

A kockázati tőkefinanszírozás elméleti kérdései gyakorlati problémákkal illusztrálva I.



Szerkesztette: Jáki Erika

2019



Corvinus



A kockázati tőkefinanszírozás elméleti kérdései gyakorlati problémákkal illusztrálva I.

Szerkesztette: Jáki Erika

Budapesti Corvinus Egyetem
Vállalkozásfejlesztési Intézet
egyetemi docens

Lektorálta: Halmosi Péter

Szegedi Tudományegyetem
Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete
Pénzügytani Szakcsoport
egyetemi docens

Budapest, 2019

Szerkesztette: Jáki Erika; erika.jaki@uni-corvinus.hu
Budapesti Corvinus Egyetem
Vállalkozásfejlesztési Intézet
egyetemi docens

© Jáki Erika, Aranyossy Márta, Csepy Gábor, Molnár Endre Mihály, László Ádám,
Freész Gergely

A mű és annak minden része a szerzői jogok értelmében védett. A kiadvány – anyagi haszonszerzés célját kivéve – változatlan formában és tartalommal szabadon terjeszthető, felhasználható, nyomtatható, sokszorosítható és korlátozás nélkül közzé tehető. A szerzői jogok védelmében felhasználásakor, idézéskor szakszerűen kell hivatkozni a kiadványra és a szerzőkre.

Az esetek kizárólag tudományos és oktatási célokra és vitára készültek.

A könyv ingyenesen letölthető az alábbi helyről:
<http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/4322/>

ISBN 978-963-503-806-0

Kiadó: Budapesti Corvinus Egyetem, 2019



Tartalom

Bevezetés	5
I. ÁLTALÁNOS KOCKÁZATI TŐKEPIACI ISMERETEK.....	7
1 Jáki Erika: Kockázati tőke Magyarországon	8
1.1 A magyar kockázati tőkepiac szerkezete	9
1.2 Tőkebefektetés	12
1.3 Esettanulmány	13
1.3.1 Kockázati tőke kutatócsoport.....	13
1.3.2 TOP három befektetés befektetési évenként	16
1.3.3 Feladat.....	17
1.4 Források.....	18
2 Jáki Erika: Fiatalkorai fázisú társaságok forrászerzési lehetőségei.....	20
2.1 Forrásbevonás a céltársaságok különböző életszakaszában	20
2.2 Finanszírozási hierarchiaelmélet és a kockázati tőkepiac	22
2.3 Állami beavatkozás a kockázati tőkepiacon.....	24
2.4 Esettanulmány	26
2.4.1 Startup Kft. esete – 2012-2014	26
2.5 Feladat	31
2.6 Források.....	32
3 Aranyossy Márta: Vállalkozásösztönzés az egyetemen.....	35
3.1 „Unipreneurship” a világ körül	35
3.2 Esettanulmány	40
3.2.1 Vállalkozásösztönzés a Budapesti Corvinus Egyetemen.....	40
3.2.2 Demium.....	42
3.3 Feladat	44
3.3.1 Kitekintés - A CORVINUS alumninhoz kapcsolódó, 2010-es években alapított néhány startup vállalkozás	45
3.4 Források.....	46

II. A STARTUP VÁLLALKOZÁSOK ÉS A BEFEKTETŐ SZEMPONTJA A KOCKÁZATI TŐKE IGÉNYLÉSÉNEK FOLYAMATÁBAN.....48

4	Csepy Gábor: Jutalom alapú közösségi finanszírozás	49
4.1	Közösségi finanszírozás és kampánysiker	49
4.2	Jutalom alapú közösségi finanszírozás.....	51
4.2.1	Kampánybeállítások.....	52
4.2.2	A résztvevők tulajdonságai	53
4.2.3	Kommunikáció.....	53
4.2.4	Kapcsolati háló.....	54
4.2.5	Összegzés	54
4.3	Esettanulmány	55
4.3.1	Wreckfish Bistro eset.....	55
4.4	Feladat	56
4.5	Források.....	59
5	László Ádám: Befektetési döntési folyamat	61
5.1	Befektetési döntési folyamat	61
5.2	Term Sheetben rögzített tulajdonosi-befektetői jogok fogalma	68
5.3	Források.....	72
6	Molnár Endre Mihály: A startup vállalkozások szakmai támogatása és a teaser	75
6.1	A startup vállalkozások számára elérhető szakmai támogatások	75
6.2	A teaser, avagy kedvcsináló, ízelítő	77
6.2.1	Minta Teaser	80
6.3	Esettanulmány	82
	Startup Kft. esete – 2014.....	82
6.4	Feladat	84
6.5	Források.....	85
7	Molnár Endre Mihály: Pitch, avagy első prezentáció a befektető előtt	87
7.1	Mi az a „pitch”?.....	87
7.2	Milyen egy jó pitch-prezentáció?	88
7.3	A kockázati tőkebefektető befektetési szempontjai	90
7.4	Esettanulmány	92
7.4.1	Eset – Cápák Között.....	92
7.5	Feladat	93
7.5.1	Értékelő ív	94
7.6	Forrás.....	95

III. INDIKATÍV TERM SHEET 98

8	Freész Gergely: Az intézményes kockázati tőke hatása a vállalkozások belső szerkezetére	99
8.1	Az intézményes kockázati tőkebefektető befektetési politikája	99
8.1.1	Alap mérete	99
8.1.2	Finanszírozni tervezett életszakasz	100
8.1.3	Iparági fókusz.....	102
8.1.4	Alapkezelő és a potenciális portfóliócégek egymáshoz viszonyított földrajzi közelsége)	103
8.1.5	Alapkezelő tapasztalata, referenciái.....	103
8.1.6	Alapkezelő javadalmozása	103
8.2	Kontroll és monitoring jogok rögzítése.....	104
8.3	A vállalkozók motivációja	105
8.4	Az intézményes kockázati tőke és a vállalkozók kapcsolatát befolyásoló tényezők	106
8.5	Portfóliótársaság szervezeti felépítésének változása az életciklus előrehaladásával	107
8.6	Esettanulmány	109
8.6.1	NetTop K.ft. eset 1. rész	110
8.7	Feladat az esettanulmány első részéhez	117
8.7.1	NetTop K.ft. eset 2. rész	118
8.8	Feladat az esettanulmány második részéhez	120
8.9	Források.....	121
9	Jáki Erika: <i>Indikative Term Sheet</i>	125
9.1	Esettanulmány	125
9.1.1	Brünhilda Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	126
9.1.2	BIOSAFETY K.ft.	128
9.1.3	Term Sheet	131
9.2	Feladat	141

IV. PORTFOLIÓTÁRSASÁGOK PÉNZÜGYI ÉRTÉKELÉSE.....	142
10 Aranyossy Márta: Portfóliótársaságok pénzügyi értékelése	143
10.1 Befektetési portfólióvállalatok értékelése pénzügyi elemzési módszerekkel	144
10.2 Pénzügyi értékelési módszertan	146
10.3 Esettanulmány	148
10.3.1 A Játékfejlesztő Kft.....	148
10.3.2 A Szoftver Zrt.	150
10.4 Feladat	152
10.5 Források.....	153
A könyv szerzői	155
A könyv lektora.....	155
A szerző további könyvei.....	157

Bevezetés

A könyv a kockázati tőkefinanszírozás egy-egy témakörét dolgozza fel elméleti oldalról. Az elméleti ismeretek elsajátítását és megértését gyakorlati esetekkel, feladatokkal segítik a fejezetek szerzői. *A kockázati tőkefinanszírozás elméleti kérdései gyakorlati problémákkal illusztrálva I.* könyv hiánypótló a tekintetben, hogy a kockázati tőke igénylésének lépéseit részletesen, gyakorlat orientáltan ismerteti. A könyv segítséget nyújt az ökoszisztéma szereplőinek – inkubátor házak, akcelerátorok, kockázati tőkebefektetők, egyetemek - a mentorálási, tanácsadási folyamatban.

A könyv tematikusan négy főbb részből áll: általános kockázati tőkepiaci ismeretek, a startup vállalkozások és a befektetők szempontjai a kockázati tőke igénylésének folyamatában, indikatív Term Sheet tárgyalása és végül a portfóliókezelés egyik aspektusa kerül tárgyalásra.

Az első tematikus rész *általános kockázati tőkepiaci ismereteket* ad. Az *első fejezet* a magyar kockázati tőkepiac szerkezetéről és szereplőiről ad általános áttekintést. A gyakorlati ismeretek között felsorolásra kerülnek a magán kockázati tőkealapkezelő cégek és azok legfontosabb befektetései a JEREMIE program keretében. A *második fejezet* a fiatal, nagy növekedési potenciállal bíró vállalkozások forrásszerzési lehetőségeit mutatja be, amelynek során az állami beavatkozás formái is tárgyalásra kerülnek. A *harmadik fejezet* nemzetközi kitekintést nyújt a kockázati tőkepiac egyik fontos aspektusáról, az egyetemeken elérhető vállalkozásösztönzésről.

A második tematikus rész a *startup vállalkozások* és a *befektető* szempontjából tekinti át a kockázati tőke igénylésének folyamatát. A *negyedik fejezet* a kockázati tőkefinanszírozást megelőző innovatív finanszírozási lehetőségeket, kiemelten a jutalom alapú közösségi finanszírozást tárgyalja. Az *ötödik fejezet* átfogóan mutatja be a befektetési döntési folyamatot, kezdve a befektetői érdeklődés felkeltésétől egészen az első folyósításig. A fejezetben bemutatásra kerülnek a Term Sheetben rögzített tulajdonosi-befektetői jogok. A további fejezetek a befektetési döntési folyamat egy-egy szakaszára koncentrálnak. A *hatodik fejezet* bemutatja, hogy milyen szakmai támogatások állnak a startup vállalkozások rendelkezésére ahhoz,

hogy felkészüljenek a kockázati tőkefinanszírozás igénylés első fontos állomására, az egy-két oldala teaser megírására, amelynek gyakorlását egy esettanulmánnyal segíti a szerző. A *hetedik fejezet* a jó pitch prezentáció kritériumait mutatja be, figyelembe véve a kockázati tőkebefektető értékelési szempontjait is.

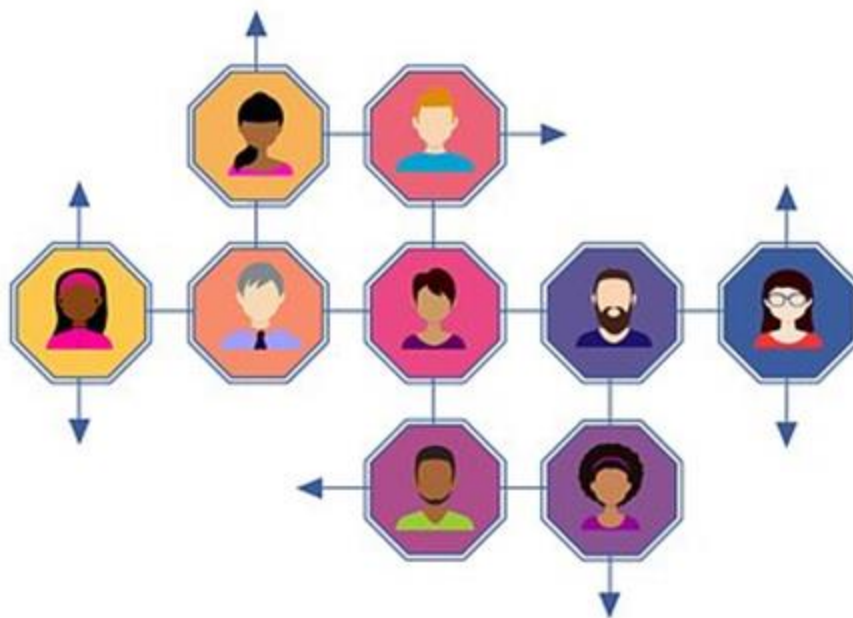
A harmadik tematikus rész az *indikatív Term Sheetben* rögzített feltételeket mutatja be, amelyek a befektetési, vagy szindikátusi szerződésben kerülnek majd rögzítésre. Ezek a feltételek alapvetően meghatározzák a tőkebefektető kontroll és monitoring jogait, továbbá az exitre is fontos kitételeket tartalmaz. A Term Sheet tárgyalása során kerülnek rögzítésre a tulajdonosok és/vagy befektetők opciós jogai és kötelezettségei. A *nyolcadik fejezet* az intézményes kockázati tőke hatását mutatja be a vállalkozás belső szerkezetére. A fejezet részletes áttekintést ad az intézményes kockázati tőkebefektetési politikájáról, és hogy ebből következően milyen monitoring és kontroll jogokat törekszik elérni. A fejezet későbbi részében a vállalkozó motivációja kerül ismertetésre. A szervezeti, döntéshozatali rend átalakulásának és az ebből fakadó nehézségek mélyebb megértését szolgálja a fejezet végén található esettanulmány. A *kilencedik fejezet* arra ad lehetőséget, hogy egy konkrét eset kapcsán tekintse át az olvasó az indikatív Term Sheetben foglalt opciós feltételeket és az exitre vonatkozó elképzeléseket. A fejezet lehetőséget ad arra, hogy a Term Sheet feltételeit véleményezze az olvasó a vállalkozó és a kockázati tőkebefektető oldaláról is, és számára elfogadható módosítások átvigye a tárgyalások során a kötelező érvényű Term Sheet aláírásához.

A negyedik tematikus rész a *portfóliókezelés* témájába tartozik. A *tizedik fejezet* a befektetés megvalósulását követően tárgyalja a Portfóliótársaságok pénzügyi értékelését, azaz az adatszolgáltatás alapján készített pénzügyi elemzés és értékelés folyamatát.

A kockázati tőkefinanszírozás elméleti kérdései gyakorlati problémákkal illusztrálva II. könyv tovább részletezi a portfóliókezelés folyamatát, és az exit folyamatát, szabályozási környezetet és további kapcsolódó témákat.

dr. Jáki Erika

I. ÁLTALÁNOS KOCKÁZATI TŐKEPIACI ISMERETEK



1 Jáki Erika: Kockázati tőke Magyarországon

A kockázati tőkefinanszírozás fogalmának megértéséhez először a szóösszetétel második tagját értelmezzünk. A tőkefinanszírozás azt jelenti, hogy tulajdonosi részesedést szerez a finanszírozó a társaságban. Ennek több fontos következménye van. Egyrészt, a tulajdonos részt vesz a társaság irányításában, a legfontosabb döntéseket a tulajdonosoknak együtt kell meghozniuk. Másrészt, a tulajdonos a befektetett tőkéhez akkor jut hozzá, hogyha részesedését értékesíteni tudja. Az értékesítéssel realizálja a tőkebefektetésen a hozamot, ami lehet pozitív és negatív is. Kockázat szó pontosan arra utal, hogy sokszor negatív a hozam, azaz a befektetett tőke nem térül meg, esetleg teljes mértékben elveszik. A másik oldalon – kisebb valószínűséggel – a társaság értéke jelentősen megnő és annak értékesítésével jelentős hozamra tud szert tenni a tőkebefektető. Összességében ezen befektetéseknek rendkívül nagy a kockázata, azaz igen nagy a veszteség valószínűsége.

A fentiekből következően a kis- és középvállalkozási (továbbiakban: KKV) szektorban lévő korai életszakaszú társaságok az ötletek kibontakoztatásához nehezen, vagy egyáltalán nem jutnak finanszírozáshoz, pedig szoros összeköttetés figyelhető meg a vállalkozások növekedése és a gazdaság növekedése között (Czyżewska et al., 2016). Katona (2018) kutatása alapján az innovatív KKV-k komoly nehézségekbe ütköznek az elindulásukhoz, a növekedésükhöz és a globális piacokon való versenyzéshez szükséges pénzügyi források megszerzésében. Legtöbbször már ahhoz is támogatásra szorulnak, hogy kockázati tőkebefektetéshez juthassanak. Sokszor az ötlet kibontakoztatásához is hiányzik a minimális induló tőke, infrastruktúra, és esetenként az üzlet beindításához nélkülözhetetlen pénzügyi/gazdasági ismeret (Molnár és Jáki; 2017a; Jáki, Molnár és Walter, 2017). Karsai (2004) szerint az állami beavatkozásra azért van szükség a kockázati tőkepiacon, mivel a magánszféra nem biztosít megfelelő mennyiségű tőkét az olyan vállalkozásoknak, amelyek újak, gyors növekedésre képesek, innovációt hordoznak. Állami beavatkozás Magyarországon a kockázati tőkefinanszírozás terén már 2007 előtt is jelen volt. 2007-13-ra került meghirdetésre a JEREMIE

program, melynek befektetési szakasza 2010-ben kezdődött és 2016. májusban zárult le. A program keretében több mint 92 milliárd Ft értékű állami tőke befektetésre kerülhetett sor, ami szerepet játszott abban, hogy 2011-2015 között a hazai kockázati tőke-befektetések GDP-hez viszonyított átlagos aránya az ötödik legmagasabb volt Európában (Kosztopolosz, 2017). A tőkebefektetések 3-7 éves időszakra szólnak, a tőkealapokat 10 éves időszakra hozták létre (Zsembery és Lovas, 2015).

A kockázati tőkepiacon az állami beavatkozás esetében meg kell különböztetni a közvetett és a közvetlen állami beavatkozást. A kockázati tőkepiacon közvetlen állami beavatkozás az állami tőkealapkezelők alapítása, amelyek kizárólag állami tőkealapokat kezelnek. Közvetett állami beavatkozás a kockázati tőkepiacon magánpiaci tőkealapok befektetési jegyeinek megvásárlása. A JEREMIE program esetében Európai Unió források így kerültek magánpiaci tőkealapokba. (Molnár és Jáki, 2017a; Lovas és Rába, 2013, Fazekas és Becsky-Nagy, 2018). A korai életszakaszban lévő társaságok esetében közvetett állami szerepvállalás megjelenik már az inkubátorházak és az akceleratorok támogatásán keresztül is.

2017 tavaszán a 2014-2020-as időszakra több Kockázati tőkefinanszírozást célzó program került meghirdetésre. Berlinger (2019) egy kettős erkölcsi kockázatot és pozitív externáliákat tartalmazó, fix beruházásos modellben vizsgálja, milyen hatása van az állami támogatásnak a vállalkozó és a kockázati tőkés viselkedésére.

1.1 A magyar kockázati tőkepiac szerkezete

A magyar kockázati tőkepiac legfontosabb szereplői a *céltársaságok*, amelyeket több életszakasz szerint különböztetünk meg, egyik besorolás a magvető, start-up és növekedés időszakait különíti el (Molnár és Jáki, 2017a). Ezekben a korai életszakaszokban a vállalkozások bankhittel még nem számolhatnak, a kockázati tőkealapok azonban a bemutatott három életszakasz mindegyikében jelen vannak, számos formát felölthet (Walter, 2014).

A magvető életszakaszban a vállalkozások sokszor pusztán a termék/szolgáltatás ötlettel („idea company”) rendelkeznek, amely társaságokba jellemzően üzleti angyalok, vagy magvető tőkealapok, akceleratorok fektetnek be, vagy család,

barátok biztosítanak forrást. Egyik nagy problémájuk, hogy nem rendelkeznek gazdasági/pénzügyi ismeretekkel bíró szakemberrel, aki az ötletre épülő gazdasági társaság üzleti tervét és az arra épülő pénzügyi tervet össze tudná állítani.

Az induló társaságok esetében kifejezetten problémás az üzleti terv elkészítése, mivel még kibontakozóban van a társaság működése és üzleti modellje. Nemcsak az árbevétel, de a költségek becslése is nehéz. A termék/szolgáltatás sokszor úgynevezett „blue ocean” iparágat teremt, azaz még ismeretlen, érintetlen piacokra kíván belépni, amelyek a keresletteremtés, a profitnövelés lehetőségeit jelentik. Az elmúlt évek innovációiból jó példa a csomagküldés terén mára már elterjedt „pick pack pont”, vagy az okostelefon, okosóra, valamint a virtuális szemüveg. Az induló vállalkozások kezdeti problémáira/hiányosságaira adnak megfizethető megoldást az *inkubátorházak* és *akcelerátorok*¹. A magyar piacon sokszor keveredik mind megnevezésében, mind a nyújtott szolgáltatások körében. Egyes akcelerátorok kis mértékű tőkerészesedés fejében támogatják a vállalkozásokat, sok esetben forrást is biztosítanak. Egyre jellemzőbb azonban, hogy maguk a kockázati tőkebefektetők hoznak létre akcelerátorokat, hogy az akcelerátor programmal támogatott vállalkozások közül a legkiemelkedőbbeket tőkebefektetéssel finanszírozzák².

A hazai kockázati tőkepiac fontos szereplői a *kockázati tőkealap-kezelők* és a *tőkealapok*, és a magántőke- és kockázati tőke-szektor érdekeit képviselő *Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület* (angolul Hungarian Private Equity and Venture Capital Association – *HVCA*). Az állam az ellenőrzési funkciót, a tőkealap-kezelők felügyeletét a *Magyar Nemzeti Bankon* (MNB) keresztül látja el. 2013-ig a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete látta el, amely összeolvadt a MNB-vel.

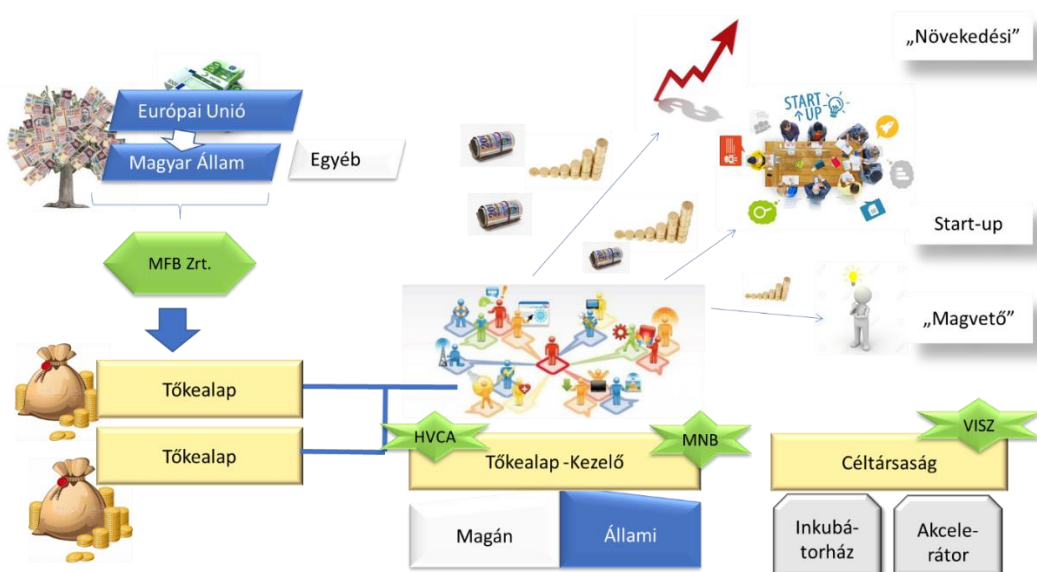
Közvetlen *állami szerepvállalás* az állami *kockázati tőkealap-kezelők alapítása*, és állami *tőkealapok* létrehozása. Az unió közvetett módon van jelen a piacon a *tőkealapok*ba folyósított forrásokon keresztül, amelyeket pályázatással az állam

¹ Az *akcelerátor* szó az angol accelerate szóból származik, jelentése gyorsító, felfuttató, amelynek megfelelően az akcelerátorok induló vállalkozásokat támogatnak az üzleti ötletük felfuttatásának folyamatában. Lovas és Riz (2016) az inkubátorok és akcelerátorok fogalmait tárgyalja, valamint a hazai empirikus tapasztalatokat mutatja be.

² Ilyen például a DBH Investment Zrt. SeedStar akcelerátora is, amely egyszerre határozza meg magát inkubátorházként és akcelerátorként. SeedStar Battle néven 2015 áprilisában a SeedStar akcelerátor startup versenyt rendezett, ahol a prezentáló induló vállalkozásokat szakmai zsűri értékelte, továbbá kockázati tőkebefektetőkkel is találkozhattak a versenyzők.

oszt szét. Az Uniós források pályázati úton való szétosztását a *Magyar Fejlesztési Bank Zrt. (MFB Zrt)* koordinálja. Korábban ezt a feladatot a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. látta el, amely 2015-ben beolvadt az MFB Zrt-be. A *Támogatásokat Vizsgáló Iroda (TVI)* – az állami támogatások versenyszempontú vizsgálataért felelős szervezet – részére előzetesen be kell jelenteni az európai uniós versenyjogi értelemben vett minden állami támogatást tartalmazó tervezetet. Csak olyan helyen szerepelhet az állam³, ahol piaci kudarc van. A kockázati tőkepiacon egyfajta kudarcként értelmezhető, hogy a fiatal, korai stádiumban lévő társaságok nehezen, vagy egyáltalán nem jutnak forráshoz (Jáki és Molnár; 2017b alapján).

Az állam egyrészt tőkejegy-tulajdonosként, mint kockázati tőkebefektető jelenik meg a tőkealapokban, másrészt vannak állami tulajdonban lévő kockázati tőkealapkezelők, amelyek állami és európai uniós tőkealapokat kezelnek. Természetesen a felügyeleti funkciót is az állam látja el a Magyar Nemzeti Bank keresztül.



1. ábra: Magyar Kockázati Tőkepiac szereplői
forrás: Jáki és Molnár (2017a) átdolgoása

³ Az állami támogatások csoportosításáról, fajtáiról, a vállalatokat érintő korlátairól lásd Walter (2014b).

1.2 Tőkebefektetés

A kockázati tőkealap-kezelők a tőkealap nevében saját tőke-ágon, azaz tulajdonosként biztosítanak forrást a céltársaságnak. A befektetési szerződés csomagban meghatározzák az exit-lehetőségeket, a tulajdonosi és szavazati jogokat, a közgyűlés/taggyűlés döntési hatáskörét és a tisztségviselők delegálásának jogát (felügyelőbizottsági tagok, igazgatósági tagok, vezérigazgató személye, stb.).

A *magánpiaci kockázati* tőkebefektetők a céltársaságban minél nagyobb tulajdonosi részesedés és többségi befolyás megszerzésére törekednek. A befektető részesedését 3-5-7 év elteltével értékesítve (exitálva) komoly haszonra tehet szert. A magánpiaci kockázati tőkés kizárólag tőkerészesedés megszerzésére koncentrál, nem jellemző a tagi kölcsön nyújtása, mivel a részesedéssel nagyobb hozamot tud realizálni. A magánpiaci kockázati tőkés jellemzően szakmai befektetőként segítik a céltársaságot, mivel ismerik a piacot, szakmai kapcsolataikkal támogatást nyújtanak.

Ezzel szemben az *állami kockázati tőkebefektetők* pénzügyi befektetők. Az állami tulajdonú kockázati tőkealap-kezelők kizárólag állami tőkealapokat kezelnek. Az operatív kérdésekbe nem kívánnak beleszólni. A céltársaságban részesedésük 49% alatt marad, nem szerezhetnek többségi tulajdonrészt, mivel azzal befolyásoló többséget szereznének. Az irányítási jogokat az ötletgazdák, az eredeti alapítók kezében hagyják. Az állami kockázati tőkebefektető limitálja a saját potenciális közvetlen profitját az egyes befektetéseken azzal, hogy az exitre vonatkozó megállapodásban – azaz a befektetés időpontjában – rögzítik, hogy a céltársaság előre megállapított és szerződésben rögzített elvárt hozam mellett visszavásárolhatja a tőkealap részesedését. Az állami tőkebefektetés ezen elemében nagyon hasonlít egy hitelkonstrukcióhoz. Az állami szereplőknél a tőkebefektetéseket gyakran kombinálják tagi kölcsönrel, amelynek törlesztése általában lépcsőzetes, és a tőke-exitnél korábban, vagy egyidőben történik. Ez tekinthető az állam részéről kockázatcsökkentő lépésnek, tekintve, hogy a részesedésen is előre rögzített hozamot tud elérni. A hitel-ágon természetesen alacsonyabb kamatot várnak el, mint a tőke-ágon.

Karsai (1997) a hazai piacon befektető kockázati tőkebefektetőkkel folytatott interjúk alapján az elvart éves átlagos hozamot 35-50%-ra, 2002-ben pedig 30-40%-ra tette. *Az állami szerepvállalás értékelése kapcsán különösen figyelemreméltó, hogy az állami tulajdonú Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. a legalább 2 éves múlttal rendelkező cégektől évente átlagosan 12-15% hozamot vár el, ami jóval alacsonyabb, mint a hazai vagy a külföldi piaci alapkezelők által egy befektetéstől elvart hozam.* Amennyiben az állam által kezelt tőkealap alacsonyabb hozamelvárással fektet be, úgy várhatóan a realizált hozam is el fog maradni a magánpiac által kezelt tőkealapokétól.

1.3 Esettanulmány

Az alábbi eset célja, hogy a feladat során a hallgatók megismerkedjenek a magyar kockázati tőkepiac magán szereplőivel és azok befektetéseivel. A példa megoldása során egy-egy, a kockázati tőkealap kezelő és annak befektetése kerülnek áttekintésre, valamint 2018. évig bezárólag a legsikeresebbnek ítélt céltársaságok története kerül feltárára.

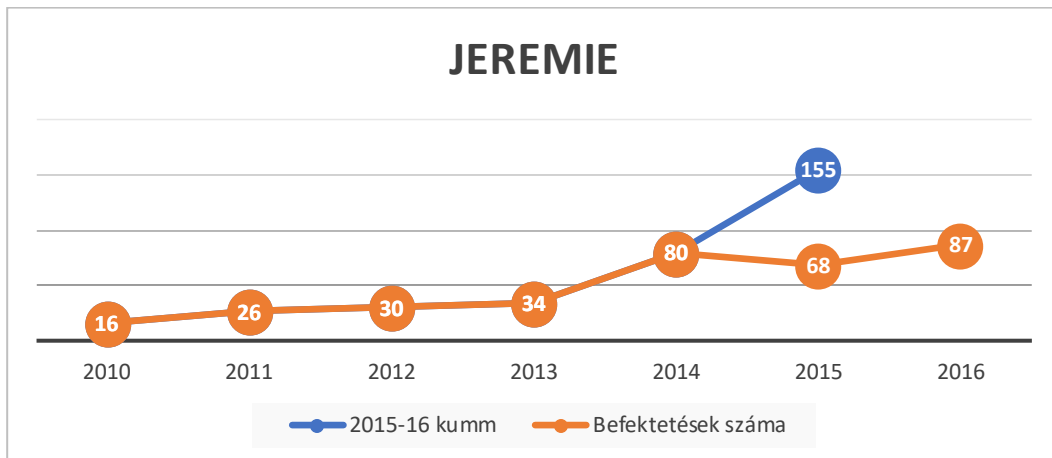
1.3.1 Kockázati tőke kutatócsoport

A Budapesti Corvinus Egyetem kutatói⁴ a JEREMIE befektetéseket vizsgálva azt tapasztalták, hogy összesen 357 befektetési kör volt a JEREMIE programban érintett tőkealapokból. A befektetési kör fogalmát azért fontos alkalmazni, mert több esetben előfordult, hogy a tőkealap-kezelő többkörös befektetést hajtott végre a tőkealapból, azaz ugyanazon cégbe több alkalommal emelt tőkét, amelyek külön befektetésként jelennek meg az alábbi diagrammon. Nem ritka induló vállalkozások esetében, hogy a cégek átalakulnak, cégformát változtatnak (pl.: K.ft.-ből Zrt.-vé alakulnak), vagy egyszerűen nevet változtatnak, ami nehezíti a JEREMIE program értékelését.

Az állami beavatkozás sikerességét kézenfekvő lenne a hozamok alapján megítélni, azonban a tényleges hozamok, vagy szerződésben rögzített hozamelvárások nem

⁴ A kutatócsoport publikációi Kállay, Jáki (2019) és Jáki, Molnár és Kádár (2019)

publikus adatok. A befektetési programok első éveiben jellemző a befektetések számának növekedésével értékelni a program sikerét. Mindezek alapján az látható, hogy a programhoz jelentős számú befektetés köthető:



2. ábra: JEREMIE program – befektetések száma
forrás: saját szerkesztés Kállay, Jáki (2019) kutatása alapján

Az évek előrehaladtával a céltársaságok pénzügyi teljesítménye is az értékelés alapját képezi. A Budapesti Corvinus Egyetem Kockázati tőke kutatócsoportja a befektetések értékelésére a tulajdonosok által a céltársaság működésébe fektetett induló befektetett tőke nagyság és a céltársaság által a működési időszakban összesen, azaz kumuláltan termelt szabad cash-flow (CF) értékének hányadosaként határozta meg. Természetes jelenség, hogy a céltársaságok a működésük első néhány évében elköltik a pénzállományt, azaz negatív CF-t termelnek, amelyet esetenként további finanszírozási forrásból pótolnak. A kutatók befektetési évenkénti bontásban határozták meg, hogy az adott évi befektetések közül melyik a legjobb öt befektetés. Az alábbi táblázat mutatja, hogy tőkealap-kezelőként hány darab befektetés volt összesen, és ebből hány került be a kutatók által meghatározott TOP 5 befektetés közé.

Srsz	Tőkealap-kezelő (Közvetítő)	Befektetések száma	TOP 5 befektetés	Siker-százalék
1	GB & Partners KTK Zrt.	44	2	5%
2	Core Venture Zrt.	42	2	5%
3	Első Magyar KTK Zrt.	27	1	4%
4	Euroventures Zrt.	20	5	25%
5	Valor Capital KTK Zrt.	20	1	5%

Srsz	Tőkealap-kezelő (Közvetítő)	Befektetések száma	TOP 5 befektetés	Siker-százalék
6	X-Ventures Alpha Zrt. (korábban Biggeorge's-NV EQUITY Zrt.)	12	4	24%
7	PortfoLion Zrt.	16		0%
8	FINEXTSTARTUP KTK Zrt.	15	5	33%
9	MORANDO Zrt.	15	2	13%
10	Garangold Investment Zrt.	13	3	23%
11	Gran Private Equity Zrt.	12		0%
12	Central-Fund Zrt.	11	2	18%
13	FINATECH Capital KTK Zrt.	11		0%
14	Kaerous KTK Zrt.	11	1	9%
15	PBG FMC Zrt.	11		0%
16	Bonitás KTK Zrt.	10	2	20%
17	DBH Investment Zrt.	10	1	10%
18	Primus Capital KTK Zrt.	10	1	10%
19	PERION Zrt.	9		0%
20	ABC Zrt. (korábban: Hemisphere KTK Zrt.)	8		0%
21	Tőkepartner KTK Zrt.	7	1	14%
22	Venturio Zrt.	7	1	14%
23	Alliance Jura-Hongrie Zrt.	6		0%
24	X-Ventures Béta KTK Zrt. (korábban New York KTK Zrt.)	5	0	0%
	Összesen	352	34	10%

3. táblázat: TOP 5 befektetések befektetési évenként
forrás: saját szerkesztés

A TOP öt befektetés alapján az alábbi rangsor került felállításra a sikeres tőkealap-kezelők között. A lenti táblázat alapján azt is látjuk, hogy 17 tőkealap-kezelő érintett befektetési évenként a legjobb 5 befektetésben, és nyolc tőkealap-kezelő nem szerepel a listán. További vizsgálatok arra is rámutattak, hogy egy tőkealap-kezelő 2019-ben már nem volt elérhető. A Garangold Investment Zrt.-nek az éves beszámoló alapján 2018-ban már nem volt egyetlen alkalmazottja sem, míg a 2016. évi beszámoló alapján még 6 alkalmazott volt a cégnél, és tevékenységét alapkezelésről vagyonkezelésre módosította. Összességében 2018-ban sem tőkealap-kezelést, sem vagyonkezelési tevékenységet nem folytatott, honlapja nem működött.

1.3.2 TOP három befektetés befektetési évenként

Az alábbi táblázat – rangsorolás nélkül – azt mutatja meg, hogy befektetési évenként melyik befektetése volt a legjobb három.

	Tőkealap-kezelő, amelyik a befektetést végrehajtotta	CÉLTÁRSASÁG	Első befektetés
1	Bonitás KTK Zrt.	MCS Élelmiszerkutató Korlátolt Felelősségű Társaság	2016
2	Central-Fund Zrt.	Di-Care Egészségügyi Kereskedelmi és Szolgáltató Zrt.	2011
3	Central-Fund Zrt.	LogMax Trans Zártkörűen Működő Részvénytársaság	2015
4	Core Venture Zrt.	Spirofon Korlátolt Felelősségű Társaság	2016
5	Első Magyar KTK Zrt.	JayStack Services Zártkörűen Működő Részvénytársaság	2015
6	Euroventures Zrt.	MediMass Kutató, Fejlesztő és Szolgáltató Kft.	2011
7	Euroventures Zrt.	RisingStack Kft.	2015
8	Euroventures Zrt.	Kinepict Korlátolt Felelősségű Társaság	2016
9	FINEXT STARTUP KTK Zrt.	Intellisense Informatikai Zrt.	2010
10	FINEXT STARTUP KTK Zrt.	Egészségügyi Innovációs Befektetési Kft.	2012
11	Garangold Investment Zrt.	Cycleme Bérkerékpár Rendszerek Korlátolt Felelősségű Társaság	2014
12	Garangold Investment Zrt.	ENERGY HUNGARY Energetikai Zártkörűen Működő Részvénytársaság	2014
13	Kaerous KTK Zrt.	SZIMEDOK Korlátolt Felelősségű Társaság	2014
14	MORANDO Zrt.	Brikett Investment Kft.	2012
15	X-Ventures Alpha Zrt. (korábban Biggeorge's-NV EQUITY Zrt.)	Saunik Kft.	2010
16	X-Ventures Alpha Zrt. (korábban Biggeorge's-NV EQUITY Zrt.)	Számlaközpont Zrt.	2010
17	X-Ventures Alpha Zrt. (korábban Biggeorge's-NV EQUITY Zrt.)	Attrecto Zrt.	2011
18	X-Ventures Alpha Zrt. (korábban Biggeorge's-NV EQUITY Zrt.)	MDDental Fogtechnikai Szolgáltató Kft.	2012

4. táblázat: Befektetési évenként a legjobb három befektetés
forrás: saját kutatás

1.3.3 Feladat

Vizsgáljon meg egy kijelölt tőkealap kezelőt:

1. Írja fel, hány alkalmazottja van a tőkealap-kezelőnek, kik a tulajdonosai. Milyen alapokat kezel, mekkora összegűek a tőkealapok. Válasszon ki egy tőkealapot és mutassa be részletesen az alábbiak tekintetében: befektetési szektor, céltársaság életszakasza, befektetési preferenciák, befektetés jellemző összege, befektetési feltételek, hány db portfólió cége van) a tőkealapoknak.

Készítsen strukturált ismertetést!

Vizsgáljon meg egy kijelölt befektetést:

2. Mutassa be röviden, strukturáltan a választott befektetést, illetve a céltársaságot a befektetést követően. Az információkat a tőkealap-kezelő és a céltársaság honlapján, sajtóközleményekben, éves beszámolóikban keressék (pl www.e-beszamolo.gov.hu alapján)! Amennyiben EXIT-re került sor, készítse el akkor annak részletes bemutatását!

- Befektetés éve és összeg, megszerezett tulajdonrészarány!
- Munkavállalók száma!
- Anyavállalat és leányvállalat, struktúra felrajzolása (ha van)!
- Melyik szektorban működik?
- Szerzett-e további EU-s forrásokat?
- Volt-e Exit?

1.4 Források

- Berlinger, E. (2019). Hogyan ronthatja el az állam az innovációfinanszírozást?. *Gazdaság és Pénzügy*, 6(3), 214-232.
- Czyżewska, M., Mroczek, T., Lewicki, A., & Cwynar, A. (2016): The study of entrepreneurship growth drivers with the application of bayesian networks and global data. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas. Zarządzanie*, (4), 129-146.
- Damodaran, A. (2009): Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. *Stern School of Business*, New York University.
- Fazekas, B., Becsky-Nagy, P. (2018). Az állam a kockázati tőkés szerepében, *Közgazdasági Szemle*, 65(12), pp. 1257-1280.
- Jáki, E. & Molnár E. M. (2017b) "Model of the State and EU Involvement in the Venture Capital Market." In: ECMS 2017: 31st European Conference on Modelling and Simulation, edited by Z. Zoltay-Paprika, et al., 120-126, Nottingham: European Council for Modelling and Simulation.
- Jáki, E. & Molnár E. M., (2017a): Állami és uniós szerepvállalás a magvető életszakaszban lévő vállalkozások kockázattőke-finanszírozásában; In: Farkas Beáta, Pelle Anita (szerk.) *Várakozások és gazdasági interakciók*. 340 old. Szeged: JATEPress Kiadó, 2017. 97-110. old. (ISBN:978-963-315-348-2)
- Jáki, E. Molnár E. M., & Kádár B. (2019). "Characteristics and challenges of the Hungarian startup ecosystem." *Vezetéstudomány-Budapest Management Review* 50.5: 2-12.
- Jáki, E., Molnár, E. M. & Walter Gy. (2017). Government Sponsored Venture Capital: Blessing Or Curse? *Management (Slovenia)* 12 (4): 317-331. doi: 10.26493/1854-4231.12.317-331
- Kállay, L. & Jáki, E. (2019): The impact of state intervention on the Hungarian venture capital market. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja* (2019): 1-16.

- Karsai J. (2004): Helyettesítheti-e az állam a magántőke-befektetőket? Az állam szerepe a kockázati tőke-piacon. MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont. Műhelytanulmány. Budapest.
- Karsai, J. (1997): A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle*, XLIV. évf., 1997. február 165–174.o.
- Katona, V. (2018): Technológia jellegű innovációs projektek közösségi finanszírozása. Doktori értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest 44.o.
- Kosztópulosz, A. (2017): Állami szerepvállalás a kockázati tőke-piacon: tapasztalatok és várakozások. In: Farkas Beáta – Pelle Anita (szerk.): *Várakozások és interakciók*. JATEPress, Szeged, 111-124. o.
- Lovas A., Rába V. (2013). Állami szerepvállalás a start-up vállalatok finanszírozásában, *Hitelintézetek Szemle*, 12(5), pp. 353-370.
- Lovas A., Riz N. (2016). Akcelerátor vagy inkubátor?: A hazai vállalkozásokat támogató szervezetek a nemzetközi gyakorlat tükrében, *Gazdaság És Pénzügy* 3(4), pp. 305-322.
- Sahlman, W. & Scherlis, D. (2003): *A Method for Valuing High-risk Longterm Investments*. Harvard Business School Press, Boston.
- Walter, Gy. (2014): Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban - Lehetőségek és döntések a magyar piacon. Vállalatfinanszírozási lehetőségek. *Alinea Kiadó*, Budapest.
- Zsembery L., Lovas A. (2015). A kockázati tőke szektor szerepe a magyar gazdaság fejlesztésében, In: Kerekes, György István (szerk.): *Magyar pénzügyi almanach 2015-2016*, Budapest, Tas-11 Kft., pp. 107-109.

2 Jáki Erika: Fiatal, korai fázisú társaságok forrásszerzési lehetőségei

A fiatal, nagy növekedési potenciállal bíró vállalkozások számos finanszírozási problémával szembesülnek. Berger és Udell (1988), három faktort határozott meg, ami befolyásolja egy cég finanszírozási lehetőségét: a cég mérete, a cég kora, és a cégről elérhető információk. Összességében egy fiatal, kicsi vállalkozás, amelyről nehezen és kevés információt lehet szerezni, van a legrosszabb helyzetben, amikor forrást kíván bevonni működése finanszírozásához, ötletei megvalósításához. Ahogy a cég érettebbé válik, és elér egy bizonyos méretet, úgy válik potenciális befektetési lehetőséggé a kockázati és a magán tőkebefektetők számára.

2.1 Forrásbevonás a céltársaságok különböző életszakaszában

A fiatal társaságok fejlődését több szakaszra lehet bontani, azonban éles határvonal nem választja el a cégek egyes életciklusait egymástól. Fiatal társaságokat az alábbi főbb életszakaszokba lehet sorolni (Jáki és Molnár, 2017; Jáki, Molnár és Walter, 2017):

- **Magvető életszakaszban** lévő társaságok sokszor csak a termék/szolgáltatás ötletével rendelkeznek. Szokták őket „ötlet” társaságoknak is nevezni. Jellemzően ezen társaságok a 3F befektetők (Family – család, Friends – barát, Fulls – örültek), később az üzleti angyalok, akceleratorok, inkubátorok, előrehaladottabb fejlettség esetén a magvető tőkealapok potenciális befektetési lehetőségei. Ebben az életszakaszban még kevés forrásra van szüksége a céltársaságoknak, amellyel kapcsolatos döntést a befektetők egy gyors és rövid értékelési eljárás (pl: elevator pitch⁵) alapján hoz meg.

⁵ Elevator pitch, de szokták elevator speech-nek is nevezni, mindkettő arra utal, hogyan lehet meggyőzni egy befektetőt, ha csupán néhány perc áll rendelkezésre, amíg a lift a kívánt szintre ér. Összességében néhány mondatban minden lényeges információt, amit a befektetőt meg tudja győzni, át kell adni.

A magvető életszakaszt további alszakaszokra bonthatjuk:

- *Inkubátor szakasz*, amikor a termék/szolgáltatás részletesebb kimunkálásán dolgozik az ötletgazda.
- *Alapítási szakasz*, amikor a vállalkozó már felállítja a társaság jogi és működési kereteit.
- **Start-up** vállalkozásoknak már van egy kifejlesztett és működő prototípusa, és ezekre már kaptak némi piaci visszajelzést tesztvásárlóktól. A fejlettebb startup vállalkozások esetében már kisebb mértékű értékesítésről is beszélhetünk, amivel némi árbevételt is realizált a társaság, azonban összességében még mindig veszteségesek. Ezek a vállalkozások kedvelt befektetési célpontja üzleti angyaloknak és kockázati tőkefinanszírozóknak.
- **Növekedési szakaszban** már jól megalapozott a vállalkozás mind a termék/szolgáltatás, mind a működés szempontjából, azonban szükség van további forrásokra újabb piacok meghódításához, azaz az értékesítés növeléséhez⁶. Ebben a szakaszban már nemcsak kockázati tőkebefektetők, hanem magántőke befektetők számára is kedvelt befektetési célpont a társaság.

A fiatal, kezdő vállalkozások jellemzően veszteségesek, melyből következően negatív a CF termelő képességük, azaz felélik a forrásaikat anélkül, hogy tudnák működésüket finanszírozni. Az ötletgazdák ebben az időszakban az ötlet megvalósításán, vagy a termék/szolgáltatás piaci bevezetésén dolgoznak. A forrásokat ezért működési vagy fejlesztési költségekre költik (pl.: kutatás-fejlesztés, általános cégműködtetés, könyvelés, vagy marketing, stb.), ami az értékesítés beindításához elengedhetetlen. Továbbá jelentős költségeket emészt fel az új befektetők felkutatása, beleértve az utazási költséget és a PR költségeket is. Ebben a korai fázisban egyértelmű, hogy a társaságok kereskedelmi banki hitel felvételéhez

⁶ A felmerülő pénzügyi kockázatok kezeléséhez is szükséges finanszírozás, amelynek elérhetősége hat a fedezési döntésekre (Dömötör, 2017).

túl kockázatosnak minősülnek⁷, így a sztenderd banki termékek igénybevételére esélytelenek (Sahlman, Scherlis, 2003 and Walter, 2014).

2.2 *Finanszírozási hierarchiaelmélet és a kockázati tőkepiac*

A hierarchiaelmélet⁸ (Myers és Majluf, 1984) kiindulópontja annak a feltételezése, hogy a tulajdonosok, ötletgazdák többet tudnak a vállalatok jövőbeli lehetőségeiről, kockázatáról és értékéről, mint a külső befektetők. Ezt nevezzük aszimmetrikus információknak, ami jelentősen befolyásolja a belső és külső finanszírozási lehetőségek közötti választást. Az aszimmetrikus információ különösen igaz fiatal, nagy növekedésű társaságokra. A vállalkozás kockázatáról ugyanis csak a vállalkozónak van információja, a befektető csak találgathat (Lelan és Pyle, 1977; Lovas, 2015; Aman és Lovas, 2015). A kockázatok megítélése szempontjából azonban heurisztikák torzítják az értékítéletét, melynek következtében túlértékelik a vállalkozás sikerét (Jáki, 2013; Jáki, 2008). A befektetők a finanszírozási feltételeket (tőkeemelés és tulajdoni arány, kiszállási lehetőségek) a kockázathozam alapján határozzák meg. A társaság jövőbeni sikerességében való „hit” a befektetési döntéshozatal egyik meghatározó eleme. Mikro, kis és középvállalkozások több lehetőség között mérlegelhetnek, amikor újabb forrásbevonásra van szükségük.

A finanszírozás hierarchiaelmélete alapján a vállalkozások először is saját forrásaikat használják fel fejlesztésekre, beruházásokra (Myers és Majluf, 1984). Saját forrás a vállalkozásban lévő szabad pénzeszközök. Idővel a vállalkozás megtakarításai származhatnak a működés során



⁷ A vállalkozások banki hitelezhetőségét statisztikai csődelőrejelzési modellek segítségével állapítják meg, amelynek módszertani hátterét részletesen lásd (Virág és Kristóf, 2009, (Kristóf és Virág, 2017, Kristóf 2005, 2008, illetve Virág és Nyitrai, 2014).

⁸ angolul pecking order theory

megtermelt eredményekből, eszközök értékesítéséből. Fiatal növekvő társaságok-e tekintetben korlátozott lehetőséggel rendelkeznek. Sokkal inkább jellemzi őket a folyamatos forráshiány és a negatív pénzeszköztermelő képesség. Összességében a működés fenntartásához szükséges forrásokat sem tudják még kitermelni.

A saját források kimerítését követően a vállalkozók először az olcsóbb forrásokat fogják igénybe venni. A hierarchia elmélet szerint elsősorban hitelt. Magyarországon az elmúlt évtizedben számos – sokszor vissza nem térítendő – támogatásra pályázhatnak a KKV-k. Érthető módon a vállalkozók először a pályázati pénzeket, mint legolcsóbb külső forrást fogják keresni, majd ezt követően nézik meg a hitelfelvételi lehetőségeket. KKV-k számára elérhető hitelek is jelentős állami támogatástartalommal bírnak különböző formában, mint kamattámogatás vagy állami garancia.

Részvénykibocsátás, azaz új tulajdonos bevonása a hierarchiaelmélet szerint a végső megoldás (Myers és Majluf, 1984). Ennek oka, hogy az ötletgazda, vagy meglévő tulajdonosok köre többre értékeli a vállalkozást. „Jobban hisznek” a vállalkozás sikerében, azt kisebb kockázatúnak tartják, mint az új befektetők. Ebből következik – és ez az aszimmetrikus információ elmélet lényege –, hogy a tulajdonos kisebb részesedést kíván adni a befektetőnek, mint amennyit a befektető az adott összegért elvárna. Nézzünk erre egy számszerű rövid példát: a tulajdonosok a vállalatot 100 millió Ft-ra értékelik, az üzlet kibontakoztatásához még 20 millió Ft-ra van szükség, ami így 20%-os részesedés megszerzésével járna. A befektető azonban úgy gondolja, hogy a vállalat csak 60 millió Ft-ot ér, az üzlet kibontakoztatásának sikerét kockázatosabbnak értékeli, azaz nagyobb esélyt lát a bukásra, ezért 33,33% részesedést akar kapni a tőkeemelésért. A feleknek közelíteni kell az álláspontjukat. Ha sikerül megállapodni, akkor azt rögzítik a befektetési szerződésben. Fontos abban is megállapodni, hogy milyen szavazati arányok mellett fogják a vállalkozás tulajdonosi döntéseit meghozni, amely eltérhet a tulajdoni arányoktól.

Az állami kockázati tőkebefektetők a tulajdoni részarány és a befektetett tőke viszonyában jellemzően a magánpiaci befektetőknél előnyösebb kondíciókat adnak. Sokszor előre meghatározott hozamelvárással szereznek részesedést a társaságokban. Az eredeti tulajdonosok a kockázati tőkealap részesedését

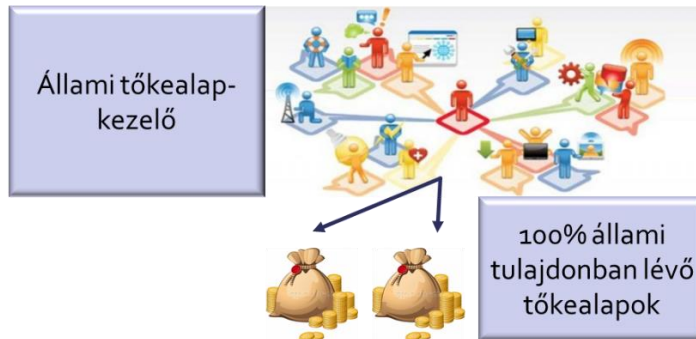
kivásárolhatják meghatározott időszakot követően (pl. 2 év múlva), vagy intervallumon belül (2-5 év között). Ezek az úgynevezett befektetési szerződésben rögzített opciós jogok és kötelezettségek. A kockázati tőkebefektetésekben alkalmazott eszközöket, különösen tekintettel a hazai gyakorlatát tárgyalja Aman és Lovas (2015), valamint Lovas és szerzőtársai (2015). Az opciók működéséről és az opciós jogokról részletesen lásd Keresztúri (2018) és Keresztúri (2019).

2.3 Állami beavatkozás a kockázati tőkepiacon

Botos, Schlett, Halmosi (2015) részletes tudományos áttekintést ad az állam szerepének átalakulásáról a modern korban, kezdve a szabad versenyes kapitalizmustól egészen a jóléti államok válságáig, melynek során a meghatározó tudományos elméletek is bemutatásra kerülnek. A Magyar Állam mellett az Európai Unió is jelen van a kockázati tőkepiacon. Összességében Botos és társai (2015) megállapították, hogy az állam szerepvállalása az idők során folyamatosan átalakul egy hatékonyabb állam megvalósításának érdekében. Az állami szerepvállalás növekszik válságok idején és visszaszorul a fellendülés időszakában. A gazdaságpolitikának nem csak az új tudás létrehozását, hanem annak elterjedését, nemzetgazdasági hasznosulását is tudatosan támogatnia kell, ami nemzeti érdek tulajdonképpen (Halmosi, 2019).

A kockázati tőkepiacon az állam egyrészt biztosítja az intézményes kereteket, másrészt közvetlen állami beavatkozással, mint például az állami támogatás, forrást juttat a KKV számára. Karsai (2004) szerint az állami beavatkozásra azért van szükség a kockázati tőkepiacon, mivel a magánszféra nem biztosít megfelelő mennyiségű tőkét az olyan vállalkozásoknak, amelyek újak, gyors növekedésre képesek, innovációt hordoznak.

A kockázati tőkepiacon közvetlen állami beavatkozás az állami tőkealap-kezelő alapítása, mint a Széchenyi Tőkealap-kezelő, és a Hiventures Tőkealap-kezelő. Állami tőkealap-kezelő kizárólag állami tőkealapokat kezel (Karsai, 2017).



5. ábra: Állami tőkealap kezelő

Közvetett állami beavatkozásról beszélünk a kockázati tőkepiacon akkor, amikor magánpiaci tőkealapok befektetési jegyeit vásárolja meg az állam. A JEREMIE program esetében Európai Uniósi források így kerültek magánpiaci tőkealapokba a 2007-2013-as programozási időszakban (JEREMIE), valamint a 2014-2020-as programozási időszak (Kállay és Jáki, 2019; Becsky-Nagy és Fazekas, 2015).



6. ábra: Állami tőke magán tőkealap-kezelő társaság által kezelt tőkealapban

Összefoglalva az állam egyrészt tőkejegy-tulajdonosként, mint kockázati tőkebefektető jelenik meg a tőkealapokban, másrészt vannak állami tulajdonban lévő kockázati tőkealap-kezelők, amelyek állami és európai uniós tőkealapokat kezelnek. Mindezek mellett az akcelátorok és az inkubátorházak is kapnak állami támogatást, amellyel közvetett módon segíti az állam, hogy egy-egy ötletre, vagy annak kibontakoztatására vállalkozást hozzanak létre.

2.4 Esettanulmány

Az alábbi eset célja, hogy a feladat során egy vállalati példán keresztül mutassuk be a forrásszerzés lehetőségnek kérdését, lehetőségeket és nehézségeket, a döntés során mérlegelendő kérdéseket. A példa megoldása során a potenciális forrásbevonási lehetőségeket, különös tekintettel a kockázati tőkére, vizsgáljuk meg. Az eset lehetőséget nyújt arra is, hogy a lehetséges finanszírozási megoldások előnyei és hátrányai átgondolásra kerüljenek.

2.4.1 Startup Kft. esete – 2012-2014

Balázs a Közgazdaságtudományi Egyetem Pénzügy szakán végzett, amelyet követően 20 évet dolgozott a bankszakmában Magyarországon és Londonban egyaránt. 20 év munkatapasztalat után úgy döntött, hogy saját vállalkozásba kezd. Munkája során számos üzleti vállalkozást látott. Tapasztalatai alapján a legsikeresebb, legjövedelmezőbb üzletek azok, melyek adatbázisok építésével és ennek segítségével személyre szabott hirdetések értékesítésével foglalkoznak, mint a Google és a Facebook. Mindkettőnek egyik legnagyobb hibája, hogy számos hamis felhasználói fiók is szerepel az adatbázisban, melyek robotikusan fejtenek ki tevékenységet a profilban. Ennek következménye, hogy a hirdetések nem valós fogyasztókat találnak meg, és felesleges marketingköltséget eredményez a vállalatoknak.

Balázs banki tapasztalatai alapján számos üzleti modellt látott, ezek előnyeit kívánta kiaknázni üzleti vállalkozásában. Alapvető célja az volt, hogy olyan adatbázist hozzon létre, melynek segítségével valóban személyre szabott hirdetések és ajánlatok jelennek meg a fogyasztóknál, így segítve a vásárlókat és a hirdetőket egyaránt.

A Google és a Facebook hatalmas adatbázist kezelnek és a hirdetések értékesítéséből hatalmas árbevételre realizálnak, mely az üzleti vállalkozás alapját jelenti. Nagyon fontos azonban, hogy a felhasználóknak olyan szolgáltatást kell nyújtani, melynek használatáért hajlandók megadni az adataikat. A Facebook

közösségi médiát épített. A Google email szolgáltatásával, kiváló keresőprogramjával, útvonaltervezőjével stb. vonza be a felhasználókat.

Balázs sokat gondolkodott azon, mivel lehetne motiválni a felhasználókat a regisztrálásra úgy, hogy mindeközben minimális legyen a hamis profilok létrehozása. E tekintetben egy teljesen egyedi modellt alkotott a piacon lévő megoldások közös platformra helyezésével. A legősibb ösztön az éhség, melynek kielégítése érdekében az emberek komoly áldozatot hoznak. Balázs ezért úgy döntött, hogy egy jó minőségű ételleket kínáló éttermet nyit, amelynél a vendégek online regisztrálhatnak, így könnyebben tudnak rendelni, és a regisztráció segítségével kedvezményekhez jutnak. Az internet segítségével tudnak rendelni az étterem kínálatából, majd az üzlet felfejlesztésével később további termékeket, mint bor, lekvár, házitészta, stb., is tudnak vásárolni.

Balásznak hatalmas távlati céljai voltak a vállalkozása felfejlesztésére. Számos izgalmas ötlete volt már a kezdeti szakaszban az applikációval vásárolható szolgáltatások és termékek köréről, amelyben nagyban támaszkodott meglévő, létező szolgáltatásokra. Például a későbbiekben a felhasználók online termékeket is tudnak majd rendelni az étteremhez kialakított applikáció segítségével. Célja a már létező online megoldások kombinációjával értéket teremteni a felhasználó számára. A felhasználók számára az elsődleges érték az a magas minőségű étel, melyhez az applikáció használatával egyre olcsóbban tudnak hozzájutni. Összességében a felhasználók szemszögéből a legnagyobb érték az lesz, hogy a kuponok gyűjtésével „Free For Food” (FFF) szolgáltatást kapnak, azaz kiváló minőségű ételleket tudnak fogyasztani modern környezetben egy világot átölelő étteremláncban. Balázs hitt abban, hogy ezzel az ötlettel az egész világot meg tudja hódítani. Ötletei merészek voltak, azonban erősen hitt annak megvalósíthatóságában, bízott tapasztalataiban és ösztöneiben.



Kulcsfontosságú tényező volt azonban, hogy az étterem vonzó legyen, a vendégek visszajárjanak, ezért magas minőségű ételek elkészítése kiemelt jelentőséggel bírt. Az étterem egyediségét a magyar szürke marhából készült ételek, mint a hamburger, vagy a híres magyar gulyásleves fogja adni. Balázs fontosnak tartotta, hogy az étterem kínálatában a legkeresettebb ételek elérhetőek legyenek.

Alapvetően két területet kellett meghódítania:

1. Először is kell egy magas minőségű ételeket kínáló modern étterem. Balázs számára fontos volt a magyar vonatkozás, amelyet a Hungaricumnak számító magyar szürke marha húsának feldolgozása adta. Másik fontos szempont volt az étterem elhelyezkedése a költségek figyelembevételével. Fontos, hogy Balázs terveiben az étterem nem a cél, hanem terveinek megvalósításához szükséges eszköz volt.
2. Informatikai fejlesztés⁹ szükséges az online rendelés és regisztráció kezelésére, amely alapján később személyre szabott ételeket, szolgáltatásokat és termékeket lehet értékesíteni. Balázs tervében az adatbázis, és ez alapján a felhasználói igények pontos megismerése és az igények legpontosabb feltárása volt a cél, ezzel támogatva a cégeket az értékesítésben és a fogyasztókat azzal, hogy ne kapjanak felesleges, számokra érdektelen reklámokat.

Balázs tudta, hogy apró lépésekkel és egyre több tőke bevonásával tudja megvalósítani ötletét. Azt is tudta, hogy sokáig veszteséges lesz. Az étteremhálózat kiépítése sok pénzbe fog kerülni. Mindemelllett a szoftvert, valamint a megfelelő hardver eszközöket folyamatosan fejleszteni kell (pl.: az asztal és a beépített érintőképernyő, melyen enni is lehet) az online rendelés biztosításához, ami sok-sok munkaórát igényel. Terveit és ötleteit megosztotta régi középiskolai barátjával, Zolival.

Balázs és Zoli saját megtakarításaikból hozták létre közös Kft-jüket 50%-50%-os részesedéssel, fejenként 50-50 millió Ft befektetésével. Első körben tesztelni

⁹ Komplex információtechnológiai projektek értékelése kapcsán ld. Aranyossy, 2007; Nemeslaki és Aranyossy, 2005 és Aranyossy és Nemeslaki, 2005.

akarták a felhasználói fogadtatását az online rendelési lehetőségnek, és a szürke marha húsából készült ételeknek. Mivel az ötlettel az egész világot meg akarták hódítani, ezért fontos volt, hogy a lehetőségekhez mérten nemzetközi környezetben tudják tesztelni az ötletet. Az első éttermet a belvároshoz közel, azonban e tekintetbe egy relatíve olcsóbb helyszínen, egy félreeső kis utcában nyitották. Az online felület lehetőséget biztosított arra, hogy a vendégek kommenteljék mind az ételeket, mind az online rendelési lehetőséget. Nemcsak a magyar vendégek, de a turisták körében is pozitív volt az online rendelési lehetőség fogadtatása. A legmeglepőbb az volt, hogy néhány komolyabb ajánlat is érkezett az étterem nemzetközi kiterjesztésére. Carlos Gustav Brazíliából egyenesen az ötlet franchise jogának megvásárlását ajánlotta föl. A két barát nem élt a lehetőséggel, de terveik megvalósíthatóságában mind bizonyosabbak lettek. Ezt követően a McDonald's, amely franchise rendszerben működik egyik mintaként szolgáló üzleti modellt jelentett.

Azonban a pénz vészesen fogyatkozni kezdett, míg a fejlesztési ötletek mind az étterem, mind az adatbázis, mind az online szolgáltatások tekintetében kimeríthetetlenek voltak. Azt azonban látták, hogy a nemzetköziesedés érdekében nagyon jól kell megválasztani a márkanevet, amely mind a magyar felhasználók, mind a külföldi felhasználók számára jól cseng. Mindketten egyetértettek abban, hogy az ötlet befuttatása szempontjából kulcsfontosságú a megfelelő szlogen és elnevezés és ehhez a legjobb szakember segítségét kell kérni. Mindketten kedvelték Geszti Pétert, aki ismert kiváló reklámszlogenjeiről. Megkeresték Geszti Péter cégét, megállapodtak. A közös munka során ismerték meg Eriket, akinek annyira megtetszett az ötlet, hogy az első ügynevezett „örült” befektetője volt a társaságnak 20 millió Ft-tal és később a cég felvirágoztatásában is aktív szerepet vállalt.

Az ötlet kibontakoztatásához azonban újabb és újabb tőkeemelésre volt szükség. Így ismerkedtek meg további „örült” befektetőkkel:

- Robi, aki Balázs régi gyerekkori barátja még a középiskolás évekből és egy nagy vállalat értékesítési igazgatójaként dolgozott.
- A következő befektető Robi barátja, Ottó volt, aki Erdélyből érkezett Magyarországra és sokáig földrajz tanárként dolgozott Magyarországon.

Később MLM¹⁰ rendszerben dolgozott és 20 év alatt passzív jövedelemként jelentős vagyona tett szert. A Startup Kft.-be MLM tapasztalatát és megtakarításának egy részét, 20 millió Ft fektetett, amelyen ázsiósan részesedést vásárolt a társaságban. A Startup Kft. szempontjából az MLM rendszer bevezetésének lehetőségét vizsgálta, hogyan lehetne díjazni, ha valaki behoz új vendéget az étterembe.

- Még további befektetők érkeztek a céghez, akik barátok barátai, vagy „örült”, azaz nagy kockázatú befektetést vállaló magánemberek voltak.

A tulajdonosi kör igen széles volt, az egyeztetések hosszabbakká váltak, és a döntéshozatal egyre több egyeztetést igényelt. A feladatköröket egymás között felosztották, Balázs ügyvezetőként a különböző feladatok összehangolásáért felelt, mely egyre több idejét kötötte le.

Mindannyian bíztak abban, hogy a cég gyors és nagy növekedésű lesz. 2014 év elejére olyan nagyvonalú terveik voltak, hogy már egy jelentősebb összegű beruházásra, 300 millió Ft forrásra volt szükségük a megvalósításhoz. A tulajdonosok komoly döntés előtt álltak.

- Van-e annyi megtakarításuk, amivel a cég további növekedését finanszírozni tudják?
- Akarják-e személyes megtakarításukat kockáztatni a vállalkozás sikerében tudva azt, hogy a megtérülés éveket vesz igénybe?
- Új tulajdonos bevonásával hogyan alakuljanak a részesedések? Mennyit ér a cég, mekkora tulajdonrészt adjanak a befektetőnek?

Összességében úgy gondolták, hogy a forrásbevonás kérdését alaposan körül kell járni, és minden lehetőséget meg kell vizsgálni!

¹⁰ MLM – Multi-level marketing vagy másként network marketing rendszerű értékesítés, de szokták piramis rendszerű értékesítésnek is nevezni. Lényege, hogy az értékesítés hálózatépítők által történik, személyes fogyasztás, illetve az ismerősök felé történő ajánlás által.

2.5 Feladat

A további fejlesztésekhez 300 millió Ft forrásra van szüksége a Kft.-nek. A tulajdonosok felkérték Önt, hogy nézzen utána, milyen lehetőségek vannak tőkebevonásra. Fontos lenne számukra az, hogy a jelenlegi tulajdonosok többségi tulajdonban maradjanak annak érdekében, hogy a legfontosabb döntéseket az üzletmenettel kapcsolatban továbbra is ők hozzassák meg.

1. feladat: Sorolják fel, hogy honnan lehetne további forrást szerezni, mi lenne a preferencia sorrend az egyes finanszírozási források igénybevételénél, indoklással.
2. feladat: Nézzék meg a hiventures.hu/szta.hu és egy magán tőkealap befektetői oldalon,
 - a. feladat: Mit kell bemutatni a forrásigényléshez a magán és mit az állami tőkealapnál?
 - b. feladat: Milyen **fejlettségi szinten** kell lenni egy cégnek/termékfejlesztés ahhoz, hogy vonzó legyen 300 millió Ft-os tőkebefektetésre a vizsgált magán és állami kockázati tőkebefektető számára?
 - c. feladat: mekkora részesedést szerezhethet a magán és a vizsgált állami tőkealap?
 - d. feladat: miről kell meggyőznie a befektetők, hogy 300 millió Ft befektetés mellett többségi tulajdonban maradjanak?
3. feladat: Amennyiben kockázati tőkealapból szereznek forrást, milyen legfontosabb szempontok alapján döntenék el, hogy melyik tőkealapot választanák, indokolják!

2.6 Források

- Aman S., Lovas A. (2015). Overcoming Asymmetric Information in Venture Capital Finance: Theoretical approach and evaluation of Hungarian findings, *Studies In International Economics*, 1(2)., pp. 3-22.
- Aranyossy Márta (2007): Business Value of IT Investment: The Case of a Low Cost Airline's Website In: M Lynne Markus, Jože Gričar, Andreja Pucihar, Gregor Lenart (szerk.) 20th Bled eConference: eMergence: Merging and Emerging Technologies, Processes and Institutions: Conference Proceedings. Konferencia helye, ideje: Bled, Szlovénia, 2007.06.03-2007.06.06. Kranj: University of Maribor; Faculty of Organizational Sciences, 2007. p. 1.
- Aranyossy, M. - Nemeslaki, A. (2005): Információtechnológiai beruházások megtérülésének modellezése: Problémák és megoldások egy vállalati portál példáján. *Vezetéstudomány* 36(9) 24-36.
- Becsky-Nagy, P., & Fazekas, B. (2015): Investment or Learning Curve? The effects of EU and government funds on the development of the Hungarian venture capital market. *Public Finance Quarterly*, 60(2): 243–253.
- Berger, A. N. & Udell, G. F. (1988): The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6): 613-673.
- Botos K., Schlett A. & Halmosi P. (2015): Államháztartástan, Szegedi Tudományegyetem Gazdálkodástudományi kar, Távoktatás, kézirat; letöltés 2017.03.20. <http://eco.oldportal.u-szeged.hu/download.php?docID=11652>
- Dömötör, B. (2017). Optimal hedge ratio in a biased forward market under liquidity constraints. *Finance Research Letters*, 21, 259-263.
- Halmosi, P. (2019). A technológiaorientált start-up cégek lehetőségei és korlátai az ipar 4.0 korszakában–kérdőíves felmérés alapján/The possibilities and limits of technology-oriented startups under industry 4.0—a survey-based study. *Vezetéstudomány-Budapest Management Review*, 50(9), 40-48.
- Jáki Erika (2008): Racionalitás és beruházás értékelés, 2008. október in: Bartók István; Simon Judit: 60 éves a Közgazdaságtudományi Egyetem: A Jubileumi

- Tudományos Konferencia alkalmából készült tanulmányok. Gazdálkodástudományi kar, könyvfejezet, Budapest, AULA, 39-53.
- Jáki, E. & Molnár, E. M. (2017): Model of the state and Eu involvement in the venture capital market 31th European Conference on Modelling and Simulation May 23rd-26th, 2017, Budapest, Hungary: 120-127
- Jáki, E. (2013): A válság, mint negatív információ és bizonytalansági tényező - A válság hatása az egy részvényre jutó nyereség előrejelzésekre – Közgazdasági Szemle, LX. évf., 2013. december (1357-1369. o.)
- Jáki, E., E. M. Molnár, & Gy. Walter. (2017): Government Sponsored Venture Capital: Blessing Or Curse? Management (Slovenia) 12 (4): 317-331. doi: 10.26493/1854-4231.12.317-331
- Kállay L. & Jáki E. (2019): The impact of state intervention on the Hungarian venture capital market; Economic Research-Ekonomska Istraživanja. 2019 Jul 1:1-6.
- Karsai, J. (2004): Does state replace private investors? The role of state on venture capital market. MTA Center of Economic and Regional Studies. *Working paper*. Budapest.
- Karsai, J. (2017): Az állam kockázati tőke-piaci részvételének átláthatósága Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 64(12), 1316-1342.
- Keresztúri J. L. (2018): 8. Szeminárium – Opciók, In: Walter, György (szerk.) Vállalati pénzügyek feladatgyűjtemény és megoldások, Budapest: Budapesti Corvinus Egyetem
- Keresztúri J. L. (2019): Opciók. In: Lovas Anita (szerk.) (2019): Pénzügyi számítások – Bevezetés a pénzügyi termékek értékelésébe. Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest
- Kristóf, T. & Virág, M. (2017): Lifetime probability of default modeling for Hungarian corporate debt instruments. In: Zoltayné, Paprika Z. et al. (eds): ECMS 2017: 31st European Conference on Modelling and Simulation. ECMS-European Council for Modelling and Simulation, Nottingham, 41-46. o.
- Kristóf, T. (2005): A csődelőjelzés sokváltozós statisztikai módszerei és empirikus vizsgálata. *Statisztikai Szemle*. 83(9): 841-863.

- Kristóf, T. (2008): A csődelőrejelzés és a nem fizetési valószínűség számításának módszertani kérdéseiről. *Közgazdasági Szemle*. 55(5): 441-461.
- Leland, H. E. & Pyle, D. H. (1977): Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, 32(2), pp. 371-87.
- Lovas A. (2015). The Risk of Adverse Selection and its Management in the Process of Venture Capital Investment, *Economy And Finance*, 2(2), pp. 186-202.
- Lovas A., Perczes J., Rába V. (2015). Ösztönzők és korlátozások a kockázati tőkés szerződésekben, *Hitelintézeti Szemle*, 14(3), pp. 106-121.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 13 (2): 187–221. doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0. hdl:1721.1/2068.
- Nemeslaki, A. & Aranyossy, M. (2005): Az információtechnológia vállalati értékteremtésének elméletei, szemléletmódjai és módszerei. *Vezetéstudomány* 36(7-8) 27-38.
- Sahlman, W. A. & Scherlis, D. R. (2003): A Method for Valuing High-risk Longterm Investments. *Harvard Business School Press*, Boston.
- Virág M. & Nyitrai T. (2014): Is there a trade-off between the predictive power and the interpretability of bankruptcy models? The case of the first Hungarian bankruptcy prediction model. *Acta Oeconomica*, 64(4): 419-440. DOI: 10.1556/AOecon.64.2014.4.2.
- Virág, M. & Kristóf, T. (2009): Többdimenziós skálázás a csődmodellezésben. *Vezetéstudomány*. 40(1): 50-58.
- Walter, Gy. (2014): Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban - Lehetőségek és döntések a magyar piacon. Vállalatfinanszírozási lehetőségek.' *Alinea*, Budapest

3 Aranyossy Márta: Vállalkozásösztönzés az egyetemen

3.1 „Unipreneurship” a világ körül

„Egyetemi vállalkozás” („academic entrepreneurship”) vagy friss, divatos nevén „unipreneurship” alatt értjük, amikor az egyetemi környezetben kifejlesztett ötletre és tudásra építve új üzleti vállalkozás jön létre (Fini et al., 2016). Sok egyetemi vállalkozás ért el nagy üzleti sikert, így a Genentech, Google, Reddit, Dropbox vagy a Cirrus Logic az USA-ban, a Turbo Power Systems az Egyesült Királyságban vagy a Silicon Biosystems Olaszországban is – bár különböző kapcsolódási pontokkal – egyetemi környezetben született.

Azt, hogy az egyetemi környezet hogyan tud hatni a vállalkozási szándék növelésére, sokan Azjen (1991) modelljében értelmezik. Ebben a modellben Azjen három tényező hatását vizsgálja a vállalkozási szándéokra – ezek: (1) személyes attitűd, (2) társas normák és (3) észlelt viselkedési kontroll (azaz a saját vállalkozási képességekbe vetett hit). Az utóbbi tényezők mellett más személyes tulajdonságok észlelése – mint a kockázatkerülő hajlam, bukástól való félelem, lehetőségek kiaknázására irányuló figyelem – is hatással van arra, hogy milyen valószínűséggel lép valaki a vállalkozói életpályára (Arenius és Minniti, 2005). A vállalkozás sikerességére pedig már olyan megfoghatóbb személyes jellemzők is kihatnak, mint a formális tanulmányok, munkaerőpiaci tapasztalat és a korábbi vállalkozói aktivitás (Hopp és Sonderegger, 2015). Az egyetemi környezet mindegyik területre szignifikáns hatással lehet (Iglesias-Sánchez et al., 2016).

Az egyetemi vállalkozásösztönzésnek sokféle útja, módja létezik a világban. A legegyszerűbb talán egy, a kurrikulumba épített kurzus ¹¹, amelyre aztán további választható tantárgyak és specializációk épülhetnek. A Technologico de Monterrey (Mexikó) esetében vállalkozásalapítási szakmai gyakorlatot is szerveztek a

¹¹ A BCE NG alapszakán fut az Üzleti terv készítés tárgy, mely a forrásszerzéshez elengedhetetlenül szükséges. A pénzügyi modell elkészítését részletesen mutatja be a tárgyhoz tartozó könyvben Jáki (2018a; 2018b, 2018c).

tanulmányok részeként. Más egyetemeken tanórán kívüli tanácsadás, coaching, workshopok és tréningek is elérhetők az érdeklődők számára. A hazai kutatások szerint a magyar oktatási programokban előnyben részesített vállalásai készségek, amelyek a vállalkozásfejlesztés fókuszát is képezik elsősorban a következők (Árváné et al., 2018, p. 54-55.):

1. menedzsentkompetenciák,
2. együttműködési készségek, képességek, kompetenciák,
3. pénzügyi kompetenciák,
4. folyamatos tanulási kompetenciák/képességek,
5. kommunikációs készségek, képességek.

A kutatások szerint az ilyen egyetemi tanácsadás, coaching, workshopok és tréningek képesek növelni a vállalkozói hajlandóságot a hallgatók körében, és így a diploma után vállalkozóként önfoglalkoztatókká válást, és általános hatással vannak a hallgatók jövőre vonatkozó elképzeléseire, aspirációira (Maresh et al., 2016; Premand et al., 2016)¹². Az empirikus kutatási eredmények alapján a kutatók azonban azt is hangsúlyozzák, hogy a vállalásai képességek oktatása önmagában nem minden esetben elegendő, illetve nem feltétlenül közvetlenül járul hozzá a vállalkozói hajlandóság növeléséhez (Nowiński, 2019).



Sok helyütt *egy önálló szervezeti egység végzi a vállalkozásösztönző programok koordinálását.* A University of Southern California esetében például az „Entrepreneurship Centre” 5 millió dollárnyi magánadományból jött létre már 1997-ben. Máshol a közös cél megvalósításában érdekelt állami, üzleti és felsőoktatási szereplők már dedikáltan egyetemi inkubátort hoztak létre, így például az Austin Technology Incubator, University of Texas, Austini egyetem esetében is. Az ESADE (Barcelona) hasonló kezdeményezése nem csak 260 céggel büszkélkedhet az ESADECREAPOLIS ökoszisztémában, hanem azzal is, hogy az

¹² A hazai fiatalok jövőorientáltság-vizsgálatát és az annak hatékony megvalósításához szükséges tanulási folyamat elemzését részletesebben lásd (Tóthné, Szita, Gál és Kristóf, 2019, Kristóf, 2013).

ESADE alumni által szervezett befektetői hálózat (ESADE BAN) már több mint 28 millió euro értékben fektetett be a létrejött cégekbe (ESADE, 2019). A Sydney Egyetem Genesis programjában 2008 óta több mint 1000 diák vett részt, amely során személyi mentorálást, médiamegjelenést, vállalati tanácsadást és kis szerencsével 25.000 dollárt is kapnak a résztvevők. A University of Sydney Incubate programja hasonló elképzelések mentén további 5000 dollárral támogatja az évente kiválasztott, az egyetemi diákokból, oktatókból vagy alumni tagjaiból álló csapatokat.

De természetesen a pénz nem az egyetlen fontos erőforrás, amellyel egy egyetemi inkubációs program hozzájárulhat a vállalkozások sikeréhez. A National University of Singapore például pre-inkubációs szakaszban – többek között – piaci validációval, jogi tanácsadással, könyvelési segítséggel és coworking irodával is segíti a résztvevőket, továbbá az inkubációs programjainak részeként segít kidolgozni a szükséges dokumentumokat különböző elnyerhető támogatásokhoz. Hasonlóképpen a Startup@HSG keretében a University of St. Gallen mentorálási lehetőségek mellett ösztöndíjakkal, kapcsolati tőkével, ingyenesen használható irodahelyiségekkel és külföldi tanulmányutakkal is segíti a vállalkozókedvű hallgatókat. Az egyetemi inkubátorok egyik nagy előnye lehet, hogy az egyetemi alumni és vállalati kapcsolatrendszer elérhetővé válik az induló vállalkozások számára (Grandi és Grimaldi, 2003).

Az oktatási és inkubációs megoldások mellett egy harmadik fontos irányt jelent, amikor az egyetemek a technológiatranszfer támogatására hoznak létre intézményes megoldásokat. Ezzel indította el vállalkozásösztönzési programját a University of Singapore az 1990-es években. Több országban hoztak létre olyan szabályozási, törvényi környezetet, amely lehetővé teszi, sőt, ösztönzi az egyetemen folyó kutatások kereskedelmi hasznosítását. Ilyen volt az USA-ban a Bayh–Dole Patent and Trademark Amendments Act 1980-ban, amelyet az 1980-as és 1990-es években hasonló törvénykezési reformok követtek Franciaországban, Németországban,



Olaszországban, Kínában, Japánban, az Egyesült Királyságban, Svédországban és Hollandiában (Fini et al., 2016). (A témához kapcsolódó hazai fejlemények kapcsán ld. például Huszák és Mészáros, 2011.)

De hogyan indulhat el egy ilyen egyetemi kezdeményezés? A kezdetekhez Feters et al. (2010) javaslata alapján szükség van (1) egy felsővezetői szponzorra, aki fókuszba helyezi a vállalkozásösztönzési célt és egy (2) vállalkozásösztönzési „bajnokra”, aki kiemelkedik ezen a téren az egyetem oktatói-vezetői közösségéből. Ők közösen már elindíthatnak egy pilot programot, amely siker esetén növekszik, majd idővel intézményesíthető az egyetemi szervezetben. A kezdő lökést mindemellett sok esetben külső tényezők adják: sikeres vállalkozó alumnik vagy állami szereplők lobbijereje és esetleg felajánlott finanszírozói támogatása az egyetemi vállalkozásösztönzés érdekében.

Összegzésül nézzük meg röviden azokat a strukturális elemeket, amelyek az egyetemi vállalkozásösztönzési programokban gyakran szerepet kapnak (Feters et al., 2010, p. 181-182. alapján):

- Felsővezetői szponzor
- Vállalkozásösztönzésre vonatkozó elemek az egyetemi stratégiában
- Vállalkozási fókuszú akadémiai szervezeti egység (pl. tanszék)
- Vállalkozási fókuszú tantárgy
- Vállalkozási fókuszú gyakorlat (szakmai gyakorlat vagy gyakorlati projekt tárgy)
- Vállalkozási fókuszú specializáció vagy szakirány
- Vállalkozási fókuszú tantárgyak nem üzleti szakon tanulók számára
- A tananyag folyamatos megújítása, oktatási innováció
- Vállalkozási fókuszú kutatási program vagy kutatóközpont
- Networking események
- Vállalkozási fókuszú hallgatói szervezetek

- Startup versenyek
- Angyalbefektetői és kockázati tőke kapcsolatok
- Kockázati tőkealap a hallgatói vállalkozások számára
- Inkubátor létrehozása az egyetemi szervezetben vagy ahhoz szorosan kötődve

Végezetül vessünk egy pillantást az egyetemi vállalkozásösztönzésre a hallgatók szemszögéből. Az 1. ábra azt mutatja be, hogy mivel járul hozzá az egyetemi környezet a sikeres vállalkozásindításhoz a barcelonai ESADE-n.



7. ábra: Hallgatóból vállalkozóvá válás egyetemi környezetben – az ESADE példája

3.2 Esettanulmány

Az alábbi eset célja, hogy a feladat során a hallgatók megismerkedjenek a hazai és nemzetközi egyetemi vállalkozásösztönzési gyakorlattal és egy önálló program megtervezésén keresztül átgondolják azok legfontosabb eszközeit, elemeit és hatásait. A cél az, hogy a hallgatók olyan vállalkozásösztönzési programot dolgozzanak ki egyetemi hallgatók számára, amely felkészíti őket a kockázati tőke befektetők kiválasztási folyamatában való sikeres szerepléshez. A leendő vállalkozók számára azonban a valódi kihívás csak ezután jön: a forrásszerzés után sikeresen felépíteni és működtetni egy üzleti vállalkozást.

3.2.1 Vállalkozásösztönzés a Budapesti Corvinus Egyetemen

Bár jelenleg a Corvinuson végzett friss diplomásoknak csupán kevesebb mint tíz százaléka vesz részt vállalkozás alapításában, a középtávú egyetemi stratégiában cél ezen arány növelése, azaz a vállalkozásösztönzés. Ki kell emelni azonban, hogy már jelenleg is sok sikeres fiatal vállalkozás és vállalkozó köthető az Egyetemhez. (Ld. egy rövid válogatás található az 1. mellékletben.)

Az oktatási portfólióban már évtizedek óta szerepelnek a kisvállalkozások alapítására és működtetésére vonatkozó tárgyak, specializációk. Az „Enterprise and the Global Market” vagy a “Startup Navigator” kurzusokon nemcsak képzett oktatók, hanem sikeres startupok vezetőivel (Masterplast, Kürt, Family Finances, Prezi) és befektetőkkel (HiVentures) is találkozhatnak a hallgatók. A Kisvállalkozás specializáció a Gazdálkodás és Menedzsment alapszakon, a Vállalkozásfejlesztés mesterszak, vagy akár a „DISCO”, hivatalos nevén a „Designkommunikációs termék- és vállalkozásfejlesztés” szakirányú továbbképzés választásával bármely életszakaszban, bármely képzési szinten elkezdhetővé vált a kisvállalkozás-centrikus önképzés.

A CORVINUS szervezetében is egyértelműen azonosítható néhány olyan szervezeti egység, amely kiemelt szerepet kap a vállalkozás- és innovációösztönzési kapcsán. Ilyen oktatási egység a Kisvállalkozás-fejlesztési Központ, illetve

szervező funkcióját tekintve a Nemzetközi és Innovációs Igazgatóság. Az előbbi munkatársaihoz kapcsolódik a Spin-off Club megalapítása, mely jelenleg az Ifjúsági Vállalkozásélénkítő Egyesület szervezésében működik és melynek keretei között Budapest különböző egyetemeinek hallgatói találkoznak rendszeresen.

„A Klub programsorozatai során két különböző típusú rendezvénnyel várja a látogatóit. Neves és sikeres vállalkozókkal való találkozások mellett, olyan ismeretterjesztő, illetve látókörbővítő előadásokkal várják a látogatókat, melynek során a vállalkozásokhoz kapcsolódó tippeket és trükköket lehet elsajátítani.” (Spin-off Klub, 2019)

Más tanterven kívüli vállalkozásösztönző rendezvények is elérhetőek a Közgáz kampuszon: így például az AmChammel közösen szervezett „Start Your Business!” meetup vagy a Vállalkozásfejlesztés Alumni Mentorprogram keretében megvalósuló vállalkozói mentorálás. 2017-ben dedikált teret is kaptak a vállalkozni vágyó fiatalok, de természetesen a főépületben működő Corvinus Startup Corner kapcsán még sok további fejlesztési lehetőség van. A Corvinus munkatársai a színpalak mögött is sokat tesznek az egyetemi vállalkozásösztönzési jó gyakorlatok terjedéséért, így például folyamatosan részt vesznek a HEInnovate OECD hálózat szakmai munkájában.

Összehasonlításképp a következő táblázat bemutatja néhány más hazai felsőoktatási intézmény vállalkozásösztönzéshez kapcsolódó oktatási módszereit.

<i>Alkalmazott oktatási módszerek</i>	<i>Budapesti gazdasági Egyetem</i>	<i>Debreceni Egyetem</i>	<i>Eszterházy Károly Egyetem</i>	<i>Szegedi Tudományegyetem</i>	<i>Pécsi Tudományegyetem</i>
<i>frontális oktatás</i>	X	X	X	X	X
<i>prezentációk</i>	X	X	X	X	X
<i>csapatmunka</i>	X	X	X	X	X
<i>egyéni feladatok</i>	X	X	X	X	X
<i>több tantárgyon átívelő komplex feladatok</i>	X				

<i>Alkalmazott oktatási módszerek</i>	<i>Budapesti gazdasági Egyetem</i>	<i>Debreceni Egyetem</i>	<i>Eszterházy Károly Egyetem</i>	<i>Szegedi Tudományegyetem</i>	<i>Pécsi Tudományegyetem</i>
<i>más egyetemekkel közös kurzusok</i>	X				
<i>mentoring</i>	X	X			
<i>coaching</i>	X	X		X	
<i>tréning</i>	X	X			
<i>esettanulmány feldolgozások</i>	X	X	X	X	X
<i>cselekvő tanulási módszerek</i>	X	X			X

8. táblázat: Alkalmazott oktatási módszerek néhány magyarországi egyetem Vállalkozásfejlesztés mesterszakjain (Árváné et al., 2018)

Az egyetemnek lehetősége van önállóan vagy piaci szereplőkkel karöltve tovább lépni a vállalkozásösztönzés területén. Egy ilyen lehetséges külső partnert, a Demium nemzetközi inkubátor hálózatot mutatjuk be a következőkben.

3.2.2 Demium

A Demium Startups (<https://demium.com/>) „pre-idea, pre-team” inkubátor már 5 éve bizonyít több spanyol városban (Valencia, Madrid, Barcelona, Malaga, Bilbao), és 2019-ben több európai helyszínen is irodát nyitott: Lisszabonban, Kijevben, Minszkben, Varsóban, Bukarestben, Athénban és Budapesten. A különleges, 6 hónapig tartó inkubációs program végén megszületett cégek 75%-os túlélési arányt mutatnak három éves időtávon, ami kiemelkedőnek számít. Az itt inkubációt sikerrel befejezett cégek több, mint 85%-a kapott befektetést, ráadásul a kiemelkedően tehetséges csapatok mögött a Demium maga is befektetőként jelenik meg. A Demium inkubátorlánc nemzetközi háttere, hálózata is fontos hozzáadott érték: a bekerülők számára azonnal hozzáférhetővé válik a kiterjedt kapcsolatrendszer és a külföldi terjeszkedési lehetőség, amely a sikeres felskálázás záloga lehet.

A Demium Startups inkubátorába kifejezetten nem csapatokat vagy ötleteket várnak, hanem tehetséges és elkötelezett egyéneket: technológiai szakértőket, marketing és üzletfejlesztési ambíciókat dédelgetőket, és potenciális cégvezetőket. A felvétel két lépésben történik: a jelentkezési lap kitöltése után először kb. 60 főnek van lehetősége részt venni egy csoportdinamikát, elkötelezettséget, tehetséget felmérő pár órás találkozón, majd az innen továbbjutó 30 fő számára a végső megmérettetésre az #AllStartup nevű rendezvényen kerül sor. Két és fél nap alatt az #AllStartup résztvevői megtalálják csapattársaikat a hétfőre, majd egy, az inkubátor által javasolt példa vállalkozáson fognak dolgozni. Az esemény fő célja, hogy mindenből kihozza az igazi vállalkozót, így a példa teljesen másodlagos, csak prezentációs célokat szolgál. A hétfőre során mentorok segítségével a csapatok kidolgozzák a vállalkozás részleteit, majd végül vasárnap este a zsűri eldönti, ki lesz az a 15 fő, akik felvételt nyerhetnek az inkubátor programba. Maga az inkubációs program másnap, hétfőn, már kezdetét is veszi.

Az inkubációs program első fázisában az ideális csapat megtalálása a cél. Ennek érdekében csoportos gyakorlatok, játékok, csoport-dinamikát katalizáló feladatok várnak a bejutott résztvevőkre. Miután összeállt az álom csapat, elkezdődik az ötletelési fázis, amihez a Demium saját módszertanával járul hozzá, biztosítva, hogy minden csapat a hozzá leginkább való projekten kezdjen dolgozni. A Demium a munka során oktatást nyújt technológiai, üzletfejlesztési, üzleti tervezési és kommunikációs témákban; valamint megfelelő helyszínt (irodát) az MVP létrehozásához; mentorokat, oktatókat és kapcsolati tőkét a sikeres indulásához; tőkebevonási lehetőségeket a finanszírozáshoz. Mindezt az inkubátor 15% tulajdonrészt kér a létrejövő vállalkozásokban.

3.3 Feladat

1. Nézzen utána, kiegészítve a fent leírtakat, hogy milyen friss jó gyakorlatok léteznek az egyetemi vállalkozásösztönzés terén! Elsősorban nemzetközi példákat keressen, de a hazai kiemelkedően jó gyakorlatok is érdekesek lehetnek. Keressen olyan megoldásokat, amelyeket az egyetemek önállóan hoznak létre, és olyanokat is, amelyekben külső partnerekkel együttműködve érnek el sikereket! (Elegendő 2-4 érdekes példa, egyenként néhány sornyi bemutatással, a részleteket bemutató link megadásával.)
2. Ezután dolgozzon ki egy javasolt modellt, amelyben a Budapesti Corvinus Egyetem a Demium hálózatával kisebb vagy nagyobb mértékben együttműködve indít egy vállalkozásösztönző programot!
 - a. Milyen mértékű és milyen területekre kiterjedő lesz az együttműködés?
 - b. Pontosan milyen módon, milyen funkciókat ellátva fogja a program támogatni a vállalkozásindítást fontolgató egyetemi hallgatókat?
 - c. Milyen segítséget nyújt számukra a vállalkozói életpálya egyes szakaszaiban és ezért mit kér cserébe?

Javaslatának elemeit, választásait indokolja!

3.3.1 Kitekintés - A CORVINUS alumnihoz kapcsolódó, 2010-es években alapított néhány startup vállalkozás

BookR <https://bookrkids.com/>

Neticle <https://neticle.hu/>

BITRISE <https://www.bitrise.io/>

eOptika
https://eoptika.hu/?eoptika_referer=www.facebook.com%2F

Opp.io <https://opp.io/lp>

FestiworK <http://festiworK.info/>

red house apps <https://redhouseapps.com/>

Rendi <https://www.rendi.hu/>

Sofőrhívó <https://soforhivo.hu/>

RateMate <https://rate-mate.com/>

EDM designer <https://edmdesigner.com/>

Hackathon-in-a-BoksZ
<http://hackathon.hu/>

Bridge Budapest

<http://bridgebudapest.org/>

BETTER.ME

<http://landings.weightlossassistant.io/>

Ordit <https://www.ordit.hu/>

MyConcept Kft.
<http://www.myconcept.hu/>

Case Solvers <https://case-solvers.com/>

Platio <http://www.platio.cc/hu/>

Zyntern <http://zyntern.com/>

Safeskint <http://thesafeskin.com/>

BeeRides <https://beerides.com/hu>

3.4 **Források**

- Arenius, P., & Minniti, M. (2005). Perceptual variables and nascent entrepreneurship. *Small business economics*, 24(3), 233-247.
- Árváné Ványi, G., Katonáné Kovács, J., & Gál, T. (2017). A vállalkozásfejlesztés oktatásának vizsgálata a magyar felsőoktatásban. *Vezetéstudomány-Budapest Management Review*, 48(6-7), 49-56.
- Azjen, I. (1991), The theory of planned behavior, *Organizational Behavior and Human Decision Process*, 50 (2), 179-211.
- ESADE (2019): Entrepreneurship at ESADE, <https://www.esade.edu/en/get-inspired/entrepreneurship> (Letöltve: 2019.09.04.)
- Fetters, M., Greene, P. G., & Rice, M. P. (Eds.). (2010). The development of university-based entrepreneurship ecosystems: Global practices. Edward Elgar Publishing. Northampton, USA
- Fini, R., Lacetera, N., & Shane, S. (2016). Academic entrepreneurship. *The Palgrave Encyclopedia of Strategic Management*, 1-4.
- Grandi, A., & Grimaldi, R. (2003). Exploring the networking characteristics of new venture founding teams: A study of Italian academic spin-off. *Small Business Economics*, 21(4), 329-341.
- Hopp, C., & Sonderegger, R. (2015). Understanding the dynamics of nascent entrepreneurship—prestart-up experience, intentions, and entrepreneurial success. *Journal of Small Business Management*, 53(4), 1076-1096.
- Huszák, L. & Mészáros, E. (2011): A magyar vállalkozások iparjogvédelmi tudatossága - két kérdőíves felmérés tanulságai *Iparjogvédelmi És Szerzői Jogi Szemle* 116(4) pp. 21-41.
- Iglesias-Sánchez, P. P., Jambrino-Maldonado, C., Velasco, A. P., & Kokash, H. (2016). Impact of entrepreneurship programmes on university students. *Education+ Training*, 58(2), 209-228.
- Jáki Erika (2018a): Beruházási terv pénzügyi modellezése: Miskolc Nyomda hosszú távú pénzügyi tervezés; In: Jáki Erika: Pénzügyi kimutatások,

- gyakorlati pénzügyi modellezés; Budapesti Corvinus Egyetem, 14-25 o. ISBN: 9789635037186
- Jáki Erika (2018b): Értékesítési tervek és az operatív működés pénzügyi modellezése: Miskolc Nyomda hosszú távú pénzügyi tervezés; In: Jáki Erika: Pénzügyi kimutatások, gyakorlati pénzügyi modellezés; Budapesti Corvinus Egyetem, 26-54. o. ISBN: 9789635037186
- Jáki Erika (2018c): Finanszírozási elképzelések pénzügyi modellezése: Miskolc Nyomda hosszú távú pénzügyi tervezés. In: Jáki Erika: Pénzügyi kimutatások, gyakorlati pénzügyi modellezés; Budapesti Corvinus Egyetem, 55-73 o. ISBN: 9789635037186
- Kristóf, T. (2013): Learning theory in foresight. In: Borch, K. et al. (eds): Participation and interaction in foresight: Dialogue, Dissemination and Visions. Edward Elgar Publishing, Northampton-Cheltenham, 70-96. o.
- Maresch, D., Harms, R., Kailer, N., & Wimmer-Wurm, B. (2016). The impact of entrepreneurship education on the entrepreneurial intention of students in science and engineering versus business studies university programs. *Technological forecasting and social change*, 104, 172-179.
- Nowiński, W., Haddoud, M. Y., Lančarič, D., Egerová, D., & Czeglédi, C. (2019). The impact of entrepreneurship education, entrepreneurial self-efficacy and gender on entrepreneurial intentions of university students in the Visegrad countries. *Studies in Higher Education*, 44(2), 361-379.
- Tóthné Szita, K. & Gál, J. & Kristóf, T. (2019): Hogyan látják a hazai fiatalok a távlati jövőt? *Opus et Educatio*. 6(2): 170-183.
- Premand, P., Brodmann, S., Almeida, R., Grun, R., & Barouni, M. (2016). Entrepreneurship education and entry into self-employment among university graduates. *World Development*, 77, 311-327.
- Spin-Off Klub (2019): Kik vagyunk? <https://spinoffklub.tumblr.com/kikvagyunk> (Letöltve: 2019.09.05.)

II. A STARTUP VÁLLALKOZÁSOK ÉS A BEFEKTETŐ SZEMPONTJA A KOCKÁZATI TŐKE IGÉNYLÉSÉNEK FOLYAMATÁBAN



4 Csepy Gábor: Jutalom alapú közösségi finanszírozás

4.1 Közösségi finanszírozás és kampányszer

Egy vállalkozás indításához rendkívül sokszínű finanszírozási, forrásszerzési lehetőség áll az alapítók rendelkezésére. Tőke oldalon például: saját megtakarítások, a FFF (Family, Friends, Fools) azaz család, barátok és „bolondok” megtakarításai, üzleti partnerek bevonása, üzleti angyalok és kockázati tőke¹³



bevonása is szóba jöhet. Ugyanakkor az internet térnyerése tovább forradalmasította az elérhető finanszírozási lehetőségeket. A közösségi finanszírozás (crowdfunding) a jelenleg is zajló pénzügyi technológiai forradalom (Fintech) egyik legelterjedtebb újítása, ami támogatja az egyéni vállalkozók, mikro- és kisvállalkozások kezdőtökéhez való hozzájutását (Csepy 2018).

Hossain és Oparaoha (2017) megfogalmazásában a *közösségi finanszírozás* egy internetalapú finanszírozási módszer, aminek segítségével nagy létszámú online tömegtől, közösségtől juthat pénzhez egy vállalkozási ötlet, projekt vagy civil kezdeményezés. Az online finanszírozók¹⁴ egyenként kis összegű hozzájárulással¹⁵ támogatják a projektindítók elképzeléseit, amelyre előre meghatározott időtáv áll rendelkezésre.¹⁶

A projektindító vállalkozók azon az *internetes platformon* keresztül kommunikálnak a potenciális támogatóikkal, ahol a pénzügyi hozzájárulást is

¹³ A befektetési társaságok döntéshozatali folyamatairól részletesen lásd Jáki (2018) és Lovas (2015)

¹⁴ Az angol nyelvű szakirodalomban „backer”-ként hivatkoznak a támogatókra közösségi finanszírozási kampányok esetében

¹⁵ Az angol nyelvű szakirodalomban „pledge”-ként hivatkoznak a támogatók által nyújtott hozzájárulásra

¹⁶ A közösségi finanszírozásról és szerepéről lásd Walter (2019)

összegyűjtik. Ilyen online közösségi finanszírozási platformok például a Kickstarter, az Indiegogo, a Startnext, GoFundMe vagy a Lending Club.

A pénzgyűjtés folyamatát *kampánynak* nevezi a szakirodalom, ami az előre meghatározott projektcél megvalósítása érdekében történő finanszírozási felhívás. A folyamat egy kiválasztott online platformon zajlik. A projektindító vállalkozók a kampány megkezdése előtt meghatározzák a pénzügyi célt, amit teljesíteni kívánnak egy előre meghatározott időkereten belül. A kampány sikerességét általában az határozza meg, hogy a vállalkozóknak sikerült-e az előre kijelölt időn belül összegyűjtenie a kampány elindításakor meghatározott pénzüsszeget.

A közösségi finanszírozás egy gyűjtőfogalom, ami különféle finanszírozási modelleket foglal magába. Alapvetően négy főbb típust különböztetünk meg (Hossain és Oparaocha 2017):

- Adományozás alapú (Donation-based);
- Hitelezés alapú (Lending-based);
- Tulajdonosi tőke alapú (Equity-based);
- valamint Jutalmazás alapú modellt (Reward-based).

Mielőtt részletesen kifejtése kerülnek a jutalmazás alapú modell főbb ismérveit, azelőtt röviden tekintsük át a többi típus tulajdonságait is. Az említett modellek közötti különbségeket elsősorban a projektindítók és a támogatók motivációi határozzák meg.

Az *adományozás alapú modell* volt a közösségi finanszírozás első formája. Ebben az esetben az adományozók altruista szempontokat követve, anyagi jelleű ellenszolgáltatást nem elvárva támogatják az adományozottak karitatív, társadalmilag fontos célkitűzéseit.

A *hitelezés alapú közösségi finanszírozási modell* a hagyományos bankrendszeren kívüli személyek közötti hitelezés online formáját és a mikro hitelezést foglalja magába (Jovanovic 2018). Hitelezés alapú konstrukció esetén a támogatók konkrét pénzügyi hozamelvárással rendelkeznek és kamatjövedelemért cserébe visszatérítendő anyagi támogatást nyújtanak a projektindító vállalkozók részére.

A *tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás modell* nagymértékben hasonlít a hagyományos tőkebefektetési konstrukciókhoz. Ebben az esetben viszonylag

nagyszámú online kisbefektető nyújt anyagi támogatást a projektindító vállalkozó részére tulajdonrész szerzéséért cserébe (Lukkarinen és szerzőtársai 2016).

A jutalom alapú közösségi finanszírozási modell jelenleg az egyik legnépszerűbb konstrukció. Ennek során a támogatók nem támasztanak konkrét hozamelvárást a támogatottal szemben. Ugyanakkor a projektindító vállalkozók különféle ajándékok, kedvezményt, limitált mintadarabot vagy kupont biztosítanak befektetők részére (Hossain és Oparaocha 2017).

4.2 Jutalom alapú közösségi finanszírozás

A továbbiakban a jutalom alapú közösségi finanszírozás jellemzőit tekintjük át részletesen.

Jutalom alapú közösségi finanszírozás jellemzői	
Meghatározás	Anyagi támogatás nyújtása nem pénzügyi jellegű ellenszolgáltatásért cserébe
A támogatók motivációja	Egyetértés a projektcélokkal, terméktesztelés, árkedvezmény realizálása
A hozzájárulás típusa	Előrendelés
A támogatók által realizált előnyök	Megfogható és megfoghatatlan nem anyagi jellegű – árkedvezmény, termékminta, ajándék, késztermék
Támogatott projektcélok	Innovatív, piaci rést kiszolgáló termékek és szolgáltatások
Példák a támogatottak körére	Start-upok, magvető stádiumú vállalkozások
Példák platformokra	Startnext, Kickstarter

9. táblázat: Jutalom alapú közösségi finanszírozás jellemzői
forrás: Hossain és Oparaocha (2017) alapján in Csepy (2018)

A gyakorlati szakembereket, vállalkozókat, támogatókat és kutatókat egyaránt komolyan foglalkoztatja, hogy miképpen lehet sikeresen lefolytatni egy közösségi finanszírozási kampányt. Habár az ember az internetes keresők segítségével sok

„kézikönyvet” találhat a világhálón, a kérdés meglehetősen összetett, és nincs általánosságban elmondható „recept” egy sikeres kampány lefolytatására. Ugyanakkor számos kutatás alapján megállapítható, hogy legalább négy fő témába sorolhatóak a leggyakrabban kutatott és beazonosított sikertényezők (Csepy és szerzőtársai 2019): kampánybeállítások, a résztvevők tulajdonságai, kommunikáció, valamint a kapcsolati háló.

4.2.1 Kampánybeállítások

A sikertényezők jelentős hányada kapcsolódik azokhoz a funkciókhoz, amiket a projektindító döntése alapján a kiválasztott platformon beállít.



- A kampánybeállítások kapcsán ökölszabályként megfogalmazható, hogy a kampány időtartama ne legyen túl hosszú, jutalom alapú modell esetén általában 30 napnál rövidebb az ajánlás (Mollick 2014).
- Az elérendő összeghatár kapcsán pedig ajánlott, hogy a lehetőségekhez képest a legalacsonyabb célkitűzést adjuk meg, maximum a projektre szánt pénz felét (Lechtenböcker és szerzőtársai 2015).
- A kampányt támogatók számára fontos, hogy tudják, a projektgazda mire szeretné költeni a kapott pénzt. Ezért is kiemelt jelentőségű a pénzügyi terv megléte¹⁷, de annak kidolgozottsági szintje nem mérhető a vállalati cash flow tervekéhez, és nem is szükséges (Tirdatov 2014).
- Természetesen a sikert egyértelműen befolyásolja a projekt célkitűzésének típusa is. Ezalatt a kiválasztott iparágat (például: technológia, divat, játékok stb) is lehet érteni, de az irányultság (profit / nonprofit, természetvédelmi vagy társadalmi fenntarthatóság) nagymértékben hatással lehet a projekt sikerességére (Calic és Mosakowski 2016).

¹⁷ A hagyományos pénzügyi modell elkészítését részletesen mutatja be és példákkal illusztrálja: Aranyossy (2018, 2019)

- A hozzájárulások kapcsán a kutatások alátámasztották, hogy érdemes a lehető legkisebb egységet elkérni a potenciális finanszírozóktól (Lukkarinen és szerzőtársai 2016). A legkisebb egység általában az \$1 vagy €1, ugyanakkor a hozzájárulások mediánja €50 volt 2018-ig (Galkiewicz és Galkiewicz 2018).

4.2.2 A résztvevők tulajdonságai

A projektindító vállalkozó és a támogatók érdeklődési köre, kapcsolódásuk és egyéb jellegzetességeik nagymértékben hatással vannak a kampány sikerességére. Összességében elmondható, hogy támogatók értékelik, ha a projekttulajdonos rendelkezik már közösségi finanszírozási tapasztalattal, intelligens és lelkes, ugyanakkor nem esik túlzásokba céljait tekintve (Csepy és szerzőtársai 2019).

4.2.3 Kommunikáció

A platformon történő párbeszéd gyakorisága, típusa és minősége mind befolyásolhatják azt, hogy sikerül-e elérni a kitűzött pénzügyi célokat. A kommunikációról általánosságban elmondható:

- Fontos az aktív egy- és kétirányú kommunikáció, legyen szó kérdésekről, kommentekről, fejlesztési javaslatokról vagy státusz jelentésekről.
- A kommunikáció minősége, szemantikai jellemzői kapcsán érdemes odafigyelni, hogy egyértelmű, egyszerűen megfogalmazott és pozitív hangvételű üzeneteket adjon át a projekttulajdonos az érdeklődők számára (Tirdatov 2014).
- A médiaelemek (képek / videók) használata lényegében standardnak számít: megléte még nem garantálja a kampánysikert, viszont hiánya szinte biztos bukást eredményez (Csepy és szerzőtársai 2019).

4.2.4 Kapcsolati háló

Az internet alapú közösségi hálózatok aranykorában megkerülhetetlen tényezővé válik a projektindítók számára az, hogy kellőképpen hatékonyan tudják hasznosítani online ismerőseiket és kapcsolatrendszerüket a sikeres finanszírozás elérése érdekében.

4.2.5 Összegzés

Az alábbi táblázat röviden összegezi, hogy az egyes sikertényezők milyen alkategóriákat tartalmaznak.

Téma	Kategória
Kampánybeállítások	A kampány időtartama
	Az elérendő pénzösszeg nagysága
	Pénzügyi tervezés ¹⁸ megléte
	A projektcél típusa
	Hozzájárulások minimális elvárt mértéke
	A támogatók által realizálható haszon mértéke
	A platformok egyedi beállításai
A résztvevők tulajdonságai	A támogatott intellektuális tőkéje
	A támogatott közösségi finanszírozási tapasztalata
	A támogatott személyisége
	A támogatók kapcsolódása
Kommunikáció	Támogató-támogatott interakciója
	A támogatott aktív kommunikációja
	Szemantika
	Video
Kapcsolati háló	A platformon belül szerzett kapcsolatok
	A platformon kívüli kapcsolatok

10. táblázat: Jutalom alapú közösségi finanszírozás sikertényezői

¹⁸ Községi finanszírozás esetében a pénzügyi tervezés leginkább a finanszírozási tervhez hasonlít az Üzleti tervezés témakörében, lásd Jáki (2017)

4.3 Esettanulmány

Az alábbi eset célja, hogy a feladat során egy vállalati példán keresztül mutassuk be a jutalom alapú közösségi finanszírozás jellegzetességeit. A példa megoldása során végigvesszük egy közösségi finanszírozási kampány előkészítésével és tervezésével járó feladatokat. Az eset lehetőséget nyújt arra is, hogy magas szintű üzleti tervet készítsünk egy induló vállalkozás számára, valamint a további lehetséges finanszírozási megoldásokat is átgondoljuk.

4.3.1 Wreckfish Bistro eset

2017-ben Gary Usher már Anglia egyik legkiválóbb séfjének számított, már három különböző éttermet is sikerre vitt Anglia több pontján. Ugyanakkor itt nem akart megállni, szeretett volna még egy éttermet nyitni Liverpool szívében, aminek a Wreckfish Bistro fantázianeve adta.

Az új éttermének megnyitásához 400.000 fontra volt szüksége, amiből 200.000 fontot szeretett volna közösségi finanszírozáson keresztül megszerezni. A forrás összegyűjtése érdekében elindította jutalom alapú kampányát a Kickstarter nevű crowdfunding platformon keresztül¹⁹. A kitűzött pénzügyi célt 28 napon belül sikerült elérnie a kampányával, az éttermet hat hónappal a kampány lezárása után meg is tudta nyitni, ami azóta is rendkívül keresett. Gary-t 2019-ben a GQ a „Best Restaurateur Award at GQ’s Food & Drink Awards”-on jelölte a legjobb étteremtulajdonosok közé Nagy-Britanniában (GQ Magazine weboldala).

A nagy sikeren felbuzdulva szeretne újabb éttermet nyitni, de ezúttal Budapesten bővítené franchise-át. Továbbra is szeretne közösségi finanszírozáson keresztül pénzt szerezni az étterem megnyitásához, viszont nem ismeri teljesen a helyi közeget, ezért egy tanácsadói csapat segítségét szeretné kérni, hogy elindíthassa az új kampányát a Kickstarteren.

¹⁹ A Kickstarter kampány hivatalos oldala:

<https://www.kickstarter.com/projects/1357125502/wreckfish-maybe/description>

4.4 Feladat

Nézzék meg a Wreckfish kampányát a Kickstarteren, és a rajta lévő információk segítségével tervezzék meg Gary számára a jutalom alapú crowdfunding kampányt, mellyel az új budapesti üzlet megnyitását finanszírozni tudja! Alább található feladatlista segítségével dolgozzák ki az üzleti modell alapjait! Külön térjenek ki a kampánybeállításokra, résztvevői tulajdonságokra, kommunikációra és kapcsolati háló hasznosítására vonatkozó tényezőkre és tervekre! Ha a terv összeállt, akkor készítsenek egy legfeljebb 3 perces bemutatkozó videót!

Feladatlista kampányindítók számára

A termék és a csapat minőségi ismérveinek bemutatása	
Termék	Innovativitás
	Személyreszabás / differenciálás
	Tömegtermelésre való felkészültség
Vállalkozó / A csapat	Szenvedély
	Átlátható üzleti terv
	Korábbi sikeres kampányok bemutatása
A termék és a csapat bemutatása	
Story / Videó	Kik vagytok?
	Mik a terveitek, céljaitok?
	Mi a projektetek célkitűzése, elvárt eredménye?
	Honnan jött a projekt ötletetek?
	Miért fontos ez a projekt? Mi a ti motivációtok?
	Miből fakad a projekt iránti lelkesedésetek?
	Kinek szól a projektetek?
	Milyen a büdzsétek?
A videó rövid legyen, lehetőleg 3 percnél nem hosszabb	
Weboldal	Professzionális megjelenés
	Részletes projektleírás kb 1000-1600 szavas
	Könnyű megérthetőség
	Ne legyen benne elütés

Állapot frissítések	
Korai fázis	Social promotion – A támogatók / érdeklődők biztatása a projekt hírének terjesztésére saját kapcsolati hálójukon keresztül ²⁰
Középső fázis	Progress report - Haladási jelentés
Végző fázis	Új jutalmak kihirdetése
Időponttól független frissítés típusok	Emlékeztetők
	Új tartalom – a projekthez kapcsolódó új ötletek kihirdetése és megosztása ²¹
	Köszönetnyilvánítás
	GYIK vagy egyéb kérdésekre válaszolás
Földrajzi környezet	
Finanszírozás hoz kapcsolódó	Van elegendő mennyiségű helyi potenciális befektető a régióban?
	Megvan arra a lehetőség, hogy már az első napokban jelentős számú támogatót és nagy mennyiségű pénzt gyűjthessetek?
Egyéb	Miben tehetségesek a régióban az emberek?
	A projekthez milyen típusú képességű, képzettségű emberekre van szükségetek?
	A helyiek képességei és képzettsége passzol a projektetek igényeihez?
	Vannak partnerek, akik hozzáadott értéket tudnak teremteni számotokra az értékláncokban?
	Érdeklődik a helyi lakosság a termékek iránt? Ha nem, akkor az egyes megrendelők részére el tudjátok juttatni a termékeket magas szállítási költségek nélkül vagy legalábbis a termék értékéhez képest relatíve olcsón?

²⁰ Xu et al (2014)

²¹ Xu et al (2014)

A pénzgyűjtés	
Hiánymarketing	Alacsonyabb árakat szabjatok meg a termékeitekre a korai támogatók részére
	Különböztessétek meg a késői támogatókat azzal, hogy részükre több limitált kategóriás terméket ajánltok fel
	Értékesítsetek limitált kiadású termékeket, amik értéke jelentősen növekszik, amennyiben a cég sikeressé válik a jövőben
Feltételek	
Árak	A lehető legalacsonyabb összegben állapítsátok meg a kért támogatási célt
	Vegyétek figyelembe a platform díjszabását, valószínűsíthető egyéb költségeket (pl.: adók), a várható támogatók számát
	Alacsonyra állítsátok a profitrátát a népszerű jutalom lehetőségeketében
Házhoz szállítás	Rövid szállítási idő
	A kampányidőszak tipikusan 30 napnál rövidebb szokott lenni

11. Táblázat: Feladatlista kampányindítók számára
 Forrás: Gałkiewicz és Gałkiewicz (2018) pp. 20-21

4.5 *Források*

- Aranyossy, M. (2018): Pénzügyi modellezés - Borászat Kft. In: Jáki, Erika (szerk.) Pénzügyi kimutatások, gyakorlati pénzügyi modellezés. Budapest, Magyarország: Budapesti Corvinus Egyetem, (2018) pp. 74-85. , 12 p.
- Aranyossy, M. (2019): Fenntartható növekedés: Growing Kft. In: Walter, György (szerk.) Pénzügyi, vállalati esetek és döntések. Budapest, Magyarország: Budapesti Corvinus Egyetem, (2019) p. 6 , 1 p.
- Calic, G., & Mosakowski, E. (2016): Kicking Off Social Entrepreneurship: How A Sustainability Orientation Influences Crowdfunding Success. *Journal of Management Studies*, 53(5), 738–767. <https://doi.org/10.1111/joms.12201>
- Csepy, G. (2018): A közösségi finanszírozás jellegzetességei in Jáki E., Berlinger E., Lovas A., Csepy G. (2018): Szemelvények a vállalatfinanszírozás témaköréből I. Budapest, Budapesti Corvinus Egyetem., 123-141. old. ISBN 978-963-503-748-3; <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3861/>
- Csepy, G., Kovács, N. & Jáki, E. (2019): Crowdfunding campaigns and success - A systematic literature review. *Proceedings from the Finance and Sustainability Conference, Wroclaw 2018. Springer Proceedings in Business and Economics* (in press)
- Galkiewicz, D., P. & Gałkiewicz M. (2018): Crowdfunding Monitor 2018. An overview of European projects financed on Startnext and Kickstart platforms between 2010 and mid-2017. Szczecin, Lengyelország, Bermag.
- GQ Magazine weboldala (2019): Milicia West – Meet Gary Usher, the straight-talking chef crowdfunding an empire. Link: <https://www.gq-magazine.co.uk/article/gary-usher-interview>
- Hossain, M. & Oparaocha G., O. (2017): Crowdfunding: Motives, Definitions, Typology and Ethical Challenges. *Entrepreneurship Research Journal*. 7 (2)
- Jáki, E. (2017): Üzleti terv dokumentáció; in: Jáki, E.: Üzleti terv készítés; 2017, Budapest, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa; 6-23. o.; ISBN 978-615-80642-3-1

- Jáki, E. (2018): A befektetési társaságok döntéshozatali folyamatai, in Jáki E., Berlinger E., Lovas A., Csepy, G. (2018): Szemelvények a vállalatfinanszírozás témaköréből I. Budapest, Budapesti Corvinus Egyetem.; 41-71. old. ISBN 978-963-503-748-3; <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3861/>
- Jovanovic, T. (2018): Crowdfunding: What Do We Know so Far? International Journal of Innovation and Technology Management. 1950009.
- Kickstarter weboldal (2018): Wreckfish Bistro kampány weboldala. Link: <https://www.kickstarter.com/projects/1357125502/wreckfish-maybe/description>
- Lechtenböcker J., Stahl F., Volz V., & Vossen G. (2015). Analysing observable success and activity indicators on crowdfunding platforms. International Journal of Web Based Communities, 11 (3/4), 264-289.
- Lovas A. (2015). The Risk of Adverse Selection and its Management in the Process of Venture Capital Investment, Economy And Finance, 2(2), pp. 186-202.
- Lukkarinen, A., Teich, J. E., Wallenius, H & Wallenius, J. (2016): Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. Decision Support Systems, 87, 26–38. o.
- Mollick, E. (2014): ‘The dynamics of crowdfunding: An exploratory study’, Journal of Business Venturing. The Author, 29(1), pp. 1–16. doi: 10.1016/j.jbusvent.2013.06.005
- Tirdatov I. (2014): Web-Based Crowd Funding: Rhetoric of Success. Technical Communication, 61 (1), 3-24.
- Walter, György (2019): 9. Közösségi finanszírozás. In: Walter, György (szerk.) Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban: Lehetőségek és döntések a magyar piacon, Budapest, Magyarország : Alinea Kiadó, (2019) pp. 185-189., 6 p.
- Xu, A., Yang, X., Rao, H., Fu, W. T., Huang, S. W., & Bailey, B. P. (2014, April). Show me the money!: an analysis of project updates during crowdfunding campaigns. In Proceedings of the SIGCHI conference on human factors in computing systems (pp. 591-600). ACM.

5 László Ádám: Befektetési döntési folyamat

A kockázati tőkepiacon a legfontosabb szereplők a céltársaságok, akik számára forrást biztosítanak a kockázati tőkealap-kezelő társaságok²². Európa szerte jelentős tőkét biztosítanak tőkealapokon keresztül a céltársaságok számára az Európai Unió valamint az egyes tagállamok kormányai is. Az állami és az Uniós szerepvállalás indoka, hogy a céltársaságok számára a magánszféra nem tud elegendő tőkét biztosítani, ami a piac kudarca, és az állami és EU-s szerepvállalással lehet orvosolni (Jáki és Molnár, 2017, Lovas és Rába, 2015). A tőkealap-kezelők feladata, hogy a tőkealapokban lévő pénzt az arra érdemes céltársaságok számára tőkebefektetés formájában biztosítsák. Az állami beavatkozás hatásáról a kockázati tőkepiacon hazai viszonylatban részletesen értekeznek Kállay és Jáki (2019), valamint Farkas és szerzőtársai (2016). Az állam és az innováció finanszírozást vizsgálja Berlinger (2019).

5.1 Befektetési döntési folyamat

A kockázati tőkebefektetés egy jellemzően hosszú folyamat (Jáki, 2018). A befektető próbálja minél alaposabban körbejárni, megérteni a befektetési céltársaság minden egyes



aspektusát, mint a társaság működése, piaci lehetőségei és versenyelőnyei/hátrányai, tulajdonosok és kulcs munkavállalók, különösen azok elkötelezettsége, iparág mérete, növekedése, stb.²³ A céltársaság a befektetési döntéshez több megmérettetésen keresztül tud eljutni. Korábbiakban már ismeretésre került a Teaser és az Elevator pitch, valamint az első rövid – jellemzően

²² A magyar kockázati tőke piacon a startup szereplők jellemzőit vizsgálta Jáki, Molnár és Kádár (2019).

²³ A saját-tőke alapú finanszírozásról és kockázati tőkééről részletesen lásd Zsembery (2019).

10 perces – bemutatkozó prezentáció. A következőkben a befektetési döntési folyamat²⁴ mérföldkövei kerülnek áttekintésre:

1. *szakasz: Befektetői érdeklődés felkeltése* – Teaser és Elevator pitch; a Vállalat frontemberének a személyes „varázsa” egy 1-5 perces gyors személyes meggyőzés során (elevator pitch), vagy 1-2 oldalas írott anyagának (Teaser) köszönhetően a Befektető potenciális befektetési lehetőségnek találja az adott céltársaságot. Ekkor meghívja a Vállalat képviselőit a Kick-off Személyes bemutatkozó találkozóra.
2. *szakasz: Kick-off, avagy az első hivatalos személyes találkozó*; Az egyik legfontosabb mérföldkö a befektetési folyamatban. A személyes találkozó előtt meg kell küldeni a befektetők számára az Üzleti tervet és a hozzá tartozó Pénzügyi tervet és a bemutatkozó prezentációt. Vállalkozók számára sokszor problémát jelent ezen bizalmas adatok megküldése, mivel a Titoktartási nyilatkozat még nem került aláírásra, és félnek attól, hogy az ötletüket nélkülük valósítja meg a befektető²⁵A befektető társaságánál a beküldött anyagokat átolvassák, véleményezik (előszűrjük), majd eldöntik, hogy lehetőséget adnak-e a vállalkozónak személyes találkozón keresztül a befektetési lehetőség ismertetésére. A kick-off találkozón dönti el Befektető, legtöbbször már az első tíz percben, hogy érdekli-e a projekt, vagy elutasítja a jelöltet. Amennyiben érdekesnek találja, úgy nagy valószínűséggel tovább haladnak a felek a befektetési folyamatban.

A kick-off találkozó sikerkritériumai:

- a) Megjelent Vállalkozó(k) stílusa szimpatikus a Befektető számára
- b) Van vállalkozói csapat, nem „one man show” a vállalkozás
- c) A vállalkozói csapatban a működés kritikus területei, mint szakma, pénzügy, operáció, értékesítés, marketing funkciók ellátására a szakember már biztosított, vagy konkrét elképzelések vannak ezen feladatok ellátására, azaz rendelkezésre állnak, vagy fognak állni.

²⁴ A döntést megelőző, valamint a döntési folyamatban megjelenő aszimmetrikus információs helyzeteket tárgyalja Lovas (2015).

²⁵ Ezen aggodalmak azonban nem megalapozottak, ugyanis a Befektetők nem ötleteket keresnek, hanem ötleteket megvalósítani képes csapatokat.

- d) Az Ötlet, vagy a kész Termék, vagy Szolgáltatás, rendelkezik olyan egyedi jellemzővel (Unique selling point), amellyel képes a piacra lépni, és ott jövedelmező mennyiséget értékesíteni.
- e) A Termék/Szolgáltatás piaca kellően nagy ahhoz, hogy megfelelő nagyságú bevételt/profitot tudjon termelni, ezáltal megfelelő nagyságú cégértéket lehessen elérni.
- f) Kezdeti fázisban lévő Vállalkozás esetén van már pozitív piaci visszajelzés valamely meghatározó piaci szereplőtől (angolul „traction”). Azaz egy kezdeti szinten már piaci értelemben bizonyított a cég. Fontos megjegyezni, hogy például, ha egy szakmai versenyt nyer meg egy cég, az nem minősül „traction”-nek.
- g) A Vállalkozás érettségi szintjének megfelelő nagyságú befektetést kér, ami megfelel Befektető befektetési politikájának.
Vállalkozóknak kész növekedési tervük van. A Befektető elhiszi, hogy a Vállalkozók azt képesek végrehajtani/végrehajtatni. Azaz az átadott Üzleti terv részletesen átgondolt, továbbá a Vállalkozók korábban már bizonyították szakmai hozzáértésüket.

3. *szakasz: üzleti átvilágítás vagy Due Diligence*, során a befektető alaposan átvizsgálja a vállalatot mind üzletileg, mind a Vállalkozók/Vállalat múltjára, jelenére vonatkozóan.²⁶ Az átvilágítás kiterjed a pénzügyi és üzleti tervre, termékre, versenytársakra és a teljes iparágra - mind hazai mind nemzetközi viszonylatban. Ebben a szakaszban a befektető kifejezetten keresi azokat az információkat, amik a befektetés ellen szólnak, azaz ügyletet megghiúsítását (angolul „deal breaking”) támasztják alá²⁷. Az üzleti átvilágítás során a



²⁶ Az átvilágítás tartalma nagyon hasonló egy banki hitelemzés során történő átvilágításhoz Walter (2016) 182.o., Walter (2019), 21.o.

²⁷ Jáki (2013a és 2013b) a pozitív és a negatív hírek elégtelen súlyozását vizsgálta és bizonyította az EPS előrejelzések vizsgálatával. Összességében a negatív híreket a döntéshozó alul-súlyozza, amikor a projekt megvalósítását már mentálisan elkönyvelte magában, míg a pozitív híreket felül. Ennek következtésben a projekt sikerét valószínűbbnek fogja szubjektív érezni, mint az valójában az megszerzett információktól függetlenül.

befektető egyrészt saját tapasztalatára, másrészt külső tanácsadók véleményére is támaszkodik. Külső tanácsadók kerülnek azon esetekben alkalmazásra, amikor a befektető nem jártas az adott iparágban.

A tőkealap-kezelő tárgyalását erősen befolyásolja, hogy már a befektetési döntés során az exit lehetőségeket vizsgálja. Ennek alapja egy részletes Üzleti és pénzügyi terv (Jáki, 2017a; Aranyossy, 2018 és 2019), amelyet a vállalkozó és a befektető közösen átdolgoznak. A tőkealap meggyőződése, hogy a pénzügyi terv a vállalkozó részéről eltúlzott, túl optimista, azaz a bevételeket felültervezi, a költségeket pedig alul. Az egyeztetések során kialakításra kerül egy közös pénzügyi terv, amely mindkét fél számára elfogadható²⁸.

A befektetők tisztábban vannak azzal, hogy a vállalkozó abban érdekelt az ügylet megvalósulásának érdekében, hogy vélt vagy valós erősségeit hangsúlyozza, míg gyengeségeit igyekszik elbagatellizálni vagy elfedni (Jáki, 2008, Fekete, 2015).

4. szakasz: *Belső jóváhagyási szakasz*; Amennyiben Befektetési menedzser az üzleti átvilágítás (*due diligence*) során meggyőződött arról, hogy ígéretes a befektetési lehetőség, megkezdődik a tőkealap-kezelő belső jóváhagyási folyamata.

A befektető és a vállalkozó által kialakított Pénzügyi Tervet a belső jóváhagyás során tovább módosítják, annak érdekében, hogy a befektető által reális Premoney Értéket határozzanak meg a társaságnak, amely alapján a Befektetési összeg és a részesedés mértéke is meghatározásra kerül az alábbiak szerint (Berlinger és Lovas, 2018):



- Premoney (Valuation): Cégérték - befektetés előtt. A vállalat értéke (Value - V) az új befektetés előtt (Investment - I).

²⁸ A folyamat jelentős mértékben hasonlít a hiteldöntést megalapozó pénzügyi fizetőképesség vizsgálathoz, amelynek módszertanát részletesebben lásd (Virág és Kristóf, 2009, Kristóf és Virág, 2017, Kristóf 2005, 2008, Virág és Nyitrai, 2014).

$$V_{pre} = V_{post} - I,$$

vagy ennek átrendezésével

$$V_{post} = V_{pre} + I$$

A vállalat befektetés előtti értéke szorzószámos módszerrel is meghatározható EBITDA, EBIT vagy árbevétel szorzó alapján.

- Postmoney (Valuation): Cégtérték – befektetés után. A vállalat értéke az új befektetés után. Ezen érték meghatározásakor figyelembe veszik a vállalatértékelés (ld. többek között Aranyossy, 2010) során az új befektető által nyújtott forrás felhasználásával realizálható vállalati érték növekedést. Ennek alapja a diszkontált Cash Flow számítás 5 évre, ami egy EBITDA szorzót is magába foglal:

$$V_{post} = \frac{V_t}{(1+r)^t}$$

- Részesedés meghatározása (ownership fraction – F) a következő módon kerül meghatározásra:

$$F = \frac{I}{V_{post}}$$

A fenti képletekből jól látható, hogy a legfontosabb tétel a tárgyalások során a vállalat értékének a meghatározása a befektetést követően, amely meghatározza a befektető tulajdonosi részarányát²⁹. Ebben a szakaszban került eldöntésre, hogy az adott összegért mekkora tulajdonrészt kért a tőkealap.

A belső döntéshozatalhoz a befektetési menedzser előterjesztés készít, melyben kifejezett hangsúlyt fektet az alábbiakra:

- **A csapat:** Az üzleti terv végrehajtására vállalkozói csapat, menedzsment rendelkezik a megfelelő képességekkel, készségekkel és szaktudással.

²⁹ Az értékelési folyamatot részletesebben lásd (Becker et al., 2005, Virág és Fiáth, 2010).

- **Árbevétel terv** alátámasztása: kik a fogyasztók, hogyan érhetőek el és milyen értéket teremt a termék/szolgáltatás a végfelhasználók számára. Az iparági adatok alapján mennyiért lehet értékesíteni, és milyen mennyiségben. Mindez a stratégiai tervezés során szerzett információkkal támasztható alá (Jáki, 2017b).
- **Részesedés értékesítésére vonatkozó tervek:** Szintén a stratégiai tervezés során kerül feltérképezésre, hogy kik a potenciális versenytársak. A kockázati tőkealap-kezelő a versenytársakban potenciális vevőket lát a tőkealap által megszerzett tulajdonrész vonatkozásában. Fontos bemutatni, hogy kik a potenciális kivásárlók a tőkealap részesedésére és mennyiért lehet majd várhatóan értékesíteni az üzletrészt.

Az előterjesztést a tőkealap-kezelő befektetési tanácsa/bizottsága elé terjeszti a befektetési menedzser, ahol GO, vagy NOGO jelzést kap, vagy tovább változtatási igényeket határoznak meg a befektetés egyes pontjaira vonatkozóan.

5. *szakasz: Term Sheet fázis;* Amennyiben a tőkealap-kezelő pozitív (GO) döntést hoz a befektetési lehetőséggel kapcsolatban, úgy elkészül az első írásos ajánlattétel, a Term Sheet (továbbiakban TS). A Term Sheet rögzíti a Befektető és Vállalkozó lehetséges jövőbeli együttműködésének lényeges kereteit. Ez a dokumentum nem kötelező érvényű (angolul non-binding) kötelezettségeket határoz meg. A TS tartalmilag nem törekszik teljes részletezettségre, egy rövid, tömör összefoglaló dokumentum, mely nagyvonalakban bemutatja a befektető ajánlatát mind a befektetési összegre, mind a részesedés mértékére és a tulajdonosi együttműködésre vonatkozóan is. A Term Sheet tárgyalása választópont a folyamatban. Sok olyan feltételt tartalmaz a dokumentum, amelyek a Vállalkozók számára ismeretlenek, vagy túl szigorú feltételekkel és elvárásokkal szembesülnek. A TS rendelkezéseire vonatkozó tárgyalások során már kiderül, hogy mennyire tudnak a felek egymással együttműködni, ellentétes érdekeik – a tőkealap-kezelő minél nagyobb részarány elérése minél kisebb befektetés mellett, míg a vállalkozó minél nagyobb összeget szeretne kapni, minél kisebb

részesedés biztosításával – mellett mégis közös nevezőre jutni. Amennyiben a felek meg tudnak állapodni a TS feltételeiben, úgy aláírásra kerül az indikatív TS, amelyet egy ismételt belső jóváhagyási folyamat után, ha mind a két fél egyetért egy kötelező (angolul binding) Term Sheet aláírása követ.

6. *szakasz: Jogi és pénzügyi átvilágítás;* Ebben a szakaszban zajlik a Vállalat múltjának részletes, dokumentumokkal alátámasztott megismerése mind jogi, mind pénzügyi szempontból. A pénzügyi átvilágítás



különös tekintettel vizsgálja az alábbiakat: tagi hitelek, egyéb hitelek, kötelezettségek, szállítói követelések. Összességében minden, ami negatívan befolyásolja a társaság működését és így a befektetés sikerét veszélyezteti. A jogi átvilágítás során



különös tekintettel vizsgálják a befektetés tárgyát képező fejlesztésre vonatkozó szerződéseket, kötelezettségvállalásokat, szabadalmi jogokat. Ekkor derülhet fény például arra, hogy szellemi tulajdonjogi vitában áll Vállalat egy óriáscéggel, mert a fejlesztés egy korábbi prototípusát már értékesítették, vagy egy másik országban szabadalmi védettség van a termékre, esetleg bizonyos eredmények olyan személyek tulajdonában állnak, akik eme jogukról még nem mondtak le a társaság javára.

7. *szakasz: Szindikátusi szerződés;* A jogi és pénzügyi átvilágítással párhuzamosan jogászok közreműködésével készül el a felek együttműködését részletesen tagláló befektetési/szindikátusi szerződés, mely a TS-ben foglaltak alapján készül. A befektetési szerződés nagy terjedelmű, sokszor 40 oldalas, teljes részletezettségű magyar nyelvű dokumentum. A részletek áttárgyalása során is előfordul, hogy a vállalkozó nem vállalja a szerződésben foglalt feltételeket és így meghiúsul a befektetés.

8. szakasz: *Első befektetési összeg (angolul investment tranche) folyósítása*: minden egyes folyósítás előtt vizsgálni kell a folyósítási feltételeket (cég, bankszámla, munka vállalói szerződéseket, iroda, stb.).



Sokszor ekkor kerül megalapításra a tőkebefektető és a vállalkozó közös cége Zrt, vagy Kft. formájában, azonban előfordul az is, hogy a már meglévő társaságba kerül az új tulajdonos bejegyzésre, és nem kerül új cég megalapításra. Ha jogi, pénzügyi és egyéb feltételek teljesítésre kerültek, amelyet a befektető és a megbízottjai az utalás előtt alaposan megvizsgálhatnak, akkor az első részlet átutalásra kerül. A második folyósítás jellemzően egy-egy üzleti mérföldkő eléréséhez van kötve, mint az árbevétel terv 50%-os teljesítése, értékesítési szerződések megkötése, termék fejlettségi szintjének elérése.

5.2 A Term Sheetben rögzített tulajdonosi-befektetői jogok fogalma

A term sheetben rögzített jogokat³⁰ megkülönböztetjük a szerint, hogy kizárólag a befektető (egyoldalú jog), vagy a tulajdonos, azaz mindkettő számára rögzít-e jogokat (kétoldalú jog)³¹. A továbbiakban azt, amikor csak a Befektető élhet bizonyos jogokkal „B” -vel jelöljük, míg ha kétoldalú jog kerül rögzítésre, akkor „B, T”-vel kerül jelölésre.

Flip over jog („B”): A Befektető jogosult a felsővezetőséget saját belátása szerint leváltani és új vezetőséget kinevezni bizonyos meghatározott esetekben, mint például minimum 50%-os elmaradás a bevételi tervtől huzamos időn keresztül. A leváltott Tulajdonos Tulajdonosi jogai megmaradnak. Befektető előírhatja továbbá,

³⁰ A hazai befektetőknél alkalmazott jogok lásd részletesen Aman és Lovas (2015), valamint Lovas és szerzőtársai (2015).

³¹ A befektetés során alkalmazott jogok és kötelezettségek célja az aszimmetrikus információs helyzet, a kettős erkölcsi kockázat kezelése továbbá a közös cél elérésére történő elköteleződés erősítése. A kockázati tőkés szerződésekben foglalt alkalmazott kettős erkölcsi kockázat szerződéseméleti modelljét tárgyalja Berlinger és Lovas (2018).

hogyan adott személy ne csak a munkaviszonyát veszítse el, hanem Igazgatósági Tanácsi (IG) tagságát is.

Ratchet („B,T”): opciós tulajdonosi részvény csomag; Ha a TS tárgyalás során felek nem tudnak megegyezni egy hosszú távra szóló tulajdonosi részarányban, megegyezhetnek abban, hogy bizonyos esetekben korrigálnak azon.

Pozitív ratchet: Felek megállapodnak a Befektető számára előnyösebb magas tulajdonrészben, ám ha a tervek teljesülnek, Befektető „vissza ad” az eredeti Tulajdonosoknak tulajdonrészt.

Negatív ratchet: Felek megállapodnak a Tulajdonos számára előnyösebb magas tulajdonrészben, ám ha a tervek nem teljesülnek, Tulajdonos „visszaad” Befektetőnek tulajdonrészt. Ezzel a megoldással a teljes cégből adott esetben ki lehet egy embert zárni. A tulajdonosi jogok megszüntetésével adott esetben az IG és a munkavállalói viszonya is megszüntethető.

Right of first refusal („B,T”): Elővásárlási jog tulajdonrész/részvény értékesítés esetén; A Befektető elővásárlási joggal bír tulajdonrész/részvény értékesítés esetén. Az elővásárlási jog a harmadik fél számára felkínált áron és feltételekkel érvényesíthető (tőkeemelés vagy részvény vásárlás esetén). Az Alapítók szintén elővásárlási joggal/tőkeemelésben való arányos részvételi joggal bírnak a Befektető részvényeire nézve.

Pre-emptive right („B”): tőkeemelésben való arányos részvételi jog; Ez lehetővé teszi a befektető számára, hogy fenntartsa bizonyos százalékos részesedését egy harmadik fél tőkeemelése során ugyanazokkal a feltételekkel, amelyekkel harmadik fél szerez részesedést.

Elsőbbségi részvények („B”): A Befektető elsőbbségi részvények segítségével biztosítja magának a TS-ben, és a Szindikátusi szerződésben megszerzett jogait.

Likvidációs- és Osztalék Elsőbbségi részvények: Likvidációs esemény³² esetén elsőbbségi kifizetést biztosítanak a Befektető számára addig, amíg a befektetési összeg és annak megtérülése visszafizetésre nem kerül, majd a beérkezett pénzüsszegeből ezen kifizetés után fennmaradó összeget a felek részesedéseik arányában osztják fel³³.

Kijelölési Elsőbbségi részvények: A vezető tisztségviselő kijelölésére vonatkozó Kijelölési Elsőbbségi Részvény alapján a részvény tulajdonosa jogosult az igazgatóság egyharmadának megfelelő számú tagjának kijelölésére, aki ezáltal az igazgatóság tagjává válik. A Kijelölési Elsőbbségi Részvény tulajdonosa jogosult egyben az általa kijelölt igazgatósági tag visszahívására is.

Szavazat Elsőbbségi részvény: A Befektető igenlő szavazata nélkül a Céltársaság közgyűlése nem hozhat határozatot bizonyos kérdésekben, mint például Felső Vezetők felvétele/elbocsátása, Igazgatósági Tagok választása/visszahívása, részvény-értékesítés. **Ezzel a részvénnel tudja megvalósítani a Flip-over jogát** is a Közgyűlésen.

Drag-along jog („B”): Amennyiben a Befektető harmadik féltől – valamilyen előre rögzített legkisebb értéken – vételi ajánlatot kap a társaság részvényeinek jelentős (akár teljes) hányadára, úgy kötelezheti a Társaság többi tulajdonosát, hogy fennálló részesedésükből részarányosan annyit értékesítsenek a Befektetővel együtt ugyanazon cégértékelés és kondíciók mellett, amelyet a Befektető elfogadott, amennyi a harmadik féltől kapott vásárlási ajánlat kielégítéshez szükséges³⁴.

Tag-along jog („B,T”): A tagok azonos feltételekkel jogosultak csatlakozni az eladáshoz, ha bármely tag eladja a Társaságban meglévő üzletrészt vagy azok egy részét. Az értékesítő tag csak akkor adhatja el a saját üzletrészt, ha a vevő megvásárolja a tag-along jogot gyakorló tagok üzletrészt is. Nézzünk a tag-along

³² Likvidációs esemény alatt a cég fizetéseképtelensége vagy a Társaság rossz anyagi helyzete miatti eszköz-értékesítés, valamint a Befektető befektetési időtávja utáni exit helyzet és osztalékfizetés értendő.

³³ Kft. esetében a tulajdoni hányadra, vagy a befektetett tőkére is értelmezhető a likvidáció, vagy osztalékelsőbbség.

³⁴ A drag-along jogokkal nem automatikusan élnek a befektetők, ilyen „vészforgatókönyvek”-kel már jellemzően a befektetést szokták menteni.

jogra egy számszerű példát: egy harmadik fél a vállalkozásban 80%-os részesedést kíván szerezni. A cégből most 70% -a van a tulajdonosnak, 30% a befektetőnek. A tulajdonos szívesen eladná a teljes 70%-ot és a befektető pedig 10%-ot tudna értékesíteni az üzletrészből. Ebben az esetben a tag-along jog alapján a vállalkozó nem a teljes 70%-ot tudja eladni és a kockázati tőkebefektető 10%-ot, hanem tulajdoni részarányuknak megfelelően tudják az üzletrészüket értékesíteni. A számpéldát folytatva a tulajdonos 56% -ot tud értékesíteni, ami a 70%-os tulajdoni részarány 80%-a, míg a befektető 24%-ot, ami a 30%-os tulajdoni részarány 80%-a.

5.3 *Források*

- Aman S., Lovas A. (2015). Overcoming Asymmetric Information in Venture Capital Finance: Theoretical approach and evaluation of Hungarian findings, *Studies In International Economics*, 1(2)., pp. 3-22.
- Aranyossy, M. (2018): Pénzügyi modellezés - Borászat Kft. In: Jáki, Erika (szerk.) *Pénzügyi kimutatások, gyakorlati pénzügyi modellezés*. Budapest, Magyarország: Budapesti Corvinus Egyetem, (2018) pp. 74-85. , 12 p.
- Aranyossy, M. (2019): Fenntartható növekedés: Growing Kft. In: Walter, György (szerk.) *Pénzügyi, vállalati esetek és döntések*. Budapest, Magyarország: Budapesti Corvinus Egyetem, (2019) p. 6 , 1 p.
- Aranyossy Márta (2010): Szorzószámok értékelés információtechnológiai iparágakban. *Vezetéstudomány* 41(11) 44-56.
- Becker, P. & Turner, A. & Varsányi, J. & Virág, M. (2005): *Értékalapú stratégiák*. Akadémiai Kiadó, Budapest
- Berlinger, E. (2019). Hogyan ronthatja el az állam az innovációfinanszírozást?. *Gazdaság és Pénzügy*, 6(3), 214-232.
- Berlinger, E. Lovas, A. (2018). Játzmalehetőség a vállalkozó és a kockázati tőkés között, In: Jáki, Erika (szerk.): *Szemelvények a vállalatfinanszírozás témaköréből I*. Budapest, Magyarország : Budapesti Corvinus Egyetem, pp. 108-122.
- Berlinger, E. & Lovas, A. (2018): Többkörös kockázati tőkés finanszírozás in Jáki E., Berlinger E., Lovas A., Csepy G. (2018): *Szemelvények a vállalatfinanszírozás témaköréből I*. Budapest, Budapesti Corvinus Egyetem., 72-88. old. ISBN 978-963-503-748-3; <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3861/>
- Farkas, B., Gyallai, É., Becsky-Nagy, P. (2016). A JEREMIE hatása a közép-kelet-európai kockázati tőke-piacra, *Közgazdász Fórum*, 19(126), pp. 81-100.
- Fekete, I. (2015): *Integrated Risk Assessment for supporting Management Decisions* ISBN:9783639768466 Saarbrücken Germany Scholars'Press 2015. 64 p

- Jáki Erika, Molnár Endre Mihály (2017): Állami és uniós szerepvállalás a magvető életszakaszban lévő vállalkozások kockázati tőke-finanszírozásában, In: Farkas, Beáta; Pelle, Anita (szerk.) Várakozások és gazdasági interakciók, Szeged, JATEPress Kiadó, 97-110. o. Jáki Erika (2008). Racionalitás és beruházás értékelés, 2008. október in: Bartók István; Simon Judit: 60 éves a Közgazdaságtudományi Egyetem: A Jubileumi Tudományos Konferencia alkalmából készült tanulmányok. Gazdálkodástudományi kar, könyvfejezet, Budapest, AULA, 39-53.
- Jáki Erika (2013a): A pozitív és a negatív hírek súlyozása EPS előrejelzések készítésekor - I. rész – Elméleti háttér -; Hitelintézeti szemle, 2013/2 szám ápr., 74-90. old.
- Jáki Erika (2013b): A pozitív és a negatív hírek súlyozása EPS előrejelzések készítésekor - II. rész – Empirikus vizsgálat -; Hitelintézeti szemle, 2013/3. szám. jún., 154-182. old.
- Jáki Erika (2017a): Üzleti terv és a pénzügyi terv kapcsolata; in: Jáki Erika: Üzleti terv pénzügyi vonatkozásai; 2017, Budapest, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa; 6-12. o.; ISBN 978-615-80642-2-4
- Jáki Erika (2017b): Stratégiai elemzés; in: Jáki Erika: Üzleti terv készítés; 2017, Budapest, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa; 38-69. o.; ISBN 978-615-80642-3-1
- Jáki, E. (2018): A befektetési társaságok döntéshozatali folyamatai, in Jáki E., Berlinger E., Lovas A., Csepy, G. (2018): Szemelvények a vállalatfinanszírozás témaköréből I. Budapest, Budapesti Corvinus Egyetem.; 41-71. old. ISBN 978-963-503-748-3; <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3861/>
- Jáki, E., Molnár, E. M., & Kádár, B. (2019). Characteristics and challenges of the Hungarian startup ecosystem. *Vezetéstudomány-Budapest Management Review*, 50(5), 2-12.
- Kállay, L., & Jáki, E. (2019). The impact of state intervention on the Hungarian venture capital market. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 1-16.
- Kristóf, T. (2005): A csődelőjelzés sokváltozós statisztikai módszerei és empirikus vizsgálata. *Statisztikai Szemle*. 83(9): 841-863.

- Kristóf, T. (2008): Gazdasági szervezetek fennmaradásának és fizetőképességének előrejelzése. PhD értekezés. Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdálkodástani Doktori Iskola, Budapest.
- Kristóf, T. & Virág, M. (2017): Lifetime probability of default modeling for Hungarian corporate debt instruments. In: Zoltayné, Paprika Z. et al. (eds): ECMS 2017: 31st European Conference on Modelling and Simulation. ECMS-European Council for Modelling and Simulation, Nottingham, 41-46. o.
- Lovas A. (2015). The Risk of Adverse Selection and its Management in the Process of Venture Capital Investment, *Economy And Finance*, 2(2), pp. 186-202.
- Lovas A., Perczes J., Rába V. (2015). Ösztönzők és korlátozások a kockázati tőkés szerződésekben, *Hitelintézeti Szemle*, 14(3), pp. 106-121.
- Lovas A., Rába V. (2013). Állami szerepvállalás a start-up vállalatok finanszírozásában, *Hitelintézeti Szemle*, 12(5), pp. 353-370.
- Virág, M. & Kristóf, T. (2009): Többdimenziós skálázás a csődmodellezésben. *Vezetéstudomány*. 40(1): 50-58.
- Virág, M. & Fiáth, A. (2010): *Financial Ratio Analysis* Aula Kiadó, Budapest, 2010. 158p
- Virág M. & Nyitrai T. (2014): Is there a trade-off between the predictive power and the interpretability of bankruptcy models? The case of the first Hungarian bankruptcy prediction model. *Acta Oeconomica*, 64(4): 419-440. DOI: 10.1556/AOecon.64.2014.4.2.
- Walter György (2016): *Kereskedelmi banki ismeretek*. Budapest: Alinea Kiadó, 2016. 252 p.
- Walter, György (2019): 2. A kereskedelmi bankok hitelezési folyamata, hitelezési alapfogalmak. In: Walter, György (szerk.) *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban: Lehetőségek és döntések a magyar piacon*. Budapest, Magyarország : Alinea Kiadó, (2019) pp. 17-46. , 30 p.
- Zsembery, Levente (2019): A sajáttőke finanszírozás. In: Walter, György (szerk.) *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban: Lehetőségek és döntések a magyar piacon*. Budapest, Magyarország : Alinea Kiadó, (2019) pp. 147-174

6 Molnár Endre Mihály: A startup vállalkozások szakmai támogatása és a teaser

6.1 A startup vállalkozások számára elérhető szakmai támogatások

A startup szektor sok szereplőből áll, amelyeket számos kapcsolat köt össze, hogy együtt testesítsék meg a startup ökoszisztémát. Központi helyen legfontosabb szereplőként maguk a *startup vállalkozások* állnak, amelyek nélkül az egész ökoszisztéma nem működhetne. A startup vállalkozások növekedésén áll vagy bukik az egész ökoszisztéma sikere. A többi szereplő elsősorban abban érdekelt, hogy szolgáltatásaival vagy befektetésével a startup cégek értéknövekedését támogassa³⁵. Ezen többi szereplő egy része a támogatásért cserébe kifejezetten tulajdoni részesedést kér a startup társaságban. Egy részük szolgáltatási díj fejében segíti a startup vállalkozást, esetleg kontrolljogokat nem biztosító osztalékelsőbbségi részvényt kérnek, amivel a nyereségből részesedni tudnak (Jáki et al., 2019).

Vizsgáljuk meg azokat a legfontosabb szereplőket, akik támogatják a startup vállalkozásokat ötleteik kibontakoztatásában, egészen addig, amíg kockázati tőkefinanszírozásra alkalmasak lesznek. A *mentorok* olyan szakértők, akik a személyes tapasztalatukat és kapcsolataikat vetik be a startupok útjának egyengetésében. Ezek jellemzően veterán vállalkozók komoly háttérrel, akik a startupok segítésére érzik elhivatottnak magukat. Gyakran segítenek összekötni a startupokat piaci partnerekkel, beszállítókkal, vevőkkel vagy akár finanszírozókkal is. A mentorok jellemzően kompenzáció elvárása nélkül végzik a mentorálási tevékenységet, a segítség nyújtásának öröme és a mentorált



³⁵ Az értékelési folyamatot részletesebben lásd (Becker et al., 2005, Virág és Fiáth, 2010).

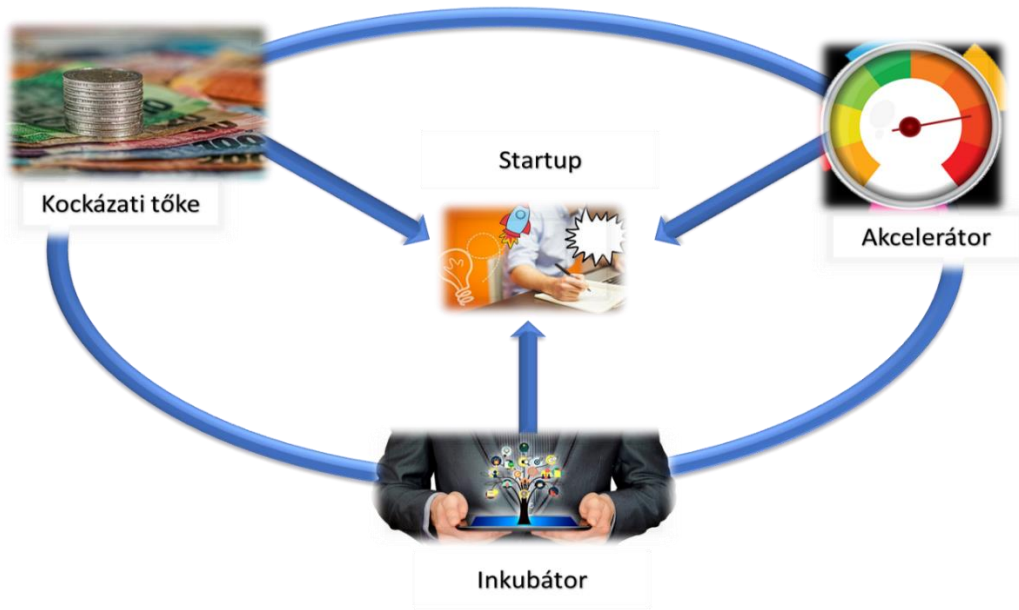
fejlődésének figyelése motiválja őket (lásd: háromféle jó hierarchiája – Molnár, 2017).

Hasonló szerepet töltenek be az inkubátorok és akcelátorok is. Mindketten intézményi keretek között nyújtanak támogató szolgáltatásokat a startupoknak. Az *akcelátorok* jellemzően rövidebb ideig (kevesebb, mint egy év) támogatják a startupok felfutását képzésekkel és kapcsolati háló biztosításával, illetve segítenek nekik további befektetőket is találni. Az *inkubátorok* pedig inkább üzleti szolgáltatásokat nyújtanak a startupoknak (mint a könyvelés vagy tanácsadás) vagy irodahelységet biztosítanak nekik kedvezményes áron (Lovas és Riz, 2015). Az inkubátorok szerepe idővel kiszélesedett, és manapság sok magát inkubátornak nevező intézmény nyújt tőkebefektetést, ellenben nem nyújt irodahelységet. Az akcelátorok is jellemzően biztosítanak egy csekély befektetést. Főleg a hazai piacon fordul elő, hogy akceleratori szolgáltatásokat biztosító intézmények mégis inkubátornak hívják magukat. Az inkubátort és az akcelrátort Magyarországon meglehetősen nehéz a tevékenységük alapján szétválasztani (Jáki és Molnár, 2017).

A *kockázati tőkebefektetők* elsősorban a forrást biztosítják az induló, vagy korai életciklusban lévő vállalkozások részére tulajdoni részesedésért cserébe³⁶, ezért a vállalkozás értéknövekedéséből profitálnak (Jáki és Molnár, 2017; Zsembery, 2014). Magyarországon az ötödik legmagasabb a kockázati tőkebefektetés/GDP ráta Európában 2011-2015 átlagában (Karsai, 2018). A kockázati tőkebefektetők azonban rendszeres támogatói a startup ökoszisztéma rendezvényeinek is, mellyel egyrészt segítik portfóliójukban lévő társaságok kapcsolati hálójának növekedését, másrészt ezen rendezvényeken keresnek további ígéretes befektetési lehetőségeket. Ezek a rendezvények lehetnek networking események (meetup-ok), továbbképzések (workshop-ok) vagy startup versenyek. A startup versenyeken különböző fejlettségi fázisban lévő startupok is részt vesznek, illetve a befektetők oldaláról nem kizárólag kockázati tőkebefektetők képviseltetik magukat, hanem üzleti angyalok, mentorok, akcelátorok, inkubátor házak is. A startup versenyek biztosítják a legjobb lehetőséget a startupoknak arra, hogy felhívják magukra a

³⁶ A kockázati tőketársaságok szervezeti felépítéséről Jáki (2018a) és döntéshozatali folyamatáról lásd részletesen Jáki (2018b).

befektetők figyelmét. A versenynek köszönhetően egyfajta előszelekción tudnak részt venni, és közelebb kerülnek a befektetőkhez. A magyar kockázati tőkepiacon igen nagy súllyal van jelen a Magyar Állam, melynek jelentős hatása van a piacra (Kállay és Jáki, 2019).



1. ábra Startup ökoszisztéma

6.2 A teaser, avagy kedvcsináló, ízelítő

A teaser (vagy „one-pager”) egy jellemzően 1 oldalas, jól áttekinthető dokumentum a startupról, amelynek célja, hogy a befektető figyelmét felkeltse a vállalkozás iránt. A kockázati tőkealap-kezelőknél dolgozó befektetési menedzserek nagyon elfoglalt emberek, akiknek számtalan startup közül kell kiválasztani a legígéretesebbeket, amelyek a legjobban megfelelnek az alap célkitűzéseinek³⁷ és a legígéretesebb megtérüléssel kecsegtet. Legtöbbször a teaser az első információ, amit a befektető a startupról lát, és azt átfutva gyorsan eldönti, hogy lát-e fantáziát a cégben vagy sem. Ennek megfelelően a teasernek röviden, tömören kell tartalmaznia a

³⁷ Az alapok kezelésére vonatkozó rendelkezéseket az Alapkezelési szabályzat tartalmazza, mely részletesen bemutatja az alap befektetési célpontjait is.

legfontosabb információkat a céltársaságról, amelyek a befektető számára relevánsak.

A teaser legfontosabb feladata, hogy adja el az ötletet. Ha a befektető nem lát fantáziát a vállalkozó ötletében, ami lehet egy termék vagy egy szolgáltatás, akkor megy tovább a következő teaser olvasására. Ez akkor is így van, ha az ötlet már működő termék formájában megvalósult. Ezért nagyon fontos, hogy a befektető számára fontos tulajdonságait hangsúlyozzuk ki a termékünk, szolgáltatásunk bemutatásánál, ami a tőkealap célkitűzéseinek megfelel. Sokszor a tőkealap innovációs tartalmat keres a befektetési célpontokban. Innovációt finanszírozó tőkealapok esetében a termékünk, szolgáltatásunk innovatív oldalát kell hangsúlyozni. Mi különbözteti meg a versenytársaktól, miért vonzó a felhasználók/fogyasztók számára, miben több, amiért a versenytársak, meglévő megoldások helyett ezt a terméket/szolgáltatást fogják választani (Tyebjee és Bruno, 1984).



Népszerű módja a teaser elkezdésének a *probléma* bemutatása, melyre eddig nem született megoldás. Ez lehet egy eddig kielégítetlen, vagy nem elég hatékonyan kielégített piaci igény. A probléma – azaz egy létező piaci igény – bemutatását követően kell áttérni a megoldás bemutatására. Ha a megoldásunkkal felkeltettük a befektetési menedzser érdeklődését, áttérhetünk a befektető számára legfontosabb kérdésre: „mekkora üzletről beszélünk?”. Ennek alapja a *célpiac* bemutatása. Először is be kell mutatni a potenciális keresletet a startup megoldására. Mekkora a célpiac, ennek mekkora részét célozza meg a startup, azaz a potenciális felhasználói/vevői bázis rövid, tömör bemutatása fontos része a teasernek, a befektetési menedzser meggyőzésének. Ezt másképp „top-down” megközelítésnek is hívják, ezen kívül fel lehet építeni a vevői kör bemutatását a közeljövőben megszerezhető nagyobb vevők összegzésével is („bottom-up” megközelítés). A top-down megközelítést érdemes alkalmazni, ha nincsenek erős kapacitás korlátok a vevői igénykielégítés útjában (pl. szoftver alapú szolgáltatás), míg a bottom-up

módszer a kapacitás korlátok által behatárolt üzleti modellek tervezésében hasznos (pl. fizikai termék). Azt, hogy tényleg el is tudja érni a cég a bemutatott számokat, azt a *versenyelők* bemutatásával és a versenytársak feltérképezésével kell alátámasztani. Minden teaser kötelező eleme a csapat és a források felhasználásának bemutatása is. Ezen információk birtokában már el tudja dönteni a kockázati tőkebefektető, hogy érdemes-e tovább foglalkozni a startuppal, további lehetőséget adni az elképzelés részletesebb bemutatására.

A gyakorlatban alapkezelőnként eltérhet, hogy a teasert hogyan hívják, milyen ténylegesen megkövetelt tartalmi elemei vannak, milyen megjelenési formát kell követnie, illetve mekkora a terjedelmi korlát. Például a Széchenyi Tőkealapkezelőnél (SZTA) one-pager-nek hívják a jelentkezők által először leadandó dokumentumot, amelyhez biztosítanak is egy, a weboldalról letölthető egyoldalas sémát. A sémájukban szereplő elemek szinte teljesen megegyeznek a korábban bemutatottakkal, kiegészítve az elkövetkező öt évben várható célok, mérföldkövek és éves pénzügyi adatok (árbevétel, EBITDA, cash-flow) bemutatásával. Ez alapján elmondható, hogy az SZTA egy bizonyos szintű pénzügyi tervezést is elvár a jelentkezőtől már az első kapcsolatfelvétel előtt. Hozzá kell tenni, hogy egy elfogadható szintű pénzügyi tervet minden kockázati tőkealap-kezelő elvár a befektetési kérelemnél.

Ezzel szemben például a Bonitás Befektetési Alapkezelő nem ad előre elkészített sémát a teaserhez, hanem csak támpontokat, amiket annak mindenképp tartalmaznia kell. Ők hosszabb teasert engednek meg, náluk ez lehet akár 2 oldal terjedelmű is. Az általuk leírt támpontok szintén illeszkednek a korábban leírtakhoz, pluszban viszont az SZTA-hoz hasonlóan kíváncsiak a befektetéssel elérni kívánt pénzügyi célokra (bár azokat nem részletezik úgy, mint az SZTA-nál, hanem ezek részleteit a vállalkozóra bízzák). Összességében elmondható, hogy ugyan a teaser írásnak vannak egyetemes elvei, de a vállalkozónak mindig a szóban forgó alapkezelő elvárásaihoz kell igazítania a teasert, ami különböző befektetők megkeresésénél a teaser esetleges átstrukturálásával vagy kibővítésével járhat.

6.2.1 Minta Teaser

<p>Üzleti összefoglaló: <i>A Leleményes Megoldások (LM) segíti az ügyfeleket a többcsatornás ügyfél-interakció optimalizálásában, az unalmas papír alapú, személyes, telefonos és elektronikus interakciók helyébe korszerűsített, felhőalapú digitális folyamatokkal.</i></p> <p>Ügyfelek: <i>Az LM olyan szervezeteket szolgál ki, amelyek intenzív ügyfél-interakciót igényelnek:</i> pénzügyi intézményeket, távközlési szolgáltatókat, energia- és közműszolgáltatókat, megosztott szolgáltató központokat és kormányzati szervezeteket. Azok a szervezetek, amelyek nagy mennyiségű vevői igényt fogadnak (hagyományosan papír alapú dokumentumok és űrlapok), profitálhatnak az LM megoldásokból.</p> <p>Ügyfélprobléma: <i>A nagy szervezetek javítani akarják ügyfeleik tapasztalatait, amikor velük kapcsolatba lépnek.</i> Gyors és hatékony válaszadás az ügyfelek kéréseire, függetlenül attól, hogy ügyfeleik papíron vagy elektronikusan lépnek-e kapcsolatba. Vannak késések, elveszett dokumentumok és e-mailek, ami csalódott ügyfeleket okoz. Ugyanakkor a szervezeteket megterhelik az ügyfélszolgálat magas költségei, és a mobil alkalmazások nem segítenek a megígértnek megfelelően, gyakran a hagyományos webes alkalmazások korlátozott verziói, amelyek nem rendelkeznek hatékony felülettel.</p> <p>A Megoldásunk: Az LM vezető terméke automatizált dokumentum- és űrlapfelismerést kínál, amely megkésztet a sebességet a költség fele mellett. Az termékünk a teljes anonimizált adatfelhőbe történő terjesztésével teljesíti a pénzügyi ágazat biztonsági és megfelelési követelményeit. Ezt kiterjesztjük az okostelefon-használók papírmentes világába. Biztonságos, közvetlen kapcsolatokkal a vállalati rendszerekhez lehetővé teszi az intenzív, nagy volumenű vevői interakciót (például állampolgár vagy ügyfél önkiszolgálás, megrendelések, nyomtatványok feldolgozása stb.), kiküszöbölve az unalmas és drága papír alapú folyamatokat.</p> <p>Teljes elérhető piac: Az LM a robbanóan növekvő vállalati tartalomkezelő piacot célozza meg, amely várhatóan a 2019. évi 13 milliárd dollárról 25 milliárd dollárra növekszik 2025-re, ami 11,51% -os kamatos kamat melletti éves növekedési rátát jelent. Az ajánlataink még nagyobb lehetőséget nyújtanak a vállalati</p>	<p>Cégprofil</p> <p>URL: http://www.lelemeny.com</p> <p>Iparág: <i>Vállalati tartalomkezelés, vállalati mobilitás</i></p> <p>Alkalmazottak: <i>32 főállású alkalmazott</i></p> <p>Iroda: <i>Budapest, Jakarta</i></p> <p>Alapítva: <i>2016</i></p> <p>Pénzügyi információ</p> <p>Finanszírozási Kör: <i>B Kör</i></p> <p>A körös befektetők: <i>1 millió euró a Smart VC által</i></p> <p>Keresett Tőke: <i>2 millió eurót keresünk.</i> <i>Felhasználás: értékesítés, növekedés, termék továbbfejlesztés ének véglegesítése a nemzetközi piacokra.</i></p> <p>Csapat</p>
---	--

<p>mobilitási piac igénybevételére, amely várhatóan a 2019. évi 100 milliárd dollárról 2025-re 450 milliárd dollárra növekszik, 28,5% - os kamatos kamat melletti éves növekedési rátát tükrözve.</p> <p>Piaci vonzás: Több vezető európai és ázsiai intézmény jelenleg az LM programot használja, hogy több millió oldalnyi dokumentumot digitalizáljon. 2019 közepén az LM elnyerte az ázsiai "Legjobb felhőmegoldás" díját egy olyan megoldásért, amely meghaladta a 1 millió dollár költségmegtakarítást. Az LM programját 2019 harmadik negyedévében indították el egy európai kormány számára, hogy lehetőséget biztosítson a polgárok számára, hogy személyi igazolványra és engedélyre jelentkezzenek közvetlenül okostelefonjukról. Figyelembe vett ügyfeleink között szerepel az Indonézia Bank.</p> <p>Versenyársak: A kulcsfontosságú versenyársak olyan önálló megoldások, mint a Instant Solutions, a ModelScript, az Hamstersoft és a Capacity (a közelmúltban 10 millió dolláros B-körös befektetést kaptak).</p> <p>Versenyelőny: Ahelyett, hogy újabb szabadalmaztatott információs felhő-silót szolgáltatna, az LM létrehozta a készletét, amely integrálva van az összes főbb vállalati platformmal, kiküszöböli a papír alapú interakciókat és felgyorsítja azoknak a feldolgozását, amelyeknek papír alapúnak kell maradniuk. Az LM figyelemre méltó piaci sikerét az Microsoft elismerte, mint a piacvezető Felhőtét dokumentumgyűjtő termék differenciáló terméke, amely az LM-et világszerte értékesítési együttműködésbe vonja be. Az LM taktikailag kihasználja a Microsoft globális értékesítési hálózatát - ez az iparágban páratlan.</p> <p>Üzleti modell: Az LM bevételét úgy generálja, hogy közvetlenül és a partnereken keresztül értékesíti a szoftver licenceket az ügyfeleknek, és felszámítja a professzionális szolgáltatási díjakat a megvalósításért és az integrációért. A jelenlegi árstruktúra lehetővé teszi az ügyfelek számára, hogy 6 hónapon belül számszerűsíthető hozamot érjenek el a befektetésből. Az éves támogatási és karbantartási díjak ismétlődő bevételeket kínálnak.</p> <p>Értékesítés: Az LM közvetlenül és csatornapartnereken keresztül értékesít Ázsiában, a Közel-Keleten és Európában. Ez a stratégia gyors belépést jelent a globális piacra, és támogatási csatornát kínál, amely bizalmat ad a Microsoft értékesítési csapatának az LM ajánlására ügyfelek számára.</p>	<p><i>Tapasztalt alapító csapat, több mint 100 éves kombinált üzleti fejlesztési tapasztalattal, kiegészítve egy projektmenedzsment, marketing és értékesítési szakértők magas rangú csapatával.</i></p> <p><u>Vincent Lanzo,</u> Igazgatósági elnök <i>LM alapító, korábban a Felhőtét alapítója</i></p> <p><u>Adam Ordas,</u> Vezérigazgató <i>Nemzetközi üzleti fejlesztés</i></p> <p><u>Peter Kapa,</u> társalapító és működési vezető <i>Értékesítés és kulcsfontosságú számlavezetés</i></p> <p><u>Janos Csapos,</u> társalapító és vezető technikus <i>Megoldás Fejlesztés</i></p> <p><u>Ödön Varju,</u> Igazgatósági tag <i>Smart VC</i></p> <p><u>Kapcsolatfelvétele</u> I</p>
--	---

Üzleti növekedési stratégia: Az LM kibővíti a termékpalettáját egy felügyelt szolgáltatással, a helyszíni szoftverek mellett. Ez lehetővé teszi az LM számára, hogy a pénzügyi ágazatban biztosítsa az első társadalmilag felelős és biztonságos tömegbeszerzést.

Rigó utca
23. Budapest
Magyarország
**Phone: +36 20
123 0012**
**Skype:
janos.csapos**

6.3 Esettanulmány

Az alábbi eset célja, hogy a feladat során egy vállalati példán keresztül készítse el a kockázati tőkebefektetés igényléséhez a bemutatkozó egy oldalas Teaser-t. A példa megoldása során a kockázati tőkés számára nyújtandó legfontosabb információkat kell jól strukturáltan egy oldalon összegezni. Az eset lehetőséget nyújt arra is, hogy gyakoroljuk a szerteágazó információk lényegretörő összegzését.

Startup Kft. esete – 2014

A Startup Kft. 2012-2014 időszakának bemutatójában már említésre került, hogy Carlos Gustav Braziliából a Startup Kft. franchise jogának megvásárlására tett ajánlatot, mert annyira elégedett volt az étteremben szerzett élményekkel, hogy azonnal meg akarta venni Balázstól a franchise jogokat. Ekkor még csak Balázs és barátja Zoli voltak a tulajdonosok, de 2014-re már Balázs és a marketing szakértő Zoli mellé betársult néhány barát, köztük Laci, a tapasztalt szoftverfejlesztő; Robi, értékesítési felsővezető; Ottó, az agresszív növekedési stratégiai tanácsadó és több „bolond” befektető is, így a tulajdonosi kör szélesebb lett. 2014-ben már komolyan foglalkoztak a franchise típusú terjeszkedés lehetőségével, amihez nagyobb összegű tőke bevonásán gondolkodtak. Vajon mekkorára tudna nőni a Startup Kft. franchise rendszerben? Hogyan lehetne sikeres franchise-á fejleszteni az éttermet? Milyen módon tudna versenyre kelni a már piacon lévő sikeres franchise-okkal?

Termék szempontjából az éttermi regisztrációban látták a tulajdonosok a siker kulcsát. Nem csupán étteremként akart versenyképesé válni, hanem főleg a regisztráció segítségével megszerzett adatbázis alapján célzott reklámokkal elérhető további értékesítésekkel. A további tervek között szerepelt, hogy a

vendégek az applikáción keresztül tudjanak egyéb termékeket és szolgáltatásokat venni, amely vásárlások után a Startup Kft. természetesen jutalékot is kap. Így a cég fél lábbal a jutalékalapú reklámozás piacán is működne. Ez a piac jelenleg elég telített, olyan óriások vannak benne jelen, mint a Google vagy a Facebook. Kulcsfontosságú volt, hogy alaposan megindokolja hogyan tud a Startup Kft. meghatározó szereplőjévé válni a piacnak a Google és a Facebook mellett. Balázs a versenytársak legnagyobb hátrányának azt tartotta, hogy számtalan olyan regisztráció is van a platformokon, amelyek mögött nincs valódi felhasználó, csak robotok. A Google és a Facebook egyik fontos bevételi forrása a célzott reklámlehetőségek értékesítése. A reklámokat megrendelő cégek számára azonban komoly hátrány, hogy rengeteg nem valódi felhasználó számára megjelent reklámokért is fizetnek, amelyek nem fognak valós keresletet generálni. A Startup Kft. applikációján keresztüli regisztrációnak ezzel szemben kiemelt előnye, hogy az étterembe látogató, ott fogyasztó emberek fognak regisztrálni, így a reklámok valódi emberek számára jelennek meg, ami nagyobb átkattintási aránnyal fog járni (reklámra kattintó nézők / összes levetített reklám). A távlati terv pedig az, hogy a jutalékbevételek aránya nagyobb részarányt képviseljen a cég árbevétel-struktúrájában, szemben az étterem által termelt bevételekkel.

Fontos kérdés, hogy hogyan tudja a Startup Kft. a felhasználókat rábírni arra, hogy a cég applikációján keresztül vásároljanak további termékeket. Az alapító, Balázs tervei szerint bónuszpontokkal jutalmazza meg a felhasználókat minden egyes vásárlásért. Nagy álma, hogy egy nap annyira nyereséges tud majd lenni ez a rendszer, hogy az a fogyasztó, aki elég sokat használja vásárlásra az applikációt, ingyen fog tudni majd enni az étteremben, „Food For Free” (FFF) szolgáltatás. Ha elég sikeres lesz a franchise, akkor az is növelheti majd a franchise tovább terjedésének a sebességét, hogy az étterem üzemeltetőinek már nem kell franchise díjat fizetni, hanem a cég fog nekik fizetni egyfajta inverz franchise díjat, mert annyit keres a cég a felhasználók applikáción keresztüli fogyasztásából. Ezt a pontot elérve a növekedés exponenciálisan felgyorsulhatna. A közeljövőben 40 új éttermet szeretne nyitni a cég a környező közép-európai országokban. Hosszabb távon pedig reálisnak látják a 40.000 franchise éttermet világszerte. A probléma az, hogy az applikáció megfelelő továbbfejlesztéséhez 300 millió Ft-ra van szükség. A

Startup Kft. tulajdonosai a szakértői vélemények alapján 2014-ben úgy döntöttek, hogy a cég gyors ütemű fejlődése érdekében kockázati tőkét fognak bevonni. Első körben magán- és állami tőkealap-kezelőknél is benyújtották az igényüket. Azzal szembesültek, hogy mindegyik megkeresett alapkezelő egy egyoldalas teaser dokumentumot kér a cégről, még az első tárgyalás előtt. Balázs a feladatot megint profi tanácsadói csapatra bízta.

6.4 Feladat

Balázs felkérésére a cégről készítse el a bemutatkozó egy oldalas Teasert, melyet a választott magán és állami tőkealap kezelőhöz is be tud nyújtani! A kidolgozás során merítsen az esetben leírt adatokból.

Pontozás: a Teaser az alábbi részegységeket tartalmazza (mindegyikért egy pont jár):

- | | |
|---|--|
| 1. Üzleti összefoglaló | 6. Versenyelőny |
| 2. Ügyfélprobléma | 7. Üzleti modell |
| 3. Megoldás a problémára
(termék/szolgáltatás) | 8. Növekedési stratégia |
| 4. Célpiac | 9. Keresett tőke és annak
felhasználása |
| 5. Versenytársak | 10. Csapat |

6.5 Források

- Becker, P., Turner, A., Varsányi, J. & Virág, M. (2005): *Értékalapú stratégiák*. Akadémiai Kiadó, Budapest
- Jáki, E., & Molnár, E. M. (2017): Állami és uniós szerepvállalás a magvető életszakaszban lévő vállalkozások kockázati-tőke-finanszírozásában. In: Farkas, Beáta; Pelle, Anita (szerk.), *Várakozások és gazdasági interakciók*, Szeged, Magyarország: JATEPress Kiadó, 97-110. o.
- Jáki, E., Molnár, E. M., & Kádár, B. (2019): Characteristics and challenges of the Hungarian startup ecosystem. *Vezetéstudomány*, 50(5), 2-12. o.
- Jáki, E. (2018a): A befektetési társaságoknál ellátandó funkciók; in Jáki E, Berlinger E, Lovas A, Csepely (2018): *Szemelvények a vállalatfinanszírozás témaköréből I*. Budapest, Budapesti Corvinus Egyetem.; 5-22. o. ISBN 978-963-503-748-3; <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3861/>
- Jáki, E. (2018b): A befektetési társaságok döntéshozatali folyamatai; in Jáki E, Berlinger E, Lovas A, Csepely (2018): *Szemelvények a vállalatfinanszírozás témaköréből I*. Budapest, Budapesti Corvinus Egyetem.; 41-71. o. ISBN 978-963-503-748-3; <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3861/>
- Kállay, L. & Jáki, E. (2019): The impact of state intervention on the Hungarian venture capital market. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja* (2019): 1-16. o.
- Karsai, J. (2018): Government venture capital in central and eastern Europe. *Venture Capital*, 20(1), 73-102. o.
- Lovas, A., & Riz, N. (2015). Akcelerátor vagy inkubátor? A hazai vállalkozásokat támogató szervezetek a nemzetközi gyakorlat tükrében. *Gazdaság és Pénzügy*, 3(4), 305-322. o.
- Molnár, E. M. (2017): Üzleti etika, társadalmi felelősségvállalás. In: Jáki, Erika (szerk.), *Üzleti terv készítés*, Budapest, Magyarország: Befektetések és Vállalati Pénzügyi Tanszék Alapítványa, 101-122. o.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984): A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066. o.

Virág, M. & Fiáth, A. (2010): Financial Ratio Analysis Aula Kiadó, Budapest, 2010. 158p

Zsembery, L. (2014): A sajáttőke finanszírozás. In: Walter, György (szerk.) Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban: Lehetőségek és döntések a magyar piacon. Budapest, Magyarország: Alinea Kiadó, (2014) 147-174. o.

7 Molnár Endre Mihály: Pitch, avagy első prezentáció a befektető előtt

7.1 Mi az a „pitch”?

Ahhoz, hogy a befektetés megvalósuljon, több szűrési ponton is át kell mennie a vállalkozásnak. Az előző fejezetben tárgyaltuk, hogy az első ilyen szűrési pont jellemzően az egyoldalas teaser vagy one-pager, vagy egy úgynevezett „elevator pitch”, amikor néhány percben kell a potenciális befektetőt meggyőzni arról,



hogy érdemes alaposabban is foglalkozni a befektetési lehetőséggel. Tömören kell megfogalmazni a vállalkozás lényegét a befektető számára előnyös tulajdonságok hangsúlyozásával. Időkorlát tekintetében annyi időnk van, amennyit a lifttel emeletek közti közlekedés alatt töltünk, azaz 30 másodpercnél nem több. A gyakorlatban ez a korlát többnyire nem annyira szigorú, de a hosszúsága legfeljebb néhány perc lehet (Clark, 2008). Egy befektetői zsűrivel rendelkező startup versenyen a vállalkozóknak valószínűbb, hogy elevator pitch-el kell készülniük a résztvevő versenyzők nagy száma és a szűkös időkeret miatt.

Ha sikerült ilyen módon felkelteni a befektető érdeklődését, akkor kerülhet sor egy hosszabb személyes találkozásra. Ennek a találkozásnak nincsenek egyetemes előre rögzített szabályai, amelyek minden befektetőre vonatkoznának. A vállalkozó ezen a hosszabb, tervezett személyes találkozón szóban ismerteti a projektjét, amire a befektetést kéri, vagy más szóval „pitch-eli” (Clingsmith és Shane, 2017). A formális, hivatalos pitch jellemzően 10 perc hosszú, melynek során meg kell győzni a befektetőt, hogy részleteiben foglalkozzon az üzleti terv³⁸ és az ahhoz kapcsolódó pénzügyi terv³⁹ tanulmányozásával, kiértékelésével.

³⁸ Az üzleti terv dokumentáció elvárt tartalmáról lásd Jáki (2017a)

³⁹ Az üzleti terv és a pénzügyi terv kapcsolatáról lásd részletesen Jáki (2017b).

A pitch prezentáció célja a befektetői kedv fokozása a vállalkozásra vonatkozó olyan információk és tervek megosztása által, amelyek tovább mutatnak a teaser részletezettségi szintjénél. Ha sikeres a „pitch”, akkor a befektető további kérdéseket tesz fel, és egy hosszabb egyeztetés kezdődik el.

7.2 Milyen egy jó pitch-prezentáció?

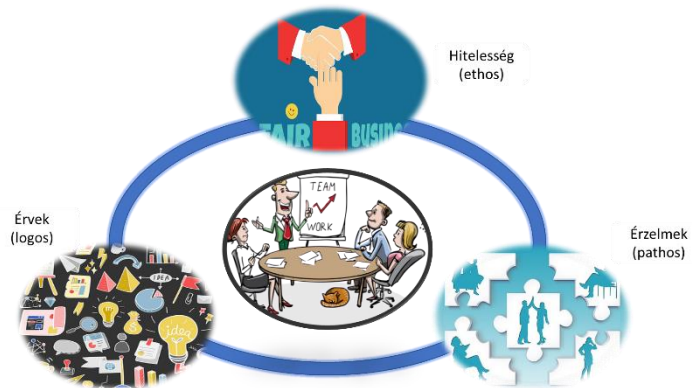
Daly és Davy (2016) szerzőpáros célja az volt, hogy valós adatok ismeretében megállapítsák a befektetők előtti pitch *legfontosabb elemeit*, amelyek hozzájárulnak a pitch sikerességéhez, tehát a befektetés-szerzéshez. Kritizálták a korábban megjelent forrásokat, (tudományos és nem tudományos könyveket egyaránt, valamint weboldalakat, is), amelyek tanácsokat adnak a befektető előtti pitch-el kapcsolatban. Ezek nagy része véleményük szerint anekdotikus élményeken alapul és túl általános ahhoz, hogy hasznos legyen. Ezzel szemben a szerzők a brit Dragon’s Den első két évadából szereztek adatot, a 15 sikeres befektetés pitchének a felépítését vizsgálták. A pitchek szövegét leírták és tartalomlemezést készítettek. Azt találták, hogy a sikeres pitch-ek jellemzően a következő struktúrát követték. Azon részek, melyek nem voltak minden sikeres pitch-ben jelent, dőlt betűvel szerepelnek.



1. *A hallgatóság köszöntése*
2. *Személyes bemutatkozás és a cég bemutatása*
3. *Kért tőkebefektetés nagyságának ismertetése*
4. *A termék vagy szolgáltatás ismertetése és bemutatása*
 5. *Az alapítók vagy a cég háttértörténetének és eredményeinek bemutatása*
6. *Jövőbeli tervek kifejtése*
 7. *Vevői célcsoport bemutatása*
8. *Összegzés*
 9. *Köszönetmondás a hallgatóságnak*
 10. *A kérdések megválaszolására való hajlandóság kifejezése*

Ezekon felül a szerzők számos *meggyőzési technikát* is azonosítottak, amelyeket három csoportba soroltak: érvek (logos), hitelesség (ethos) és érzelmek (pathos).

Az érvekbe sorolták a különböző marketing technikákat, amelyek leginkább a termék eladhatóságát hivatottak bizonyítani (eladhatóság szempontjából megkülönböztető tulajdonság⁴⁰, piaci rés,



azonosított piaci igény)⁴¹. Továbbá ide sorolták a pénzügyi számokat is, mint elvárt hozam, piacméret, piac növekedése, valamint az ötlet innovációs értékét és exkluzivitását is. A hitelesség megalapozására is számos sikertényezőt találtak a szerzők. Ezek között szerepelnek a következők: megkötött kizárólagossági szerződés, a prototípus bemutatása, a szakmai hozzáértés bemutatása, az ötletbe már befektetett pénz és idő, a szakzsargon kerülése, neves partnerek megemlítése, a fogyasztói igények megértésének demonstrálása, a termék továbbfejlesztési lehetőségeinek ismertetése, a versenytársak elemzése és a megszerzett szabadalmak bemutatása. A megszerzett szabadalmak és a fejlesztésbe befektetett pénz nem csak vállalati szinten, hanem nemzetgazdasági szinten is jól leképezik az innovációs fejlettséget (Czyżewska és Mroczek, 2014).

Végül a technikák egy csoportja kifejezetten a befektetők érzelmeire akart hatni. Ide tartozik a „*képzeld el, hogy te*”-vel kezdődő mondat, amely célja a hallgatóság képzeletének aktivizálása. További kedvelt technikák a történetmesélés, a párhuzamok vonása, a személyes részletek vagy szakmai sikerek megosztása. Szintén hasznosnak bizonyult a várakozáskeltés, a jövő lefestése, a vállalkozó és a befektetők egymást kiegészítő voltának hangsúlyozása. A csapat közötti összhangot azzal a technikával erősítették, hogy kölcsönösen mutatják be egymást.

⁴⁰ Unique Selling Point (USP)

⁴¹ Alapos stratégiai tervezéssel lehet alátámasztani az árbevétel növekedést és validálni az termék/szolgáltatás helyét a piacon. A stratégiai tervezésről részletesen lásd Jáki (2017c).

7.3 A kockázati tőkebefektető befektetési szempontjai

Befejezésként érdemes néhány szót ejteni azokról a tulajdonságokról, amelyeket a befektetők a céltársaságokban keresnek. Az egyes tulajdonságok helye a hierarchiai sorrendben vita tárgya a kutatók között, de a legtöbb kutató ezen a területen egyetért abban, hogy a következők a legfontosabb tulajdonságok (Molnár és Jáki, 2019; Hsu et al., 2014; Smith et al., 2010; Zacharakis és Shepherd, 2005; Mason és Stark, 2004).



1. *Csapat.* A vállalkozói csapat talán a legmeghatározóbb a befektetési vonzerő szempontjából. A befektetők a magvető és a korai életszakaszokban igen nehezen tudják a vállalkozás terveit validálni, ezért inkább a menedzment csapatba fektetnek be. Ez egyrészt a vállalkozók korábbi teljesítményeinek értékelésén alapul⁴². Másrészt a befektetők a vállalkozók kreativitását értékelik és azon képességét, hogy innovatív módon hajtsa végre az új piacokra való belépést. További fontos kérdés, hogy megvannak-e a legfontosabb kompetenciák (pl. IT fejlesztő egy applikációval foglalkozó cég esetében) a vállalkozói csapatban, amelyek a sikeres működéshez szükségesek.
2. *Termék.* A kérdéses termék vagy szolgáltatás szintén fontos tényező. A befektetőt meg kell győzni a termék/szolgáltatás hasznosságáról, innovációs tartalmáról, azaz differenciáltságáról, működőképességéről vagy megvalósíthatóságáról. Minél könnyebben érthetően kell a vállalkozónak bemutatnia a terméket és annak létjogosultságát a piacon, amely megalapozza a piac validálását is. Ha a termék nem hordoz elég innovációs értéket, nem látni a fogyasztói igényt rá, akkor főleg a piacméretről és piaci részesedésről gondolkodni.

⁴² Érdekes tapasztalat, hogy a vállalkozók korábbi bukását nem feltétlenül kezelik negatív tényezőként, mert azt is jelenti sok befektető számára, hogy egyrészt már megtapasztalta, mi vezetett egy sikertelen céginduláshoz, másrészt van benne küzdési szellem és képes újrakezdeni (Lovas, 2015).

3. *Piac.* A piaci potenciál annak a legfontosabb meghatározója, hogy mekkora árbevételt és ezzel összefüggésben mekkora eredményt tud a vállalat elérni. Mindez meghatározza, hogy mekkora lehet a vállalat értéke, és ez végül azt, hogy a kockázati tőkebefektető mennyit kereshet a befektetésen. Ide tartozik a piacméret, piaci növekedés, a versenytársak ereje, a belépési korlátok nagysága és a startup védettsége a versenytársaktól. Azt, hogy a piacon van igény a vállalkozás megoldására, előzetes piaci validációval tudja a vállalkozó alátámasztani a befektető felé.
4. *Pénzügyek.* Végső soron a befektetőket a pénz, a lehetséges exit érdekli. Ha tetszik nekik a csapat, meggyőző a termék és látnak rá valós piaci igényt, akkor kezdenek el gondolkodni a potenciálisan elérhető megtérülésről. Ehhez végig kell gondolniuk egyrészt a vállalkozás pénztermelő képességét és annak felfutását az idő előrehaladtával. A döntés alapját a cég terveit tükröző pénzügyi terv jelenti, melyben a beruházási, értékesítési és működési elképzelések, valamint a finanszírozás pénzügyi hatásai modellezésre kerülnek⁴³. Másrészt meg kell becsülni a befektetés kockázatát, ami a vállalkozás életszakaszának függvényében nagyon bizonytalan és nehéz feladat⁴⁴. A cégre készített vállalatértékelés (ld. például Aranyossy, 2010) és a befektetés nagysága az alapja a tulajdonosi részesedés meghatározásának a vállalkozó és a befektető között⁴⁵. Természetesen a részarányok meghatározását még befolyásolja a felek közötti alkupozíció is. Végső soron az fog dönteni a befektetési javaslat elfogadásáról, vagy visszautasításáról, hogy a jövőben a kockázati tőkebefektető becslései szerint a vállalat/vállalkozók ki tudja-e termelni azt az eredményt, vagy cash-flowt, ami alapján megfelelő hozamot fog termelni, hogy kompenzálja őt a vállalt kockázatért.

⁴³ A pénzügyi modell elkészítését részletesen tárgyalja Jáki (2018a, 2018b, 2018c).

⁴⁴ A kockázatok becslése a hiteldöntéseket megalapozó, csődelőrejelzési modellekre épített vállalati ügyfélminősítéshez hasonló, amelynek módszertani hátterét részletesebben lásd (Virág és Kristóf, 2009, Kristóf és Virág, 2017, Kristóf 2005, 2008, Virág és Nyitrai, 2014).

⁴⁵ Az értékelési folyamatot részletesebben lásd (Becker et al., 2005, Virág és Fiáth, 2010).

7.4 Esettanulmány

Az alábbi eset célja, hogy a feladat során a hallgatók megismerkedjenek a pitch prezentációk befektetői panel általi értékelésével. A meghallgatott prezentációk alapján az üzleti ötlet és befektetési ajánlat kerül értékelésre befektetői szempontot képviselve. A gyakorlat arra is lehetőséget ad, hogy a prezentációt követően a befektetői kérdésekbe is betekintést nyerjünk, és a vállalkozó válaszait is megismerjük. Mindezek után az elkészített értékelést ismételten át kell gondolni.

7.4.1 Eset – Cápák Között

A Cápák Között az RTL KLUB befektetőkereső műsora, amely az eredetileg japán gyökerekkel rendelkező „The Tigers of Money” műsor által felállított formátumot követi. A formátum Nagy-Britanniában „Dragon’s Den”, az Amerikai Egyesült Államokban pedig „Shark Tank” címen futott. A műsor lényege, hogy finanszírozást kereső vállalkozók bemutatják a vállalkozásukat, vagy csak az ötletüket (pitch keretében) a tapasztalt befektetőkből álló zsűrinek (a „Cápáknak”).

A zsűrit Balogh Levente, a Szentkirályi Kékkúti Ásványvíz tulajdonosa; Balogh Péter, az NNG navigációs szoftverfejlesztő cég (korábban Nav N Go) alapítója; Apró Anna, az OXO befektető csoport egyetlen női tagja és egy kardiológiai intézet egyik tulajdonosa; Fehér Gyula, a Ustream alapítója; és Moldován András, élelmiszeripari cégek tulajdonosa alkotta. A zsűri tagjai a pitch-et követően kérdéseket tesznek fel a vállalkozónak, aki igyekszik a legjobb képességei szerint kielégíteni a zsűri kíváncsiságát.

Végül, ha a zsűritagok látnak elég fantáziát a vállalkozásban, akkor befektetési ajánlatot tesznek. A vállalkozó már az elején megadja, hogy mekkora befektetést kér és mekkora tulajdonrészt hajlandó felajánlani a vállalkozásban ezért cserébe. A zsűri befektetési ajánlatot tehet változatlan feltételek mellett, befektetési ajánlatot tehet eltérő feltételek mellett (az összegre és a részesedésre vonatkozóan is), illetve elutasíthatja a befektetést.

7.5 Feladat

Képzelve magát valamelyik Cáva helyébe! A feladat, hogy a levetített prezentáció alapján értékelje a befektetési lehetőséget. Befektetne? Ha igen, mennyi pénzt adna és mekkora tulajdoni részesedést kérne cserébe? Értékelje írásban az egyes pitch prezentációkat az alábbi szempontok alapján:

1. *Mennyire tűnt meggyőzőnek a termék/szolgáltatás és miért? Mit gondol a termék egyediségéről és másolhatóságáról?*
2. *Ön szerint a termék/szolgáltatásra van piaci kereslet? Ha igen, akkor kik lehetnek a versenytársai? A piaci keresletet mennyire meggyőzően demonstrálta a vállalkozó?*
3. *Hogyan értékeli a vállalkozó(k) rátermettségét? Milyen benyomást keltettek önben?*
4. *A prezentált pénzügyi számok (árbevétel, profit, stb) mennyire győzték meg?*
5. *Befektetne? Ha nem, miért? Ha igen, mennyi pénzt adna és mekkora részesedésért cserébe a vállalkozásban?*

Miután a befektetők feltették kérdéseiket és a vállalkozó válaszolt, gondolja újra át, hogy ez megváltoztatja-e az eredeti véleményét, választát indokolja:

6. *Most, hogy hallotta a befektetők kérdéseit és az azokra adott válaszokat, hogyan változott a véleménye? Még mindig befektetne? Megváltoztatná a befektetés feltételeit?*
7. *A vállalkozó hogyan prezentálhatta volna jobban a vállalkozását? Ha egy dolgot megváltoztathatna a pitch-en, mi lenne az?*

7.5.1 Értékelő ív

Pitch (befektetői kérdések előtt)
Mennyire tűnt meggyőzőnek a termék/szolgáltatás és miért? Mit gondol a termék egyediségéről és másolhatóságáról?
Ön szerint a termék/szolgáltatásra van piaci kereslet? Ha igen, akkor kik lehetnek a versenytársai? A piaci keresletet mennyire meggyőzően demonstrálta a vállalkozó?
Hogyan értékeli a vállalkozó(k) rátermettségét? Milyen benyomást keltettek önben?
A prezentált pénzügyi számok (árbevétel, profit, stb.) mennyire győzték meg?
Befektetne? Ha igen, mennyi pénzt adna és mekkora részesedésért cserébe a vállalkozásban?
Pitch (befektetői kérdések után)
Most, hogy hallotta a befektetők kérdéseit és az azokra adott válaszokat, hogyan változott a véleménye? Még mindig befektetne? Megváltoztatná a befektetés feltételeit?
A vállalkozó hogyan prezentálhatta volna jobban a vállalkozását? Ha egy dolgot megváltoztathatna a pitch-en, mi lenne az?

7.6 Forrás

- Aranyossy, M. (2010): Szorzószámos értékelés információtechnológiai iparágakban. *Vezetéstudomány* 41(11) 44-56. o.
- Becker, P. & Turner, A. & Varsányi, J. & Virág, M. (2005): *Értékalapú stratégiák.* Akadémiai Kiadó, Budapest
- Clingingsmith, D., & Shane, S. (2017): Training aspiring entrepreneurs to pitch experienced investors: Evidence from a field experiment in the United States. *Management Science*, 64(11), 5164-5179. o.
- Clark, C. (2008): The impact of entrepreneurs' oral 'pitch' presentation skills on business angels' initial screening investment decisions. *Venture Capital*, 10(3), 257-279. o.
- Czyżewska, M., & Mroczek, T. (2014): Bayesian approach to the process of identification of the determinants of innovativeness. *e-Finanse: Financial Internet Quarterly*, 10(2), 44-56. o.
- Daly, P., & Davy, D. (2016): Structural, linguistic and rhetorical features of the entrepreneurial pitch: Lessons from Dragons' Den. *Journal of Management Development*, 35(1), 120-132. o.
- Hsu, D.K., Haynie, J.M., Simmons, S.A., & McKelvie, A. (2014): What matters, matters differently: a conjoint analysis of the decision policies of angel and venture capital investors. *Venture Capital*, 16(1), 1–25. o.
- Jáki, E. (2017a): Üzleti terv dokumentáció; in: Jáki Erika: Üzleti terv készítés; 2017, Budapest, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa; 6-23. o.; ISBN 978-615-80642-3-1
- Jáki, E. (2017b): Üzleti terv és a pénzügyi terv kapcsolata; in: Jáki Erika: Üzleti terv pénzügyi vonatkozásai; 2017, Budapest, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa; 6-12. o.; ISBN 978-615-80642-2-4
- Jáki, E. (2017c): Stratégiai elemzés; in: Jáki Erika: Üzleti terv készítés; 2017, Budapest, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa; 38-69. o.; ISBN 978-615-80642-3-1

- Jáki, E. (2018a): Beruházási terv pénzügyi modellezése: Miskolc Nyomda hosszú távú pénzügyi tervezés; In: Jáki Erika: Pénzügyi kimutatások, gyakorlati pénzügyi modellezés; Budapesti Corvinus Egyetem, 14-25 o. ISBN: 9789635037186
- Jáki, E. (2018b): Értékesítési tervek és az operatív működés pénzügyi modellezése: Miskolc Nyomda hosszú távú pénzügyi tervezés; In: Jáki Erika: Pénzügyi kimutatások, gyakorlati pénzügyi modellezés; Budapesti Corvinus Egyetem, 26-54. o. ISBN: 9789635037186
- Jáki, E. (2018c): Finanszírozási elképzelések pénzügyi modellezése: Miskolc Nyomda hosszú távú pénzügyi tervezés. In: Jáki Erika: Pénzügyi kimutatások, gyakorlati pénzügyi modellezés; Budapesti Corvinus Egyetem, 55-73 o. ISBN: 9789635037186
- [Kristóf, T. \(2005\): A csődelőrejelzés sokváltozós statisztikai módszerei és empirikus vizsgálata. Statisztikai Szemle. 83\(9\): 841-863. o.](#)
- Kristóf, T. (2008): [Gazdasági szervezetek fennmaradásának és fizetőképességének előrejelzése](#). PhD értekezés. Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdálkodástani Doktori Iskola, Budapest.
- Kristóf, T. & Virág, M. (2017): [Lifetime probability of default modeling for Hungarian corporate debt instruments](#). In: Zoltayné, Paprika Z. et al. (eds): ECMS 2017: 31st European Conference on Modelling and Simulation. ECMS-European Council for Modelling and Simulation, Nottingham, 41-46. o.
- Lovas, A. (2015). A kontraszelekció veszélye és kezelése a kockázati tőkebefektetések folyamatában: A hazai befektetők tapasztalatai, *Gazdaság és Pénzügy* 2(2), 186-200. o.
- Mason, C., & Stark, M. (2004): What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International Small Business Journal*, 22(3), 227–248. o.
- Molnár, E. M., & Jáki, E. (2019): What qualities do government-owned venture capital investors seek in a new venture? *Megjelenés alatt*.
- Smith, D., Harrison, R.T., & Mason, C. (2010): Experience, heuristics and learning: the angel investment process. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 30(2).

- Virág, M. & Kristóf, T. (2009): [Többdimenziós skálázás a csődmodellezésben.](#)
Vezetéstudomány. 40(1): 50-58. o.
- Virág, M. & Fiáth, A. (2010): *Financial Ratio Analysis* Aula Kiadó, Budapest,
2010. 158p
- Virág M. & Nyitrai T. (2014): Is there a trade-off between the predictive power and
the interpretability of bankruptcy models? The case of the first Hungarian
bankruptcy prediction model. *Acta Oeconomica*, 64(4): 419-440. DOI:
10.1556/AOecon.64.2014.4.2.
- Zacharakis, A., & Shepherd, D. A. (2005): A non-additive decision-aid for venture
capitalists' investment decisions. *European Journal of Operational Research*,
162(3), 673–689. o.

III. INDIKATÍV AJÁNLAT: TERM SHEET



8 Freész Gergely: Az intézményes kockázati tőke hatása a vállalkozások belső szerkezetére

8.1 Az intézményes kockázati tőkebefektető befektetési politikája

Az intézményes kockázati tőke több különböző modell alapján fektethet be⁴⁶. Ezek közül jelenleg a legelterjedtebb a 10 éves zárt végű tőkealapokon keresztül történő befektetés⁴⁷, amely lényegében azt jelenti, hogy az alap futamidejének végén a rendelkezésre álló pénztömeget felosztják a befektetési jegyek tulajdonosai között (Klonowski, 2018). A 10 éves időtartam egyrészt a befektetők számára tervezhetőbbé teszi ezen egyébként magas kockázatú befektetési formát. Másrészt egy időbeli nyomást helyez a tőkealap kezelőjére, hogy a rendelkezésre álló idő alatt egy megfelelően felépített befektetési portfóliót hozzon létre,⁴⁸ majd ennek értéknövekedésén keresztül hozamot realizáljon. Fentiekén felül jellemzően az alábbi tényezők befolyásolják egy intézményes befektető kihelyezési döntéseit.

8.1.1 Az alap mérete

Fontos látni, hogy egy kockázati tőkét befektető társaság számára kiemelten fontos egy kockázati szempontól kiegyensúlyozott portfólió kialakítása, amelyen keresztül növelhető az elvárt megtérülés esélye. Ebből fakadóan nem kizárólag a kiválasztott projektek minősége, hanem mennyisége is számít. Egy 1 milliárd Ft-os tőketömeg

⁴⁶ Magyarországon például igen jelentős az állami szerepvállalás a kockázati tőkepiacon lásd Kállay és Jáki (2019), valamint Becsky-Nagy és Fazekas (2017).

⁴⁷ Léteznek ezen felül nyílt végű ún. „ever green” alapok, illetve holdingstruktúrában működő befektetői társaságok is, azonban az időnyomás, mely az egyik központi problémája a kockázati tőke finanszírozási ciklusának minden struktúrában jelen van. A tőke fogyasztásával nyereséges exiteket kell megvalósítani vagy újabb kihelyezhető forrásokat kell bevonni. Amennyiben ez nem valósul meg az eredeti tőkéből kell az elvárt hozamot elérni.

⁴⁸ A befektetési társaságok döntéshozatali folyamatairól részletesen lásd Jáki (2018a), valamint a befektetési társaságoknál ellátandó feladatok köréről Jáki (2018b)

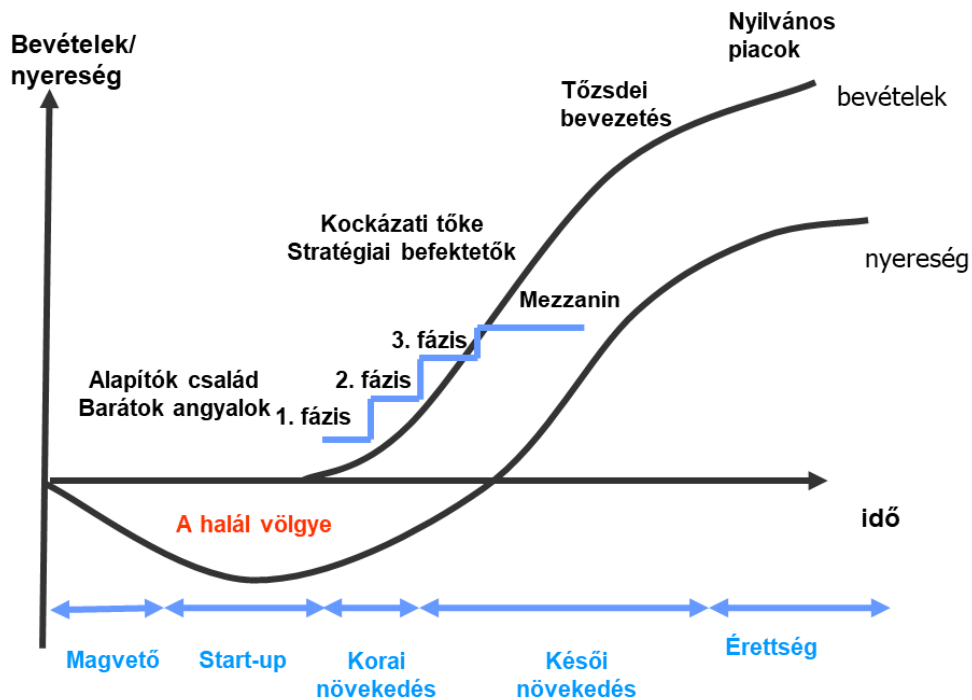
terhére két darab 4-500 millió Ft-os befektetést megvalósítani meglehetősen kockázatos, mivel statisztikák szerint a portfóliócégek jelentős részébe fektetett tőke elveszik. Nagyságrendileg 10% képes kimagaslóan magas hozamot elérni, míg a köztes 30-40% valahol a 0-5-szörös hozam között mozog (Fabozzi, 2016, Nobel, 2011). Ebből fakadóan, minél korábbi életszakaszba kíván befektetni egy társaság, annál több lesz az ismeretlen tényező a portfóliócégek jövőjével kapcsolatban, így annál magasabb elemszámú portfólió kialakítása a célszerű. A korábban említett 1 milliárd Ft-os tőketömeg terhére⁴⁹ egy minimum 10-20 elemszámú portfólió kialakítása a kívánatos, azaz egy cégbe az 50-100 millió Ft-os értéksávban fog a tőkealap-kezelő kihelyezni. Meg kell jegyezni, hogy nem ritka, amikor a kockázati tőketársaságok egy ígéretes projekt érdekében közösen fektetnek be⁵⁰. Ez lehetővé teszi az alapkezelő számára, hogy a „szokásos” értékhatárán túlnövő körben vegyen részt saját kockázatait is megosztva.

8.1.2 Finanszírozni tervezett életszakasz

Szerb (2005) alapján a magas növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások finanszírozására az 1. ábrán látható kép rajzolódik ki. Bár Ingley et al. (2017) kiritkája szerint e vállalkozások életpályája nem minden esetben tekinthető ennyire szakaszosnak és determinisztikusnak, azaz előfordulhatnak kilengések és visszaesések. Mindemelllett maga az ábra jól szemlélteti a befektetők által preferált fejlődési irányt.

⁴⁹ A példa kedvéért eltekintünk az alap kezelésének költségeitől, melyet az alap terhére szoktak elszámolni, növelve ezzel a befektetések tranzakciós költségeit. (Lásd később)

⁵⁰ lásd például a Commsignia nevű társaság esetét: <https://forbes.hu/uzlet/commsignia-11-millio-dollaros-befektetest-kapott-a-commsignia-meno-amerikai-es-europai-befektetoktol/>



2. ábra: Tipikus fejlődési szakaszok és jellegzetes finanszírozási formák az életciklus modellben
 Forrás: Szerb (2005) 101. old.

Az ábrán látható, hogy a kockázati-tőke társaságok főként a start-up és korai növekedés szakaszában játszanak fontos szerepet a vállalkozások finanszírozásában. A teljesség igényével azonban meg kell jegyezni, hogy ma már léteznek a magvető, sőt még a magvető előtti, úgynevezett pre-seed szakaszra fókuszáló befektető társaságok is. Összességében a kockázati tőke által lefedett életszakaszok az elmúlt időben kitolódni látszanak.⁵¹ Fentiekből fakadóan tehát az

⁵¹ Fontos megemlíteni még, hogy a kockázati tőketársaságokon kívül léteznek még akcelerator és inkubátor programok (melyek közül sok ugyancsak kínál tőkét részesedésért cserébe) vagy az úgynevezett tőke alapú közösségi finanszírozás is alternatívát jelenthet, illetve a későbbi szakaszokban jellemzően már az ún. magántőke társaságok fektetnek be. A téma iránt érdeklődőknek a hazai befektetői paletta áttekintésére a vcmonitor.hu, az egyes befektetési formák közötti különbségekről Cohen (2013) és Wallmeroth et al. (2018), a kockázati tőke és magántőke közötti különbségekről pedig Karsai (2012) írását javasolt áttekinteni.

intézményes kockázati tőkealapból jellemzően a termékfejlesztés, piacra lépés és a terjeszkedés/nemzetközi piacra lépés kezdeti szakaszát finanszírozza.

Bár a fentieknek megfelelően az alap tőkéjének nagysága hatással van a portfólió méretére, tekintettel kell lenni arra is, hogy a kockázati tőkebefektetők aktív szereplőként vesznek részt a portfóliócégek életében („smart money”), azaz a befektetést követően is időt kell szánni egy társaságra. Ebből következően a túl magas portfóliósám növeli a működési költségeket, és/vagy csökkenti az egy cégre fordítható idő mértékét. Ezzel szemben a túl alacsony portfóliósám növeli a portfólió kockázatát, csökkentve az elvárt hozamot és ezzel az alapkezelő sikerdíjának mértékét is.

8.1.3 Iparági fókusz

Előfordulhat, hogy egy tőkealap-kezelőben egy területhez/iparághoz kapcsolódó szaktudás felülreprezentált, így kifejezetten meghatározott profilú befektetéseket részesítenek előnyben.⁵² Ezt a stratégiát jellemzően olyan kockázati tőkebefektetők alkalmazzák, akik nagy számban képesek egy iparából befektetési lehetőségeket megmozgatni például korábbi iparági tapasztalatok vagy egy technológiai klaszter közelsége miatt. Ugyancsak elterjedt a vállalati kockázati tőkebefektetések terén, hogy a vállalat profiljához illeszkedő projekteket részesítenek előnyben. Az iparági fókusz mérsékelheti a portfólió kockázatát, növelheti a kockázati tőkebefektető hozzáadott értékét, és segítheti az alapkezelő hálózatosodását is. (Norton és Tenenbaum, 1993.) Emellett segítheti a deal flow fókuszálást, ezáltal csökkenti a portfólió kialakításának költségeit.

⁵² Ez Magyarországon a szűk piac miatt nem jellemző, de elvétve találni rá példát (pl.: a Portfolion által indított fintech cégekre fókuszáló OTP Digitális Alap)

8.1.4 Alapkezelő és a potenciális portfóliócégek egymáshoz viszonyított földrajzi közelsége

A portfóliócég és az alapkezelő távolságának növekedése rontja a felek közötti kommunikációt, és növeli az adott befektetéshez kapcsolódó tranzakciós költségeket, így negatívan befolyásolhatja az együttműködést (Sapienza, 1989.; Bender, 2011). Cumming és Dai (2011) kutatása alapján a portfóliócégek közelsége ezzel szemben pozitívan hat az exit kilátásokra, jobb minőségű kommunikációt és monitoringot tesz lehetővé, és csökkenti a befektetés előtt a cég átvilágításának költségeit. Határon átnyúló befektetések esetén a távolság hatása mérsékelhető helyi kockázati tőkebefektetővel történő szindikálás esetén. (Tykvova és Schertler, 2014.)

8.1.5 Alapkezelő tapasztalata, referenciái

A tapasztaltabb, jobb referenciákkal, illetve sikeres exittel rendelkező alapkezelők a piac előtt is legitimizálják a portfóliócéget (Theinert et al., 2017), így nagyobb elemszámú és jobb minőségű projektek közül válogathatnak. Ez adott esetben nagyobb időbeli és anyagi ráfordítást tesz szükségessé a portfólió kialakításához, kockázatában mérsékeltebb is lehet. Ezen felül a jó referenciáknak köszönhető alkupozió erősödés csökkenti ez egyes kihelyezések tranzakciós költségeit. Ebből fakadóan ugyancsak csökken az egy cégre eső átlagos hozamelvárás, amely növeli egy sikeres exit lehetőségét. A nagyobb tapasztalat segíti a fizikai távolságból fakadó információ aszimmetriák kezelését is, így az ebből eredő tranzakciós költségeket is csökkenti. (Cumming és Dai, 2011.)

8.1.6 Alapkezelő javadalmazása

A befektetésre összegyűlt tőke kezelésére annak kezelője díjat számol fel, mely jellemzően évi 1-2% között mozog, ezen felül pedig a befektetők megtérülése után sikerdíjat (carried interest) realizálhat, miután a befektetők az elvárt hozamon megtérültek. (MJ Hudson, 2018.) Ezek a szempontok befolyásolhatják az egyes portfóliócégekkel szemben támasztott hozamelvárásokat.

8.2 Kontroll és monitoring jogokrögzítése

Az itt leírt szempontok egy vázlatos betekintést nyújtottak az intézményes kockázati tőke motivációjába. Ezen túl azonban fontos arról is szót ejteni, hogy a portfóliócégekhez fűződő közvetlen viszonyukat milyen elvek és keretek mentén alakítják ki. E viszony alapjai az úgynevezett indikatív ajánlatban (Term Sheet) kerülnek lefektetésre, amely minden későbbi, a befektetés kapcsán készült dokumentáció alapját képezi. A kockázati tőkebefektető az itt meghatározott tulajdonosi, kontroll és monitoring jogokon keresztül⁵³, valamint aktív befektetőként tanácsadói minőségében igyekszik magas kockázatát egy elfogadható szintre csökkenteni:

1. Tulajdonosi és operatív kontroll jogok:

A magas anyagi kockázat és az alapítók forrásfelhasználásának kontrollálása okán a befektetők jellemzően igyekeznek széles körű elsőbbségi jogokat kialakítani az alapítókkal szemben, azonban ezek jelentősen csökkenthetik a megegyezés esélyét és befolyásolhatják a későbbi sikeres együttműködést is (Theinert et al. 2017.). A kockázati tőkebefektető számára fontos, hogy megtalálja az exit számára ideális időpontját, amelyhez szükséges a cég értékének folyamatos növelése⁵⁴. Ennek egyik alapfeltétele, hogy a szervezet elváljon a személytől, azaz az alapítók tudása a szervezet versenyelőnyét meghatározó alapvető képessége alakuljon át. Ez a folyamat a szervezeti felépítés folyamatos kiépülésével és az alapítók cégben betöltött szerepének természetes csökkenésével jár, ami befolyásolhatja motivációjukat a további növekedés realizálása terén. Wasserman (2017) kutatása szerint azon cégek esetében, ahol az alapítók, erős kontrollt őriznek meg a vállalatban, a cégérték növekedése elmaradhat az elérhető maximumtól (Wasserman, 2017.)⁵⁵.

⁵³ Az aszimmetrikus információs helyzet miatt a befektető nem tudja megfigyelni a vállalkozó cselekvéseit, ennek kezelése alkalmazza a cashflow és kontroll jogokat, valamint a monitoring eszközt. Ezen erkölcsi kockázat szerződéselméleti modellezését lásd Berlinger és Lovas (2018).

⁵⁴ A stratégiai értékelési folyamatot részletesebben lásd (Becker et al., 2005, Virág és Fiáth, 2010).

⁵⁵ Az ún. technológia-orientált vállalkozások esetén a tulajdonosok részvétele a cégben különösen kritikus lehet, melyet részletesen tárgyalja Halmosi (2019) tanulmányában

2. Monitoring jogok:

Standardizált havi riportokon keresztül figyelemmel kísérik az adott portfóliócég előrehaladása és teljesítménye mennyire van összhangban a közösen elfogadott üzleti tervvel.

3. Tanácsadói szerep:

A korábban írtaknak megfelelően a kockázati tőkés nem kizárólag a tőkét, hanem tapasztalatait, tudását és kapcsolatait is a portfóliócégek rendelkezésére bocsátja, azaz aktívan részt vesz a vállalat fejlődési irányainak kialakításában és a növekedési potenciál kiaknázásában. Azonban a túlzott „nem-tőke” jellegű támogatás kontraproduktív is lehet, amennyiben túl sok időt köt le az alapítók idejéből. (Gehlen et al., 2018.)

8.3 A vállalkozók motivációja

Szemben azzal, hogy a kockázati tőkések motivációi közel homogénnek tekinthetők, a vállalkozókat befolyásoló tényezők meglehetősen sokrétűek lehetnek. Hurst és Pugsley (2011) összesen 44 motivációt azonosított, melyeket az alábbi csoportokba sorolták:

1. Nem anyagi motivációk,
2. Bevétel generálása,
3. Egy jó ötlet megvalósítása/új termék kifejlesztése,
4. Kényszer (nem volt egyéb elhelyezkedési lehetősége),
5. Egyéb (pl.: örökölt, társadalom/gazdasági növekedés segítése).

Vecsenyi (2011) összesen négy fő motivációs tényezőt különböztet meg:

1. Álomépítés,
2. Függetlenség igénye,
3. Pénzcsinálás,
4. Kényszer,

azonban ezeken felül számos egyéb csoportosítás is létezik.⁵⁶

Látható, hogy a bevétel/hozam realizálása egy visszatérő elem, azonban az egyének döntési szintjén, a siker, az irányítás és a függetlenség igénye is meghatározó befolyással bír. Figyelembe véve a fentieket, az egyéni haszonmaximalizálás, azaz a siker percepciója, csak egy elfogadható mértékű kontroll megtartásán keresztül érvényesíthető. Ezért az egyes motivációk közötti preferenciák nem tekinthetők állandónak. Ebből következően a cég folyamatos értéknövekedésére való igény felülről korlátos és időben változó lehet.

8.4 Az intézményes kockázati tőke és a vállalkozók kapcsolatát befolyásoló tényezők

Az intézményes kockázati tőke tehát az exit számára optimális időpontot keresi, azaz egy meghatározott időintervallumon belül igyekszik a cégérték növelésén keresztül hozamot realizálni. Ennek kapcsán arra törekszik, hogy kockázatait különböző kontroll, monitoring és tanácsadói szerepein keresztül csökkentse. Továbbá elvárja, hogy az alapítók személyes tudásállományából kialakuljon egy olyan szervezeti tudás, mely a vállalat versenyelőnyének alapja, ezáltal a cégérték növekedésének katalizátora és záloga is lesz egyben.

Ezzel szemben az alapítók bár ugyancsak érdekeltek a cég fejlődésben, heterogénebb motivációikból fakadóan nem biztos, hogy hajlandóak teljes mértékben elkötelezni magukat a fejlődési plafon elérésében, amennyiben tulajdonosi, operatív és stratégiai kontrolljukat a kockázati tőke szerepvállalása oly mértékben csökkenti, mely ellehetetleníti a személyes hozammaximalizálásukat.

A hatékony együttműködés, azaz a célok egyezőségének fenntartása és a teljesítményalapú bizalom az egymás felé rögzített elvárások teljesítésén és a nyitott kommunikáció révén érhető el. Máshogy fogalmazva fontos, hogy a felek között kölcsönösen fennálló⁵⁷ információs aszimmetriák ne érhék el azt a szintet,

⁵⁶ A teljesség igénye nélkül Shane et al. (2003), De Clercq & Voronov, (2011.) munkáit vagy a Global Entrepreneurship Monitor kutatásait érdemes megemlíteni.

⁵⁷ Az alapítók többlet információval rendelkeznek a vállalkozásról és a termékről, illetve saját jövőbeni szerepvállalásukról, míg a kockázati tőkés többlet információval bír a vállalkozás számára

ami mellett bármely fél opportunistá viselkedése nagyobb hasznot eredményez számára, mint az együttműködés. Ezért a befektetéskor úgy kell kialakítani a szerződéses kereteket, hogy mindkét fél számára a hosszútávú együttműködés elfogadható szinten biztosítsa az egyéni haszon maximalizálását is (Izhakian és Zender, 2018.). Egy-egy példával élve, a vállalkozó számára az üzleti terv teljesítése adott esetben jelentheti azt, hogy visszaszerez valamennyi részesedést a cégből (buy-back option). A befektető vállalhatja, hogy nem kötelezheti az alapítókat eladásra (nem élhet drag along jogával) egy meghatározott időtávon vagy egy meghatározott értékhatár alatt (pl.: 1 milliárd Ft-os ajánlat alatt)⁵⁸. További fontos szempont, hogy a kockázati tőkés elvárja a portfólió cégeitől, hogy a felkínált anyagi és nem-anyagi erőforrásokat elfogadja és alkalmazza. Amennyiben ez nem történik meg, romolhat a felek közötti bizalom (Huang és Knight, 2017.).

8.5 Portfóliótársaság szervezeti felépítésének változása az életciklus előrehaladásával

Egy vállalkozás megalapítását követően a vállalkozás mérete kicsi, a vállalkozói csapat létszáma alacsony, a tulajdonosok stratégiai szerepe magas, informális és az alapítók kezében összpontosulnak a döntéshozatali kompetenciák. Ennek eredménye a vállalkozások jellemzően lapos és rugalmas szervezeti felépítése. Ezt az állapotot Torrés és Julien (2005), a KKV-k természetes állapotának nevezte el. A külső befolyásoló tényezőkön kívül nagyban függ a vállalkozói csapat képzettségétől és iparági tapasztalatától is, amelyre a csapat által befektetett munka mennyisége multiplikatívan hathat. (Lee, 2019.)

A vállalkozás fejlődésével és növekedésével strukturáltabbá válik a szervezet felépítése és az egyes döntési kompetenciák szélesebb körbe kerülnek kiosztásra. Ebből kiindulva Karoui és szerzőtársai egy 2017-ben publikált kutatásukban öt különböző vezető testületi összetételt azonosítottak azok fő funkcióját alapul véve (lásd 1. táblázat).

fontos anyagi és nem anyagi erőforrások egy részének elérhetőségéről (pl. arról, hogy tud-e, akar-e tovább finanszírozni egy adott portfóliócéget).

⁵⁸ Ezekon kívül számos egyéb módja is van a hosszú távú viselkedés befolyásolásának, a téma iránt érdeklődőknek ajánlott olvasmány Brad Feld több kiadást is megélt „Venture deals” című munkája.

	Passzív	Felügyeleti	Tanácsadói	Támogató	Pilot
Tulajdonosi felépítés	Magasan koncentrált	Koncentrált	Koncentrált	Nyitott néhány domináns tulajdonossal	Nyitott/nyilvános
Menedzsment	Alapítók által dominált	Alacsony tulajdoni hányaddal rendelkező prof. menedzserek	Alapítók által dominált	Vegyes	Prof. menedzserek
Kulcs érintettek befolyása	Limitált	Limitált	Magas	Mérsékelt	Magas
Operatív irányítás	Alapítók által dominált	Alapítók által dominált	Külsősök által dominált	Vegyes	Vegyes

3. táblázat: a szervezeti sajátosságok alapján meghatározott vezető testületek jellemzői

Forrás: Karoui et al., 2017. 552. old alapján saját szerkesztés

A „Passzív” vezetőtestület lényegében nem más, mint a legtöbb mikro- vagy kisvállalkozás egyszemélyi döntéshozó mechanizmusának leképezése. A „Felügyeleti” szerepkör a másodgenerációs családi vállalkozásokra jellemző, amennyiben az utódok megkezdik a tulajdonosi kör és a vezetői szerepek szétválasztását és ezért professzionális menedzsereket jelölnek ki a vállalkozás egyes részeinek vagy akár az egészének operatív irányítására, de továbbra is szorosan kontroll alatt tartják a fontosabb döntéshozói feladatokat. A „Tanácsadói” testület jellemzi a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat, hiszen itt a magas erőforrás-igény sokszor olyan aktív külső érintettek bevonását teszi szükségessé, akik különböző jogokért cserébe teszik elérhetővé ezeket a vállalkozások számára. A „Támogatói” testület esetében az alapítók nem kontrollálják a napi operatív ügyeket, a stratégiai irányok menedzsmenttel közös meghatározására fókuszálnak. Erre a típusra a többgenerációs családi vállalkozások vagy a zárt körűen működő közép- és nagyvállalatok lehetnek példák. A „Pilot” típus esetében befejeződött a tulajdonosi és menedzsment szerepek szétválása (bár

átfedés továbbra sem kizárt), erre példaként a tőzsdén jegyzett cégeket lehetne említeni. (Karoui et. al, 2017.)

Az egyes típusok által ellátott feladatok függenek a cég igényeitől is, illeszkednek az éppen aktuális életszakaszához. Ennek köszönhetően egy olyan „szolgáltatás portfólió” alakul ki, amely a cég igényeinek megfelelő súlyozással lát el különböző funkciókat. Az intézményes kockázati tőke belépése a vállalatba ezt a folyamatos nem hidalja át, maximum felgyorsítja, attól függően, hogy a befektetés kezelése és a kockázatok csökkentése érdekében a kockázati tőkebefektető mely, a fentiekben említett (tulajdonosi és operatív kontroll jogok, monitoring, jogok és tanácsadói szerep) szerepkörét ítéli meg a cég fejlődése szempontjából kiemelten fontosnak. Az intézményes kockázati tőkének nem célja a portfóliótársaságok napi szinten való operatív működésében való részvétel, de a növekedési kilátások és a befektetés védelme érdekében aktívan kiveszi a részét a vállalkozás stratégiai irányainak meghatározásában és bizonyos előre rögzített vétőjogokkal fenntartja magának az operatív működés befolyásolásának lehetőségét is.

8.6 Esettanulmány

Az alábbi eset célja, hogy a feladat során egy vállalati példán keresztül mutassuk be a céltársaság szervezeti kialakításának változását az életsiklus előrehaladásával, különös tekintettel a befektetési megállapodás aláírására. A példa megoldása során betekintést nyerhetünk az együttműködést befolyásoló szempontokba és azok jelentőségébe, így felmérhető, hogy a külső környezeti hatásokon kívül a portfóliótársaság szervezeti felépítése hogyan segíti vagy gátolja a cég növekedési potenciáljának elérését. Az eset lehetőséget nyújt arra is, hogy megismerjük és modellezzük a felek döntési pontjaiban alkalmazott mechanizmusokat is.

8.6.1 NetTop Kft. eset 1. rész

A NetTop Kft. egy Magyarországi székhelyű 2017-es alapítású gazdasági társaság, amely új fejlesztésű felhőalapú megoldásának köszönhetően képes akár 30-50%-kal emelni egy hálózat működésének hatékonyságát. Mindemellett hatékony védelmet kínál az esetleges külső támadások ellen anélkül, hogy igazán komoly eszközberuházást kelljen a vevőnek végrehajtania. Melléktevékenységként a három alapító komplexebb IT projektek kapcsán tanácsadással is foglalkozik. Az ebből származó bevételekből finanszírozták eddig a fejlesztést. A NetTop megoldásának piaca éves szinten 20-40%-kal bővül, azonban több fajta technológiai irány is van és még nem azonosítható egyértelműen, hogy melyik válik a legelterjedtebbé az ügyfelek körében⁵⁹.

A termék bétaverziója elkészült, melyet sikeresen teszteltek is, azonban bevételt még nem realizáltak a termék értékesítéséből. A három hónapos tesztelést követően a megrendelő partner további funkciók fejlesztését kérte a csapattól, ahhoz, hogy fizessenek is a szolgáltatásért. A társaság jelenleg öt főből áll, tulajdonosi hányaddal kizárólag a három alapító rendelkezik az alábbiak szerint.

Péter – az ötletgazda (CEO)

Övé a cég 50%-a. 38 éves, házas és egy gyermek édesapja. Korábban egy világszinten is jelentős IT cég hazai leányvállalatánál dolgozott, a közép- és kelet-európai hálózati infrastruktúráért felelt majdnem 5 évig. Azért váltott, mert nem látott már előrelépési lehetőséget nagyvállalati karrierjében, és szeretett volna függetlenedni, saját vállalkozásán dolgozni. A munkahelyi tapasztalatai alapján sikerült egy olyan piaci rést azonosítania, amelyre egy életképes vállalkozás kereteit tudta felépíteni. Nincs korábbi vállalkozói tapasztalata, így kevésbé jártas a napi szintű operatív ügyek menedzselésében és nem is szeret ezekkel túl sokat foglalkozni. Jó iparági kapcsolatokkal rendelkezik, ami hozzásegítette ahhoz a

⁵⁹ Technológiai projektek értékelése kapcsán ld. Aranyossy (2007); Nemeslaki és Aranyossy (2005) és Aranyossy és Nemeslaki (2005).

NetTop-ot, hogy egy pilot projekt során az egyik legnagyobb potenciális hazai ügyfél tesztelje a megoldásukat, ezzel validálva az ötletet.

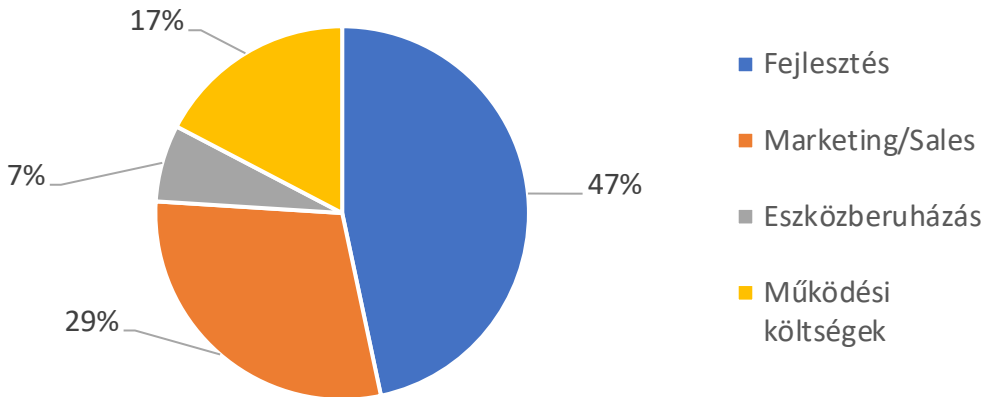
Bence – vezető fejlesztő (CTO)

A cég 30%-át birtokolja. 34 éves, egyedülálló, Péter és ő gyerekkori jóbarátok. A fejlesztéshez szükséges ismereteket autodidakta módon sajátította el. Neki köszönhető, hogy három év alatt egy ötletből sikerült egy működőképes verzióját lefejleszteni az alkalmazásnak. A NetTop előtt szabadúszó fejlesztőként dolgozott. Péterrel való közös beszélgetéseik során fektették le az alkalmazás alapvető funkcióit, a vállalkozásba is a fejlesztés kihívásai miatt csatlakozott.

Luca – pénzügyi vezető (CFO)

29 éves, friss házас, a cég 20%-át birtokolja. A két másik tulajdonossal egy startup hackathonon találkozott 2015-ben. Ezt követően döntöttek a NetTop megalapítása mellett. Ő volt a hiányzó láncszem, aki a napi szintű operatív és pénzügyi feladatok menedzselését el tudta látni, mivel a másik két tulajdonos inkább a tervezésben és a kivitelezésben voltak erősek. Azért csatlakozott, mert hisz a projekt sikerében, és könnyen megtalálta a közös hangot a másik két alapítóval, Péterhez hasonlóan multís karriert hagyott el a NetTop kedvéért.

Ezen felül Luca munkáját egy alkalmazott, míg Bence munkáját egy részmunka idős fejlesztő segíti. A csapat a sikeres teszten felbátorodva úgy érzi, eljött az idő, hogy a sikeres piacra lépés és terjeszkedés okán külső forrást vonjanak be a cégbe. A tőkén felüli hozzáadott értéke (pl. stratégiai és sales tanácsadás, kapcsolatok stb.) miatt az intézményes kockázati tőkét választották. Kiszámolták, hogy az alkalmazás piacképes változatának elkészítéséhez, majd a sikeres piacra lépéshez nagyságrendileg 100 millió Ft-ra lenne szükségük, melyet nagyjából az alábbi ábrán látható módon terveznek felhasználni. Számításaik szerint ebből az összegből 15-18 hónap alatt az alkalmazás első piacképes változatának lefejlesztése mellett két hazai fizetős ügyfelet is sikerülne bevonni, akik havidíjat fizetnének a szolgáltatásért. Amennyiben ez teljesülne, a cég nagyjából önfenntartóvá tudna válni úgy, hogy emellett folytatnák az eddig bevételeket generáló tanácsadási tevékenységet is.



4. ábra Forrásfelhasználás arányai

Legjobb tudásuk szerint elkészítették a tőkebevonáshoz szükséges anyagokat (pl.: one-pager, pitch deck, üzleti terv stb.), felmérték a piacot, és egy olyan befektetőtől, akivel szívesen dolgoznának együtt, az alábbi feltételeket tartalmazó indikatív ajánlatot kapták:⁶⁰

Értékelés

- A Társaság befektetés előtti („pre-money”) értékelése 400 000 000 Ft.⁶¹
- A Befektetés összege: 100 000 000 Ft, melyért cserébe a Befektető a Társaságban elsőbbségi üzletrészt szerez, amelyhez külön jogok kapcsolódnak. Az elsőbbségi jogok csak a következő körös befektetésig illetik meg a Befektetőt, feltéve, ha a következő befektetési körben legalább 200 000 000 Ft összegű tőke kerül bevonásra vagy a Befektető a következő körben meghatározott értékelésen újabb tőkét nem fektet be („pay-to-play”). A rendelkezésre bocsátott tőkéért a Befektető 20%-os részesedést szerez a társaságban, így a tulajdonosi struktúra az alábbi lesz:

⁶⁰ Az itt található feltételeket a szerző Bóné és Kádas (2015), HVCA (2018) valamint saját tapasztalatai alapján készítette el. A fogalmazás tartalmi megfontolások miatt több helyen szakmailag csekély mértékben pontatlan lehet, mely azonban az esetet nem befolyásolja érdemben.

⁶¹ A befektetés összegéből és a befektetés előtti cégértékből 600 MFt-os befektetés utáni (post-money) cégérték adódik.

- Alapítók: 70% (Péter: 35%, Bence: 21%, Luca: 14%)
 - ESOP: 10%
 - Befektető: 20%
- Az értékeléssel mind a NetTop mind pedig a Befektető maradéktalanul elégedett, így a felek a tárgyalás ezen részét lezártak tekintik.

TERM SHEET (részlet)

Hatáskörök és tulajdonosi joggyakorlás

A Céltársaság operatív irányítása

- A Céltársaság képviselőjére az ügyvezető önállóan jogosult.
- Amennyiben a Céltársaság igazgatóság, vagy ügydöntő felügyelőbizottság létrehozását határozza el, a Befektető, jogosult az igazgatóságba egy főt kijelölni és delegálni. Az igazgatóság létszáma legfeljebb 3 fő lehet.
- A Céltársaság felsővezetői és döntéshozói ülésein nem szavazó tagként jogosult részt venni a Céltársaság mindenkori pénzügyi vezetője (CFO) és mindenkori technológiai vezetője (CTO).
- Könyvelési szolgáltatás nyújtójának kiválasztására a Befektető önállóan jogosult.
- Az ügyvezető a Társaság tevékenységéről havi, negyedéves és éves jelentéseket köteles készíteni a Befektető részére a felek által előzetesen megállapodott formátumban.
- A Befektetőnek, mint az Elsőbbségi Üzletrész tulajdonosának, vétőjoga van az alábbi ügyek tekintetében:
 - a Társaság céljának/főtevékenységének vagy társasági szerződésének módosítása;

- döntés a Társaságot megillető szellemi alkotások rendes üzletmenet keretén kívüli átruházásáról, megterheléséről vagy más módon történő hasznosításáról;
- tőkeleszállítás, a társasági forma módosítása, a Társaság átalakulása vagy jogutód nélküli megszűnése;
- más társaság alapítása, vétele, részesedés megszerzése;
- a könyvvizsgáló és vezető tisztségviselők díjazásának megváltoztatása;
- az üzleti terv elfogadása;
- ügyvezető kinevezése, visszahívása és díjazásának megállapítása;
- kölcsön nyújtása vagy felvétele (összegtől függetlenül);
- éves beszámoló elfogadása, osztalékfizetés, osztalékfelvétel fizetése;
- az üzleti tervben nem szereplő, az éves működési költség 5 %-át meghaladó kiadás jóváhagyása, kapcsolt vállalkozásokkal/hozzá tartozókkal kötött szerződések jóváhagyása, kölcsön- vagy hitelfelvétel vagy bármilyen kötelezettségvállalás, amelynek mértéke meghaladja az utolsó lezárt üzleti év mérlegfőösszegeinek 10%-át;
- az 5 000 000 Ft-ot meghaladó egyszeri vagy éves szinten ezen összeg feletti kiadások, illetve kötelezettségek vállalása és teljesítése;

Egyéb feltételek:

- Likvidációs elsőbbség: Exit⁶² esetén az Exit során kapott vételárból (i) először a Preferred (elsőbbségi) üzletrész tulajdonosa részére kifizetésre kerül a Befektetés összege és a jóváhagyott, de ki nem fizetett osztalék/osztalékfelvétel, majd (ii) a bevételből ezen kifizetés után fennmaradó összeget a felek részesedéseik arányában osztják fel (1 x liquidation preference, participating).

⁶² Exit alatt az alábbi esetek egyike értendő: 1. A Társaság több mint 50%-nak átruházása, 2. a Társaság beolvadása vagy más módon történő átalakulása úgy, hogy a Társaság feletti befolyást gyakorló személy megváltozzon, 3. a Társaság meghatározó eszközeinek vagy szellemi tulajdonának eladása vagy tartós használatba adása, 4. a Társaság jogutód nélküli megszűnése.

- Alapítói vesting: Amennyiben valamely tag nem a Társaság célját elősegítő, feladatkörének megfelelő tevékenységet végez a Befektető jogosult megvásárolni adott tag részesedését 5 Ft összegű vételáron.⁶³ A Társaság alapításakor a vonatkozó tag üzletrészenek 100%-a rendelkezik vételi joggal, amely vételi jog 1 év (12 hónap) elteltével 75%-ra csökken, majd havonta mindig újabb 1/48 hányaddal kisebb üzletrészhányadra vonatkozik⁶⁴. Az alábbiakban meghatározott ESOP tekintetében a fentieknél szigorúbb vesting szabályokról lehet rendelkezni, de kedvezőbbekről nem.
- ESOP: A Társaság tagjai a jelenleg meglévő üzletrészek teljes mennyiségének (100%-ának) 10%-át az összes üzletrész terhére elkülönítik az Employee Stock Option Plan („ESOP”) javára. Az ESOP-ba kerülő üzletrészek a Társaság munkavállalóinak vagy más közreműködőinek opciós juttatáson keresztül motiválását szolgálják. Az ESOP-ban lévő üzletrészeket az egyes munkavállalók vagy más közreműködők 4 év vesting-gel szerezhetik meg.
- Hígulás elleni védelem: Amennyiben egy következő körös tőkebefektetés alkalmával alacsonyabb befektetés előtti cégértéken (pre-money) szerez bárki üzletrészt, mint amilyen bekerülési értéket a Befektető jelen körben fizet, akkor a Befektető jogosulttá válik arra, hogy az általa fizetett bekerülési érték a Befektető és az új befektető által megszerzett részesedések mértéke alapján arányosan az új befektető által fizetett bekerülési értékhez kerüljön kiigazításra. Az arányos bekerülési érték kiszámításánál figyelembe kell venni a Társaság minden üzletrészt, ideértve az ESOP-ot is (broad-based weighted average antidilution). A Befektető a fenti arányosítás alapján megszerezhető további üzletrészeket

⁶³ Azt, hogy valamely tag nem a Társaság célját elősegítő, feladatkörének megfelelő tevékenységet végez az ügyvezető, az ügyvezető esetében pedig a taggyűlés jogosult megállapítani a tag munkaköri leírása, illetve a negyedévente esedékes teljesítményértékelés alapján.

⁶⁴ 4 év reverse vesting 12 hónap cliff-fel: például a befektetést követő 2 év (24 hónap) eltelte után a Társaság már csak a tag üzletrészenek 50%-ra (24/48-ad) részére rendelkezik vételi joggal

a nem elsőbbségi üzletrészek tulajdonosainak és az ESOP-ban lévő üzletrészek terhére szerzi meg.⁶⁵

- Elővásárlási jog: A Társaság tagjait az üzletrészeknek vagy azok egy részének kívülálló harmadik személyre történő adásvétel útján történő átruházása esetén elővásárlási jog illeti meg. Ha az elővásárlási jogát több tag gyakorolja, akkor a Társaságban meglévő üzletrészüik arányában szerzik meg az eladásra kerülő üzletrészt.
- Drag-along jog: Harmadik féltől érkező vételi ajánlat esetén a szavazatok több mint 50%-val rendelkező tagok kötelezhetik a többi tagot, hogy az üzletrészeiket ugyanolyan feltételekkel értékesítsék a harmadik fél részére. A drag-along jog csak abban az esetben gyakorolható, ha a Társaság 100%-ra vetített vételára eléri a 2 000 000 000 Ft összeget. Ha a drag-along jogukat valamely tagok gyakorolni kívánják, akkor a többi tag 15 (tizenöt) napon belül elővásárlási jogot gyakorolhat a drag-along jogot gyakorló eladó tagok üzletrészeire ugyanolyan feltételekkel, mint amilyen feltételekkel a harmadik személy a vételi ajánlatot adta.
- Tag-along jog: A tagok azonos feltételekkel jogosultak csatlakozni az eladáshoz, ha bármely tag eladja a Társaságban meglévő üzletrészt vagy azok egy részét. Az értékesítő tag csak akkor adhatja el a saját üzletrészt, ha a vevő megvásárolja a tag-along jogot gyakorló tag üzletrészt is. A tag-along jog úgy is gyakorolható, hogy az üzletrészeket megvásárló vevő nem vásárol több üzletrészt, mint amennyit a vételi ajánlatában feltüntetett, hanem az eladásban a tag-along jogukat gyakorló tagok a Társaságban meglévő üzletrészüik arányában vesznek részt az általuk eladott üzletrészekkel.
- Versenytilalom: Alapítók vállalják, hogy a Társasággal létesített tagi, megbízási vagy munkaviszony időtartama alatt más versengő társaságban

⁶⁵ Példa: Egy következő körben 200 milliós pre-money értéken 50 milliót fektet be egy következő körös befektető és ezáltal 20%-os részesedést szerez a cégben. Ekkor az első körös befektető részesedése nőni fog az alapítók kárára: új üzletrész ár=5 millió Ft*(1,1/1,2). Ennek megfelelően a tulajdonosi szerkezet: Bef1: 21,82%, Bef2 20%, ESOP 10%, Alapítók 48,18% lesz.

munkaviszonyt, megbízási vagy egyéb munkavégzésre irányuló jogviszonyt nem létesítenek. Alapítók tagi, megbízási vagy munkaviszonyuk megszűnését követően - amelyik a későbbi időpont - legalább két évig a Társaságon kívül a Társaság üzleti tevékenységével versengő tevékenységet nem végeznek, a Társaság munkatársait, üzleti partnereit nem csábítják el.

Az Alapkezelőnek ez az első tőkealapja, azonban a három partner mindegyike korábban szerzett már kockázati tőkealap-kezelésében tapasztalatot. Rajtuk kívül két junior és egy adminisztratív munkatárs végzi a feladatokat. Sem földrajzi, sem iparági fókusszal nem rendelkeznek. Saját vagyonukból összesen az alap tőkájének 5%-át adták össze.

8.7 Feladat az esettanulmány első részéhez

1. Feladat

Az esettanulmányban megtalálható indikatív ajánlat feltételei, illetve a cég jelenlegi helyzete alapján Önök elfogadnák-e a befektetők ajánlatát? (Válaszukat indokolják)

2. Feladat

Milyen veszélyeket rejt az ajánlat alapján létrejövő szervezeti felépítés, döntéshozatali rend? Hogyan változnak a tulajdonosok motivációi?

8.7.1 NetTop Kft. eset 2. rész

A NetTop Kft. változatlan formában fogadta el a befektető Term Sheet-jét, és 12 hónappal a szerződést követően a költségek terén vállaltakat nagyjából teljesítve, azonban alacsonyabb árbevételt realizálva, kb. 20%-kal teljesítették alul az elfogadott üzleti tervben rögzített eredményt. Mindennek az oka a fejlesztés csúszása és a vártnál hosszabb, majdnem fél éves sales ciklus. Ennek eredményeként egy fizető ügyfelet sikerült megszerezni, aki ugyan a vártnál 25%-kal többet fizet, azonban csúszott a bevezetés egy – a fejlesztés során előre nem látott – szoftveres inkompatibilitás miatt, amit csak egy plusz modul fejlesztésén keresztül tudott a csapat megoldani. Az már biztosan látszik, hogy további tőkebefektetésre lesz szükség ahhoz, hogy a cég igazán komoly növekedést tudjon produkálni.

A NetTop befektetője továbbra is bízik a cégben, azonban az alábbi aggályai vannak:

- Nem biztosak benne, hogy Péter a megfelelő ember a cég irányítására. Jobban örülnének, ha inkább a sales vezetését venné át, és egy külsős ügyvezető vinné tovább az operatív irányítást. Olykor úgy érzik, hogy a havi riportok alkalmával Péter sokszor csak bólogat, azonban a befektetési menedzser tanácsait csak meglehetősen szelektíven fogadja meg.
- Aggódnak, hogy Bence még mindig túl sok mindent csinál egyedül, és nem szívesen delegál feladatokat. A korábbi részmunkaidős kolléga ugyan most már teljes állásban dolgozik a cégnél, és az ESOP terhére 2%-os részesedést is kapott, azonban ezen kívül nem bővült a fejlesztői csapat.
- Lucával maradéktalanul elégedettek, azonban hat hónap múlva megszületik első gyermeke, és nem látszik jelenleg, hogy távollétében ki lesz képes átvenni az ő feladatait.
- A termék állapotával szintén elégedettek. A salet elősegítendő számos előadást és konferencia részvételt igyekeznek leszervezni a csapatnak.

- Annak ellenére, hogy a csapat a tanácsadói tevékenysége hozzájárult ahhoz, hogy a cég csak 20%-kal teljesítse alul a vállalt üzleti tervet, a befektetők szeretnék, ha a csapat teljes idejét a NetTop alkalmazás fejlesztésére, az értékesítésére és a következő körös tőkebevonás előkészítésére fordítaná.
- Nyitottak arra, hogy a következő körben bevonni tervezett 5-700 millió Ft egy részét ők biztosítsák, főleg azért, hogy előjogaik egy részét megtarthassák, azonban félnek attól, hogy ha túl nagy hányadát vállalják a NetTop Kft. kockázata felülreprezentálttá válik a portfólióban.
- Amennyiben beszálnak a következő finanszírozási körbe is, szeretnék, ha társaság Zrt-vé alakulna és az operatív irányítás egy 3 fős Igazgatóság kezébe kerülne át.

A csapat szintén alapvetően elégedett a befektetőkhez való viszonyával, azonban nekik is vannak aggodalmaik a továbbiakat illetően:

- Péter annak ellenére, hogy az elején örült annak, hogy havonta szán rájuk időt a befektető, hat hónap után egy másik befektetési menedzser vette át a gondozásukat, akivel jóval kevésbé találja a közös hangot, mint elődjével. Úgy érzi, hogy sokszor nem látja át a cég belső folyamatait, és a piaci viszonyokkal sincs mindig tisztában. Tanácsait ennek ellenére igyekszik megfogadni, amikor azokat jónak tartja, szeretné elkerülni a Befektetővel való esetleges konfliktusokat. Félt, hogy ha egy következő körben újabb befektetőt vonnak be, tovább fog csökkenni a stratégiai kontrollja a cég fölött (és még kevésbé fogja magáénak érezni azt), ezért preferálná, hogy a jelenlegi befektető finanszírozza teljes egészében a következő kört is.
- Bence kezdi úgy érezni, hogy belefásult egy kicsit a fejlesztésbe. Hiányzik neki a szabadabb életstílus, ami szabadúszó éveiben megvolt. Frusztrálja emellett az is, hogy állandóan előadásokat kell tartania és konferenciákra kell járnia, amelyek alól azzal próbál kibújni, hogy egyre több feladatot vállal magára. Ez feszültségekhez vezetett közte és Péter között.
- Luca fél, hogy a szülei szabadsága alatt pozícióját mással töltik be, aki miatt esetlegesen kiszorulhat a cégből. Ezért nem szívesen automatizál

egyres folyamatokat, hogy nehezebben legyen pótolható, amelyek így lassan a napi működést is hátráltatják.

Az alapkezelő a 10 éves zárt végű alap futam idejének harmadik évében fektetett a NetTopba. A következő évben szeretnék elkezdni a következő alap számára a tőkegyűjtést, fontos lenne számukra egy nyereséges exit végrehajtása az elkövetkezendő egy-két évben.⁶⁶

8.8 Feladat az esettanulmány második részéhez

3. Feladat

Tekintsék át a cég és a kockázati tőke társaság helyzetét a befektetés után egy évvel. Milyen konfliktusokat, veszélyeket azonosítanak és hogyan oldanák meg ezeket?

4. Feladat

Min változtatnának az esettanulmányban, illetve a feladatokon, hogyan tennék azt jobbá és az oktatás szempontjából hasznosabbá?

⁶⁶ Az alacsonyabb tapasztalattal vagy gyengébb minőségű referenciákkal rendelkező alapkezelők hajlamosabbak a alacsonyabb cégértéken is kiszállni annak érdekében, hogy a következő alaphoz végzett forrásgyűjtésnél meg tudják lovagolni az elért sikereket. Ezt hívják „grandstanding”-nek, bővebben lásd Gompers (1996) írását.

8.9 *Források*

- Aranyossy, M. (2007): Business Value of IT Investment: The Case of a Low Cost Airline's Website In: M Lynne Markus, Jože Gričar, Andreja Pucihar, Gregor Lenart (szerk.) 20th Bled eConference: eMergence: Merging and Emerging Technologies, Processes and Institutions: Conference Proceedings. Konferencia helye, ideje: Bled, Szlovénia, 2007.06.03-2007.06.06. Kranj: University of Maribor; Faculty of Organizational Sciences, 2007. p. 1.
- Aranyossy, M. & Nemeslaki, A. (2005): Információtechnológiai beruházások megtérülésének modellezése: Problémák és megoldások egy vállalati portál példáján. *Vezetéstudomány* 36(9) 24-36.
- Becker, P.; Turner, A.; Varsányi, J. & Virág, M. (2005): *Értékalapú stratégiák.* Akadémiai Kiadó, Budapest
- Becsky-Nagy, P., Fazekas, B. (2017). Résen van-e az állam? Az állami szerepvállalás hatása a kockázati tőke keresleti oldalára, *Közgazdasági Szemle* 64(5), pp. 507-527.
- Bender, M (2011): *Spatial Proximity in Venture Capital Financing*, München, Gabler Research
- Berlinger, E. Lovas, A. (2018). Erkölcsi kockázat kezelése szerződéses ösztönzőkkel, In: Jáki, Erika (szerk.): *Szemelvények a vállalatfinanszírozás témaköréből I.* Budapest, Budapesti Corvinus Egyetem, pp. 90-108.
- Dr. Bóné, L. & Dr. Kádas P. (2015): *Term Sheet – Lényeges szerződési feltételek*
- Cohen, S. (2013): What Do Accelerators Do? Insights from Incubators and Angels. *Innovations: Technology, Governance, Globalization*. 8. 19-25. Elérhető: https://www.mitpressjournals.org/doi/pdf/10.1162/INOV_a_00184
- Cumming, D. & Dai, N. (2010) Local bias in venture capital investments; *Journal of Empirical Finance*, 17(3) 362-380.; <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2009.11.001>
- De Clercq, D. & Voronov, M. (2011): Sustainability in entrepreneurship: A tale of two logics. *International Small Business Journal* 29. 322-344. 10.1177/0266242610372460.

- Fabozzi, F. J. (2016): *Entrepreneurial Finance and Accounting for High-Tech Companies*, Cambridge, The MIT Press
- Gehlen, K., Holtgrave, M., Nienaber, A. M., & Schewe, G. (2018, August). Trust in Entrepreneur—Venture Capitalist Relationships: A Bilateral Perspective. In *2018 Portland International Conference on Management of Engineering and Technology (PICMET)* (pp. 1-15). IEEE.
- Gompers P. A. (1996): Grandstanding in the venture capital industry, *Journal of Financial Economics*, 42(1) 133-156, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(96\)00874-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(96)00874-4).
- Halmosi, P. (2019): A technológiaorientált start-up cégek lehetőségei és korlátai az ipar 4.0 korszakában—kérdőíves felmérés alapján/The possibilities and limits of technology-oriented startups under industry 4.0—a survey-based study. *Vezetéstudomány-Budapest Management Review*, 50(9), 40-48.
- Huang, L. & Knight, A. (2017): Resources and Relationships in Entrepreneurship: An Exchange Theory of the Development and Effects of the Entrepreneur-Investor Relationship. *Academy of Management Review*. 42. 80-102. [10.5465/amr.2014.0397](https://doi.org/10.5465/amr.2014.0397).
- Hurst E. & Pugsley B. W. (2011): *Understanding Small Business Heterogeneity*. NBER Working Paper
- HVCA (Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület; Hungarian Private Equity and Venture Capital Association, 2018): *A Term Sheet és ami mögötte van...* Szerk.: Balassa T. – Budai J. – Fabricius Ferke J. – Réz É. – Simon B.
- Ingle, C., Khlif, W., & Karoui, L. (2017). SME growth trajectories, transitions and board role portfolios: A critical review and integrative model. *International Small Business Journal*, 35(6), 729-750.
- Izhakian, Y. & Zender, J. F. (2018): *Ambiguity and Beliefs in the Principal-Agent Model*, Baruch College Zicklin School of Business Research Paper No. 2018-09-02. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3240942>
- Jáki, E. (2018a): A befektetési társaságok döntéshozatali folyamatai; in Jáki E, Berlinger E, Lovas A, Csepely (2018): *Szemelvények a vállalatfinanszírozás*

- témaköréből I. Budapest, Budapesti Corvinus Egyetem.; 41-71. old. ISBN 978-963-503-748-3; <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3861/>
- Jáki, E. (2018b): A befektetési társaságoknál ellátandó funkciók; in Jáki E, Berlinger E, Lovas A, Csepy (2018): Szemelvények a vállalatfinanszírozás témaköréből I. Budapest, Budapesti Corvinus Egyetem.; 5-22. old. ISBN 978-963-503-748-3; <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3861/>
- Kállay, L. & Jáki, E. (2019) "The impact of state intervention on the Hungarian venture capital market." *Economic Research-Ekonomska Istraživanja* (2019): 1-16.
- Karoui, L.; Khlif, W.; & Ingley, C. (2017): SME heterogeneity and board configurations: an empirical typology; *Journal of Small Business and Enterprise Development* 24(3) 545-561; <https://doi.org/10.1108/JSBED-12-2016-0197>
- Karsai J. (2012): A kapitalizmus új királyai – Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban, Budapest, Közgazdasági Szemle Alapítvány
- Klonowski, D. (2019): *The Venture Capital Deformation*, Brandon, Manitoba, Kanada, Springer International Publishing AG
- Lee, B. (2018): Human capital and labor: the effect of entrepreneur characteristics on venture success, *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 25(1) 29-49.; <https://doi.org/10.1108/IJEER-10-2017-0384>
- MJ Hudson (2018): *Private Equity Fund Terms Research*, London, MJ Hudson
- Nemeslaki, A. & Aranyossy, M. (2005): Az információtechnológia vállalati értékteremtésének elméletei, szemléletmódjai és módszerei. *Vezetéstudomány* 36(7-8) 27-38.
- Nobel, C. (2011): *Why Companies Fail—and How Their Founders Can Bounce Back*, World Knowledge, Harvard Business School. Elérhető: <https://hbswk.hbs.edu/item/6591.html>
- Norton, E. & Tenenbaum, B. H. (1993): Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy; *Journal of Business Venturing* 8(5) 431-442; [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(93\)90023-X](https://doi.org/10.1016/0883-9026(93)90023-X)

- Sapienza, H. J. (1989). *Variations in Venture Capitalist–Entrepreneur Relations: Antecedents and Consequences*. University of Maryland, Unpubl (Doctoral dissertation, doctoral dissertation).
- Shane, S., Locke, E. A., & Collins, C. J. (2003). Entrepreneurial motivation. *Human resource management review*, 13(2), 257-279.
- Szerb, L (2006): Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. In: A kockázati tőke világa (ed. Makra Zsolt) pp. 95-122. Budapest, Aula Kiadó
- Theinert, S., Braun, R., & Gerl, A. (2017). The Hunter Becomes the Hunted: Non-Financial Aspects of Venture Capitalists’ Attractiveness. *Available at SSRN 2990317.* ,
- Torrès, O. & Julien, P.A. (2005): Specificity and denaturing of small business. *International Small Business Journal* 23(4) 355–377.; <https://doi.org/10.1177%2F0266242605054049>
- Tykvová, T. & Schertler, A. (2014): Does Syndication With Local Venture Capitalists Moderate the Effects of Geographical and Institutional Distance?; *Journal of International Management* 20(4) 406–420.; <https://doi.org/10.1016/j.intman.2014.09.001>
- Vecsenyi, J. (2011): *Kisvállalkozások indítása és működtetése*, Budapest, 72h.com
- Virág, M. & Fiáth, A. (2010): *Financial Ratio Analysis* Aula Kiadó, Budapest, 2010. 158p
- Wallmeroth, J., Wirtz, P., & Groh, A. P. (2018). Venture capital, angel financing, and crowdfunding of entrepreneurial ventures: A literature review. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 14(1), 1-129. DOI: 10.1561/03000000066.
- Wasserman, N. (2017), The throne vs. the kingdom: Founder control and value creation in startups. *Strategic Management Journal*, 38: 255-277. doi:10.1002/smj.2478

9 Jáki Erika: *Indikatív ajánlat: Term Sheet*

A 5. és a 7. fejezetek alapján megismerhettük, hogy a kockázati tőke befektető kifejezetten az exitet tartja szem előtt mind a tárgyalás mind a későbbi együttműködés során. A vállalkozónak más szempontjai lehetnek. Előfordul, hogy maga a vállalkozó is egy üzleti lehetőséget lát a



vállalkozásban és kész tulajdonrészét értékesíteni a befektetővel együtt, így realizálva a nyereségét. Sok esetben azonban az ötletgazdának vagy vállalkozónak komolyabb tervei vannak a vállalkozással és annak hosszabb távon tulajdonosa, esetleg ügyvezetője kíván maradni. A két elképzelést tisztázni kell még a közös tulajdon kialakítása előtt. Ennek a szerződéskötés előtt az utolsó lépése a Term Sheet-ben meghatározott feltételek tisztázása.

A Term Sheet-ben több olyan jog kerül rögzítésre, amelynek komoly következményei lesznek a közös tulajdonlás folyamán. Az alábbiakban egy konkrét eset kerül ismertetésre, bemutatva a két felet, annak hátterét, majd a befektető által adott nem kötelező érvényű Term Sheet-jét, melyet ezen a ponton még a felek finomíthatnak, áttárgyalhatnak.

9.1 *Esettanulmány*

Az alábbi eset célja, hogy egy kockázati tőkebefektető és egy céltársaság példáján keresztül végignézzük az indikatív ajánlatban rögzített feltételeket, amelyeket a befektetési folyamat ebben a fázisában egyeztetnek a felek egymással. A példa megoldása során betekintést nyerhetünk a felek személyes motivációjába és érdekeibe, melyeket a tárgyalás során törekednek érvényre juttatni. Az eset lehetőséget nyújt arra is, hogy alaposabban megértsük, hogy az indikatív ajánlatban foglalt feltételek hogyan befolyásolják a későbbi együttműködést.

9.1.1 Brühilda Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

Zoltán, István és András szokásos éves közös nyaralásukat töltötték a csodálatos olasz tengerparon. Egy kellemes éjszakai beszélgetés során a három barát arról kezdett beszélgetni, hogyan lehetne tudásukat és megtakarított pénzüikkel saját vállalkozást indítani. Az este



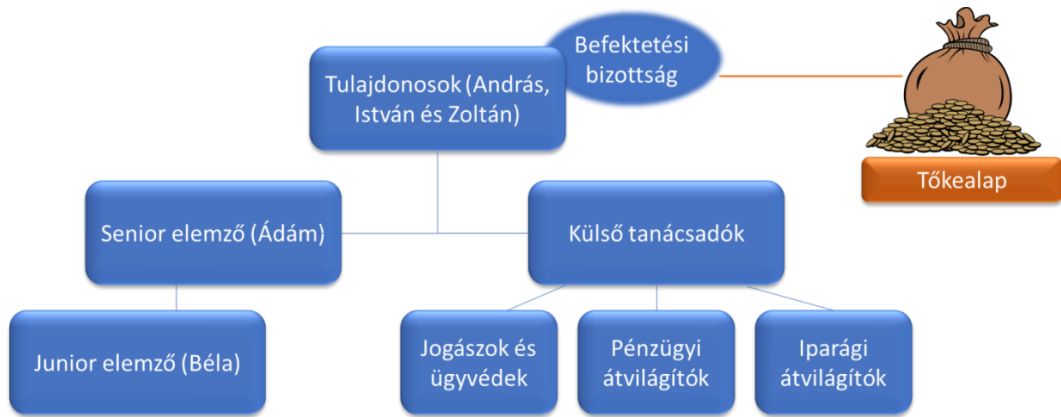
előrehaladtával az ötletelés komolyabb tervek szövögetésébe torkollott. Végül a három barát úgy döntött, hogy kilépnek az alkalmazotti létből és vállalkozóként próbálnak szerencsét. Saját tőkealap és tőkealap-kezelő alapítása mellett döntöttek, többek között, mert Zoltánnak és Andrásnak volt tapasztalata ezek létrehozásában, míg mind Zoltánnak mind Istvánnak is volt több éves befektetési menedzser tapasztalata kockázati tőkealap-kezelőnél. A JEREMIE program adta lehetőséggel is akartak élni magánmegtakarításaik és kapcsolati tőkéjük mellett. Mindegyikük közgazdaságtudományi egyetemen végzett, és régi kapcsolataik, egyetemi társaik révén több módos magánszemélyt is ismertek. Kapcsolatban álltak intézményi befektetőkkel is. A magánszemélyektől és az intézményi befektetőktől a tőkealapba pénzt tudtak gyűjteni (fundraising), amellyel a szükséges 30%-os magántőke részt a tőkealapban teljesíteni tudták. A beszélgetést és a nyaralást követően megkezdtek terveik valóra váltását.

A három barát megalapította a Brühilda Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.-t. A tőkealap-kezelőben a három barát maga látja el a befektetési menedzseri feladatokat, azonban egy-egy befektetés megvalósításáról közösen döntenek Befektetési Bizottsági döntés keretében. Fontos, hogy a tőkealapban tehető magánemberek és intézmények is befektetési jegy tulajdonosok voltak, valamint 70%-ban a JEREMIE program nyújtott forrást. A tőkealap befektetési jegyeinek tulajdonosával el kell számolni a tőkealap lezárásakor. A tőkealap a befektetéseiről a befektetési bizottság útján tájékoztatta a befektetési jegy tulajdonosokat.

Hamarosan rengeteg vállalkozó kereste meg a tőkealap-kezelőt, ezért a három barát felvett egy elemzőt, hogy előszűrje a vállalatokat. A senior elemző, Ádám feladatát

az volt, hogy „tetszik” – „nem tetszik” döntést hozzon a benyújtott Teaserek gyors átolvasása alapján. Maguk között ezt egy high-level előszűrésnek hívták a Teaser alapján. Ádám különösen fontosnak tartotta a Teaser formai és tartalmi megjelenését is. Nem csak a vállalkozás, de a teaserben felsorolt tulajdonosok és munkavállalók múltját, online jelenlétét is vizsgálta a döntéshez. A Kick-off meetingek után Ádám vizsgálta az Üzleti terv részleteit, igyekezett validálni az adatokat, illetve a terv átgondoltságát véleményezte. Ádám gyorsan beletanult a feladatkörébe, döntésére a tulajdonosok megbízhatóan tudtak támaszkodni. Hamarosan Ádám munkáját egy junior elemző, Béla is segítette. Elsődleges feladata volt, hogy formai és tartalmi követelmények ellenőrizte a benyújtott anyagokban. Ígéretes befektetési lehetőségek esetében a cégszövegek, múltbeli beszámoló adatok validálása volt a feladata. Későbbiekben az excel táblázatban is ellenőrizte, hogy a pénzügyi modell konzisztens-e, képletezési és hivatkozási hibáktól mentes-e. Mind a senior, mind a junior elemző véleményezési jogkörrel rendelkeztek, amelyekkel segítettek a befektetési menedzserek döntéshozatalát. Ezen felül a tőkealap-kezelő a befektetési döntésekhez külső szakértőket is igénybe vett:

- Egyrészt a jogi területen az átvilágítási folyamatban, a szándéknyilatkozat (indicative) és kötelező érvényű (binding) term sheet elkészítésében és később a szindikátusi szerződés előkészítésében. A tárgyalások során jogi képviselőt is biztosítani kellett a tőkealap védelmében.
- Másrészt szükség esetén pénzügyi átvilágító segítségét is igénybe vettek a befektetések részletes vizsgálata során. Különösen fontos volt a szindikátusi szerződés előtt megvizsgálni az adott időpontban a céltársaság élő szállítói és vevői szerződéseit, aktuális bankszámlakivonatát és főkönyvi kivonat, valamint a legfrissebb adatokkal elérhető pénzügyi beszámolókat, mint a mérleg, eredmény-kimutatás.
- Harmadrészt sok esetben iparági szakértőket is igénybe vettek, tekintve, hogy a tőkealap iparág független volt, azaz eltérő iparágakba fektetett be. Fontos volt, hogy iparági szakértők véleményét is kikérjék egyes befektetési döntéshozatalhoz.



5. ábra Brühnilda Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. szervezeti ábrája

9.1.2 BIOSAFETY Kft.

Lepenczei Imre 2012 nyarán a Debreceni Egyetem Alkalmazott Kémiai Tanszékén diplomázott le. Az egyetem mellett napi szinten sportolt, és önkéntesként állatvédő szervezetnél dolgozott, valamint ismert volt arról, hogy állatszerető és nagy Gerald Durrell rajongó. Nyughatatlan természete miatt szinte állandóan kémiai újításokon törte a fejét. Rendre próbálkozott gyorsabb és pontosabb módszereket kifejleszteni az órákon megtanult analitikai eljárásokra. Friss diplomásként szeretett volna szakmájában elhelyezkedni. Pont a diploma védésének napján váratlan lehetőség nyílt számára. Barátja édesapja, aki Marketing Managerként dolgozott a DomInnex Kémiai Zrt.-nél kereste meg telefonon azzal, hogy cége vegyészt keres. Imre beadta az állásra a jelentkezését, amelyet el is fogadtak, és három hét múlva már új budapesti albérletének előszobájából indult első munkanapjára. Első munkája egy 3 éves nemzetközi projekt volt. A DomInnex külső szakértőként vett részt a Berlin Zoo emlősvédelmi projektjében, amelyben a berlini állatkert kémiai módszerek használatával vizsgálta az újonnan érkező szárazföldi emlősök túlélési rátája és a tartási módszerek közötti összefüggéseket. Imre feladata a laborálás és az analitika volt. Német nyelvtudásának és munkamoráljának köszönhetően egyre több on-site meetingre vitte magával főnöke Berlinbe. Főnöke számára nyilvánvalóvá vált, hogy Imre proaktív hozzáállású, a problémákat nem generálni, hanem megoldani szereti.

Fejlesztési kérdésekben kifejezetten aktívan vesz részt. 2014 őszén a Berlin Zoo DomInnex-el közös projektje véget ért. A projekt szakmai szinten komoly pozitív nemzetközi visszhangot kapott. Mindezeknek köszönhetően a DomInnex újabb megbízást kapott Madridban. A projekthez Imrét kinevezték Vezető Analitikusnak, ami informálisan szakmai vezetőt jelentett. Mindez nagy megtiszteltetés és még nagyobb öröm volt számára. A madridi állatkertben ismerkedett meg azzal a nemzetközi törekvéssel, hogy a nagyobb állatkertek igyekeztek minél nagyobb teret biztosítani állataik számára. Párhuzamosan ezzel cél volt minél közelebb vinni őket a látogatókhoz anélkül, hogy túlzott biztonsági



kockázatok merülnének fel. Imrét felcsigázta ennek a törekvésnek a szakmai megvalósítási oldala, annak ellenére, hogy feladata teljesen más területeket érintett. Szabadidejében megvalósítási lehetőségeken törte a fejét. A debreceni egyetemi tanszékén laboridőt vásárolt, és lassan érni kezdett egy járható út elmélete, egy „biológiai védőkorlát” megvalósítása. Szakmai társként bevonta kollégáját Szirmai Irmát. Közösén létre hoztak egy prototípust, mely bizonyította ötletük működőképességét. A lényeg az volt, hogy az állatok ketrezeit le lehet bontani, helyükre árkot kellett ásni, amelyet vízzel töltöttek fel. A vízbe kellett kihelyezni



azt a kémiai „koktélt”, melyet az állatok kerültek, az emberek viszont nem érzékeltek. A DomInnex madridi projektjének lezárásával Imre felmondott a DomInnexnél, és Irmával közösen 2016 januárjában megalapította a BioSafety Kft.-t. A cég fő tevékenysége a DomInnexben végzett munkája volt, de most már saját felelősségre és saját nevében végezte azt különböző nemzetközi állatkerteknek. A Vállalkozás eredményességét mi sem bizonyítja jobban, mint az általa termelt profit összege, melynek nagysága 2017-ben 20 millió Ft. és 2018-ban 25 millió Ft volt. A kifejlesztett prototípus továbbfejlesztése komoly pénzügyi

forrásokat igényelt, melyet Imre tapasztalatlan vállalkozóként úgy oldott meg, hogy sok ismerősétől kisebb összegeket kért tulajdonrész fejében. Egyes alvállalkozókat is tulajdonosként vont be a termékfejlesztési munkákba. 2018 szeptemberére előállt egy működő, élesben is tesztelhető „védőkörlát” rendszer, amelyet Imrének sikerült a kapcsolatai révén a berlini Zoo-ban telepítenie, kísérleti jelleggel a hiúz kifutónál. Az ötlet fantasztikus módon vált be, a telepítéstől kezdve havonta 30%-al nőtt a látogatók száma a hiúz kifutóban. A rendszer nagy érdeklődést generált, sok megkeresést kapott Imre cége. Azonban a BioSafety cash flow-ja nem engedte meg a növekedéshez szükséges kiadásokat: utazási költségek fedezését, új emberek felvételét, szabadalmaztatási költségeket, marketing és sales tevékenység elkezdését. Imre úgy döntött, hogy a hazai kockázati tőkepiacra viszi cégét, és forrást von be a nemzetközi terjeszkedés megkezdéséhez.

9.1.3 Term Sheet

BIZALMAS⁶⁷

**Brünhilda Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.
("A Befektető")**

és

**BioSafety Kft.
("BioSafety")**

és

**(a BIOSAFETY Kft. tulajdonosai; "tulajdonosok")
részére**

150 millió forintos tőkebefektetés nem kötelező érvényű feltételei és kikötései

Verzió 1.0
2019. július 28.

A jelen nem kötelező érvényű Term Sheet az alább részletezendő befektetés lényeges feltételeit és kikötéseit foglalja össze. A végleges feltételek, valamint az alábbiakban felvázolt tranzakció megvalósulása a következő feltételekhez kötött: a társaság jogi, pénzügyi és műszaki átvilágítása, a Befektetési Dokumentáció letárgyalása és megkötése a Befektető, a Társaság (valamint ezek döntéshozó testületei), valamint az Alap kívánalmainak megfelelően.

A jelen Term Sheetben foglalt valamennyi adat és tény szigorúan bizalmasan kezelendő; harmadik fél számára tovább nem adható - kivéve a Felek tanácsadóit - függetlenül attól, hogy a tranzakció megvalósult-e vagy sem.

A jelen Term Sheet elfogadásával (melyet a Felek a jelen dokumentum végén aláírásukkal igazolnak) a Felek vállalják, hogy a Társaság egyéb lehetséges befektetőivel nem folytatnak megbeszéléseket vagy tárgyalásokat egészen addig, amíg a Társaság és a Befektető tárgyalásban állnak a Befektetési Dokumentáció, illetve bármely más, a befektetés megvalósulásához szükséges és az alábbiakban felsorolt dokumentum feltételeiről és kikötéseiről. A költségeket, a kizárólagosságot és az irányadó törvényeket érintő rendelkezéseken kívül a jelen Term Sheet egyetlen rendelkezése sem minősül kötelező érvényű kötelezettségvállalásnak egyik Fél számára sem arra nézve, hogy megvalósítsák az alább részletezett tranzakciót, továbbá jelen Term Sheet nem minősül előszerződésnek sem a magyar jog szempontjából.

⁶⁷ Az eset kizárólag oktatási célra lett kidolgozva, abban valós adatok nem szerepelnek.

BIOSAFETY Zrt. - Nem kötelező érvényű Term-Sheet

Preambulum	<p>Az BIOSAFETY zRt. a Brünhilda Alap és a BIOSAFETY Kft. tulajdonosai által megalapítandó cég. A BIOSAFETY zRt. legfőbb célkitűzése, hogy kifejlessze továbbá nemzetközi szinten ismertté és keresetté tegye a BIOSAFETY Kft. szabadalmaztatott biológiai állatkerti „védőkoralót”, mely lehetővé teszi az állatkerti látogatók számára a vadállatok ketrecentes megfigyelését akár 1m távolságról is fizikai akadályok nélkül. A BIOSAFETY Kft. a BIOSAFETY zRt. - az újonnan megalapított cég - 100 százalékos tulajdonában fog állni. A BIOSAFETY Kft. tovább folytatja kereskedelmi tevékenységét a nemzetközi állatkerti analitika piacán, mely 2017-ben 20 millió Ft. és 2018-ban 25 millió Ft. profitot eredményezett számára.. A BIOSAFETY zRt. pedig a „Biosafety” biológiai védőkoralót továbbfejlesztéséért, továbbá annak végleges forgalomba hozható változatának kifejlesztéséért, a hatásmechanizmus tudományos bizonyításáért illetve az esetleges káros hatások kutatásáért lesz felelős. A BIOSAFETY Kft. által az elmúlt 5 évben gyűjtött tudományos bizonyítékok szerint az általa szabadalmaztatott biológiai szer kihelyezése meggátolja még a szárazföldi nagytestű ragadozó állatok tovább haladását is, azaz mesterséges biológiai falat tud képezni. A BIOSAFETY emberre és állatra káros hatással nem bír, az emberek számára semmilyen érzékszervvel nem érzékelhető. A BIOSAFETY Kft. 2018 Q3-ban sikeresen telepített egy kísérleti rendszert a Németországi „Zoo Berlin” állatkert hiúz kifutójában.</p> <p>A Brünhilda Alap tőkebefektetése lehetővé teszi a BIOSAFETY zRt. számára célkitűzési megvalósítását. Amennyiben a rendszer káros hatásait tovább kutatva pozitív eredmények születnek, továbbá azt sikerül az Európai állatkertekben előforduló összes ragadozó állat kifutójában sikerrel alkalmazni legalább pilot jelleggel, úgy áttörés születhet az állatkerti élmény nyújtásban. Ekkor a Brünhilda Alap. részleges vagy teljes exitet fog végrehajtani a BIOSAFETY zRt.-ből.</p> <p>A BIOSAFETY zRt egy korai szakaszú, innovatív cég, amely minden tekintetben megfelel a JEREMIE Alap által támasztott feltételeknek.</p> <p>A Brünhilda Kockázati Tőke Alap (továbbiakban Brünhilda Alap./Brünhilda) egy Magyarországon bejegyzett kockázati tőkealap, amely egyedi technológiával vagy különleges piaci pozícióval bíró korai szakaszú cégekbe fektet be.</p> <p>A Brünhilda Alap befektetési időtávja legfeljebb 5 év. A Brünhilda befektetési politikájának megfelelően csak olyan, a Közép-Magyarországi Régió kivül bejegyzett cégbe fektet be, amelyet a befektetést megelőző legfeljebb öt évben alapítottak, és konszolidált bevételei nem haladják meg az 5 milliárd forintot.</p>
-------------------	--

	<p>Az alábbi Term Sheetben a Felek megegyeznek abban, hogy a Brünhilda Alap. legfeljebb 150 millió HUF tőkét fektet be a BIOSAFETY zRt.-be, hogy elősegítse a cég növekedését az Üzleti Tervben foglaltak szerint. A Brünhilda befektetése tőkebefektetés formájában valósul meg. Az alábbi dokumentum a Brünhilda befektetésének lényeges feltételeit és kikötéseit tartalmazza.</p>
I. Alapító(k)	<p>A BIOSAFETY zRt.-t a BIOSAFETY Kft. tulajdonosai fogják megalapítani. Jelenleg 22 tulajdonosa van a társaságnak, akik 2 tulajdonosi szindikátusba szerveződnek:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Szindikátus képviselője: Lepenczei Imre, Alapító, jelenlegi BIOSAFETY vezérigazgató (12 tulajdonos képviselet) Összesített tulajdoni hányad: 80% 2. Szindikátus képviselője: Szirmai Irma, Alapító, jelenlegi BIOSAFETY CTO (10 tulajdonos képviselet) Összesített tulajdoni hányad: 20%. <p>A tulajdonosok kizárólag a tulajdonosi szindikátuson keresztül képviseltethetik magukat a BIOSAFETY zRt.-t érintő döntéshozatalban (tulajdonosi értekezleten).</p>
II. Befektető	<p>Brünhilda Kockázati Tőkealap</p>
III. A befektetés és cégértékelés leírása és szerkezete	<p>A megfelelő befektetési dokumentáció elkészülte után a Brünhilda legfeljebb 150 millió HUF tőkét fektet be BIOSAFETY zRt.-be. A tőkebefektetés kizárólag a meghatározott célokra használható fel, azaz készpénzkifizetés nem hajtható végre a befektetésből.</p> <p>A Brünhilda befektetése több körben (investment tranches) valósul meg. Az egyes befektetési fázisok annak függvényében valósulhatnak meg, hogy az előírt üzleti eredmények megvalósultak-e. Minden egyes befektetési fázis külön tőkeemelésként valósul meg a BIOSAFETY zRt.-ben. Az egyes befektetési fázisok és azok előfeltételei későbbi megegyezés tárgyát képezik. Az összes befektetési fázis lezárultával, azaz 150 millió HUF befektetésével a Brünhilda 42% százalékos tulajdonrészt szerez a BIOSAFETY zRt.-ben.</p>
IV. A Brünhilda tulajdonrésze a BIOSAFETY Zrt.-ben	<p>A Brünhilda likvidációs és osztalékelsőbbségi részvényeket szerez, amelyek elsőbbségi kifizetést biztosítanak a Brünhilda számára likvidációs esemény vagy osztalékfizetés esetén addig, amíg a befektetési összeg és annak minimum 20%-os megtérülése visszafizetésre nem kerül. Likvidációs esemény alatt a cég fizetési képzetlensége vagy a BIOSAFETY zRt. rossz anyagi helyzete miatti eszköz-értékesítés, valamint a Brünhilda befektetési időtávja (a befektetést követő két év) utáni exit helyzet értendő.</p> <p>A Brünhilda számára történt kifizetések után fennmaradó összeg arányosan osztandó fel az összes tulajdonos között, a Brünhilda arányos részesedéséből levonva a számára már kifizetésre került összeget.</p> <p>A BIOSAFETY zRt. társasági szerződésai jogot biztosítanak a Brünhilda Alap. számára arra, hogy Flip-over esemény esetén lecserélje a cégvezetést.</p>
V. Befektetési menetrend, Befektetési fázisok	<p>A befektetési dokumentáció aláírását megelőző lépések:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. A Brünhilda jóváhagyja a részletes Üzleti Tervet (ÜT), amely a befektetés és a cégértékelés alapját képezi. <i>Határidő: 2019.08.05.</i> 2. A jelen nem kötelező érvényű Term Sheet aláírása. <i>Határidő: 2019.08.19.</i> 3. Befektetési Tanács döntéshozatala. <i>Határidő: 2019.08.31.</i> 4. A jogi és pénzügyi átvilágítás befejezése. <i>Határidő: 2019.09.15.</i>

	<p>5. A befektetés feltételeit meghatározó befektetési dokumentáció véglegesítése. <i>Határidő: 2019.09.30.</i></p> <p>6. Az első befektetési összeg kifizetése (az előfeltételek teljesülése esetén). <i>Határidő: 2019.10.01.</i></p> <p>A Felek mindenkor törekszenek a fent említett határidők betartására, azonban a fenti határidők semmilyen körülmények között nem tekinthetők kötelező érvényű vállalásnak a Brünhilda Alap. részéről.</p>
<p>VI. A Brünhilda Alap. jogai, az Alapítók kötelezettsége i</p>	<p>Elővásárlási jog tulajdonrész/részvény értékesítés esetén / tőkeemelésben való arányos részvételi jog (<i>Pre-emptive right</i>): A Brünhilda Alap. elővásárlási joggal bír tulajdonrész/részvény értékesítés esetén, amennyiben a BIOSAFETY zRt.-ben esetleges tőkeemelés történne, vagy ha az Alapító harmadik fél részére részvényt értékesít. Az elővásárlási jog a harmadik fél számára felkínált áron és feltételekkel érvényesíthető (tőkeemelés vagy részvény vásárlás esetén). Az Alapítók szintén elővásárlási joggal/ tőkeemelésben való arányos részvételi joggal bírnak a Brünhilda Alap részvényeire nézve.</p> <p>Likvidációs- és Osztalék Elsőbbségi jog: Likvidáció esetén a befektetési összeg és annak minimum 20%-os megtérülése kerül először visszafizetésre a befektető részére, majd az ezen kifizetés után fennmaradó összeget a felek részesedéseik arányában osztják fel.</p> <p>Drag-along jogok: Amennyiben a Befektető harmadik féltől vételi ajánlatot kap, úgy kötelezheti a Társaság többi tulajdonosát, hogy fennálló részesedésükből részarányosan annyit értékesítsenek a Befektetővel együtt ugyanazon cégértékelés és kondíciók mellett, amelyet a Befektető elfogadott, amennyi a harmadik féltől kapott vásárlási ajánlat kielégítéséhez szükséges. A drag-along jogokat kizárólag harmadik féllel fennálló tranzakcióban lehet érvényesíteni, legalább 18 hónappal a kezdeti befektetés lezárulta után. Amennyiben a Brünhilda Alap. élni kíván drag-along jogával, az Alapítóknak jogában áll élni elővásárlási jogukkal a Brünhilda Alap. részvényeire nézve mielőtt a Brünhilda Alap. élne drag-along jogával.</p> <p>Tag-along/Együttértékesítés joga: Amennyiben az Alapítók bármekkora tulajdonrészt értékesítenének harmadik félnek a BIOSAFETY zRt.-ben meglévő részesedésükből, a Befektetőnek jogában áll azonos mennyiségű részvényt az Alapítókéval azonos feltételek mellett (ár, fizetési feltételek, stb.) együttértékesíteni.</p> <p>Pénzügyi beszámolók:</p>

	<p>A BIOSAFETY zRt. felsővezetése köteles a Brünhilda Alap.-nak havi, negyedéves és éves rendszerességgel pénzügyi beszámolót benyújtani. A pénzügyi beszámolókat a Befektető által előírt formában kell elkészíteni (tartalmazva az adott időszak cash flow, költség- és jövedelmezőségi mutatóit). A pénzügyi beszámolóknak tartalmazniuk kell a tényszerű számokat, jelezve a BIOSAFETY zRt. elfogadott ÜT-étől való bármely jelentős eltérést. A pénzügyi beszámolók elkészítéséhez szükséges összes sablont és formanyomtatványt a Brünhilda Alap. biztosítja a BIOSAFETY zRt. részére még a jogi dokumentáció véglegesítése előtt.</p> <p>Flip-over jog: A Befektető jogosult a felsővezetőséget saját belátása szerint leváltani és új vezetőséget kinevezni az alább meghatározott esetekben.</p> <p>Amennyiben a Társaság teljesítménye jelentősen elmarad az Üzleti Tervben a befektetéskor meghatározottaktól, befektetésének védelmében a Brünhilda Alap jogosult leváltani a Társaság felsővezetését (CEO, COO, CFO, Értékesítési Igazgató, CTO) és új vezetőséget kinevezni, élve a IV. szakaszban meghatározott többszörös szavazati erejével. A Brünhilda Alap. az alábbi esetekben élhet ezen joggal:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. a Társaság bevételei vagy EBITDA-ja 50%-kal elmarad a tervezettől 6 egymást követő hónapon át, 2. a Társaság bevételei 50%-kal csökkennek a megelőző negyedévhez viszonyítva 3 egymást követő negyedéven át, 3. a Társaság 90 napon túlmenő szállítói tartozással rendelkezik (kalkulációja: szállítói tartozás/ELÁBÉ*vizsgált időszak napjainak száma > 90) 4. A Társaság felsővezetésének (CEO, COO, CFO, Értékesítési Igazgató, CTO) 50 vagy annál nagyobb százaléka jelenti be távozását a Társaságtól 6 hónapos időszakon belül. 5. A BIOSAFETY zRt. felsővezetését auditor vagy bíróság bűnösnek találja bűncselekmény elkövetésében (pl. pénzügyi jelentés meghamisítása). <p>A fentebb említett Jogokat és kötelezettségeket az Alapítók és a Brünhilda Alap. között létesítendő részletes szerződés fogja rögzíteni („szindikátusi szerződés”, „Társasági Szerződés”, vagy „Alapító Okirat”).</p>
<p>VII. Exit, menedzsment opciós részvénytársaság</p>	<p>A Brünhilda Alap. a Társaságból való kiszállást maximum 5 éves időtávon tervezi. A legvalószínűbb kiszállási lehetőség a Brünhilda Alap BIOSAFETY zRt.-ben való üzletrésztének stratégiai befektető számára való értékesítése (trade-sale). A Brünhilda Alap. IRR (BMR - belső megtérülési ráta) elvárása évi 35% maximum 5 éves időtávon.</p> <p>ESOP: Annak érdekében, hogy a BIOSAFETY zRt. felső-vezetését érdekeltté tegye egy sikeres kiszállásban, a Brünhilda Alap és az Alapítók arányosan járulnak hozzá a menedzsmentet jutalmazó opciós részvénytársasághoz. Az opciós részvénytársaság legfeljebb 15% lehet és csak abban az esetben hívható le a felsővezetők által, ha előre meghatározott kritériumokat teljesít a Társaság. A felsővezetés opciós részvénytársaságról az Igazgató-Tanács fog döntést hozni, amelyet a Brünhilda Alapnak kell jóváhagynia.</p>

<p>VIII. A Brünhilda Alap részvétele a BIOSAFETY Zrt. BioSafetyi irányításában</p>	<p>A meghatározott befektetési fázisok végrehajtásával a Brünhilda Alap minősített kisebbségi részvényessé válik a BIOSAFETY zRt.-ben. A Brünhilda Alap stratégiai irányítási partnerként fog működni. A Brünhilda kijelenti, hogy szavazati jogát nem használja a napi BioSafety ügyek befolyásolására, hanem kizárólag a BIOSAFETY jövőjét hosszútávon érintő stratégiai kérdésekre összpontosít. A Brünhilda Alap aktívan közre fog működni a BIOSAFETY zRt. összes döntéshozatali szervének munkájában az alábbi kérdésekre összpontosítva:</p> <p>Kögyűlés (KGY): Az alábbi döntések kizárólag 75%-os minősített többségiszavazattal hozhatók meg, emellett a Brünhilda Alap.-nak vétőjoga van ezeken a területeken: -Az Alapító Okirat módosítása -Az alapvető üzleti tevékenység megváltoztatása -Az éves pénzügyi beszámolók és osztalékfizetés jóváhagyása -A részvények közvetlen vagy közvetett átadása, kivéve a Brünhilda Alap. részvényeit a befektetési időtáv alatt -A Brünhilda Alap. által nyújtott tőke felhasználási módjának megváltoztatása -Tőkeemelés, tőkeeszállítás -A BIOSAFETY zRt. felsővezetőinek felvétele, elbocsátása (CEO, COO, CTO, CFO, valamint más kulcspozíciók)</p> <p>A Brünhilda Alap. többszörös szavazati erővel bír a CEO, CFO és Értékesítési Igazgató kinevezése vonatkozásában Flip-over esemény bekövetkeztekor. Ennek értelmében a Brünhilda Alap. – jóllehet törekedni fog arra, hogy konszenzusra jusson az Alapítókkal – teljes joggal meghozhatja egyoldalú döntését a fent említett kinevezésekben.</p> <p>Igazgató-Tanács (IT): Az IT legalább három tagból áll: a Társaság két felsővezetőjéből (CEO, CFO) és a Brünhilda Alap. egy képviselőjéből. (A Brünhilda Alap. egészen addig jogot formál arra, hogy az IT egyik tagját delegálja, amíg a BIOSAFETY zRt. befektetője marad.) Az IT kétharmados szavazattöbbséggel hozhat döntéseket, kivéve az alább meghatározott kérdésekben, amelyek egyhangú szavazást igényelnek: -5 millió HUF feletti összegű eszközvásárlás (eszközök, szoftver, stb.) -Eszközértékesítés (fix eszközök, nem tárgyi jogok) -Bármely, a BIOSAFETY zRt. vagy leányainak tulajdonában álló szellemi tulajdon és szabadalom értékesítése, vagy licenzelése. -5 millió HUF-ot meghaladó összegű alvállalkozói szerződések aláírása - CRO partner kiválasztása a tudományos vizsgálatokhoz -Finanszírozás igénylése (bank, lízing, tulajdonosi kölcsön, stb.), kivéve a Társaság rendes működésének finanszírozására felvett hitelt -Harmadik féllel kötendő kizárólagos forgalmazási szerződés aláírása -Kölcsön vagy garancia nyújtása, illetve bármely más mérlegben kívüli kötelezettség vállalása -Döntéshozatal kapcsolt vállalkozásokkal létesítendő tranzakcióról. -Más cég(ek)be való befektetés vagy más cég(ek) felvásárlása -Az Üzleti Terv megváltoztatása -A felsővezetés kompenzációs csomagja -A következő év éves költségvetésének elfogadása</p>
---	---

	<p><i>-Menedzsmen opciós részvéncsomagjának kialakítása</i> <i>-M&A (Merger and Acquisition: „Összeolvadás és Felvásárlás”) Tanácsadó cég kinevezése a kiszállási folyamat lebonyolítására</i> <i>-Új leánycég alapítása.</i></p> <p>A BIOSAFETY zRt. 100%-os tulajdonosa lesz a BIOSAFETY Kft.-nek. Mindkét felsővezetése egyazon személyekből fog állni.</p> <p>Felügyelő Bizottság: Mivel zRt. társasági formában működik, elképzelhető, hogy a BIOSAFETY zRt.-nek fel kell majd állítania egy Felügyelő Bizottságot (FB). Ebben az esetben az FB a társasági törvény által előírt minimum taglétszámmal fog felállni. Az FB lesz felelős a társaság jogszerű működéséért és képviseli a részvényesek érdekeit. A Brünhilda Alap. egy főt fog delegálni a Felügyelőbizottságba, míg az Alapítók szintén egy tagot delegálhatnak. Az FB többi tagját a Brünhilda Alap. és az alapítók közös megegyezéssel fogják kijelölni.</p>
<p>IX. Stratégiai terv, üzleti terv, Fejlesztési terv, A források felhasználása</p>	<p>Stratégiai terv: A BIOSAFETY Zrt. alapítói és vezetése hosszú távú stratégiai tervet készítenek a Társaság számára. A stratégiai terv kézzelfogható és mérhető stratégiai célokat fogalmaz meg a következő 5 évre, valamint meghatározza az ezen célok eléréséhez szükséges lépéseket és eszközöket. A stratégiai terv kiterjed a Brünhilda Alap által biztosított tőke felhasználási módjára és hatásaira is.</p> <p>Üzleti Terv (ÜT): A Felek közös megegyezéssel elfogadják egy Üzleti Tervet, amely a jelen befektetés alapját képezi. Az Üzleti Terv a BIOSAFETY zRt. elkövetkezendő 3 évben realizált közvetlen cash flow-ját vázolja fel negyedévenkénti bontásban. A vezetőség által készített pénzügyi beszámolók összevetésre kerülnek az ÜT-vel. A Felek az ÜT-t legalább évente egyszer felülvizsgálják és szükség szerint korrigálják, majd azt az IT jóváhagyja. A Felek korrigálják az ÜT-t, ha a működés jogi és üzleti környezetében változás következik be.</p> <p>Fejlesztési Terv Az Alapítók kötelesek részletes, három évre szóló fejlesztési tervet készíteni a BIOSAFETY Zrt. számára. A fejlesztési tervnek meg kell határoznia a cég által megteendő legfontosabb technológiai lépéseket és a Brünhilda Alap. által nyújtott tőke felhasználásával végzendő K&F tevékenységet.</p> <p>A mindkét fél által jóváhagyott stratégiai, üzleti és fejlesztési tervek a befektetés előfeltételét képezik.</p> <p>A befektetett tőke felhasználása: A BIOSAFETY zRt. köteles a befektetett tőkét a részletes üzleti tervnek megfelelően felhasználni. A befektetői források főbb felhasználási módjai a következők:</p> <ul style="list-style-type: none"> • a „Biosafety” biológiai védőkorlát továbbfejlesztése • a „Biosafety” végleges forgalomba hozható változatának kifejlesztése

	<ul style="list-style-type: none"> • a hatásmechanizmus tudományos bizonyítása • az esetleges káros hatások kutatása • nemzetközi terjeszkedés finanszírozása
<p>X. Vezetőségi /Alapítói kötelezettsége k</p>	<p>A vezetőség a BIOSAFETY zRt. napi működtetéséért lesz felelős, valamint a stratégiai, üzleti és fejlesztési tervek kivitelezéséért. A vezetőség kompenzációját egyéni szerződések rögzítik majd, amelyek a Befektetési Dokumentáció részét fogják képezni.</p> <p>A Vezetőségi tagok / az Alapítók vállalják a következőket:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Megvédik a BIOSAFETY csoport cégeinek szellemi tulajdonát. Elismerik, hogy bármely szellemi termék vagy nem anyagi eszköz, amelyet a cég alkalmazásában fejlesztettek ki a cég kizárólagos tulajdonát képezi. A vezetőség és a kulcsalkalmazottak a jelen befektetés előtt átadják összes szakmai tudásukat és ismeretüket (know-how) vagy bármely más releváns szellemi tulajdonukat a BIOSAFETY zRt. és a BIOSAFETY Zrt. számára, és kizárólag a BIOSAFETY zRt. és a BIOSAFETY Zrt. számára. - Amíg a Brünhilda Alap. vagy kapcsolódó szervezete hitelezőként vagy befektetőként funkcionál a BIOSAFETY zRt.-ben, nem vesznek részt más olyan tevékenységben, amely közvetve vagy közvetlenül konkurrál a BIOSAFETY érdekeltségeivel. - Ha bármely okból valamelyiküknek megszűnik a munkaviszonya a BIOSAFETY zRt.-ben vagy a BIOSAFETY Zrt.-ben, nem vállal munkát másik, konkurens cégnél 12 hónapig (versenytilalom). - Vállalják, hogy nem szereznek üzletrészt semmilyen jogi személyiségben, amely a BIOSAFETY csoporttal konkurráló szolgáltatásokat, termékeket vagy tevékenységet nyújt. Az Alapítók és a felsővezetés tagjai bármely más jogi személyiségben meglévő üzletrészükről kötelesek tájékoztatni a Brünhilda Alap.-at. - Vállalják, hogy a Brünhilda Alap. által jóváhagyott fizetésükön túl nem vesznek fel semmilyen egyéb kompenzációt vagy díjat (pl. jutalék, sikerdíj) a BIOSAFETY zRt.-től vagy a BIOSAFETY Kft.-től. - Vállalják, hogy a BIOSAFETY csoport működését mindvégig a fennálló jogi kereteken belül folytatják. <p>Amennyiben a fent említett kötelezettségeket megszegik, az Alapítók/kulcsvezetők a Brünhilda Alap.-at mentesítik az általuk okozott károkból eredő bármiféle kártérítési kötelezettség alól. A felsővezetés ezen felelőssége korlátlan.</p> <p>A felek vállalják, hogy egyéni vezetői szerződéseket kötnek valamennyi kulcsvezetővel, amely szerződések jogilag kötelező érvénnyel rögzítik a fenti kötelezettségeket.</p>
<p>XI. A tranzakció lezárásának előfeltételei</p>	<p>A Brünhilda Alap. az alábbi feltételeket szabja a befektetéssel kapcsolatos jogilag kötelező érvényű dokumentáció lezárásához:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Az üzleti, jogi és pénzügyi átvilágítás lezárása • Az üzleti, stratégiai és fejlesztési tervek elkészítése és jóváhagyása • A Brünhilda Alap. Igazgató-Tanácsának jóváhagyása • A fejlesztési mérföldkövek konkrét meghatározása, amelyek teljesítésével tudja a BIOSAFETY zRT. lehívni a befektetési összegeket.

	<ul style="list-style-type: none"> • A BIOSAFETY zRt. megalapítása a BIOSAFETY Kft. jelenlegi tulajdonosai által • A szükséges jogi dokumentumok elkészítése. <p>A Felek tudomásul veszik, hogy a Brünhilda Alap. tőkebefektetése részben EU - s JEREMIE források bevonásával valósul meg. A Felek teljeskörű tájékoztatást fognak kapni EU JEREMIE programjában résztvevő cégek kötelezettségeiről. A Felek vállalják, hogy az EU JEREMIE programjának valamennyi előírását betartják, amíg a Brünhilda Alap. a Társaság részvényese.</p>
<p>XII. Dokumentáci ó, tranzakciós költségek, szerződésszeg és költségei</p>	<p>A jelen Term Sheet, amelyet a Felek aláírásukkal látnak el, csupán tájékoztató jellegű. A benne rögzített feltételek és kikötések - a kizárólagosságot, a titoktartást és a tranzakciós költségeket érintő pontok kivételével - nem kötelező érvényűek.</p> <p>A jelen nem kötelező érvényű Term Sheet aláírásával azonban a Felek kinyilvánítják abbéli szándékukat, hogy együttműködnek a jelen befektetés sikeres végrehajtása érdekében a jelen dokumentumban felvázolt feltételek mellett. Az Alapítók elfogadják, hogy a fent részletezett feltételeken és kikötéseken a Brünhilda Alap. változtathat a Társaság tüzetesebb üzleti elemzése és annak pénzügyi, jogi és üzleti átvilágítása folytán felmerülő esetleges újabb információk alapján.</p> <p>A jogi dokumentációt a Brünhilda által kinevezett ügyvédi iroda fogja végezni. A Felek becslése alapján a befektetés végrehajtása során felmerülő ügyvédi díjak és a pénzügyi, jogi, üzleti és IT átvilágítási költségek együttesen nem fogják meghaladni 10.000 USD-t. Ezt a költséget a Társaság fogja kifizetni a befektetés lezárulta után a szolgáltatók által benyújtott számlák alapján. A BIOSAFETY zRt. az említett tranzakciós költségeket a befektetett tőkéből fogja kifizetni.</p> <p>A BIOSAFETY Zrt./az Alapítók állják az ügyvédi és tranzakciós költségeket amennyiben a tranzakció a következő okokból meghiúsulna: -Az Alapítók eltitkolták vagy meghamisították a Társasággal kapcsolatos tényeket, -A jogi vagy pénzügyi átvilágítás olyan anyagi hiányosságokra mutat rá, amelyeket vagy nem lehet orvosolni, vagy azokat az Alapítók nem hajlandók orvosolni a Brünhilda Alap befektetése előtt, -Az Alapítók visszautasítják a Brünhilda Alap befektetését. Ha más egyéb oknál fogva hiúsul meg a befektetés, a szolgáltatók a Brünhilda Alap.-nak nyújtják be a tranzakciós költségekről a számlát, amelyet a Brünhilda Alap fog állni.</p>
<p>XIII. Kizárólagossá g, pénzügyi zárás</p>	<p>A jelen nem kötelező érvényű Term Sheet aláírásával az Alapítók kizárólagosságot biztosítanak a Brünhilda Alap részére befektetés céljából. Ez a kizárólagosság a jelen dokumentum aláírásától számított három hónapig érvényes. A kizárólagossági időszak ideje alatt az Alapítók vállalják, hogy a Brünhilda Alapon kívül nem adnak át semmilyen információt lehetséges befektetőknek és beszüntetnek minden, harmadik féllel folytatott tárgyalást.</p>

	A Felek minden tőlük telhetőt megtesznek azért, hogy a tranzakciót a V. szakaszban rögzített határidőn belül végrehajtsák.
XIV. Bizalmas információk	A Felek vállalják, hogy a jelen dokumentumban szereplő információkat szigorúan bizalmasan kezelik.
XV. Hatálybalépés	Ez a dokumentum azonnal hatályba lép, amint az Alapítók és a Brünhilda Alap. képviselője a dokumentum végén aláírásukkal ellátják azt.
XVI. Vonatkozó törvények	Magyarország törvényei

Brünhilda Kockázati Tőkealap

Az Alapítók képviselői:

Budapest, 2019. július 29.

BIOSAFETY Zrt.

9.2 Feladat

Az esettanulmányban megtalálható indikatív ajánlat feltételei, illetve a befektető és a vállalat jelenlegi helyzete alapján tanulmányozzák át a Term Sheetet.

A Felek hosszas előkészítés után jutottak el a Term Sheet fázisig. Gondolják végig az alábbiakat Imre szempontjából:

1. Rajzolják fel a befektetés megvalósulását követően a tulajdonosi szerkezetet. Miért volt szükség Zrt. alapítására, mikor már létezett a BioSafety Kft.?
2. Gondolja végig, Imre szempontjából a Term Sheet ezen pontjai elfogadhatóak-e, ha nem, milyen módosítást kérne:
 - Kalkulálják ki a BioSafety Deal Pre/Postmoney értékeit. (TS III. pont)
 - A BioSafety Kft. profit-termelő képessége és a kifejlesztett prototípus eddig elért eredményei vs. Premoney érték, ha csak az utolsó éves profitot tudja hozni további pl. 8 évig? (TS preambulum)
 - Igazgató tanács összetétele/működési leírása. (TS VIII. pont)
 - Menedzsment opciós részvénytőkecsomag. (TS VII. pont)
3. Milyen konfliktushoz vezethet, ha felső-vezetői pozícióba a piacról kell szakembert elhozni jól fizető, biztos állásból? Mi lehet a konfliktus kezelésének módja?
4. Egy év után 150 millió Ft EXIT értéknél mennyit fog Imre kapni az eladási árból? (lásd Term Sheet VI. pontja)
5. Miért baj az, hogy túl sok tulajdonosa van a BioSafety Kft.-nek a tárgyalás szempontjából?

A befektető alapos mérlegelést követően adta ki a Term Sheetet. Gondolják végig az alábbiakat befektetői szempontból:

6. Milyen termék, menedzsment, piaci kockázata van az adott befektetésnek?
7. Milyen új szakemberekre lehet szükség BioSafety Zrt.-ben a célok eléréséhez?
8. A befektető miért nem egy összegben utal?

IV. PORTFOLIÓTÁRSASÁGOK PÉNZÜGYI ÉRTÉKELÉSE



10 Aranyossy Márta: Portfóliótársaságok pénzügyi értékelése

A kockázati tőkealap-kezelő társaságoknál a befektetési folyamat négy szakaszra bontható (Jáki, 2018b): (1) szerződéskötés, (2) folyósítás, (3) portfóliókezelés (4) kiszállás (exit). A befektetési folyamatban a kockázati tőkealap-kezelő különböző részterületeinek együtt kell működnie a döntéshozatal során. Ezek a részterületek az alábbiak: jog, kockázatkezelés, befektetés és a monitoring terület (Jáki, 2018a). Hozzá kell tenni, hogy egy alapkezelő állományi létszáma erősen függ a kezelt alapok számától és a minimális és a maximális befektetési összeg nagyságától. Kisebb apparátus szükséges ott, ahol kisebb a befektetésszám. A tőkealap mérete mellett figyelembe kell venni az átlagos befektetett összeget. 9 millió Ft-os befektetési nagysággal nagy ügyletszámmal kell számolni, míg 250 millió Ft-os befektetési nagyságnál lényegesen kevesebb befektetést lehet eszközölni ugyanakkora tőkealaphoz. Kis létszám esetén a funkciókat nem külön szervezeti egységek látják el, hanem esetenként kiszervezésre kerülnek. Sokszor egy-egy munkavállaló több feladatot is ellát. A magán tőkealap-kezelőknél jellemzőbb a kisebb létszám. A befektetési és a monitoring terület jellemzően nem válik szét, gyakran a befektetési menedzser viszi végig a befektetést az exitig. Kiszervezés jellemzően a jogi, vagy a kockázatkezelési (pénzügyi, iparági szakértők) feladatok egyetén jellemző megbízási jogvisztonnyal, eseti vagy keretmegállapodással. Más kockázati tőkealap kezelőnél (pl. Hiventures Zrt.), akár 70 fős apparátus is szükséges, mely esetben a felsorolt részterületek külön szervezeti egységek, Igazgatóságok látják el.

A befektetési döntés alapja a céltársaság által benyújtott üzleti terv (Jáki, 2017c), amelyhez csatolni kell a pénzügyi tervet.⁶⁸ A kettőnek egymással összhangban kell lennie (Jáki, 2017b). Az üzleti terv összeállításához szükséges egy alapos piacelemzést végezni (Jáki, 2017d), amellyel igazolni kell, hogy fizetőképés kereslet van cég termékére/szolgáltatására. A befektetési döntés során az árbevételi terv lesz az, amit a tőkealap-kezelő társaság leginkább részletes vizsgálatnak vet

⁶⁸ Az üzleti terv és a pénzügyi terv kapcsolatáról lásd részletesen Jáki (2017b).

alá. A befektető iparági, pénzügyi szakértőkkel validáltatja az abban található feltételezéseket és előrejelzéseket, fókuszálva elsősorban a piacméret, növekedési tendencia, értékesítési ár, piaci részesedés mértékének kérdéseire. A kockázati tőkealap-kezelők jellemzően „finomítanak” az üzleti terv számain, mivel tapasztalatból tudják, hogy az ötletgazda túlzottan optimistán látja saját vállalkozását (Jáki, 2008).⁶⁹

A befektetési szerződésben azután legtöbbször rögzítésre kerül az üzleti terv, illetve annak főbb sarokszámai. A portfóliókezelés során egyrészt az üzleti tervben rögzített számokkal kerülnek összevetésre a beszámoló tényértékei, azaz terv-tény eltérés számítás készül, amelynek során nyomon követik a portfóliótársaság működését. Másrészt a tényadatok alapján is számítanak mutatószámokat, tendenciákat. A portfóliókezelés része a szöveges elemzés, ahol az eltérések magyarázatára kerül sor. Az elemzést végző munkatársa, jellemzően a társaságok képviselőjéhez, vagy a Felügyelőbizottsági tagjához fordul információért, de minden esetben elvárás, hogy már az adatszolgáltatás részeként a portfóliótársaságnak magyarázatot adjanak az eltérésekre.

10.1 Befektetési portfólióvállalatok értékelése pénzügyi elemzési módszerekkel

A kockázati tőke befektetők folyamatosan figyelemmel kísérik és értékelik a befektetéseik alakulását, azaz a portfólióvállalatok működését. Havi, negyedéves és éves gyakorisággal különböző módokon igyekeznek adatot gyűjteni a portfólióvállalat működéséről, így például kötelező vagy eseti adatszolgáltatások kérésével, hivatalos adatbázisok figyelemmel követésével, helyszíni látogatás vagy személyes beszámoltatás alkalmával. A portfóliótársaságtól többnyire a következő adatszolgáltatásokat kérik - havonta jellemzően kevesebbet, negyedévente, évente jellemzően nagyobb részletezettséggel:

- időszaki mérleg, eredmény-kimutatás, főkönyvi kivonat,

⁶⁹ Mindezek mellett meg kell említeni, hogy természetes jelenség az, hogy a korai fázisban lévő társaságok még a magán kockázati tőkealapkezelő társaságtól sem tudnak forráshoz jutni. Ezért indokolt a magvető életszakaszban az állami szerepvállalás és az Európai Unió források megjelenése. Ennek részletes bemutatását lásd Jáki, Molnár (2017).

- valamilyen formátumú pénzáramlási jelentés vagy bankszámlakivonatok,
- beszámoló a befektetési cél (pl. beruházás) megvalósulásáról és a jövőbeli működéssel kapcsolatos tervekről
- tájékoztatás a társasági működés rendkívüli eseményeiről (pl. hatósági vizsgálat, jelentős káresemény, per, vezető távozása vagy felvétele, működési engedély visszavonása stb.)
- tájékoztatás olyan tranzakcióról, amely a befektetési szerződés szerint befektetői engedélyhez, jóváhagyáshoz kötött (mérlegen kívüli kötelezettségvállalás, értékhatár feletti kötelezettségvállalás, hitelfelvétel, tagi kölcsön, üzleti folyamatokról, értékesítés, fejlesztés, stb.)

Az Éves adatszolgáltatás során összegyűjtött adatok egy része – gyakran nagy része – pénzügyi-számviteli jellegű. Ezen gazdálkodási információkat gyakran mutatószámok formájában dolgozzák fel a befektetők portfólió-kezelői⁷⁰. A pénzügyi mutatószámok egyes csoportjai – likviditás, forgási sebesség, jövedelmezőségi és adósság mutatók (Virág és Fiáth, 2010; Jáki, 2017a) – különböző jelentőséggel bírnak ebben a fázisban. Legnagyobb szerepet többnyire a jövedelmezőségi és likviditási mutatók kapnak. Az időszakos pénzügyi beszámolók alapján számított mutatószámok többnyire a következő csoportok valamelyikébe esnek (Brush – Vanderwerf, 1992; Chandler – Hanks, 1993; Murphy et al; 1996; Robinson, 1998):

- árbevétel (abszolút értékben, vagy terv-tény eltérésként),
- árbevétel-növekedés (abszolút értékben vagy százalékos változásként),
- fizikai növekedés (pl. foglalkoztatotti létszám vagy ügyfelek száma),
- nyereség (számviteli vagy egyéb számított formák pl. ebit; abszolút értékben vagy terv-tény eltérésként, illetve időbeli tendenciaként),
- megtérülési ráták (ROS, ROA, ROE, ROI, ROIC),
- további hagyományos pénzügyi mutatószámok,

⁷⁰ A vállalkozások pénzügyi mutatóit a fejlettebb intézmények statisztikai alapú cídelőrejelzési modellekkel dolgozzák fel, és állapítanak meg bedőlési/fennmaradási valószínűséget, amelynek módszertani hátterét részletesebben lásd Virág és Kristóf (2009), Kristóf és Virág (2017), Kristóf (2005, 2008), illetve Virág és Nyitrai (2014).

- szabad pénzáramlás.

10.2 Pénzügyi értékelési módszertan

Az itt bemutatott módszertan – bár kvantitatív részletezettségében nem tekinthető általánosnak – jól illusztrálja, hogy a portfóliótársaságok értékelése során milyen típusú mutatószámokat, milyen súlyozással vesz figyelembe egy részletesebb pénzügyi elemzési módszertan. Az alábbi táblázat tartalmazza a módszertan által fókuszba helyezett hét mutatószámot, azok pontos számítási módját, és az egyes mutatószám-értékekhez rendelendő pontértékeket. Ez alapján legalább 10, legfeljebb 100 pont érhető el a portfóliótársaság adott évi teljesítményének figyelembevételével.

Mutató	Számítása	Pontértékek				
		10	8	6	4	2
Árbevétel tervteljesítés	(tény árbevétel - terv árbevétel)/terv árbevétel	>-10%	-10%> >-30%	-30%> >-50%	-50%> >-65%	-65%>
Árbevétel tendencia	tény árbevétel/3 éves múltbeli átlag tény árbevétel	>115%	115%> >100%	100%> >85%	85%> >70%	70%>
Nyereség tervteljesítés	(tény adózott eredmény - terv adózott eredmény)/terv adózott eredmény	>-10%	-10%> >-30%	-30%> >-50%	-50%> >-65%	-65%>
Nyereség tendencia	tény adózott eredmény/3 éves múltbeli átlag tény adózott eredmény	>115%	115%> >100%	100%> >85%	85%> >70%	70%> vagy ha az éves eredmény negatív
Likviditási ráta	forgóeszközök/rövid lejáratú kötelezettségek	>2	2> >1,5	1,5> >1	1> >0,8	0,8>
Likviditási gyorsráta	(pénzeszközök+értékpapírok)/rövid lejáratú kötelezettségek	>0,5	0,5> >0,3	0,3> >0,2	0,2> >0,05	0,05>
Kivásárlási képesség	(eredménytartalék + adózott eredmény*kivásárlásig hátralévő évek száma)/befektetett tőke	40 pont, ha >1,1	pontszám = 40*mutató/1,1 minimum érték: 0			

6. táblázat Portfóliótársaság éves teljesítményének értékelése mutatószámokhoz rendelt pontértékek alapján

10.3 Esettanulmány

Az alábbi eset célja, hogy a hallgatók megismerkedjenek a kockázati tőke társaságok portfóliókezelési és monitoring tevékenységének egy részterületével, a portfóliótársaságok időszakonkénti kvalitatív és kvantitatív értékelésével. Az első alfejezetekben bemutatott – kizárólagosnak közel sem számító, de módszertanában a befektetők egy részére nézve jellegzetes – értékelési módszertant megismerve, azt rögtön alkalmazni is tudják a két példa társaság esetére.

10.3.1 A Játékfejlesztő Kft.

A Játékfejlesztő Kft. egy piaci kockázati tőke befektető bevonásával alakult 2014-ben. Fő tevékenysége „Számítógépes játék kiadása”, és ennek megfelelően mobiltelefonra és számítógépre is készít és ad ki játékokat. A cég indulása óta



Szegeden működik, kis létszámmal, a fejlesztői feladatok egy részét és a grafikai feladatok egészét kiszervezve. 2014-ben a Játékfejlesztő Kft., 156 eFt árbevételt és -9 128 eFt eredményt termelt. A következőkben a 2016. évhez kapcsolódó éves beszámoló adatok láthatók (az összegek ezer forintban), mely alapján a társaságot értékelni kell. A terv árbevétel 2016-ra 20 MFt, a tervezett eredmény 10 MFt volt. A tőkebefektető tulajdonrészének befektetésiértéke 50 MFt volt, míg a kiszállás tervezett időpontja 2020, azaz az értékelés időpontjában 4 év volt még hátra a befektetési időszakból.

IV. PORTFOLIÓTÁRSASÁGOK PÉNZÜGYI ÉRTÉKELÉSE

A számvitelről szóló 2000. évi C. törvényben meghatározott nagyságot jelző mutatóérték

	Tárgyévi üzleti évben	Tárgyévet megelőző üzleti évben	Tárgyévet két évvel megelőző üzleti évben
Üzleti évben átlagosan foglalkoztatottak száma	1	2	2

2016. január 01. - 2016. december 31. időszakra vonatkozó
Általános üzleti évet záró Egyszerűsített éves beszámoló

EREDMÉNYKIMUTATÁSA, Összköltség eljárással

Sorszám	Tételsor elnevezése	Előző üzleti év adatai *	Lezárt üzleti év(ek)re vonatkozó módosítások **	Tárgyévi adatok
001.	I. Értékesítés nettó árbevétele	1 860		1 626
002.	II. Aktivált saját teljesítmények értéke	0		0
003.	III. Egyéb bevételek	1		278
004.	IV. Anyagjellegű ráfordítások	5 160		2 355
005.	V. Személyi jellegű ráfordítások	2 905		512
006.	VI. Értécsökkenési leírás	236		236
007.	VII. Egyéb ráfordítások	43		36
008.	A. Üzemi (üzleti) tevékenység eredménye	-6 483		-1 235
009.	VIII. Pénzügyi műveletek bevételei	45		12
010.	IX. Pénzügyi műveletek ráfordításai	147		43
011.	B. Pénzügyi műveletek eredménye	-102		-31
012.	C. Adózás előtti eredmény	-6 585		-1 266
013.	X. Adófizetési kötelezettség	4		4
014.	D. Adózott eredmény	-6 589		-1 270

* Előző üzleti év adatai: Az Sztv. szerinti összehasonlíthatóság biztosított.

** Lezárt üzleti év(ek) módosítása: Nem

2016. január 01. - 2016. december 31. időszakra vonatkozó
Általános üzleti évet záró Egyszerűsített éves beszámoló

MÉRLEGE, Sztv. szerinti "A" változattal

Sorszám	Tételsor elnevezése	Előző üzleti év adatai *	Lezárt üzleti év(ek)re vonatkozó módosítások **	Tárgyévi adatok
001.	Eszközök (aktívák)			
002.	A. Befektetett eszközök	45 840		45 604
003.	I. Immateriális javak	18 095		18 095
004.	II. Tárgyi eszközök	311		76
005.	III. Befektetett pénzügyi eszközök	27 434		27 433
006.	B. Forgóeszközök	475		922
007.	I. Készletek	0		0
008.	II. Követelések	179		580
009.	III. Értékpapírok	0		0
010.	IV. Pénzeszközök	296		342
011.	C. Aktív időbeli elhatárolások	0		0
012.	Eszközök (aktívák) összesen	46 315		46 526
013.	Források (passzívák)			
014.	D. Saját tőke	45 516		44 245
015.	I. Jegyzett tőke	10 503		10 503
016.	II. Jegyzett, de még be nem fizetett tőke	0		0
017.	III. Tőketartalék	50 730		50 730
018.	IV. Eredménytartalék	-9 128		-15 718
019.	V. Lekötött tartalék	0		0
020.	VI. Értékelési tartalék	0		0
021.	VII. Adózott eredmény	-6 589		-1 270
022.	E. Céltartalékok	0		0
023.	F. Kötelezettségek	649		2 131
024.	I. Hátrasorolt kötelezettségek	0		0
025.	II. Hosszú lejáratú kötelezettségek	0		0
026.	III. Rövid lejáratú kötelezettségek	649		2 131
027.	G. Passzív időbeli elhatárolások	150		150
028.	Források (passzívák) összesen	46 315		46 526

* Előző üzleti év adatai: Az Sztv. szerinti összehasonlíthatóság biztosított.

** Lezárt üzleti év(ek) módosítása: Nem

7. Játékfejlesztő Kft. 2016. éves pénzügyi kimutatásai

10.3.2 A Szoftver Zrt.

A Szoftver Zrt. 2015-ben alakult, egy már meglévő szoftverfejlesztési vállalkozás utódjaként, egy cégcsoport részeként. A befektető egy állami körbe tartozó kockázati tőkealap volt, aki a cégben szavazatszövegszerű-, likvidációs és osztalékelszövegszerű részvénnyel rendelkezik.



A cég főtevékenysége „Információ-technológiai szaktanácsadás”, emellett „Egyéb szoftverkiadás” és „Számítógépes programozás” tevékenységi körökkel is foglalkozik. Ezen a területen – szoftverfejlesztés és kapcsolódó tanácsadás – elsősorban magyar nagyvállalatoknak és külföldi cégeknek (elsősorban az Egyesült Királyságban) dolgozik a cég. A terv árbevétel 2018-ra 250 MFt, a tervezett eredmény 75 MFt volt, a tőkebefektető tulajdonrészének befektetésiértéke 150 MFt volt (cégcsoport szinten). A következőkben a Szoftver Zrt. éves beszámoló adatai olvashatók 2017-2018. évekre (értékek ezer forintban), míg az ezt megelőző évek fő pénzügyi adatai:

- 2016: árbevétel 177 412 eFt; adózott eredmény 30 381 eFt
- 2015: árbevétel 22 866 eFt; adózott eredmény 10 576 eFt

A befektető úgy tervezi, hogy a 2020-as év után értékesíti társaságbeli részesedését.

IV. PORTFOLIÓTÁRSASÁGOK PÉNZÜGYI ÉRTÉKELÉSE

A számvitelről szóló 2000. évi C. törvényben meghatározott nagyságot jelző mutatóérték

Üzleti évben átlagosan foglalkoztatottak száma	Tárgyévi üzleti évben	Tárgyévet megelőző üzleti évben	Tárgyévet két évvel megelőző üzleti évben
	33	28	19

2018. május 01. - 2018. december 31. időszakra vonatkozó
Általános üzleti évet záró Egyszerűsített éves beszámoló
EREDMÉNYKIMUTATÁSA, Összköltség eljárással

Sorszám	Tételsor elnevezése	Előző üzleti év adatai *	Lezárt üzleti év(ek)re vonatkozó módosítások **	Tárgyévi adatok
001.	I. Értékesítés nettó árbevétele	198 843		480 970
002.	II. Aktivált saját teljesítmények értéke	0		0
003.	III. Egyéb bevételek	2		6
004.	IV. Anyagjellegű ráfordítások	38 978		99 110
005.	V. Személyi jellegű ráfordítások	88 844		208 484
006.	VI. Értékcsökkenési leírás	1 510		3 813
007.	VII. Egyéb ráfordítások	3 455		4 751
008.	A. Üzemi (üzleti) tevékenység eredménye	66 058		164 818
009.	VIII. Pénzügyi műveletek bevételei	277		144
010.	IX. Pénzügyi műveletek ráfordításai	3 484		9 811
011.	B. Pénzügyi műveletek eredménye	-3 207		-9 667
012.	C. Adózás előtti eredmény	62 851		155 151
013.	X. Adófizetési kötelezettség	5 657		25 746
014.	D. Adózott eredmény	57 194		129 405

* Előző üzleti év adatai: Az Sztv. szerinti összehasonlíthatóság biztosított. (közzétett beszámolóiból átemelt, nem módosított adatok)

** Lezárt üzleti év(ek) módosítása: Nem

2018. május 01. - 2018. december 31. időszakra vonatkozó
Általános üzleti évet záró Egyszerűsített éves beszámoló
MÉRLEGE, Sztv. szerinti "A" változattal

Sorszám	Tételsor elnevezése	Előző üzleti év adatai *	Lezárt üzleti év(ek)re vonatkozó módosítások **	Tárgyévi adatok
001.	Eszközök (aktívák)			
002.	A. Befektetett eszközök	10 615		12 100
003.	I. Immateriális javak	0		0
004.	II. Tárgyi eszközök	10 615		12 100
005.	III. Befektetett pénzügyi eszközök	0		0
006.	B. Forgóeszközök	327 671		506 612
007.	I. Készletek	0		0
008.	II. Követelések	142 607		183 569
009.	III. Értékpapírok	0		0
010.	IV. Pénzeszközök	185 064		323 043
011.	C. Aktív időbeli elhatárolások	8 967		2 603
012.	Eszközök (aktívák) összesen	347 253		521 315
013.	Források (passzívák)			
014.	D. Saját tőke	292 020		421 425
015.	I. Jegyzett tőke	10 000		10 000
016.	II. Jegyzett, de még be nem fizetett tőke	0		0
017.	III. Tőketartalék	48 086		48 086
018.	IV. Eredménytartalék	176 740		233 934
019.	V. Lekötött tartalék	0		0
020.	VI. Értékelési tartalék	0		0
021.	VII. Adózott eredmény	57 194		129 405
022.	E. Céltartalékok	0		0
023.	F. Kötelezettségek	39 027		81 727
024.	I. Hátrasorolt kötelezettségek	0		0
025.	II. Hosszú lejáratú kötelezettségek	0		0
026.	III. Rövid lejáratú kötelezettségek	39 027		81 727
027.	G. Passzív időbeli elhatárolások	16 206		18 163
028.	Források (passzívák) összesen	347 253		521 315

* Előző üzleti év adatai: Az Sztv. szerinti összehasonlíthatóság biztosított. (közzétett beszámolóiból átemelt, nem módosított adatok)

** Lezárt üzleti év(ek) módosítása: Nem

8. Szoftver Zrt. 2018. éves pénzügyi kimutatásai

10.4 Feladat

1. Értékelje a „Pénzügyi értékelési módszertan” részben ismertetett mutatószámrendszer szerint a két cég teljesítményét (a Szoftver Zrt. esetében a 2018-as évet, a Játékfejlesztő Kft. esetében a 2016-os évet)! Ezek alapján milyennek látja a két cég működését?
2. Az éves beszámolókat általánosságban is áttekintve mivel egészítené ki az értékelést?
3. Az információk és az elemzési eredmények alapján milyen kérdéseket tenne fel a két befektetési társaság vezetőségének?
4. Milyen javaslatai lennének a két cég portfóliókezelése számára? Tenne-e az elemzés alapján lépéseket, és amennyiben igen, melyeket?

10.5 Források

- Brush C. G. & Vanderwerf P. A. (1992), 'A comparison of methods and sources for obtaining estimates of new venture performance', *Journal of Business Venturing*, 7, 157-170
- Chandler G. N. & Hanks S. H. (1993), 'Measuring the performance of emerging businesses: A validation study', *Journal of Business Venturing*, 8, 391-408
- Jáki, E. (2008). Racionalitás és beruházás értékelés, 2008. október in: Bartók István; Simon Judit: 60 éves a Közgazdaságtudományi Egyetem: A Jubileumi Tudományos Konferencia alkalmából készült tanulmányok. Gazdálkodástudományi kar, könyvfejezet, Budapest, AULA, 39-53.
- Jáki, E. and Molnár, E. M. (2017): Állami és uniós szerepvállalás a magvető életszakaszban lévő vállalkozások kockázattőke-finanszírozásában, In: Farkas, Beáta; Pelle, Anita (szerk.) *Várakozások és gazdasági interakciók*, Szeged, JATEPress Kiadó, 97-110. o.
- Jáki, E. (2017a): Kimutatások elemzése; in: Jáki Erika: *Üzleti terv pénzügyi vonatkozásai*; 2017, Budapest, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa; 22-65. o.; ISBN 978-615-80642-2-4
- Jáki, E. (2017b): *Üzleti terv és a pénzügyi terv kapcsolata*; in: Jáki Erika: *Üzleti terv pénzügyi vonatkozásai*; 2017, Budapest, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa; 6-12. o.; ISBN 978-615-80642-2-4
- Jáki, E. (2017c): *Üzleti terv dokumentáció*; in: Jáki Erika: *Üzleti terv készítés*; 2017, Budapest, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa; 6-23. o.; ISBN 978-615-80642-3-1
- Jáki, E. (2017d): *Stratégiai elemzés*; in: Jáki Erika: *Üzleti terv készítés*; 2017, Budapest, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa; 38-69. o.; ISBN 978-615-80642-3-1
- Jáki, E. (2018a): A befektetési társaságoknál ellátandó funkciók in Jáki E, Berlinger E, Lovas A, Csepy (2018): *Szemelvények a vállalatfinanszírozás témaköréből I.* Budapest, Budapesti Corvinus Egyetem.; 5-23. old. ISBN 978-963-503-748-3; <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3861/>

- Jáki, E. (2018b): A befektetési társaságok döntéshozatali folyamatai in: Jáki, E. (szerk., 2018): Szemelvények a vállalatfinanszírozás témaköréből I., Budapest, Budapesti Corvinus Egyetem, 41-71. old. ISBN 978-963-503-748-3; <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3861/>
- Kristóf, T. (2005): A csődelőrejelzés sokváltozós statisztikai módszerei és empirikus vizsgálata. Statisztikai Szemle. 83(9): 841-863.
- Kristóf, T. (2008): Gazdasági szervezetek fennmaradásának és fizetőképességének előrejelzése. PhD értekezés. Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdálkodástani Doktori Iskola, Budapest.
- Kristóf, T. & Virág, M. (2017): Lifetime probability of default modeling for Hungarian corporate debt instruments. In: Zoltayné, Paprika Z. et al. (eds): ECMS 2017: 31st European Conference on Modelling and Simulation. ECMS-European Council for Modelling and Simulation, Nottingham, 41-46. o.
- Murphy G. B. & Tailer J. W. and Hill R. C. (1996), 'Measuring Performance in Entrepreneurship Research', Journal of Business Research, 36, 15-23
- Robinson K. C. (1998), 'An Examination of the influence of industry structure on eight alternative measures of new venture performance for high potential independent new ventures', Journal of Business Venturing, 14, 165-187
- Virág, M. & Fiáth, A. (2010): Financial Ratio Analysis Aula Kiadó, Budapest, 2010. 158p
- Virág, M. & Kristóf, T. (2009): Többdimenziós skálázás a csődmodellezésben. Vezetéstudomány. 40(1): 50-58.
- Virág M. & Nyitrai T. (2014): Is there a trade-off between the predictive power and the interpretability of bankruptcy models? The case of the first Hungarian bankruptcy prediction model. Acta Oeconomica, 64(4): 419-440. DOI: 10.1556/AOecon.64.2014.4.2.

A könyv szerzői

Dr. Jáki Erika a Budapesti Corvinus Egyetem Vállalkozásfejlesztési Intézet egyetemi docense. Tárgyfelelőse az Üzleti terv készítés, Vállalati Pénzügyi tervezés és az Vállalati Üzleti tervezés és a Kockázati tőkefinanszírozás tantárgyaknak. Oktatója volt a Vállalatfinanszírozás és a Vállalati Pénzügyek tárgyaknak. Kutatási területe viselkedéstani (behavioural) vizsgálata a pénzügyi tervezésnek, kockázati tőkepiac, és az állami szerepvállalás a KKV-k finanszírozásában, vállalatértékelés és pénzügyi tervezés. Belső ellenőrként dolgozik az MFB Invest Zrt.-nél, RFH Zrt.-nél, Corvinus Nemzetközi Befektetések Zrt.-nél. Korábban a Hiventures kockázati tőkebefektető Zrt.-nél és az MFB Ingatlanfejlesztő Zrt.-nél is ellátta a belső ellenőrzési feladatokat.

Dr. Aranyossy Márta a Budapesti Corvinus Egyetem Vállalkozásfejlesztési Intézetének egyetemi docense, a Corvinus Business School vállalati kapcsolatok és alumni igazgatója. Kutatásai során elsősorban az információtechnológia üzleti értékteremtésével foglalkozik, legyen az egyedi IT projekt értékelés, e-kereskedelmi értékteremtés, IT cégek értékelése vagy e-kormányzati kezdeményezések sikere és értékteremtése. Oktatóként elsősorban pénzügyi elemzést és az IT menedzsment kérdéseire fókuszáló tárgyakat tanít, tanácsadóként pedig szakterülete a vállalatértékelés, a pénzügyi elemzés, a pénzügyi tervezés és a belső ellenőrzés.

Csepy Gábor a Budapest Corvinus Egyetem Gazdálkodástani Doktori Iskolájának PhD hallgatója stratégiai menedzsment specializációban. Tanulmányai során aktív szerepet vállalt a Vállalkozásfejlesztési Intézet által oktatott Vállalati Döntéstámogató Rendszerek és Vállalatfinanszírozás magyar és angol nyelvű kurzusain. Kutatási területéhez tartozik az üzleti transzformáció, valamint a Fintech innovációk gazdasági szervezetekre gyakorolt hatásának vizsgálata. Szabadúszó vállalkozóként foglalkozik stratégiai és pénzügyi tanácsadással, korábban a Morgan Stanley-nél dolgozott senior pénzügyi elemzőként, valamint a Vialto Consulting Kft.-nél vezetési tanácsadóként.

Freész Gergely a Budapest Corvinus Egyetem Gazdálkodástani Doktori Iskolájának PhD hallgatója stratégiai menedzsment specializáción. Kutatási területe az intézményes kockázati tőke és a vállalkozások kapcsolatának vizsgálata. Emellett az Oxo Holdings Zrt. igazgatósági tagja és befektetője, valamint a Studio1 Startup Factory Preseed Befektetési Zrt. volt vezérigazgatója és befektetője. Korábban dolgozott vezető tanácsadóként az MFB Invest-nél majd kockázati tőke szakértőként az MFB-nél. A Budapesti Corvinus Egyetemen működő Spin-Off Klub nyílt és ingyenes rendezvénysorozat egyik szervezőjeként induló vállalkozások mentorálásával is foglalkozott.

Molnár Endre Mihály a Budapest Corvinus Egyetem Gazdálkodástani Doktori Iskolájának PhD hallgatója vállalati pénzügyek specializáción. Kutatási területe a kockázati tőkés befektetési preferenciák és az állami kockázati tőke. Az egyetem Vállalati Pénzügyi Tervezés, Vállalati Üzleti Tervezés és Kockázati Tőkefinanszírozás tárgyainak oktatója. A PhD tanulmányai előtt Pénzügy MSc diplomát szerzett és dolgozott a Hinvetures jogelődjénél Corvinus Kockázati tőkealapkezelő Zrt-nél pénzügyi elemzőként.

László Ádám az online nemzetközi tananyag-piac meghatározó szereplőjének, az iSLCollective-nek társalapító ügyvezetője. Közgazdászként a pénzügyekért, tervezésért és üzleti menedzsmentért felelős. Elemzője, majd Befektetési menedzsere volt a Primus Capital Kockázati Tőkealapkezelőnek. Befektetési szakértőként kollégáival több száz befektetési lehetőséget vizsgált meg és vett részt a Tőkealapkezelő befektetési folyamatában. CFO volt a BBS Zrt.nél, mely a Primus Capital Kockázati Tőkealapkezelő Zrt. egyik portfólió vállalata volt.

A könyvben található képek a <https://pixabay.com/>⁷¹ jogdíjmentes fotói.

⁷¹ A Pixabay szerzői jogokkal védett képek és videók tárháza. Minden tartalom a Creative Commons CC0 alatt kerül kiadásra. A képek, videók felhasználhatóak engedély kérése nélkül - még kereskedelmi célokra is.

A könyv lektora

Dr. Halmosi Péter a Szegedi Tudományegyetem Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézetének egyetemi docense, korábban a Szegedi Tudományegyetem ipari kapcsolatokért felelős igazgatóhelyettese. Több mint tíz éve foglalkozik gyakorlati oldalról innováció menedzsmenttel, 3 éve egy élettudományi technológia-orientált start-up cég ügyvezetője. Kutatási területe a korai fázisú technológia-orientált vállalkozások finanszírozási, skálázási problémái, az Ipar 4.0 hatása a vállalatok működésére, innovatív termékfejlesztés. Közreműködött két hazai technológiai inkubátor elindulásánál. Rendszeresen vesz részt tőkebefektetésekhez kapcsolódó cégtávilágítási és döntés előkészítési projekteken.



**SZEGEDI TUDOMÁNYEGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR**

A szerző további könyvei



Jáki Erika(2017): **Üzleti terv készítés**

A könyv az üzleti terv dokumentum szöveges részének elkészítésében ad útmutatást, részletesen ismerteti a tartalmi követelményeket. Az üzleti tervezést megelőző információfeldolgozást segítik a stratégiai tervezési modellek, melyek gyakorlati példákkal kerülnek bemutatásra. Tárgyalja a könyv a tulajdonosi kontroll eszköztárát, végül a vállalkozások etikai, társadalmi felelősségvállalását ismerteti.

A könyv ingyenesen letölthető: <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3123/>



Jáki Erika (2017): **Üzleti terv pénzügyi vonatkozásai**

A könyv egy üzleti ötlet első pénzügyi tesztelésének módszertani ismertetését követően kitér a historikus pénzügyi kimutatások elemzésére, végül a banki finanszírozói szempontok kerülnek bemutatásra.

A könyv ingyenesen letölthető: <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3125/>



Jáki Erika (2018): **Pénzügyi kimutatások gyakorlati pénzügyi modellezés**

A könyv az olvasót bevezeti a pénzügyi modellezés alapjaiba, beruházás, értékesítés és finanszírozás területeket külön tárgyalva. A könyv kitér a stratégiai tervek a pénzügyi kimutatásokra gyakorolt hatására. Végül a kimutatások vizsgálatára tér ki könyvvizsgáló i oldalról.

A könyv ingyenesen letölthető: <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3860/>



Jáki Erika (2018): **Szemelvények a Vállalatfinanszírozás témaköréből I.**

A könyv egy-egy aktuális vállalatfinanszírozási témát jár körbe. Az első három fejezet a befektetési társaságok, kockázati tőke-alap kezelők szervezeti felépítését, döntéshozatali mechanizmusát mutatja be. A negyedik, ötödik és hatodik fejezet a befektetések során felmerülő beruházás értékelési kérdésekkel, az erkölcsi kockázattal és játszmalehetőségekkel foglalkozik. Az utolsó fejezet a crowdfunding finanszírozási termékeket mutatja be.

A könyv ingyenesen letölthető: <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3861/>