

## LUDÁNYI ARNOLD

## A tőkeerő és az alapítói háttér hatása a kockázatitőke-szervezetek befektetési magatartására – II.

A kétrészes tanulmány a kockázatitőke-ágazat befektetőszervezeteinek egyes csoportjait hasonlítja össze. Empirikus módszerrel vizsgálja az alapítói háttér és a tőkeerő feltételezett hatásait a magyar kockázatitőke-szervezetek magatartási jellemzőinek alakulására. Az alább következő második rész a kockázatitőke-szervezetekről szóló kutatás eredményeit az első részben ismertetett elemzési keret szerint foglalja össze, górcső alá véve a döntési folyamat jellemzőit, a befektetési portfólió kezelését és értékesítését, a szervezeti jellemzőket (a tőkeszükségletet, a motivációs rendszert stb.) és a külső környezet megítélését. A tanulmányt a kutatási kérdés szempontjából lényeges következtetések, majd az összefoglaló megjegyzések zárják.

### Az empirikus kutatás eredményeinek összefoglalója

Az esettanulmányok alapján a vizsgálatba vont szervezetek (felsorolásukat lásd az előző rész 6. táblázatában<sup>1</sup>) mindegyike megfelelt a kutatás során használt munkadefiníciónak, amelynek értelmében kockázatitőke-befektetőnek tekintettük azt az alapkezelőt vagy társaságot, amely

- hosszabb távra tőzsdén nem jegyzett vállalatokba fektet be,
- befektetési során megteremti a tulajdonosi beavatkozás és részvétel lehetőségét,
- elsődleges célja árfolyamnyereség realizálása a befektetés értékesítése révén.

A felkeresett cégek közül sajátos vonásokat leginkább a Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt. tőkefinanszírozási gyakorlata mutatott. E társaság „zárt befektetési konstrukciójának” fő jellemzője, hogy már a szerződés időpontjakor rögzítik a kivásárlás várható dátumát és árfolyamát,

<sup>1</sup> A vizsgálatban szereplő szervezetek:

Alapítói kör	Méret	
	5 millió dollár alatt	15 millió dollár felett
Nemzetközi intézményi befektetők	Hungarian Innovative Technology Fund (HITF)	Róna és Társai Rt. Bancroft Advisors
Banki forráshátterű szervezetek	Venture Capital Hungary	ABN Amro Capital Kft.
Hazai magánbefektetők	Eclipse Rt.	Dunaholding Rt.
Állami forráshátterű szervezetek	Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Társaság, Corvinus Rt.	–

továbbá a részesedésszerzést tulajdonosi hitellel kombinálják. Az ügylethez kapcsolódó biztosítékok gyakorlatilag megegyeznek a banki fedezetekkel. Ezek miatt a regionális fejlesztési társaság által alkalmazott tőkefinanszírozás a hitelfinanszírozáshoz közelít. Ezért gyorsabb, rugalmasabb döntési struktúra, kisebbségi tulajdon és a vállalatok gazdálkodásába való beavatkozás tudatosan vállalt mellőzése jellemzi. Így a társaság számára nem is vonzó egy olyan vállalat, amely hosszabb ideig csak fejlesztésre költ, és aztán kiugró árfolyamnyereséggel lehet eladni. Ez lényeges eltérés az összes többi vizsgált szervezethez képest.

Mivel a Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt. finanszírozási gyakorlata a többi regionális fejlesztési társaság esetében is jellemző, ezért a regionális fejlesztési társaságokat óvatosan kell kezelni az empirikus kutatásokban. Különösen az olyan kérdőíves elemzéseknél, ahol esetleg nem is artikulálódnak ennek a sajátos tőkefinanszírozási modellnek az alapvető jellegzetességei (például *Aylward* [1997]).

### *A döntési folyamat vizsgálata*

**A befektetési lehetőségek keresésével** kapcsolatban az esettanulmányok az informális, személyes kapcsolatok jelentőségét, a „szájhagyomány útján” terjedő információk fontosságát hangsúlyozták. Ez egyrészt az informális keresési módszerek túlsúlyát jelenti. Másrészt a kapcsolatrendszeren keresztül érkező befektetési javaslatok valószínűleg „értékesebbek” is. Feltételezhető, hogy a referenciákkal, ajánlásokkal megerősített ajánlatok közül az elfogadási arány magasabb, bár ezt vizsgálatunk empirikus úton nem támasztotta alá.

Aktívabb, a már meglévő kapcsolatrendszer keretein célirányos marketingtevékenységgel túllépő magatartást a kockázatitőke-szervezetek indulásának éveiben (HITF, Venture Capital Hungary BV), illetve a Bancroft Advisors és a Corvinus Rt. esetében találtunk. A nagy regionális kockázatitőke-társaság, a Bancroft esetében sajátos, hogy projektkeresési aktivitása néhány kiemelt nagyvállalatra korlátozódik (Mol, TVK stb.). A Corvinus esetében az aktívabb fellépést az indokolta, hogy az elmúlt egy-két évben a társaság a tőkeemelés megelőző periódusban volt. A befektetési források viszonylagos korlátozottsága nagyobb szervezeti kapacitást hagyott a kapcsolatrendszer építésére, a társaság népszerűsítésére, az 1998-as stratégiaváltás mögötti gazdaságpolitikai megfontolások kommunikációjára.

A fenti eredmények alapján, a *Tyebjee–Bruno* [1984] által ajánlott csoportosítás, amely szerint a kockázatitőke-társaságok *aktív vagy passzív keresési stratégiát* követnek, a jelenlegi kutatás eredményei alapján leegyszerűsítő. Egyrészt az aktívabb társaságok esetében is a két keresési stratégia keveredése volt megfigyelhető. Másrészt a keresési aktivitás időben változó. Védhetőnek látszik ez az állítás azért is, mert a sikeres befektetések PR-hatása, a portfólióvállalatok kapcsolatrendszere, a kockázatitőke-befektető piaci ismertségének növekedése önmagában is növeli a projektgeneráló képességet. A keresési aktivitás alapesetben valószínűleg a kockázatitőke-társaság életgörbéjéhez igazodik. A működés kezdetekor bizonyos fokig kényszer lehet az aktívabb keresési fellépés, a futamidő végéhez közelítve, a kihelyezhető tőke volumenének csökkenésével pedig az alapvetően aktívabb keresést folytató szervezetek is passzívvá válhatnak. A kezdeti aktívabb keresés szükségességét azonban csökkentheti, ha a tulajdonosi háttér, a tőkeerő, a frontemberek imázsa már az induláskor is jelentős kapcsolatrendszert mozgósít. Az elmondottakból adódó módszertani következtetés, hogy a jellemző keresési stratégia megítélésének statikus, pillanatfelvételszerű vizsgálata megkérdőjelezhető következtetésekre vezethet.

A vizsgált szervezetek *projektgeneráló képessége* jelentős eltéréseket mutat (*1. táblázat*). Éves átlagban a kockázatitőke-befektetők látókörébe 30 és 150 befektetési lehetőség

kerül. A felmérés igazolni látszik *Bygrave–Timmons* [1992] állítását, amely szerint a tőkeerő hatást gyakorol a projektgeneráló képességre. Ez alól kivétel a HITF, ahol az eltérést a komoly tőkeerejű Magyar–Amerikai Vállalkozási Alap „közelsége”, illetve a technológiai orientáció indokolhatja, valamint a Dunaholding, ahol jelenleg nem tűnik elsődleges célnak a portfólió dinamikus bővítése.

1. táblázat

A kockázatitőke-szervezetek projektgeneráló képessége alapítói kör és tőkeerő szerint\*

Alapítói kör	Tőkeerő	
	5 millió dollár alatt	15 millió dollár felett
Nemzetközi intézményi befektetők	100–120	100–150
Banki forráshátterű szervezetek	40–50	100–120
Hazai magánbefektetők	30	30–40
Állami forráshátterű szervezetek	30–40	nincs

\* Éves átlagban hány darab befektetési lehetőséggel foglalkozott a társaság.

A projektgeneráló képesség vizsgálatakor is felmerül az időbeli változás kérdése. Ezzel kapcsolatosan az a feltevés fogalmazható meg, hogy a külső feltételek változása hatást gyakorolhat arra, hogy hány befektetési lehetőség kerül a kockázati befektetők látókörébe, de ezek a ciklikus kilengések viszonylag mérsékeltek. A legnagyobb változásra a Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt. és a Dunaholding esetében találtunk adatot. A regionális fejlesztési társaságban az évente felbukkanó befektetési lehetőségek száma az elmúlt két-három évben 50-ről 30-40-re csökkent. Ennek feltételezett oka, hogy a mérséklődő kamatok és a vállalati belső források bővülése csökkenti a sajátos zárt finanszírozási konstrukció vonzerejét. A Dunaholding esetében az ügyletszám jelentős csökkenése a privatizáció lecsengésével és a cég stratégiai reorientációjával magyarázható. Más társaságok esetében az éves átlagos projektszám nagyobb kilengésére csak lefelé, az egyes alapok futamidejének lejártakor a kihelyezhető tőke volumenének csökkenése miatt lehet számítani.

Bár a nagyobb kockázatitőke-szervezetek esetében a kilencvenes évek második felében megnőtt a közvetítők szerepe a projektgenerálási szakaszban, de az e téren aktív bankok és tanácsadó cégek tevékenységének hatása az ügyletszám alakulásában nem mutatható ki. A közvetítők elsődleges célcsoportját jelentő nagyobb kockázati befektetők ügyletgeneráló képessége már e szereplők határozottabb fellépése előtt, a kilencvenes évek elején is hasonló nagyságrendű volt.

A felmérés eredményei szerint a befektetési lehetőségek első szűrőjét, az elsőként megjelenő döntési szempontokat a vállalati méret és a lehetséges részesedésnagysággal kapcsolatos lehetőségek jelentik. *Norton–Tannenbaum* [1993], valamint *Rhunka–Young* [1991] vizsgálatának eredményeitől eltérően jelenleg Magyarországon automatikus szelekciós kritériumként az ágazati megfontolások egyáltalán nem, az életciklussal kapcsolatosak pedig csak ritkán és akkor is csak az induló vállalkozások esetében jelennek meg. E feltevést a portfólióadatok is alátámasztják: általában a finanszírozási formák (reorganizációs, fejlesztési stb.) keveredése és széles ágazati spektrum figyelhető meg.

Az interjúk alapján úgy ítéltető meg, hogy az ágazati specializálódás nemcsak jelenleg nem jellemző, de ilyen stratégiai orientáció megjelenésére a jövőben sem lehet számítani. A hazai piac mérete ehhez nem elégséges. Markánsabb ágazati specializáció csak az „informális kockázatitőke-befektetők”, az „üzleti angyalok” (*angel investor*) esetében merülhet fel.

Szintén a magyar piac viszonylagosan kis méretéből fakad, hogy a kockázati tőkések számára nemcsak a méret, hanem az *értékesítés iránya* is fontos lehet. A nagyobb külföldi befektetők – deklaráltan vagy a portfólió összetételéből láthatóan – előnybe részesítik a célvállalatok exportorientáltságát, illetve az erre való törekvést.

Annak ellenére, hogy ágazati orientációt nem lehet kimutatni, bizonyos szektoroktól való tartózkodást igen. Ez kockázati befektetőnként eltérően alakulhat. A belső szabályzatok és a rossz tapasztalatok egyaránt fontosak lehetnek. Az esettanulmányok alapján lényegében csak az az általános megállapítás tehető, hogy a kockázati tőkések ingatlanba nem fektetnek, és a portfóliókban nemigen találtunk pénzügyi szolgáltatatói és mezőgazdasági jellegű kihelyezéseket (ide nem értve az élelmiszeripart) sem. Néhol szintén érzékeny terület a kereskedelem, más szervezetek viszont több ilyen jellegű befektetést is megvalósítottak.

A *vállalkozások életciklusával* kapcsolatban megfogalmazott nyílt tartózkodás csak a külföldi regionális alapnál jelent meg, amely nem fektethet árbevétel nélküli, tehát induló vállalkozásokba. Noha a többi szervezet ezt ennyire nyíltan nem vállalja, a legtöbben azonban hangsúlyozták az induló vállalkozásokkal kapcsolatos többletkockázatokat és a vállalati előélet hiányában fellépő értékelési nehézségeket.

Az induló vállalkozások megítélésénél hangsúlyosan jelennek meg a lehetséges részesedésmérettel kapcsolatos szempontok. A felmérés tapasztalatai szerint ma leginkább olyan induló vállalkozások juthatnak kockázati tőkéhez, amelyek esetében a fejlesztést viszonylag kis volumenű befektetéssel lehet elindítani, de az üzleti terv lehetőségei alapján később jelentősen nagyobb összeget is érdemes lesz invesztálni. Ilyen jellegű projektek felbukkanására leginkább a technológiaintenzív területeken és az internetes vállalkozások esetében lehet számítani. Sajátos módon nagyobb esély látszik az induló vállalkozások finanszírozására a nagy tőkeerejű, nagyobb kockázatviselési képességű kockázati tőke-szervezeteknél. E mögött az állhat, hogy az induló vállalkozás finanszírozásának esélyét növelheti, ha az ütemezett finanszírozás során az első és egyben legkockázatosabb kihelyezés relatíve kisebb arányú a teljes tőkeerőhöz és az adott projekt teljes befektetési volumenéhez viszonyítva. Ez alól kivételek lehetnek a nemrég induló kockázati tőke-jellegű inkubátorházak (például FastVentures), de ezek tevékenységéről jelenleg még keveset tudni.

A *méret szerinti* befektetési szándékot egyértelműen meghatározza az adott szervezet tőkeereje. Általános tapasztalat, hogy a befektetések alsó és felső korlátai által behatárolva, a legtöbb kockázati tőke-szervezet a nagyobb befektetésekre törekszik. Ez markánsan jelenik meg az Eclipse Rt. esetében, ahol a felső befektetési limit egyben a preferált részesedésmérettel is, valamint a HITF esetében, ahol a minimális befektetési szint 50 ezer dollár, de az átlagos befektetésméret eddig 400 ezer dollár körül alakult. A kisebb kockázati tőke-szervezetek közül ebben a tekintetben az egyetlen kivétel a speciális „zárt befektetési konstrukció” alkalmazó Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt., amely a 40 ezer és 400 ezer dollár befektetési intervallumon belül inkább a 40 ezer és 200 ezer dollár közötti projekteket részesíti előnyben.

A nagyobb nemzetközi és banki forrásháttérű társaságok szintén a nagyobb projekteket választanák szívesebben. Ebben a szegmensben azonban az erős verseny miatt nehezebb a kihelyezések többségét a felső befektetési limitek környékén megvalósítani. Ráadásul azok a cégek, amelyekbe 2000. évi áron 2-3 milliárd forintot lehetett kihelyezni, többnyire tőzsdén vannak, vagy multinacionális cégek érdekeltségi körébe tartoznak.

A nagyobb befektetésekre való törekvés indoklásakor a vizsgálatban részt vevő cégek azt a klasszikus érvelést említették, hogy egy ügylet tranzakciós költségét (döntés, kezelés, értékesítés) viszonylag kevésbé befolyásolja, hogy mekkora a kihelyezés nagysága.

Ha egy projekt megfelelő nagyságú tőke kihelyezésére kínál lehetőséget, és nem ütkö-

2. táblázat  
A befektetések minimális és maximális nagysága  
(ezer dollár)

A társaság neve	Minimum	Maximum
ABN Amro Capital Kft.	1000-2000	nincs felső határ
Bancroft Advisors	5000	15 000
Corvinus Rt.	60	400
Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt.	40	400
Dunaholding Rt.	n. a.	n. a.
Eclipse Rt.	n. a.	500
HITF	50	500
Róna és Társai	500	15 000
Venture Capital Hungary B.V.	200	400

zik sem ágazati, sem az életciklussal kapcsolatos kritériumokba, akkor a legfontosabb döntési szempont a *menedzsment megítélése*. Az empirikus felvétel során szinte az összes felkeresett szervezet elsődleges jelentőséget tulajdonított ennek a tényezőnek. A menedzsment szerepe a kockázatitőke-befektetők szempontjából Magyarországon különösen felértékelődik

- a piaci információs infrastruktúra viszonylagos fejletlensége miatt, valamint
- a kisebb méretű és
- az internetes vállalkozások esetében.

A *piaci információs infrastruktúra* relatív fejletlensége miatt a döntéshez szükséges információk többsége még a nagyobb cégek esetében is a menedzsmenttől származik. A *kisebb vállalkozások* esetében különösen növeli a menedzsmenttel kapcsolatos kockázatot, hogy a speciális cégismeret és a munkaerő-piaci kínálati korlátok miatt ebben a szegmensben nagyon nehéz a vezetőváltás. Az *internetes vállalkozások* esetében pedig gyakran sem előélet, sem árbevétel, de még működő – viszonyítási pontként szolgáló – üzleti modell sincs. Lényegében csak a menedzsmentről lehet véleményt alkotni.

A kockázati tőke számára kedvezőtlen, ha a cég „életforma” (*lyfe style*) vagy „családi” vállalkozás. Ezek tulajdonosi részesedéssel is bíró menedzsmentje nagy valószínűséggel nem hajlandó a vállalat eladására, ha tevékenységének folytatása veszélybe kerül. Szintén negatív hatása lehet, ha egy cég már a befektetés időpontjában magas szintű megélhetést biztosít a menedzsmenttulajdonosok részére, mert így csökkenhetnek a növekedésre való készletések. Nemcsak a túlzott involváció vezethet egy adott befektetés elvetéséhez, hanem az is, ha a menedzsment tagjai csak részidőben, nem teljes energiával kívánnak részt venni az általuk ajánlott üzleti elképzelés megvalósításában.

A menedzsment megítélése mellett más, klasszikusnak tekinthető szelekciós szempontok is felmerültek a döntési folyamatok vizsgálata során. Ezeket a *Hisrich–Jankovich* [1990] cikk is megfogalmazta:

- Milyen lehetőségeket rejt magában az üzleti terv, mennyire versenyképes az adott cég?
- Maga az ágazat felfutó-e?
- Milyen esély van a magas árfolyamnyereséggel való kiszállásra?

A kockázati tőke *döntési folyamat struktúráját* a korai empirikus vizsgálatok (*Wells* [1974], *Tyebjee–Bruno* [1984]), az egyes szervezetek által alkalmazott formalizált döntési fázisok elemzése és összehasonlítása felől közelítették. Felmérésünk eredményei alapján azonban a lényeg jobban megragadható, ha azt elemezzük, hogy mire vár választ a kockázati tőkés a

befektetés megvalósítása előtt. Ezeket a kérdéseket markánsan fogalmazta meg a Dunaholding igazgatója. Szerinte a befektetést megelőzően a legfontosabb annak eldöntése, hogy 1. vonzó-e az ötlet, 2. megnyerő-e az ember, 3. megvalósítható-e az ötlet.

Amikor a befektető arról dönt, hogy az ötlet vonzó (1.), illetve megvalósítható-e (3.), lényegében azonos, a fentiekben is felsorolt döntési szempontok (versenyképesség, ágazati környezet, kilépés és hozamkilátások) merülnek fel. E két fázis között alapvető eltérést jelent, hogy az első inkább intuitív, míg a másik formalizált. Az első szakaszban főleg a befektető személyes megítélése, előzetes tapasztalatai, gyors tájékozódása alapján születik válasz arra a kérdésre, hogy vonzó-e az adott projekt. Ha ezen az „intuitív” szinten megnyerő a befektetési ajánlat, és a menedzsment tagjai is elfogadható partnereknek bizonyulnak, akkor kerül sor a cég versenyképességének, az ágazati környezetnek és az egyéb tényezőknek a vizsgálatára – előre felállított sablonok szerint. Ez viszont már csak annak az ellenőrzésére szolgál, hogy jó volt-e az első megérzés.

Másként megfogalmazva: az ágazati, életciklus- és méretmegfontolások mérlegelése után a kockázati tőkés lényegében egy feltevést fogalmaz meg arról, hogy a fő döntési kritériumok (versenyképesség, ágazati környezet, hozam- és kilépési kilátások) alapján számára vonzó-e a befektetés. Ha a válasz igen, akkor csak a menedzsmenttel kapcsolatos fenntartások (2.) gátolhatják meg a formalizált döntési fázis elindítását, amikor lényegében már csak arra keresik a választ, hogy van-e az előzetes pozitív feltevést cáfoló tény, illetve megkérdőjeleződik-e a menedzsment által szolgáltatott információk valóság tartalma.

A fentiekből jól látható a menedzsment megítélésének központi szerepe van a döntési folyamatban. Lényegében a célvállalat menedzsmentjével kapcsolatos megfontolások jelentik az átjárót az intuitív és a formalizált döntési szakasz között.

Az empirikus elemzés szerint az első fázis, azaz a befektetésekkel kapcsolatos feltevések megfogalmazása (vonzó-e az adott üzleti lehetőség) a következő szakaszokra tagolódhat: 1. előminősítés, 2. előzetes vizsgálat, 3. befektetési bizottsági, igazgatósági döntés.

Az előminősítés általában csak néhány napot vesz igénybe, és az ügylet fő paramétereit, előzetes megítélését, vélelmezett erősségeit és gyengeségeit tartalmazza. Ezután egyes kockázati tőke-befektetők (Eclipse, Corvinus, Venture Capital Hungary) közbeiktatnak egy úgynevezett előzetes „*due diligence*” fázist, amely a későbbi „alapos vizsgálatnál” kevésbé részletes és időigényes, és döntően csak belső szervezeti erőforrásokra támaszkodik. Szervezetenként változó, hogy ezen a ponton alkalmaznak-e testületi (igazgatóság, befektetési bizottság) döntést a vizsgálat továbbviteléről.

Ha az első szakasz pozitív eredménnyel zárul, azaz a kockázati tőke-társaság a megérzések és a rendelkezésre álló információk alapján a befektetési lehetőséget vonzóan találja, akkor a céltársaság általában „szándéknyilatkozatot” írat alá. A jelenleg is működő kockázati tőke-társaságok közül erre csak a Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Társaság esetében nem került sor, mert itt a tranzakció formalizáltabb (kvázibanki biztosítékok, szerződésben rögzített futamidő és kivásárlási feltételek), és így az alapvető feltételrendszer már az első találkozások során világossá válik.

A szándéknyilatkozat kötelező érvénnyel még nem bíró megegyezés a felek között arról, hogy ha az alapos vizsgálat semmi rendkívülit nem tár fel, akkor létrejön az ügylet. Több kockázati tőke-társaság megítélése szerint a szándéknyilatkozat aláírása pszichológiai fordulópont. A vállalkozó ekkor szembesül részletesen kifejtve azzal, hogy milyen kötelezettségek terhelik a befektetés futamideje alatt, illetve hogy a kockázati tőke-társaság milyen garanciális feltételeket igényel a befektetés értékmegőrzése és a kilépési lehetőség biztosítása érdekében.

A szándéknyilatkozat aláírását követi az alapos vizsgálat, amely általában a jogi, pénzügyi auditot és a piaci elemzést tartalmazza. A nagyobb kockázati tőke-befektetők esetében e fázisban rendszeresen bekapcsolódnak külső szakértők is. A döntési folyamat ettől



kezdve egészen a szerződések véglegesítéséig és a testületi döntés megszületéséig már standard eljárás.

A 3. táblázat az egyes kockázatitőke-szervezetek által alkalmazott döntésifolyamat-struktúrákat, az 1. ábra pedig a döntési folyamat általánosnak tekinthető, fentiekben bemutatott sémáját szemlélteti.

A döntési folyamatok strukturális összehasonlításából látszik, hogy az „előminősítést” követően nagyobb esély van arra, hogy egy társaság előzetes „due diligence” fázist is közbeiktat (Eclipse, Corvinus, Venture Capital Hungary), ha a tőkeerő és ezáltal a megcélzott vállalati kör kisebb. Ez arra utal, hogy a kisebb cégek számára több energia és idő kell annak a megválaszolásához, hogy „egyáltalán vonzó-e az ötlet”.

Prowse [1998] megállapításaival egyezően, a teljes vizsgálati körre általánosnak tekinthető eredmény, hogy a beérkező befektetési javaslatoknak csak a 10-15 százaléka jut el a szándéknyilatkozat aláírását követő alapos vizsgálati szakaszba. Emiatt egy kockázatitőke-szervezet döntési hatékonyságát feltehetően elsősorban az határozza meg, hogy mekkora az alapos vizsgálatot megelőző fázisok energia- és időigénye.

Ugyancsak általános eredmény, hogy az alapos vizsgálat (*due diligence*) csak az esetek mintegy felében fejeződik be. Ez is arra utal, hogy ennek a fázisnak főleg ellenőrző funkciója van. Az első olyan információ esetében, amely ellentmond az üzlet vonzerejére vonatkozó feltételezésnek, illetve ha kiderül, hogy a menedzsment által szolgáltatott információk valóságtartalma megkérdőjelezhető, a befektetési folyamat felfüggesztik.

A befektetési folyamat *átlagos időtartamára* és különösen az *egyes döntési szakaszok hosszára* nehéz pontos információkat összegyűjteni, mert a szervezetek általában nem készítene erre vonatkozó kimutatásokat, és a szórványosan elérhető adatoknak is igen nagy a szórása (olyan konkrét esetek is felmerültek, amikor az első találkozást követően egy-két év is eltelt mire megvalósultak a befektetések). A rendelkezésre álló információk szerint a befektetési folyamat átlagosan legalább két-három, és legfeljebb öt-hat hónapig tart. Itt ismételten kivételt jelent a Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt., ahol az átlagos átfutási idő nem több egy hónapnál. Ez sokszor nemcsak más kockázati tőkések döntési időigényénél kisebb, de a bankok kis- és középvállalatok számára nyújtott hitelek elbírálási procedúrájánál is rövidebb lehet.

Az előminősítési forduló általában 2–14 nap alatt zajlik le azon társaságok esetében, amelyekben nincs előzetes ellenőrzés. Az alapos vizsgálat időigénye pedig átlagosan egy-másfél hónap.

Érdekes vizsgálati eredménynek számít, hogy a kockázatitőke-társaságok által évente átlagosan megvalósított befektetések száma állandónak tűnik – sem a mérettől, sem a projektgeneráló képességtől, sem egyéb tényezőktől nem függ. A felmérésben részt vevő nyolc kockázatitőke-szervezet két-három, a Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt. három-négy befektetést valósít meg évente. Ezért az elfogadási arányt elsősorban a projektgeneráló képesség határozza meg: minél több befektetési javaslat érkezik egy befektetőhöz, annál kisebb az elfogadott projektek aránya az összeshez képest (2. ábra).

A fentiek alapján az az állítás fogalmazható meg, hogy az elfogadási aránnyal kapcsolatos nemzetközi vizsgálatok (Maier–Walker [1987], Kortum–Lerner [1998]) eredményei csak a nagyobb kockázatitőke-szervezetekre igazak, a kisebbek esetében ez a mutató jelentősen magasabb lehet, mint az angolszász országokban általában becsült 1-2 százalékos szint.

**Az ügyletek strukturálásával kapcsolatban** az iránt érdeklődtünk, hogy a vizsgálatba bevont kockázatitőke-vállalkozások milyen mértékben részesítik előnyben, illetve alkalmazkazzák az *ütemezett* befektetést, hogy milyen a hitelpolitikájuk és a szindikált befektetésekkel kapcsolatos tapasztalatuk.

3. táblázat

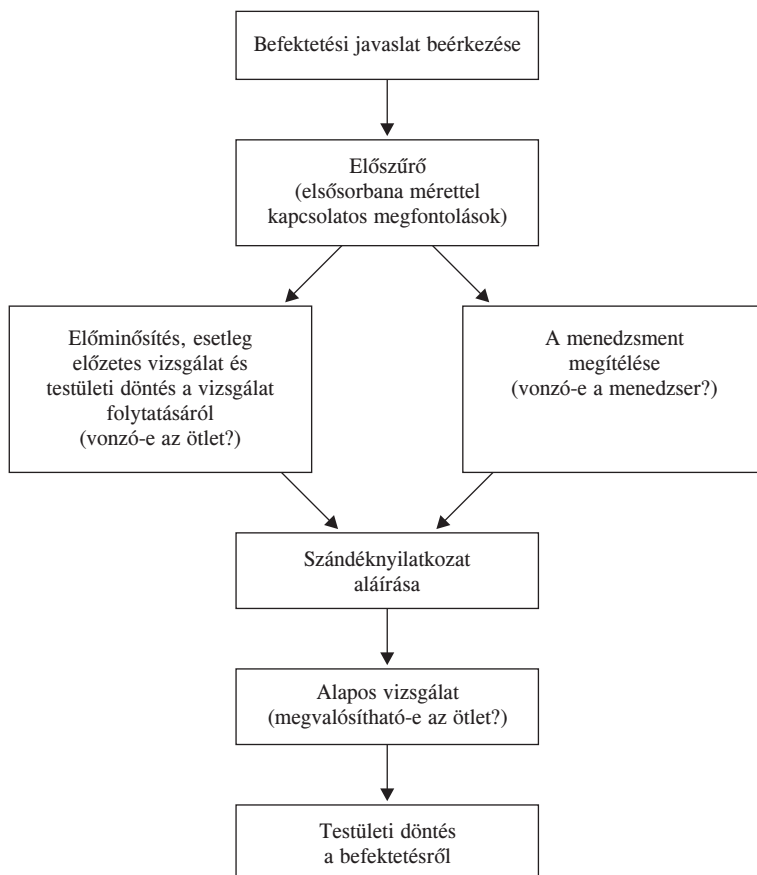
A kockázatitőke-szervezetek döntési folyamata

Megnevezés	Eclipse	HITF	Cor- vinus Rt.	Bancroft	ABN Amro Capital	Róna és Társas	Venture Capital Hungary	DDRF
Előminősítés	x	x	x	x	x	x	x	x
Előzetes „due dilligence”	x	0	x	0	0	0	x	0
Befektetői bizottság, igazgatóság döntése	x	0	x	x	0	0	0	0
Szándéknyilatkozat	x	x	x	x	x	x	0	0
Alapos vizsgálat ( <i>due dilligence</i> )	x	x	x	x	x	x	x	x
Befektetési döntés	x	x	x	x	x	x	x	x

x – alkalmazza, 0 – nem alkalmazza.

1. ábra

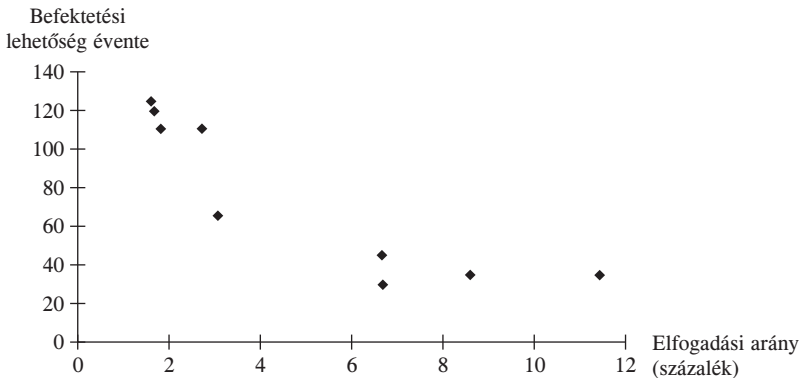
A kockázatitőke-társaságok döntési folyamatának struktúrája





2. ábra

Az elfogadási arány és a projektgeneráló képesség alakulása



A felmérésben részt vevő társaságok szinte kivétel nélkül vonzó, kockázatsökkentő eszköznek tartanak, ha tőkéjüket egy-egy cégbe előre meghatározott ütemezés szerint fektetnék be, de ez az forma kevésbé jellemző. Különösen kis esély látszik erre a kisebb tőkeerejű kockázatitőke-társaságok esetében. Tapasztalataik szerint ugyanis abban a mérettartományban, ahol tevékenykednek, a finanszírozási igények általában azonnal és nagyobb összegben merülnek fel. Az ütemezés szerinti befektetésekre sokkal nagyobb lehetőség van az induló vállalkozások finanszírozásakor, mint a reorganizációs, illetve fejlesztési jellegű ügyletek esetében.

A kockázatitőke-befektetők alapvetően idegenkednek a hitelezéstől. Ez alól kivételt jelent a Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt., ahol a biztonsággal kalkulálható éves pénz-áramlás érdekében a tulajdonosi hitelezés az ügylet szerves része. A többi kockázatitőke-társaság számára a hitelezés általában „túl drágának”, kevésbé jövedelmezőnek bizonyul a hozamkövetelményekhez viszonyítva. (Egyesek azt azonban kifejezetten előnyösnek tartják, ha egy banki hitelezési tranzakció során független szereplő alkothat véleményt a portfólióhoz tartozó cégről.) Hitelkihelyezésre tehát egyáltalán nem, vagy csak kivételes esetben kerül sor (például egy akvizíció meghitelezése a banki hitelképesség megőrzése céljából vagy egy átmenetinek ítélt likviditászavar kezelése). Az is előfordulhat, hogy a befektetési alku folyamata vezet hitelezéshez, például ha a vállalat adott tulajdoni hányadnál nem szándékozik nagyobb eladni, de finanszírozási igénye meghaladja azt az összeget, amelyet a befektető a kínált tulajdoni hányadért fizetni hajlandó.

A befektetések szindikálása nem elsődleges stratégiai cél egyetlen vizsgált tőketársaság számára sem, de ettől a lehetőségtől nem zárkoznak el. Ez abból is látható, hogy szindikált befektetésekre a vizsgált társaságok többségénél találtunk példát.

### *A befektetési portfólió kezelése és értékesítése*

A kutatásban részt vevő kockázatitőke-szervezetek portfóliójába tartozó cégek száma 2 és 15 között szóródott. A felmérés időpontjában 15 befektetése a Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt.-nek volt, 2–4 kihelyezése pedig azoknak a társaságoknak, amelyek csak egy-két éve kezdték működésüket (ABN Amro Capital, HITF, Eclipse). Ez utóbbi társaságok egyelőre még nem értékesítettek cégeket. Szintén nem adott el még vállalatot a Corvinus Rt., amelyet 1997 közepén alapítottak.

A legtöbb kilépést (*exit*) a Dunaholdingajtotta végre, 1989-es alapítása óta mintegy 100-150 cég szerepelt a portfóliójában. Ennek magyarázata, hogy az 1990-es évek első felében a privatizációs-reorganizációs tranzakciók rendkívül gyorsan lebonyolódtak. Abban az időben egy befektetés átlagos időtartama néhány hónaptól legfeljebb egy évig terjedt.

A többi megkérdezett kockázati tőke-társaság általában három-öt év alatt tervezi értékesíteni a befektetéseit. A Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt. szerződéseiben rögzített futamidő öt év, de a partnereinek bármikor – akár néhány hónap múlva is – lehetőségük van a kivásárlásra.

A kilépésekkel kapcsolatos legkedveltebb megoldás – az állami társaságok kivételével – a szakmai befektető számára történő értékesítés. A nagyobb méretű – nemzetközi és banki forrásokat maguk mögött tudó – társaságok számára lehetőség nyílt a tőzsdei bevezetésre is. A szakmai befektető lehet tőkeerős tulajdonostárs, de a legtöbb esetben inkább harmadik félnek történik az eladás.

A két állami kockázati tőke-társaság (Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt., Corvinus) működésének eddig eltelt időszakában főleg a tulajdonostársnak történő eladást célozta meg. A többi kockázati tőke-befektető szerint ez a megoldás a hozamkilátások szempontjából kevésbé kívánatos, mivel csak rendkívül ritkán képződik annyi forrás egy cégben (különösen egy kisebb és/vagy technológiai intenzív vállalatban), amely lehetővé teszi a megfelelő árfolyamú kivásárlását, és nem veszélyezteti a folyamatban lévő fejlesztések megvalósítását.

A belső megtérülési rátát tekintve, a HITF hozamkövetelménye (dollárértéken) 40 százalékos, a Bancroft Advisorsé 30 százalékos, a Róna és Társaságé 20 százalékos, a Venture Capital Hungaryé 15 százalékos volt. Az Eclips mögött álló befektetők minimális megtérülésre vonatkozó igénye: a befektetés hozama legalább az átlagos tőzsdei hozamot haladja meg. A Dunaholding projektelbírálási követelménye az, hogy az üzleti terv legalább a várható éves banki kamatszint kétszeresét célozza meg. (Korábban viszont a privatizációs-reorganizációs tranzakciók időszakában 6-12 hónap alatt „illet” megkérdezni a befektetést.) A Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt.-nek éves szinten, saját tőke-arányosan 6-8 százalékos hozamot kell produkálnia. Az egyes befektetésekre pedig 21 százalékos a szerződésben rögzített éves hozamkövetelmény. Az ABN Amro Capital és a Corvinus esetében a tulajdonosok részéről nincs explicit hozamkövetelmény.

Az értékesítések tényleges hozamáról felmérésünk nem tud pontos információkat szolgáltatni. Összehasonlítható adatokat csak az egyes értékesítésekre vonatkozó tételes hozam adatok alapján lehetett volna nyerni, mivel a Venture Capital Hungary kivételével az összes vizsgált szervezet még aktív. Az egyes eladásokra vonatkozó pontos értékeket viszont a legtöbb kockázati befektető üzleti titokként kezeli.

A felmérés eredményei szerint a kockázati tőke-társaságok többsége csak akkor vesz ki *osztalékot* a cégből, ha jelentősen több nyereség képződik, mint amennyi a fejlesztésekhez szükséges lenne („cash cow” típusú cégek). Ettől eltérő helyzetben a kockázati tőke-befektető likviditásának növelésére alkalmasabb eszköz a *tanácsadás*, bár ez sem elterjedt: a vizsgálatban szereplő kockázati tőkések bevételeinek döntő hányada a vállalatok eladásakor realizálódik.

A *tulajdonhányaddal kapcsolatos célok tekintetében* a kockázati tőke-társaságok vizsgált csoportja nem mutat egységes képet. A kilencből öt társaság a többségi (Dunaholding, Róna és Társaság, Corvinus, Venture Capital Hungary, HITF), három a kisebbségi tulajdoni hányadot részesíti előnyben (ABN Amro Capital, Bancroft Advisors, Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt.), egynél pedig egyelőre nincs ilyen jellegű célkitűzés. Az Eclipse Rt. eddigi két befektetésének egyikében kisebbségi, a másikban egy konzorcium tagjaként többségi pozícióban van.

A kisebb tőkeerejű kockázati tőke-társaságok közül a kisebbségi tulajdoni részesedés

választása egyértelműen csak a Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt.-t jellemezte. Ez a befektetési konstrukció „zárt jellegéből” fakad, és a tőkefinanszírozást a bankhitelezéshez közelítő stratégia szerves, tudatosan vállalt eleme. Ezzel szemben a HITF, a Corvinus és a Venture Capital Hungary a vizsgálat időpontjában egyértelműen többségi részesedés megszerzését tartotta kívánatosnak. Érdeemes megjegyezni, hogy a két utóbbi szervezet esetében ez a kezdeti tapasztalatokon alapuló stratégiaváltás eredménye. A HITF és az Eclipse tapasztalatai azt is jelzik, hogy a kisebb, technológiaintenzív cégek esetében a többségi tulajdon megszerzése különösen nehéz lehet, mivel e vállalatok tulajdonosai erre nemigen hajlanak.

A kisebb cégekbe fektető kockázati tőkések esetében a többségi tulajdon mellett szóló azon érv, hogy csak így lehet gyorsan és hatékonyan beavatkozni a cégek gazdálkodásába, kiegészül azzal a megfontolással, hogy likvid másodlagos tőkepiacok hiányában még a közepes vállalatokban szerzett részesedéseket is csak így lehet jó eséllyel értékesíteni, mivel Magyarországon ehhez a vállalati szegmenshez nincs hatékonyan működő tőkepiac.

A tulajdonosi jogok gyakorlásához – a részesedés nagyságától függetlenül – minden szervezet igényt tart a társaságok igazgatóságában – és esetleg a felügyelőbizottságban is – a képviseletre. Emellett havi vagy negyedéves formalizált jelentési kötelezettség is terheli a vállalatokat. Válságjelek érzékelésekor a jelentési kötelezettség akár heti gyakoriságúra is változhat.

A cégek gazdálkodásába legkevésbé a Bancroft, valamint a két állami kockázati tőke-társaság avatkozik be. A többiek főként olyan funkcionális területeken jelennek meg, amelyek elsősorban az információk keletkezését, feldolgozását és ezáltal a gazdálkodás átláthatóbbá tételét szolgálják. A figyelem középpontjában a pénzügyek, a kontrolling és a vezetői információs rendszer áll. Gyakran a kockázati tőkések jelzik elsőként, hogy a vállalat növekedésével párhuzamosan az információs infrastruktúra is fejlesztésre szorul. Ez annál is inkább fontos, mivel számos dinamikus fejlődő cég gazdálkodásában éppen ezek a teendők szoktak hátrébb sorolódni a prioritások között.

A felmérés során az a feltételezés fogalmazódott meg, hogy egy kisebb céggel a kockázati tőkésnek több időt kell töltenie, mint egy nagyobbal, ha érdemben bele akar szólni a gazdálkodásba. A kisebb vállalatokból gyakran alapvető funkciók (marketing, kontrolling) hiányoznak, sőt sokszor még az információéhséget és a tervezés iránti igényt is a kockázati tőkésnek kell felébreszteni. A kockázati tőkés néha arra is rákényszerülhet, hogy átmenetileg menedzsmentfunkciókat vegyen át. A kisebb cégek kezelésének nagyobb idő- és energiaigényét mutatja, hogy a kisebb kockázati tőke-szervezetek esetében az első befektetések megvalósítása után a megnövekedett portfóliókezelési feladatok miatt olyan kapacitáshiány léphet fel, amely a keresési aktivitásukat is csökkenti.

A vállalatok legtöbbször fogadókészek a kockázati tőke-szervezetek tanácsaira, különösen pénzügyi területeken. Ha a kockázati befektető a stratégiai kérdésekbe is beleszól, akkor gyakoribbak lehetnek a konfliktusok. A fogadókészség abból a szempontból is fontos, hogy a vállalatok együttműködési készségének csökkenése önmagában is válságjelként értelmezhető.

Ha gondok adódnak, akkor a kockázati tőkések inkább a konszenzusos megoldásokat keresik. Ennek ellenére a felmérésben résztvevők többször is említettek a befektetők által kezdeményezett vezetőszerkezetet. Ki kell emelnünk, hogy a vizsgálat szerint a vezetők leváltása csak a nagyobb kockázati tőke-szervezetek részéről, tehát a nagyobb vállalatok esetében bizonyult hatékony eszköznek a válság kezelésére. A kisebb kockázati tőke-szervezetek eleve tartózkodóbbak a menedzsment leváltásával kapcsolatban, illetve ha erre sor került, akkor a válság általában tovább mélyült.

*Szervezeti jellemzők, tőkeszükséglet, motiváció*

A tapasztalatok szerint egy-egy kockázati tőke-szervezet már két-három fővel is működtethető, de a legnagyobb tőkeerejű szereplőknél foglalkoztatottak száma sem haladja meg a nyolc főt (nem számítva az adminisztratív munkatársakat). A nagyobb befektetők létszámigénye tehát nem nő olyan mértékben, mint tőkeerejük (4. táblázat). Ez részben összefügghet azzal, hogy a nagyobb kockázati tőke-befektető társaságok sem alakítanak ki sokkal népesebb portfóliót, mint a kisebbek, mert minden szervezet a megengedhető legnagyobb részesedés megszerzésére törekszik. Mivel az egy cégbe kihelyezhető volumen általában a tőkeerő 10-15 százalékában rögzítik a belső szabályzatok, ha a nagyobb befektetésekre való törekvés teljesen sikeres lenne, akkor a portfólióba 6 és 10 vállalat kerülhetne be. Ennél jelentősen nagyobb, 20-30-as számosságú portfóliót csak sajátos finanszírozási konstrukció esetén (Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt.), illetve átmenetileg találtunk (Dunaholding).

*4. táblázat*

A kockázati tőke-szervezetek létszáma alapítói kör és tőkeerő szerint

Alapítói kör	Tőkeerő	
	5 millió dollár alatt	15 millió dollár felett
Nemzetközi intézményi befektetők	4	7-10
Banki forráshátterű szervezetek	4	8
Hazai magánbefektetők	2	6*
Állami forráshátterű szervezetek	7-10	nincs

\* Az adminisztratív munkatársak nélkül.

A létszámigény és a tőkeerő amiatt sem áll egyenes arányban, mert a nagyobb cégek nem jelentenek eleve több feladatot a portfóliómenedzserek számára, sőt inkább ennek az ellenkezője valószínűsíthető. Ennek ellenére a vizsgált szervezetek többségében megfigyelhető volt, hogy nagyobb tőkéhez valamelyest nagyobb létszám tartozik. Ez alól kivételt jelentenek az állami kockázati tőke-társaságok, amelyek nagyjából azonos létszámmal működnek, mint a 15 millió USD feletti befektetők.

Az egyes szervezetekre vonatkozó pontos költségadatokat bizalmas természetűek. A felmérésben résztvevők közül többen nem is adtak erről felvilágosítást, másoknál pedig ezeket az információkat bizalmasan kellett kezelnünk. A titkosság egyik oka lehet, hogy az alapok tulajdonosaival elfogadtatott és a ténylegesen felmerülő költségek nem feltétlenül egyeznek. Különösen a nagyobb alapok esetében már az alapkezelői díjban is képződhet jelentősebb nyereség.

Az interjúk során kialakult becslés szerint a kisebb (5 millió dollár alatti) kockázati tőke-társaságok működtetéséhez is legalább 300-400 ezer dollár kell évente, de a nagyobb (15 millió dollár feletti) tőkés szervezetek éves működési költsége sem igen haladja meg a 400-600 ezer dollárt. A különbség részben a magasabb munkabérekből, a nagyobb külső szakértői díjakból, valamint olyan költségtételekből adódhat, mint például a reprezentáció és az irodabérlet.

A kockázati tőke-szervezetek költség szintje alapvető hatást gyakorol arra, hogy mi tekinthető ebben a szektorban a profitorientált működéshez elkerülhetetlenül szükséges üzemméretnek, tőkeerőnek. Alapkezelői díjként éves szinten 1,5-2,5 százalékot lehet felszámítani a kezelt tőke arányában. A konkrét hányad az alap méretétől függ. Minél nagyobb a kezelt tőke, annál kisebb lehet a tőkearányos menedzsmentdíj. Egyszerű

üzletiterv-számításokkal kimutatható, hogy a 2,5 százalékosnál magasabb díjazás mellett egyre nehezebbé válik az alap egészére a hozamkövetelményt teljesíteni. Ötszázalékos kezelői díj például már az alap nominális értékének felét igényelné a menedzsmentköltségekre az általánosan szokásos tízéves futamidő alatt. Ez még akkor is kiugróan sikeres befektetési tevékenységet feltételez, ha a számításokban figyelembe vesszük a ki nem helyezett tőke kamatait. Ebből az is következik, hogy rendkívül sikeres kilépések hiányában vagy egyszerűen halasztódó értékesítések esetén a szokásos szintnél nagyobb relatív költségű befektetőszervezetnek a tőke nagyobb hányadát kell likvid eszközökben tartani a fizetéseképtelenség esélyének csökkentése céljából.

Ha az elmondottak alapján elfogadjuk, hogy egy kockázati tőke-szervezet éves költségei átlagosan 400 ezer dollárt tesznek ki, és hogy a menedzsmentdíj nem nagyon lehet több 2 százaléknál, akkor minimum 20 millió dolláros tőkeerő szükségeltetik egy kockázati tőke-szervezet létrehozásához. Amennyiben a kezelői díj 2,5 százalék körül alakulhat, akkor ez az összeg 16 millió dollár körüli szintre csökkenhet. Ezt a becslést támasztják alá az empirikus felvétel során rögzített, 5. táblázatban szereplő adatok is.

5. táblázat  
Mekkora lenne a minimálisan szükséges tőkeerő?  
(millió dollár)

Megnevezés	A minimálisan szükséges tőkeerő
ABN Amro	20
Bancroft	20
Corvinus	28*
Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt.	n. a.
Dunaholding	24
Eclipse	na.
HITF	15-20
Róna és Társa	20
Venture Capital Hungary	15

\*A környező országokban aktív, a Corvinus jelenlegi tevékenységéhez hasonlatos alapra értelmezve.

A kisebb tőkeerejű kockázati tőke-társaságok közül csak az Eclipse Rt. és a Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt. nem jelölt meg a jelenleginél jelentősen nagyobb tőke-szükségletet. A Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt. elegendőnek ítéli jelenlegi tőkét az adott portfólió működtetéséhez. Az Eclipse számára pedig a Concorde szervezetébe való beágyazottság ad lehetőséget a költségek olyan mértékű csökkentésére, amely nem veszélyezteti a hozamkilátásokat.

*A motivációs rendszer* – az éves bonuszt alkalmazó HITF, Corvinus, Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt. és Dunaholding Rt. kivételével – a klasszikus séma szerint alakult a vizsgálatban részt vevő kockázati tőke-szervezetek esetében: döntően az értékesítések árfolyamnyereségétől függő, sikerdíjalapú (*carried-interest*) volt. A motivációs rendszerek választásakor általában az árfolyamnyereségen alapuló ösztönzőrendszert a határozott, az éves tervteljesítésen nyugvót pedig a határozatlan időre létrehozott szervezetek használnak.

A Dunaholding esetében a határozatlan idejű működést az indokolja, hogy eredendően nem kockázati tőke-finanszírozásra jött létre, hanem a működés során alakult ilyen jegyet mutató pénzügyi befektetővé. A HITF, a Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt. és

a Corvinus esetében a határozatlan idejű élettartamot és az árfolyamnyereségen alapuló ösztönzés mellőzését a mögöttes gazdaságpolitikai célok indokolhatják. E szervezetek esetében, ha a menedzserek csak a profitszempontok alapján hoznák meg a befektetési döntéseket, sérülhetnének az alapítói célkitűzések.<sup>2</sup>

A motivációs rendszer működési jellemzőkre gyakorolt hatása a problémákkal küszködő cégekkel kapcsolatban volt kimutatható. Feltételezhető, hogy az árfolyamnyereségen való érdekeltség esetén hamarabb születik meg a döntés egy problémás cég eladásáról. Ekkor fontosabb, hogy a problémás befektetés szervezeti ráfordítása és az adott fázisban visszaszerezhető tőke inkább egy új, perspektivikusabb befektetésben hasznosuljon, még annak az árán is, hogy a projekttel kapcsolatban az adott évben veszteséget kell elkönyvelni. Ha viszont az ösztönzőrendszer alapja az éves üzleti terv teljesítése, akkor egy ilyen jellegű döntés meghozatala nagyobb körültekintést igényelhet.

### *A külső környezet megítélése*

A felmérés eredményei szerint a kockázati tőkések számára jelenleg Magyarországon azok a cégek jelenthetnek vonzó *piaci lehetőséget*, amelyek

- olyan területeken tevékenykednek, ahol a multinacionális cégek még nem jelentek meg,
- valamilyen okból a multinacionális cégekből kiválnak (önállósodás, stratégiai döntés a kivonulásról),
- innovatívak,
- van esélyük és késztetésük a regionális expanzióra.

A multinacionális cégek intenzív magyarországi jelenléte egyfelől korlátokat szab a kockázati tőke piaci lehetőségeinek, másfelől növeli az értékesítési esélyeket, hiszen a szakmai befektetőnek történő eladás a legvonzóbb reális kilépési stratégia.

A felmérés során egyértelműen az a következtetés rajzolódott ki, hogy 1997–1998-tól kezdődően bővül a komoly innovációs képességet felmutató kis- és közepes cégek köre. Ez főleg az internet-, a média- és a telekommunikációs ágazatban igaz, de más technológiaintenzív területeken is élmény tapasztalható. Erre a nemzetközi befektetési környezet elbizonytalanodása sem hatott kedvezőtlenül, hiszen általában a hazai és különösen a kisebb cégek a tőkepiacoktól függetlenül működnek.

Úgy tűnik, hogy az innovatív képesség középtávon „átjárót jelenthet” az egyes vállalatiméret-kategóriák között, de ennek a folyamatnak még az elején tartunk. Továbbra is jellemző, hogy a kisebb és a tőzsde közeli cégek közötti szegmens viszonylag alulfejlett. A közepes cégek száma évek óta stagnál, s ez azt mutatja, hogy a kis- és középvállalati szektoron belül tömegesen még nem indul el a méretkategória-váltás (*Bannock Consulting* [1998]).

Az innovációs terület élénkülése, a nagyobb befektetési lehetőségek korlátozott volumene és a növekvő verseny azt eredményezte, hogy egyre több nagy kockázatitőkebefektető mérlegeli a kis- és középvállalatok finanszírozását, kiemelt figyelmet fordítva az „inkubátorház-jellegű” kísérletekre. Egyelőre azonban ezen a területen csak a kisebb kockázatitőke-társaságok és az informális befektetők aktivizálódása révén terjed a tőkefinanszírozás.

<sup>2</sup> Jelen vizsgálat nem tárgyalta azt, hogy a közpénzekből létrehozott kockázatitőke-szervezetek milyen mértékben képesek megvalósítani a mögöttes gazdaságpolitikai célkitűzéseket, valamint azt sem, hogy az állam közvetlen szerepvállalása a kockázatitőke-szektorban egyáltalán alkalmas eszköz-e egy meghatározott vállalati szegmens fejlődésének érdemi elősegítésére.



Míg a kisebb cégek számára jelenleg az innováció, addig a nagyobbaknak a regionális terjeszkedés jelentheti leginkább a méretkategória-váltás esélyét. Ma még ennek a folyamatnak is csak a kezdeti fázisában vagyunk. Ilyen irányú aktivitásra igazán csak a nagy, tőzsde közeli vagy tőzsdei cégek esetében vannak példák. Ugyanakkor fontos, hogy már számos kisebb cég is fontolgat hasonló lépéseket.

Az elmondottakból következően a regionális alapok sem tudnak még nagy számban igazi regionális projektekben részt venni. Létrehozásuk alapkonceptiója, tőkeerejük és az az információs háttér, amelyet a több országban való párhuzamos jelenlét biztosít, lehetőséget ad viszont arra, hogy a sikeres minták „exportját” elősegítsék, illetve hogy a mikroszintű regionális integráció katalizátorai legyenek a vállalati összeolvadások kezdeményezése révén.

A kockázatitőke-társaságok egymás közötti *versenye* csak a nagyobb projektek és következképpen a nagyobb tőkeerejű szereplők, valamint az internetes befektetések esetében jellemző. Ez utóbbinál fontos, hogy ez a terület még a konszolidáció előtti szakaszban van. A nagyobb befektetési lehetőségek esetében pedig a projektek viszonylagos szűkössége a meghatározó, de a piaci közvetítőknek is komoly szerepük van a verseny intenzitásának növekedésében. A nagyobb vállalatok ma már nemigen kezdenek jelentősebb finanszírozási tranzakciót tanácsadói támogatás nélkül. A bankok és a nagy tanácsadó cégek pedig éppen azzal szolgálják legjobban az ügyfél érdekeit, hogy törekszenek a lehetséges tőkefinanszírozók versenyeztetésére.

A kisebb kockázatitőke-társaságok nem igen említettek olyan projektet, amikor másik befektető felbukkanása miatt kellett lemondani egy üzletről. Esetükben inkább jellemző lehet, hogy a bankhitelek, illetve az állami támogatások csökkentik a befektetési lehetőségek számát.

Az empirikus felmérés során a kockázati tőkések meglehetősen egységes álláspontot képviseltek a *szabályozói környezetről* és az ágazaton belüli *állami szerepvállalásról*. A speciális szabályozói eszközök szerepét a legtöbb ágazati szereplő semlegesnek ítélte, sőt nem is mindegyikük ismeri a kockázatitőke-törvényt. A felmérés során nem is vetődött fel a jelenlegi szabályozás korrekciójának igénye, de a szükségessége megkérdőjeleződött.

Az általános szabályozói környezetet általában pozitívan értékelték, kiemelve, hogy a helyzet lényegesen jobb ma, mint öt-tíz évvel ezelőtt. Konkrét javaslatok csak az opciós részvények adóztatásának könnyítésére és az elővásárlási jog gazdasági törvényben való szabályozásának rugalmasabbá tételére fogalmazódtak meg.

Az állam közvetlen szerepvállalásával kapcsolatosan a kockázati tőkések szkeptikusak. Fontos érvük, hogy a profitorientáltság felpuhulásával a kockázatitőke-finanszírozás lényegi jellemzői sérülhetnek, és a támogatott konstrukcióknak piactorzító hatása lehet. Egy viszonylag rövid piacgazdasági múltra visszatekintő állami intézményrendszerben az egyébként jó kezdeményezések sikeres megvalósulásának is kisebb lehet az esély, mint Nyugaton.

A kockázati tőkések megítélése szerint az állam a legközvetlenebbül egy működő, rugalmas, kevés adminisztrációval járó garanciakonstrukciójával, a legnagyobb mértékben pedig a telekommunikáció ésszerű és gyors liberalizációjával, az internet és számítógép penetráció behatolásának növelésével segíthetné az ágazatot.

### **Következtetések**

A következőkben az empirikus felmérés legfontosabbnak ítélt eredményeit emeljük ki az eddig is alkalmazott analitikus szerkezetet követve. Az általános megállapítások kontextusában mutatjuk be azokat a feltételezéseket, téziseket (*F1-F13*), amelyek arra vonat-

koznak, hogy *hogyan befolyásolhatja a kockázatitőke-szervezetek alapítói háttere és tőkeereje magatartási, működési és stratégiai jellemzőik alakulását.*

Az empirikus vizsgálat eredményei szerint a keresés során a kockázatitőke-szervezetek döntően informális technikákra hagyatkoznak. A keresési módszereket tekintve a vizsgálat nem sugall szisztematikus differenciálódást a különböző méretű és tulajdonosi háttérű kockázatitőke-szervezetek között.

Előzetes várakozásainkkal ellentétben, a banki forrásokat bevonó szervezeteknél nem volt kimutatható, hogy az alapítói háttér befolyásolja a projektgenerálási fázist. Az egyik ilyen szervezetnél a pénzügyi befektetők szerepe semmilyen eltérést sem mutatott más pénzügyi befektetőkhez viszonyítva (Venture Capital Hungary), a nagyobb kockázatitőke-társaság (ABN Amro Capital) esetében pedig a kockázatitőke-finanszírozás teljesen elkülönített üzleti területként működött a pénzügyi globális hálózatán belül. Ez azt eredményezte, hogy a párhuzamosan, ugyanazon a piacon működő, ugyanolyan tulajdonosi háttérrel rendelkező bank felől sem a keresési fázisban, sem később nem szűrődnek át stratégiai determinációk a kockázatitőke-szervezet felé. Ebből a szempontból a kockázatitőke-finanszírozás mint elkülönített üzleti terület alapvető eltérést mutat a banki tulajdonú brókercégekhez és lízingtársaságokhoz képest (Ludányi-Várhegyi [2000]), amelyek esetében fontos szempont lehet a meglévő ügyfélkör szélesebb körű kiszolgálása, illetve a rájuk alapozott forgalombővítés.

A vizsgált szervezetek projektgeneráló képessége (az, hogy átlagosan hány befektetési javaslatot tekintenek át egy év alatt) jelentős szórást mutatott (30–150). *Feltételezhető, hogy a projektgeneráló képesség és a tőkeerő között egyenes arányú összefüggés van (F1).* Ezt főleg az okozhatja, hogy a nagyobb tőkeerő eleve kedvező imázst jelent, automatikusan nagyobb érdeklődést kelt. Másrészt a kisebb kockázatitőke-szervezetek projektgenerálási képessége a döntési folyamat és a portfóliókezelés nagyobb idő- és energiaigénye miatt is alacsonyabb lehet.

A felmérés eredményei szerint a befektetési lehetőségek első tényleges előszűrőjét a mérettel kapcsolatos megfontolások jelentik. Magyarországon a döntési folyamat kezdetekor nem játszanak szerepet a vállalatok életciklusával kapcsolatos és az ágazati szempontok. Ez általánosan igaz a különböző méretű és tulajdonosi háttérű szervezetekre. Szintén általános feltételezés, hogy a kockázatitőke-társaságok lehetőségeikhez képest a nagyobb befektetésekre törekuszenek. Alapesetben azért vonzóbb egy kihelyezés, amelyet a felső befektetési limit környékén (a tőke 10-15 százaléka) lehet megvalósítani, mivel a befektetés méretével nem egyenesen arányos a döntés, a kezelés és értékesítés idő- és költségvonzata. Ez alól csak speciális tőkefinanszírozói konstrukció alkalmazása jelenthet kivételt (Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Rt.).

Érdekes következtetés, hogy klasszikus esetben (figyelmen kívül hagyva a kockázatitőke-finanszírozás jegyeit mutató jelenleg formálódó inkubátorház-jellegű kezdeményezéseket) *a nagyobb tőkeerejű szervezeteknél nagyobb az induló vállalkozások finanszírozásának esélye (F2).* Ezt erősíti, ha lehetőség van az ügylet kockázatát ütemezett finanszírozással csökkenteni. A nagyobb tőkeerő és a befektetés ütemezése egyaránt azt eredményezi, hogy az első és egyben legkockázatosabb kihelyezés relatíve kisebb arányú lesz a teljes tőkeerőhöz viszonyítva.

Fontos eredménynek számít, hogy a kockázatitőke-társaságok által évente átlagosan megvalósított befektetések száma állandónak tűnik (2-3) – sem a mérettől, sem a projektgeneráló képességtől, sem egyéb tényezőktől nem függ. Ennek következtében az elfogadási arányt, azaz azt a mutatót, hogy a beérkező projekteknek hány százalékát fogadják el, elsősorban a projektgeneráló képesség határozza meg: minél több befektetési javaslat érkezik egy adott befektetőhöz, annál kisebb az elfogadott projektek aránya az összeshez képest. Így a tőkeerő és a projektgenerálási képesség összefüggésére vonatkozó feltéte-

lezést (F1) is figyelembe véve az valószínűsíthető, hogy *a kisebb kockázatitőke-szervezetek esetében magasabb az elfogadási arány (F3).*

A felmérésben részt vevő kockázatitőke-befektetők szinte kivétel nélkül vonzó, kockázatsökkentő eszköznek tartják a befektetések ütemezését. Ennek ellenére ütemezett befektetésre csak kevés példát találtunk. *Különösen kis esély látszik a befektetések ütemezésére a kisebb tőkeerejű kockázatitőke-társaságoknál (F4),* mivel tapasztalataik szerint abban a mérettartományban, ahol ők tevékenykednek, a finanszírozási igények általában egyszerűen és nagyobb összegben merülnek fel.

A vizsgálatban részt vevő kockázatitőke-szervezetek portfóliójába tartozó cégek száma 2 és 15 között szóródott. *A preferált exit alternatíva általában a szakmai befektetőnek történő vagy a tőzsdei eladás, kivéve az állami társaságokat, amelyek inkább a tulajdonostársnak történő értékesítésre rendezkedtek be (F5).* Ez utóbbi a hozamkilátások szempontjából a magánalapon szerveződött kockázatitőke-szervezetek szerint a legkevésbé kívánatos megoldás.

A preferált tulajdonhányad tekintetében a kockázatitőke-társaságok vizsgált csoportja nem mutatott egységes képet. A kilencből öt társaság a többségi, három a kisebbségi tulajdoni hányadokat részesíti előnyben, egynél pedig egyelőre nincs ilyen jellegű kikötés.

A kockázati tőkések a vállalatok gazdálkodásába általában olyan funkcionális területeken avatkoznak be, amelyek elsősorban az információk keletkezését és feldolgozását, ezáltal a gazdálkodás átláthatóbbá tételét szolgálják. Emiatt kiemelten figyelnek a pénzügyekre, a kontrollingra és a vezetői információs rendszerre. A felmérés során az a feltételezés fogalmazódott meg, hogy mindeközben *egy kisebb céggel a kockázati tőkésnek alapvetően jóval több időt kell töltenie, mint egy nagyobbal, ha érdemi hatást akar gyakorolni a vállalati folyamatokra (F6).*

A vállalatok általában fogadókészek a kockázati tőkések tanácsaira, különösen a pénzügyi területeken. Ha a kockázatitőke-befektető a stratégiai kérdésekbe is beleszól, akkor már gyakrabban keletkezhetnek konfliktusok. Amennyiben egy adott portfólióvállalattal problémák adódnak, a kockázati tőkések inkább a konszenzusos megoldásokat keresik. Ennek ellenére a felmérésben résztvevők több esetben is említettek a befektetők által kezdeményezett vezetőcseréket. *A vezető leváltása igazán csak a nagyobb kockázati tőkések számára, tehát a nagyobb vállalatoknál bizonyul hatékony eszköznek a válság kezelésére (F7).* A kisebb cégek eleve tartózkodóbbak a menedzsment lecserélésével kapcsolatban, illetve ha erre sor kerül, akkor is általában tovább mélyül a válság.

Egy kockázatitőke-szervezet működtetéséhez legalább 2-3 fő szükséges, de a legnagyobb tőkeerejű szereplők létszámgénye sem haladja meg a 8-10 főt. *Feltételezhető, hogy a kockázatitőke-befektetések menedzselésének létszámgénye nem nő párhuzamosan a kezelt tőke volumenével (F8).*

Az interjúk során kialakult becslés szerint egy 5 millió dollárnál kisebb szervezet működtetéséhez általában 300-400 ezer, egy 15 millió dollárnál nagyobbhoz pedig legalább 400-600 ezer dollár szükséges évente. Látható tehát, hogy a létszám mellett *a működési költségekre is igaz, hogy nem növekednek párhuzamosan a kezelt tőke volumenével (F9).*

Árfolyamnyereségen alapuló ösztönzőrendszert a határozott, az éves tervteljesítésen nyugvót pedig a határozatlan időre létrehozott szervezetek használnak. *Határozatlan idejű működésre és ezzel együtt az árfolyamnyereségen alapuló ösztönzés mellőzésére azon szervezetek esetében van nagyobb esély, amelyek államiak vagy eredendően nem kockázatitőke-finanszírozásra jöttek létre (F10).*

A motivációs rendszer és az egyes kockázatitőke-szervezetek működési jellemzőinek összefüggésével kapcsolatban fontos lehet, hogy amikor egy portfóliócég problematikusá válik, akkor a befektető mikor hozza meg azt a döntést, hogy érdemes tőle megszaba-

dulni. Feltételezhető, hogy árfolyamnyereségen alapuló ösztönző rendszer esetén hamarabb születik meg az elhatározás a problémás befektetésekből való kivonulásról, mint amikor az ösztönzés az éves üzleti tervcélok realizálásán alapul. Emiatt *a határozatlan idejű működés és az árfolyamnyereségen alapuló ösztönzés mellőzése, minden egyéb tényező figyelmen kívül hagyásával is a profitorientáció puhulásának irányába hathat (F11).*

A versenyhelyeztetel kapcsolatban az a kép alakult ki, hogy *a kockázatitőke-társaságok egymás közötti vetélkedése csak a nagyobb projektek és következképpen a nagyobb tőkeerejű szereplők, valamint az internetes befektetések esetében jellemző (F12).* A nagyobb befektetési lehetőségek esetében a projektek viszonylagos szűkösége és a közvetítők aktivizálódása egyaránt a verseny intenzitásának növekedése irányába hat.

A kisebb kockázatitőke-társaságok nemigen említettek olyan projektet, amikor egy másik befektető felbukkanása miatt kellett lemondani egy üzletről. *Esetükben viszont a bankhitelek, illetve az állami támogatási formák csökkentik a befektetési lehetőségek számát (F13).*

\*

Összefoglalásul az állapítható meg, hogy vizsgálatunk a kialakított szempontrendszerrel és módszertannal inkább a kockázatitőke-szervezetek méretének hatását (F1–F4., F6–F9., F11–F13.) tudta leírni az egyes stratégiai, magatartási és működési jellemzők differenciálódásának tekintetében, mintsem az alapítói körét (F5., F10.).

Az azonos méretkategóriába tartozó nemzetközi, banki és hazai forrásokat bevonó társaságok között a vizsgált változóknak csak mérsékelt vagy az alapítói körön kívüli tényezőkkel jobban magyarázható eltérését tapasztaltuk. Az inkább hazai forrásokra építő Dunaholding esetében sokkal inkább a speciális előélet és a határozatlan idejű működés magyarázza a sajátos vonásokat.

Az állami forrásokat kihelyező társaságokban erősebb a túlfoglalkoztatásra való hajlam, és kilépéskor inkább értékesítenek a tulajdonostársnak, mint a többi társaság. Emellett ebben a körben több olyan jellegzetesség is megjelent, amely a gazdaságpolitikai cél érdekében alkalmazott sajátos finanszírozási konstrukcióból fakad (társbefektetőként történő fellépés, a tőkefinanszírozási gyakorlat közelítése a hitelezéshez), vagy pedig azzal magyarázható, hogy ezeket a szervezeteket határozatlan időre hozzák létre, és így nem érvényesül az árfolyamnyereségen alapuló ösztönzés.

A méret hatásával kapcsolatban a kockázatitőke-szervezetek működési, stratégiai és magatartási jellemzőire az a központi feltételezés fogalmazható meg, hogy a kisebb (5 millió dollár alatti) szervezetek esetében a tőkefinanszírozási tevékenység nagyobb kockázattal jár, mivel:

- a kisebb projektgeneráló képesség a nagyobb szervezetekkel egyező átlagos éves befektetésszám miatt eleve magasabb elfogadási arányt jelent,
- kisebb az esély a befektetések ütemezett megvalósítására,
- amennyiben nem sikerül többségi tulajdonosi részesedést szerezni, akkor a befektetések kevésbé likvidek,
- a vezető leváltása nem hatékony eszköze a válságkezelésnek.

Ugyanakkor a kisebb szervezetek hozamkilátásait rontja, hogy általában fajlagosan nagyobb létszámmal és költséggel működnek. Ráadásul a felmérés eredményei szerint a kisebb vállalatok kiválasztása és kezelése is idő- és energiaigényesebb feladat, mint a nagyobbaké.

Mindezek alapján tanulmányunk azzal kapcsolatban, hogy a magyar kockázatitőke-társaságok nem alkotnak homogén csoportot, azt a feltevést fogalmazta meg, hogy az

egyres magatartási, működési és stratégiai jellemzők leginkább a különböző tőkeerejű szervezetek között mutatnak eltéréseket, különösen akkor, ha a kisebb szervezetek háttérében állami források állnak, és/vagy határozatlan időre jöttek létre.

A kockázati tőke-kutatásban az egyes szervezetek közötti differenciálódást eddig inkább az alapítói kör oldaláról közelítették (*Gompers–Lerner* [1998]). A kockázati tőke-szervezetek magatartási, működési és stratégiai jellemzőinek méret szerinti differenciálódását korábban más elemzés nem tekintette át szisztematikusan. Így az ezzel kapcsolatosan megfogalmazott fenti feltételezések új kutatási eredménynek számítanak, és további vizsgálatokhoz jelenthetnek alapot.

A munka során leginkább olyan kutatásokra fogalmazódott igény, amelyek a kockázati tőke-finanszírozást a portfólióvállalatok oldaláról vizsgálják. Ez mindenképpen szükséges lenne ahhoz, hogy a kockázati tőke-befektetők és befektetések közötti kapcsolat természetéről és intenzitásáról többet tudjunk, és hogy valószínűsíthessük: milyen hatást gyakorol a kockázati tőke a portfólióvállalatok gazdálkodására. Ezek az eredmények hozzájárulhatnak a jelen kutatás feltételezéseinek kiegészítéséhez, finomításához a méret és az alapítói kör differenciáló hatásával kapcsolatban egyaránt.

Emellett, mivel Magyarországon jelenleg még nincs szisztematikus kockázati tőke-adatbázis, továbbra is fontos szerepe lehet az olyan kutatásoknak, amelyek a részesedésekre vonatkozó információkat gyűjtik össze és rendszerezik, különös tekintettel a hozamalakulásra. A kockázati tőkék által realizált árfolyamnyereség számbavétele, valamint a vállalatok gazdálkodására gyakorolt hatás elemzése egyaránt fontos lenne ahhoz, hogy egy átalakuló gazdaság esetében is vizsgálni lehessen, mennyire tekinthető ez a finanszírozási forma hatékony forrásallokációs mechanizmusnak.

Jelen kutatás során az a benyomás alakult ki, hogy Magyarország esetében is egyre inkább időszerű az informális kockázati tőkék, az üzleti angyalok tevékenységének a vizsgálata. Ezen a területen az alapvető tendenciák és nagyságrendek becslése is értékes eredmény lenne. Az üzleti angyalok stratégiai, működési jellemzőinek megismerése szintén kiegészíthetné kutatásunk eredményeit, következtéseit, teljesebbé tehetné a kis- és középvállalati szektor tőkefinanszírozásával kapcsolatos ismereteket.

### *Hivatkozások*

- AYLWARD, A. [1997]: Trends in Venture Capital Finance in Developing Countries. IFC Discussion Papers, No. 36. 30. o.
- BANNOCK CONSULTING [1998]: Evaluation of the SME sector program in Hungary. EU-PHARE, Nr. 98-5251.00, 101. o.
- BYGRAVE, W. D.–TIMMONS, J. [1992]: Venture Capital at the Cross Roads. Boston Harvard Business School Press, Boston, 328. o.
- GOMPERS, P. A.–LERNER, J. [1998]: The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organisational Structures, Incentives and Complementarities. NBER Working Papers, No. 6725.
- HISRIC, R. D.–JANKOWITZ, A. D. [1990]: Intuition in Venture Capital Decision: An Explanatory Study Using a New Technique. Journal of Business Venturing, No.5. 49–62. o.
- KORTUM, S.–LERNER, J. [1998]: Does Venture Capital Spur Innovation? NBER Working Paper, No. 6846.
- LUDÁNYI ARNOLD–VÁRHEGYI ÉVA [2000]: A lízing lehetséges szerepe a kis- és közepes vállalatok finanszírozásában. Gazdasági Minisztérium, 76 o.
- MAIER, J. B.–WALKER, D. A. [1987]: The Role of Venture Capital in Financing Small Business. Journal of Business Venturing, No. 2. 207–214. o.
- NORTON, E.–TANNENBAUM, B. H. [1993]: Specialisation versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy. Journal of Business Venturing, szeptember, 431–442. o.

- PROWSE, S. [1998]: The Economics of the Private Equity Market. Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review, harmadik negyedév, 22–37. o.
- RHUNKA, J. C.–YOUNG, J. E. [1991]: Some Hypothesis about Risk in Venture Capital Investing. Journal of Business Venturing, március, 115–133. o.
- TYEBJEEE, T. T.–BRUNO, A. V. [1984]: A Modell of Venture Capital Investment Activity. Management Science, szeptember, 1051–1066. o.
- WELLS, W. A. [1974]: Venture Capital Decision Making. Carnegie-Mellon University, kiadatlan doktori disszertáció.