibe érdemes befektetni?
 - b. Mik voltak a Nanushka előnyei és hátrányai?
 - c. Voltak-e a befektetési döntéskor versengő alternatívák?
 2. Hogyan ment végbe a tulajdonoszerkezet-átalakítás?
 - a. Milyen előkészítést igényelt a befektetés?
 - b. Milyen előzetes megállapodások születtek?
 - c. Mivel járul hozzá a Portfolion a Nanushka működéséhez a tőkén kívül?
 3. Sikerkritériumok
 - a. Milyen mérföldköveket szabtak, milyen időtávon kel ezeket teljesítenie a Nanushkának?
 4. Jövő
 - a. Milyen exitopciókat látnak a Nanushka esetén, hogyan készítik fel a vállalatot?