

## A KOCKÁZATI TŐKE

### BÉT Elemzések, 2003. október 17.

#### A kockázati tőke fogalma

A kockázati tőkebefektetéseknek markáns jellemzőik vannak, amelyek a következők:

- A kockázati tőkebefektetés részvételi tőkebefektetést jelent és a finanszírozó szerepe általában nem merül ki a tőke biztosításában, hanem részt vállal a vállalkozás irányításában is.
- A kockázati tőkebefektetés időtávja általában 3-7 év.
- A befektetés célpontjai a tőzsdén még nem jegyzett vállalkozások.
- A kockázati tőkebefektető nem az osztalékhozam maximalizálásában érdekelt, hanem a vállalat minél gyorsabb fejlődésében és értéknövekedésében.
- A kockázati tőke a vállalatot nem tőke kivonás útján hagyja el, hanem a tőkerész eladásával. Az eladásnak több útja is van, kezdve az életképtelen vállalkozás eszközeinek értékesítésétől a jól menő vállalat tőzsdei eladásáig.

Az angol terminológiában private equity-nek nevezett kockázati tőkén belül kisebb csoportot jelent a klasszikus kockázati tőke (venture capital). A klasszikus kockázati tőke alapvetően a vállalkozások korai szakaszában fektet be, míg az érettebb szakaszban levő társaságokba való befektetést fejlesztői tőkének (development capital) nevezik.

#### A kockázati tőkepiac szereplői

A kockázati tőke piac a szereplői szerint két részre bontható. Az egyik az ún. hivatalos (vagy formális) a másik a nem-hivatalos kockázati tőke.

A két szegmens közti különbség abban áll, hogy a finanszírozók és a finanszírozottak közé beékelődik-e a pénzügyi közvetítő rendszer vagy sem.

A két piacon eltérőek a szereplők a befektetői oldalon. A formális piac szereplői a független kockázati tőke alapok/társaságok - amelyek különböző pénzügyi intézményektől, nyugdíjalapoktól, alapítványoktól, biztosítóktól illetve magánszemélyektől gyűjtnek forrásokat - , valamint pénzügyi társaságok saját alapjai, amelyek célja, hogy az anyacég számára új technológiákat hozzanak, vagy új piacot teremtsenek.

A formális kockázati tőke piacon a független kockázati tőke társaságok játsszák a legfontosabb szerepet, pl. az Egyesült Államokban a formális kockázati tőke ágazat által eszközölt befektetések mintegy 75%-a került e társaságok közreműködésével a befektetőktől a vállalkozókhoz.

A hivatalos kockázati tőke piac másik meghatározó befektetői csoportosulását a nem-független befektetési alapok/társaságok képezik. Ide sorolhatóak különböző bankok, nyugdíj alapok, biztosítók kockázati tőketársaságai, de ide tartoznak egyéb nem pénzügyi intézményekhez pl. iparvállalatokhoz (GE, Xerox stb.) kapcsolódó tőketársaságok is.

Az informális piacon is két befektetői csoportot különböztetnek meg. Az első a tehetős magánszemélyek, az üzleti angyalok kategória, a második az önállóan befektető nagyvállalatok csoportja (corporate venturing).

Az üzleti angyalok tőkeerejét jól jellemzi, hogy az Egyesült Államokban a kilencvenes évek közepén körülbelül tízszer akkora összeget fektettek be az ágazatban, mint a hivatalos kockázati tőkepiac szereplői. Általában egyedül hajtják végre befektetéseiket, de vannak esetek, amikor szindikátusba tömörülve finanszíroznak egy-egy vállalkozást. Befektetéseik javarésze a kis-és középvállalkozások kezdeti szakaszának finanszírozására történik.

A nagyvállalatok is gyakorta közvetítő kihagyásával, közvetlenül vesznek részt kockázati tőkebefektetésekből. Ezek a befektetések általában a befektető nagyvállalat tevékenységéhez szorosan kapcsolódó területen következnek be. A befektető vállalatot stratégiai célok motiválják, a „corporate venturing” lehetővé teszi számukra az új technológiák kifejlesztésében és alkalmazásában való részvételt („ablak az új technológiára”) és a kutatás-fejlesztés gazdaságos finanszírozását teszi lehetővé.

### **Kockázati tőke finanszírozás a vállalkozások különböző stádiumában**

A kockázati tőkebefektetések megkülönböztethetőek a szerint, hogy a vállalkozások életciklusának mely fázisában vesznek részt finanszírozóként.

#### ***Magvető finanszírozás és indító finanszírozás***

A „magvető” tőke a még nem létező, csak tervezett vállalkozáshoz kapcsolódik. Az elindítani kívánt cég alapjául szolgáló ötlet kifejlesztését támogatja és finanszírozza a kezdeti kutatások, műszaki és gazdasági elemzések elvégzését. Mivel a vállalkozás jogilag ekkor még nem létezik, a finanszírozásért cserébe a kockázati tőkések opciót kapnak, ami jogot biztosít a majdan megalakuló társaságban való tulajdonosi részesedéshez.

Az indító tőke a már megalakult vállalkozás beindításához, a termékek kifejlesztéséhez, teszteléséhez és gyártásához, illetve szolgáltatás estén annak kiépítéséhez valamint a piackutatási feladatok ellátásához kapcsolódik.

A magvető és az indító finanszírozás közös jellemzője a kiemelkedően magas kockázat.

### ***Korai stádium finanszírozása***

A rövid ideje már működő vállalkozások, amelyek a bankhitelekhez kockázatosságuk folytán még nem juthatnak hozzá, fokozottan rá vannak szorulva a kockázati tőke segítségére. A kockázati tőkés ebben a szakaszban minden eddiginél nagyobb arányban vesz részt tevékenyen a vállalati üzletmenetben, ami hozzájárul kockázata csökkentéséhez.

### ***Terjeszkedés és fejlődés***

A vállalatok a terjeszkedés szakasza alatt olyan fázisba kerülhetnek, amikor bár a bevételek növekedési üteme igen gyors, a termelésnövekedés miatt likviditási problémákba ütköznek. A korábbi tőkebefektetések ekkorra már megtérülnek, így a likviditási zavarok leküzdésére történő befektetés már aránylag alacsony kockázatot hordoz. Amennyiben a vállalkozás még ezek után is további pótlólagos finanszírozásra szorul, gyakran nem csak kockázati tőke, hanem bankhitel a finanszírozó. Ekkorra a vállalkozásba való befektetés kockázata normális szintre csökken.

### ***Tőzsdére vezetés finanszírozása***

A fejlett tőkepiaccal rendelkező országokban, a kockázati tőke vállalatelhagyásának egyik útja a tőzsdei értékesítés. Az átmeneti időszak finanszírozása, a tőzsdére vitel feltételeinek megteremtése a kockázati tőke feladata. A kockázati tőkés nagyon nagy szerepet kap az elsődleges kibocsátás lebonyolításában, a szindikátus megszervezésétől, a kibocsátási tájékoztató elkészítésén át a jegyzésig.

### ***Menedzsment általi kivásárlás és menedzsmentbe való bevásárlás finanszírozása (MBO, MBI)***

Az első esetben a vállalat vezetése mögé áll a kockázati tőke, és segíti azt a társaság felvásárlásában, míg a második esetben a kockázati tőke kívülről jövő menedzsereket támogat a vállalat tulajdonrészének megszerzésében, és ezen keresztül a vállalati vezető pozíciók elérésében.

### ***Vállalatok feljavítása***

A pénzügyileg bajba került vállalkozások egy része érdemes lehet arra, hogy a kockázati tőke befektetési lehetőséget lásson benne. Amennyiben a vállalkozás nem alapvetően életképtelen, hanem például a vezetők szakértelme nem a megfelelő, a kockázati tőke látványos eredményekre képes.

## **A kockázati tőkebefektetések folyamata**

A kockázati tőkebefektetésnek, más befektetési döntésekhez viszonyítva, sokkal jobban elkülöníthetők az egyes szakaszai. Az egyes szakaszok közül a kiszállásról (exit) – azon belül is a tőzsdei értékesítésről – ejtünk több szót.

### ***A választás***

A tőke sikeres kihelyezéséhez szükséges az igénybevételi szándék felkeltése, valamint – ha ez előbbi megtörtént – a lehetőségek közti választás. A kockázati tőketársaságoknak benyújtott pályázatok több, mint 90%-a akad fenn a kiválasztási szűrésen.

A kockázati tőkék befektetési döntései számos tényezőtől függenek. Az európai társaságok döntéseit elemezve (Muzyka, Birley és Leleux [1995]) megállapítható, hogy a kockázati tőkék befektetési döntéseinél a legfontosabb szempont a vállalatvezetés minősége, a versenypozíció fenntarthatósága és a kiszállás lehetősége.

### ***A befektetés***

A befektető és a finanszírozott vállalkozás közötti kapcsolatot szabályozására szolgál az ún. részvényvásárlási megállapodás (stock-purchase agreement). Ez általában tartalmazza a finanszírozó tőke nagyságát és a finanszírozás idejét, a befektetés formáját (általában átváltható elsőbbségi részvények), elővásárlási jogot, kiszálláshoz kapcsolódó jogokat, az információhoz való jutás jogát, valamint az igazgatóság felépítését.

### ***További finanszírozás és a hozzáadott érték***

A kockázati tőkés szerepe nem ért véget a vállalkozásban való tulajdonrész megszerzésekor.

A kockázati tőkés részvétele egy vállalat irányításában felbecsülhetetlen előnyökkel járhat. A tőkés teljes kapcsolatrendszerét fel tudja ajánlani a cég számára, tapasztalata és sikerei garanciát jelenthetnek további külső finanszírozók megnyerésében. A kockázati tőkés tehát a vállalkozás számára értéknövelő tényező.

### ***A kiszállás***

A kockázati tőkést a befektetésre a várható hozam ösztönzi. Az érték növekedése még önmagában nem elég, a nyereséget realizálni is kell. A kiszállásra négy fő irányt különböztetünk meg:

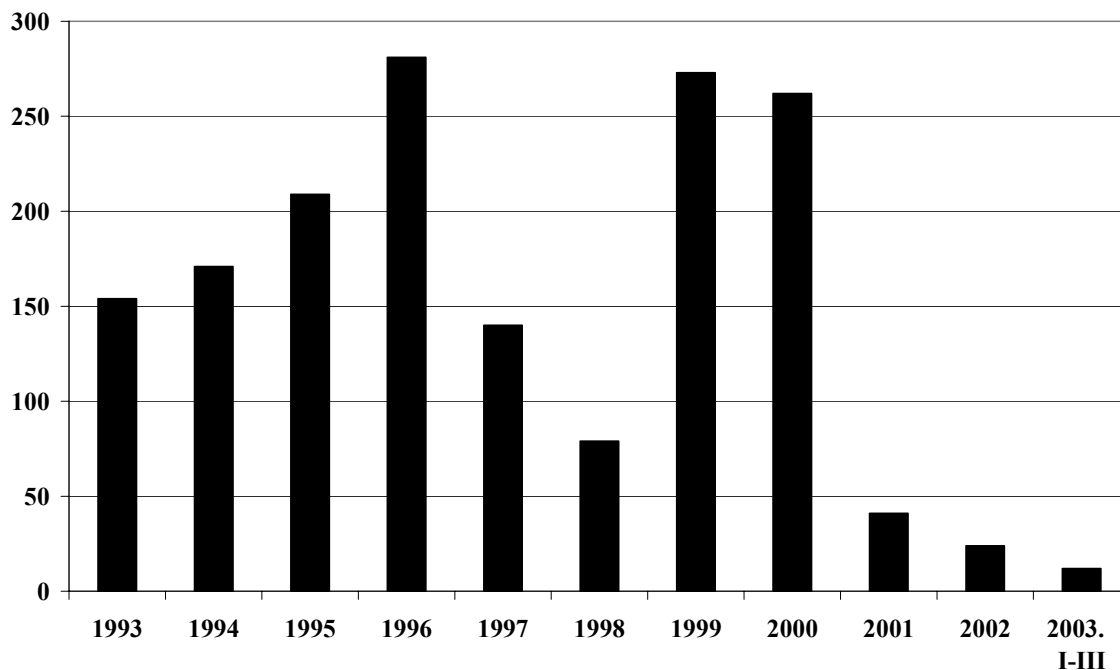
- Nyilvános részvénykibocsátás, tőzsdére vezetés útján
- A részvényeknek a vállalat vagy a vállalkozó általi visszavásárlása
- Cég eladása másik befektetőnek
- A vállalkozás felszámolása

## Tőzsdei kiszállás

Az elsődleges részvénykibocsátáson (IPO) keresztül való kiszállás az amerikai kockázati tőke piacon a legnépszerűbb megoldás, Európában azonban a befektetett tőke csak alig több mint tizede hagyja el a vállalkozásokat a tőzsdén keresztül.

Az IPO piac a kilencvenes években jelentősen felfutott, a dotcom válság és az általános recesszió hatására azonban az ezredfordulót követően jelentős visszaesés következett be. Az európai IPO piac fellendülését jelezte, hogy a hagyományos tőzsdék mellett (vagy égiszük alatt) gombamód megszorodtak a dedikáltan a nagy fejlődési potenciállal rendelkező technológiai cégek részvényei számára piacra kínáló „új piacok”, mint például a frankfurti Neuer Markt, a párizsi Nouveau Marché, vagy a londoni AIM. Az iparági visszaesést jól mutatják az amerikai adatok: az 1999-es csúcstól jelentő 273 –ról 2002-re 24-re esett vissza az elsődleges kibocsátások száma. A 2003 harmadik negyedében készült felmérések az IPO-k számának felfutását jelzik előre.

**Kockázati tőkével támogatott IPO-k számának alakulása az USA-ban**



forrás: Thomson Venture Economics & NVCA

Kutatások bizonyítják (Black és Gilson [1998]), hogy a részvénytőke és a kockázati tőke befektetések között szoros kapcsolat van. Minél nagyobb hasznot realizálnak a befektetők az IPO piacokon, annál több tőke áramlik vissza a kockázati tőke alapokba. Az IPO piacok léte egyrészt tehát fontos a kockázati tőkés szempontjából, másrészt fontos lehet a vállalkozás szempontjából is, hiszen az elsődleges kibocsátást követően már egy hatékonyabb tőkepiacon mérettetik meg, versenypiaci körülmények között jutva pótlólagos tőkéhez.

<b>A nyilvános kibocsátás előnyei</b>	<b>A nyilvános kibocsátás hátrányai</b>
Nagyobb likviditás	Sok belső információ nyilvánossá válik
A hatékonyabb piac reálisabban áraz	Szigorúbb beszámolási kötelezettség a hatóságoknak
Könnyebb pótlólagos tőkéhez jutni	Költséges a nyilvános kibocsátás megszervezése
Vezetés motiválása részvényopciókkal	

Az elsődleges kibocsátásoknál a befektetők által elvárt hozam igen magas, ezért sok tanulmány állította középpontjába az IPO-k várakozásokhoz képesti alulteljesítését (Brav és Gompers az 1972 és 1992 között történt kibocsátások elemzése során rámutatott, hogy a kockázati tőketársaságok által vezényelt cégek elsődleges kibocsátásánál nem lehet alulteljesítésről beszélni).

Megfigyelhető, hogy az IPO-n keresztül történő kiszállás nagyobb megtérülést hoz, mint a más kiszállási alternatívák. Kérdés persze, hogy a kiszállási útvonal emeli a befektetés értékét, vagy a magasabb hozamú befektetéseknél választják a tőzsdéi kiszállást?

## **A magyarországi helyzet**

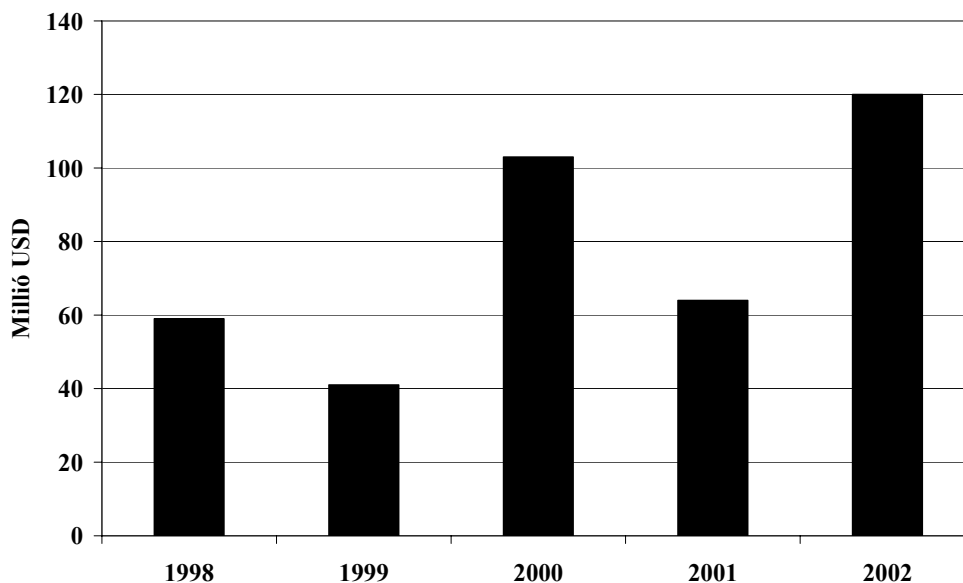
Magyarországon a kockázati tőke-ágazat kialakításának gondolata 1988-ban született. Az Országos Műszaki Fejlesztési Bizottság kezdte meg a kutatásokat a tárgykörben, majd 1996-ban a kormány felkérésére elvállalta a kockázati tőke-társaságok szabályozására vonatkozó törvénykonceptió kidolgozását. A törvényjavaslatot 1998. március 18.-án fogadta el az Országgyűlés és a törvény április 1-én lépett életbe.

A magyar kockázati tőke piac azonban nem a törvény égisze alatt működik, vagyis a kockázati tőkebefektetéseket végző vállalkozások nem a törvény által definiált kockázati tőketársaságként tevékenykednek. Ennek oka, hogy a törvény túl sok korlátot állít a lehetséges befektetések elé.

Magyarországon a rendszerváltozást követően jelentek meg a jellemzően külföldi tőkét mozgató kockázati tőke befektetők. Az elmúlt több mint egy évtizedben 1 milliárd dollárt meghaladó értékű kockázati tőke áramlott a magyar vállalkozásokba.

A kockázati tőke piac szereplői 1991-ben alapították meg a Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesületet (MKME), amelynek az elmúlt évek rohamos bővülése következtében jelenleg 67 tagja van. Az Egyesület által képviselt szereplők kezében mintegy 3-4 milliárd eurónyi tőke összpontosul.

## A kockázati tőkebefektetések értéke Magyarországon 1998-2002



Forrás: MKME

A Budapesti Értéktőzsde részvénytőzsdéje lehet a magyarországi kockázati tőkebefektetések egyik lehetséges kiszállási alternatívája.

A BÉT kategóriarendszere 2001-ben átalakult, a „B” kategóriába való bevezetésnek sem minimális tőkeértékre (kapitalizációra), sem a minimális működési időre, sem pedig a tulajdonosok számára és a közkezhányadra vonatkozó feltételei nincsenek.

A BÉT piacán eddig négy IPO-n keresztül kockázati tőke kiszállás történt: Cofinec (1996) – MAVÁ; Nabi (1997) – EMA (részleges); Synergion (1999) – Advent, Equinox; Graphisoft (2000) – Nippon Investment Fund.

A BÉT részvénytőzsdéjére történő bevezetések 2000-es évet követően megtorpantak, aminek fő oka nem csak a hazai, hanem a globális tőkepiaci recesszió volt. Igazi IPO piac tehát – a Nasdaq vagy a Neuer Markt mintájára – ki sem tudott bontakozni.

A BÉT 2003-ban meghirdette a Tőzsdékes Cégek Klubját, melybe eddig 16 cég jelentkezett. Ezen cégek egy része kockázati tőkebefektetők által tulajdonolt cég, akik fantáziát látnak a tőzsdén való megjelenésben és további forrásszerzésben. A klubtagok között vannak kockázati tőkebefektető cégek is, akik nem a maguk, hanem a tulajdonolt társaságok részvényeinek bevezetése miatt léptek be a TCK-ba.