

KARSAI Judit

KIVÁSÁROLT CÉGEK - TULAJDONOS VEZETŐK

Egy, az európai kivásárlásokról a közelmúltban készített felmérés szerint a kivásárlásoknak fontos szerepük van a gazdaság átstrukturálásában, az átlagosnál jobb teljesítmény elérésében, a versenyképesség növelésében, a foglalkoztatottság javításában és a dolgozóknak a vállalatok életébe történő bevonásában. Az eredmények eléréséhez elengedhetetlen a professzionális finanszírozók részvétele a kivásárlási akciókban. Ezeknek nemcsak a pénzügyi feltételek biztosításában van szerepük, de tanácsadó és ellenőrző funkciójuk is fontos a kivásárolt cégek sikeréhez. A szerző¹ e felmérés megállapításaihoz fűzi hozzá saját gondolatait.

Kivásárlás² esetén magánszemélyek és/vagy professzionális befektetők – tehát nem szakmai befektető vállalatok – jelentős tulajdoni hányadot szereznek egy vállalkozásban, azaz átveszik annak ellenőrzését. A befektetés rendszerint hitel igénybevételével történik, hiszen általában sem a magánszemélyek, sem pedig a professzionálisan befektetésre szakosodó szervezetek nem rendelkeznek elegendő saját forrással az irányítás megszerzéséhez. A kivásárlás mint átvételi technika egyaránt alkalmas teljes vállalatok, leányvállalatok és önálló gazdálkodást korábban nem folytató vállalatrészek megvásárlására. A kivásárlásról szóló szakirodalom a tőkebefektetés szerepe mellett erőteljesen hangsúlyozza a *vállalatkormányzás színvonalának javulásából* eredő pozitív hatást, ami főként a koncentráltabb tulajdonosi körből, a hitel visszafizetésének kényszeréből, a tulajdonossá vált vezetők nagyobb önállóságából, valamint a professzionális befektetők által hatékony ellenőrzésből fakad.

A kivásárlások technikai lebonyolítása szempontjából többféle ügylettípus alakult ki a gyakorlatban. A *leghelterjedtebb megoldás a vezetői kivásárlás* (management buy-out), amikor a kivásárlásra kerülő vállalat korábbi vezetői tulajdonosokká válnak a professzionális finanszírozók mellett. További kivásárlási konstrukciók

képviselnek azok az ügylettípusok, amikor *vállalaton kívülről jövő vezetői csoport* szerez a befektetők mellett tulajdont a kivásárolt cégekben (management buy-in), amikor a vezetők mellett a *munkavállalókat is* bevonják a tulajdonosok körébe (management-employee buy-out), illetve amikor a kivásárlást maguk a professzionális befektetők kezdeményezik (investor-led buy-out).

Sokszor meghatározó jelentőségű a kivásárolt cég utóélete szempontjából, hogy a kivásárlás kezdeményezése melyik féltől indul ki. Egy túlságosan diverzifikált anyavállalathoz tartozó részleg vezetői például jelentős hatékonysági tartalékokat tárhatnak fel, ha szabad kezet kapnak a korábban is alájuk tartozó cég/részleg irányításánál. A professzionális befektetők felismerhetik valamely tőzsdei cég szórt tulajdonosi struktúrájából fakadó azon ellenőrzési problémákat, amelyeket kiküszöbölve jelentősen növelhető a vállalat üzleti értéke. A munkavállalók részvételével lebonyolított kivásárlás olyan esetekben teremthet többlet értéket, amikor a dolgozók különleges szaktudással rendelkeznek, s megfelelő motiválásuk, elkötelezettségük kulcsfontosságú a cég versenyképességét alakító tényezők között.

A kivásárlások népszerűségüket két alapvető körülménynek köszönhetik. Egyrészt lehetővé teszik, hogy a kivásárlás során a cégek tulajdonossá váló vezetői személyesen is érdekeltek legyenek cégük értékének

A kivásárlások megoszlása a kivásárolt cég eredeti tulajdonosa szerint néhány európai országban és az USA-ban 1997–1999 években (százalék)

Ország	Vállalati divíziók kivásárlása	Magán/családi cégek kivásárlása	Nyilvános/tőzsdei cégek kivásárlása	Állami cégek kivásárlása	Egyéb kivásárlás	Kivásárlási ügyletek darabszáma
Finnország	75,4	20,0	0,0	4,6	0,0	65
Franciaország	45,2	43,8	4,1	2,7	4,2	365
Németország	61,3	30,9	1,5	1,5	4,8	194
Olaszország	37,8	56,1	1,2	3,7	1,2	82
Hollandia	75,6	23,8	0,0	0,0	0,6	172
Svédország	72,1	18,0	6,6	1,6	1,7	61
Svájc	61,9	36,3	0,6	0,0	1,2	160
UK	42,2	48,3	5,0	1,3	3,2	1881
USA	64,1	30,8	5,1	0,0	0,0	828

Forrás: Wright, M. – Hoskisson, R. E. – Busenitz, L. W. – Dial, J. (2001)

növekedésében. A tulajdon és az ellenőrzés, a tulajdonosi és operatív irányítási funkció egyesülésével rendkívüli vállalkozói energiák szabadulnak fel. Az alkalmazottból tulajdonossá előlépő vezetők motivációja alapvetően megváltozik. A menedzsment mindent megtesz, hogy „bizonyítson”, azaz kiaknázza a vállalatban rejlő – általa már korábban felismert – lehetőségeket (Karsai, 1991). A kivásárlások népszerűségének másik oka, hogy a kockázat vállalására hajlandó professzionális befektetőknek módjuk nyílik arra, hogy társtulajdonosi minőségben – a menedzserek motiválása és a nekik nyújtott tanácsok, a befektetők saját szakismeretei és kapcsolatrendszerének latba vetése, valamint az általuk alkalmazott szigorú ellenőrzési gyakorlat folytán – stabilan növekedő, nagy biztonsággal előrejelezhető jövedelmekkel kecsegtető cégekbe investáljanak, amelyeken idővel jelentős haszonnal tudnak túladni.

A kivásárlások típusai

A kivásárlásnak igen sok típusa létezik aszerint, hogy a kivásárolt cég korábban önálló volt-e, avagy egy vállalatcsoport divíziójaként működött, tőzsdén jegyzett nyilvános cég volt-e, amit a kivásárlással épp a tőzsdéről szándékoznak kivonni, avagy olyan családi vállalkozás, ahol a cégtulajdonos utódlását kell megoldani. Ugyancsak megkülönböztetett szerepe van a privatizációs programok során állami tulajdonból magáncégeket létrehozó kivásárlásoknak, továbbá a csődbe jutott vállalkozásokba kivásárlással életet lehelő ilyen jellegű befektetéseknek. A családi tulajdonban lévő vállalkozások túlsúlya, a privatizációs prog-

ramok előtérbe kerülése avagy egy erőteljesebb dekonjunkció a kivásárlások más-más funkcióját domborítják ki. Válság idején a kivásárlás cégek bezárását akadályozhatja meg, alkalmas lehet az elvárásokat be nem váltó korábbi felvásárlások visszacsinálására, a konszernnek ún. üzleti magjához nem tartozó részlegek leépítésére, illetve az utód nélkül maradt családi vállalkozások „fejének” nyugdíjba vonulását is segíthetik. Az 1. táblázat nyolc nyugat-európai ország, valamint az Amerikai Egyesült Államok 1997 és 1999 között végrehajtott kivásárlásainak megoszlását mutatja be a kivásárlások fő típusai szerint.

A kivásárlások kutatásával több mint egy évtizede foglalkozó angliai kutatóintézet, a Centre for Management Buy-out Research (CMBOR) 2000. évre vonatkozó legfrissebb felmérése szerint ebben az évben mind az Egyesült Királyságban, mind pedig a kontinentális Európában az adott országban működő *nagyvállalatok által leépített leányvállalatok, részlegek kivásárlása dominált*. A második leggyakoribb kivásárlási ügylettípus a családi és magán tulajdonban lévő cégek kivásárlása volt, míg az állami szektorból történő kivásárlások jóformán eltűntek a palettáról. A tőzsdei cégek kivásárlása, az addig nyilvános vállalkozások magáncéggé válnak, ugyancsak vesztett jelentőségéből, miközben ezen ügyletek egyedi értéke jelentősen emelkedett.

A kivásárlások jelentősége

Az Európai Kockázati- és Magántőke Egyesület (European Private Equity & Venture Capital Association, EVCA) megbízásából a PricewaterhouseCoopers

cég által összeállított legfrissebb statisztikából (EVCA, 2001/a) kitűnik, hogy a kivásárlásokat tőkebefektetésekkel elősegítő professzionális finanszírozók 2000-ben a befektetési céllal összegyűjtött összes friss magántőke mintegy felét, azaz 24,3 milliárd eurót szánták európai kivásárlásokra. Ez az arány hasonló volt 1999-ben is, tehát a *befektetők szándékát tekintve a tervezett kivásárlások jelentősége lényegében nem változott.* (Ez az 1999-ben e célra szánt mintegy 12 milliárd euró megkétszereződését jelentette 2000-ben.) A ténylegesen kivásárlásra fordított magántőke befektetések részaránya azonban az 1999. évi 53%-hoz képest 2000-ben 41%-ra csökkent, miközben az induló, valamint az expanzív szakaszban lévő, különösen a technológiai ágazatokban működő cégek finanszírozásának aránya nőtt. A kivásárlások értéke azonban így is növekedett, mivel az 1999. évi 13,3 milliárd euróhoz képest 2000-ben 14,4 milliárd eurót ért el.

Az EVCA felmérése szerint az átlagos befektetési méret nagyság a kivásárlások esetében igen erőteljesen nőtt, azaz a finanszírozók 2000-ben *sokkal nagyobb horderejű ügyleteket finanszíroztak*, mint egy évvel korábban. (Holott a kivásárlásra fordított magántőke befektetések 7,5 millió eurós átlagos értéke már 1999-ben is erőteljesen meghaladta az összes befektetésre vonatkozó 2,2 millió eurós átlagot.) A különbség 2000-ben tovább nőtt, mivel az átlagos 2,7 millió eurós befektetéshez képest a kivásárlási ügyleteknél befektetett tőke átlagos nagysága már 13,5 millió eurós összeget ért el.

A CMBOR 2001 nyarán megjelentetett negyedéves áttekintése szerint a kivásárlási piac az egyes nyugat-európai országok gazdaságának méretéhez – azaz GDP-jéhez – viszonyítva eltérő jelentőségű (CMBOR, 2001). E mérőszámból kitűnik, hogy a legrégebbi kivásárlási tradícióval rendelkező Egyesült Királyságban a kivásárlási piac jelentősége messze túlszárnyalja az összes többi nyugat-európai országét. 2000-ben a kivásárlások GDP-hez viszonyított aránya az Egyesült Királyságban majdnem elérte a 2,5 százalékot. Egy százalék feletti arányt mindössze egyetlen további európai ország, Svédország produkált, míg Dániában, Németországban, Svájcban, Norvégiában, Finnországban és Franciaországban meg haladta a 0,5 százalékos értéket. Külön említést érdemel Németország helyzete, amely az 1999-ben elért 0,2%-ról – ez akkor majdnem az utolsó helyet jelentette a fejlett európai országok között – 2000-ben már negyedik helyre jött fel 0,75%-os szintjével. A CMBOR felmérése hangsúlyozza, hogy a kontinentális európai piacok közül Németország képviseli a legnagyobb kivásárlási piacot, ami az ügyletek egyedi értékének jelentős növekedésével magyarázható.

A kivásárlások hatása

A kivásárlási akciók elemzésére vállalkozó szakértők többsége eddig a közvetlen, *rövid távon érvényesülő hatásokra koncentrált.* A menedzserek megváltozott pozíciója, a professzionális befektetők ellenőrző szerepe, valamint a kivásárlás lebonyolításához rendszerint felvett nagyarányú hitelek teremtette mozgástér és visszafizetési kényszer rendszerint rendkívül előnyösen hat a kivásárolt cégek teljesítményére. Míg az újfajta ösztönzés, a szigorú ellenőrzés és a magas adósságok nyomán megkezdett költségcsökkentés erőteljesen és gyorsan hat a megvett vállalkozások profitjára, hosszabb távon már jóval nehezebb tovább növelni a jövedelmezőséget. Kétséget ébreszt, hogy a cégek hitelképességét a tulajdonosváltás érdekében „elhasználó” konstrukció nem teszi-e a kivásárolt cégeket sebezhetővé a jövőben keletkező esetleges veszteségek elviselésékor, illetve kedvező beruházási lehetőségek megragadásakor, avagy egy időközben bekövetkező recesszió idején az adósságszolgálat teljesítésének megnövekedett kockázata miatt.

A tisztánlátást ma már megkönnyíti, hogy a professzionális európai magántőke befektetőket tömörítő EVCA 2001 januárjában megjelentette az első olyan átfogó hatástanulmányt (EVCA, 2001/b), amely nem csupán egy-egy országban, hanem az összes fejlett európai államban együttesen elemezte a kivásárlások gazdaságra gyakorolt hatását. Az EVCA megbízásából a felmérést elvégző CMBOR három szempontból vizsgálta a nyugat-európai kivásárlási piac működésének utolsó öt esztendejét. Megvizsgálta a kivásárlások hátterét, azaz a kivásárolt cégek jellemzőit, a kivásárlás indokait, valamint a kivásárlásnál alkalmazott tranzakciók típusait. Képet adott a kivásárlások működéséről, azaz a létrejött új szervezetekről, illetve az ezek által követett stratégiákról. Végül elemezte a cégek kivásárlás utáni teljesítményét, azaz számba vette az ügylet után egy meghatározott idő elteltével elért eredményeket. A 2000 nyarán végrehajtott felmérés 300 olyan reprezentatív kérdőív adatainak összegzésén alapult, amelyet 1992–1997 között kivásárolt cégek küldtek vissza.

A válaszok rendkívül pozitív képet festenek a kivásárlásokról. A felmérés legbeszédesebb adata szerint a válaszolók elsősorban 84% úgy vélte, hogy a cég kivásárlás nélkül vagy megszűnt volna vagy kevésbé erőteljesen növekedett volna. Hasonlóan magas arányban vélték úgy a kivásárolt cégek, hogy az ügyletekben résztvevő professzionális befektetők pénzügyi és nem pénzügyi hozzájárulása meghatározó volt az eredmények elérésében. A sikert jelzi, hogy a cégek kétharmada versenytársainál jobb teljesítményt ért el a

vizsgált időszakban. A kivásárlások gazdasági és társadalmi hatása egyébként érzékelhető az érintett vállalkozások árbevételének és profitjának növekedésén, a foglalkoztatottak számának és kereseti színvonalának emelkedésén, az export hányad növekedésén, a marketingmunka javulásán és a vevők jobb kiszolgálásán. A felmérés fenti eredményei akkor is figyelemre méltóak, ha a csődbe jutott és időközben megszűnt vállalkozások vezetői értelemszerűen nem töltötték ki a kérdőíveket, így a reprezentativitás csak a kivásárláson át esett és a vizsgálat idején még működő cégek tekintetében állt fenn. (Függetlenül attól, hogy a befektetők időközben már eladták-e részesedéseiket.)

A kivásárlások legfontosabb okait elemező felmérés szerint – a CMBOR már említett vizsgálatához hasonlóan – elsősorban akkor kerül sor ilyen tranzakcióra, amikor egy leányvállalat nem illeszkedik az anyavállalat stratégiájába. Ezt az okot jelölte meg a válaszadók közel 45 százaléka. A kivásárlások további fontos – a válaszok közel negyedében előforduló – kiváltó oka az eladásra kerülő cég finanszírozási problémája, illetve rossz teljesítménye, amelyet a kivásárló csoport a tulajdonoscseré révén kíván megoldani. Végül az indokok között fontos helyet foglal el a tulajdonosok nyugdíjazása miatti lépéskényszer, mely az ügyletek több mint egyötödénél játszott szerepet. A fenti indokok ismeretében nem meglepő, hogy a kivásárolt cégek eladói elsősorban több vállalattal rendelkező anyavállalatok, illetve magán/családi tulajdonban lévő vállalkozások tulajdonosai voltak. A kivásárlásnál alkalmazott legelterjedtebb tranzakció a vezetői kivásárlás volt, amit a mintába bekerült cégek közel háromnegyede alkalmazott. A vezetői bevásárlás ehhez képest sokkal kisebb arányban (16%) fordult elő, s az összes többi megoldás részaránya mindössze 12%-os volt.

A felmérés maximálisan igazolta, hogy a kivásárlások *hosszú távú fejlődési lehetőséget kínálnak* a kivásárlásra kerülő vállalkozásoknak. A finanszírozók által a kilépésig eltervezett időtartam ugyanis a válaszadók negyedénél meghaladta az öt évet. Hatvan százalék feletti volt azon ügyletek aránya, ahol a befektetők négy vagy ennél több év után tervezték a kiszállást. A hosszabb távú elképzelések komolyságát támasztja alá, hogy a kivásárlás kapcsán a cégeknek juttatott friss tőkét a vállalkozások hosszú távú stratégiai fejlesztésének megalapozására használták, többek között a K+F, a marketing, a beruházás és az oktatás területén. A válaszokból az derült ki, hogy a kivásárlással alapvetően fontos stratégiai területeken sikerült a cégek fejlődését korábban akadályozó tényezőket kikü-

szöbölni. A mintában szereplő – 1992 és 1997 közötti – kivásárlásoknál a kivásárlás időpontjától a befektetők kiszállásának időpontjáig (illetve ennek hiányában 1999-ig) a kivásárlás nyomán az árbevételhez viszonyítva 66%-kal nőtt a K+F ráfordítás, 62%-kal a beruházás, 59%-kal a marketingkiadás, s 54%-kal az oktatásra fordított összeg. A tulajdonoscserét követően a cégek kulcsfontosságú stratégiai akciókat valósítottak meg. Így a vállalkozások szélesítették termékkörüket (70%), új piacokra hatoltak be (63%), új üzemeteket, telephelyeket létesítettek (54%), illetve meglévő üzemeiket fejlesztették (52%). A megkérdezett vállalatok véleménye szerint a kivásárlást követően elsősorban a pénzügyi ellenőrzés javítása, a hatékonyabb működés, illetve a vevők magasabb színvonalú kiszolgálása eredményezte a szóbanforgó cég értékének emelkedését.

A kivásárlások jótékony hatását jelzi, hogy a felmérésre válaszoló cégek több mint 60%-ánál nőtt a foglalkoztatottság, negyedénél ugyanakkor visszaesett. A foglalkoztatottak összlétszáma átlagosan 47%-kal nőtt a kivásárlás nyomán, s az alkalmazottak számának növekedése azok díjazásának emelkedésével kapcsolódott össze. Az is kiderült azonban, hogy a munkavállalók új szemléletű kezelése, azaz a cég életébe történő jobb bevonása és motiválása ugyancsak elengedhetetlen az eredmények eléréséhez. A legnagyobb változás abban volt érzékelhető, hogy a cégek *alkalmazottaikat a vállalkozás integráns részeinek tekintik*. A kivásárolt cégek sokféle stratégiát alkalmaznak annak érdekében, hogy megszerezzék és javítsák alkalmazottaik elkötelezettségét. Ezek közé tartozik sok olyan intézkedés, amely javítja a kommunikációt és csökkenti a vezetők és alkalmazottak közötti távolságot. A motiválás fontos eszköze volt, hogy nemcsak a vezetők, hanem az alkalmazottak keresete és juttatásai is emelkedtek. A kereset, valamint a részvényekből történő részesedést tartalmazó kompenzációs csomagok formájában adott juttatás a felső és középvezetők esetében a cégek 70%-ánál, más alkalmazottak esetében pedig a vállalkozások 60%-ánál emelkedett. A mintában szereplő cégek opciós konstrukciók által érintett foglalkoztatottainak aránya ötszörösére, a teljesítményhez kötött bérezésbe bevont alkalmazottak száma pedig kétszörösére nőtt a vizsgált időszakban.

A kivásárolt cégek teljesítményének elemzése azt mutatja, hogy a kivásárlást követően *lényeges javulás következett be mind az árbevétel, mind a nyereség terén*. A kivásárlás utáni erőteljes árbevétel-növekedés az új részvényesek számára azt jelzi, hogy a cég kompetens menedzserei – ha ehhez megfelelő szabadságot kapnak – képesek felgyűlt tapasztalataikat jobb pénz-

ügyi teljesítmény mutatókra lefordítani. Az adatok szerint ráadásul nem csupán a kivásárlást követő évben következik be erőteljes forgalom növekedés, hanem az elért magasabb szintet a cégek tartani is tudják. A felmérés szerint az átlagos éves árbevétel növekedése a kivásárlás előtti év 9,1%-os szintjéről a kivásárlás utáni harmadik évre 16,7%-ra nőtt. A tulajdonosok számára azonban a nyereség szintjének növekedése az igazán fontos adat. Az ún. EBIT mutató, azaz a kamatok és az adók levonása előtti – adózatlan – nyereség a forgalom százalékában mérve gyorsan nőtt a kivásárlást követően, majd egy magasabb szinten stabilizálódott. Az átlagos EBIT mutató a kivásárlás évében több mint felével, 4,2%-ról 6,4%-ra nőtt. A legnagyobb növekedés a kivásárlás utáni első évben következett be, amikor e mutató már 7,5%-ot ért el. A második év némi visszaesést követően a harmadik évben 7%-on állapodott meg. Összességében nem meglepő a fentiek alapján, hogy a megkérdezett vállalkozások *versenypozícióik javulásáról számoltak be*. A versenyhelyzet javulása a piaci részesedés növekedése mellett következett be, így vált lehetővé, hogy az érintettek – némileg szubjektív – megítélése szerint a kivásárolt cégek közel kétharmada versenytársaikhoz képest gyorsabb forgalomnövekedést és nyereségemelkedést ért el.

A felmérés fontos további tanulsága, hogy a finanszírozásban résztvevő professzionális befektetők szerepe messze túlmutat a pénzügyi aspektusokon. A befektetők legfontosabb nem pénzügyi hozzájárulásaként a válaszadók a pénzügyi tanácsadást és a kapcsolatrendszer biztosítását jelölték meg. A legtöbb finanszírozó ugyanis ún. „hands-on” *stratégiát követett*, amikor információs igényén, illetve tanácsain keresztül közvetlenül befolyásolta a vállalkozások irányítását. Erre utal, hogy 68%-uk heti, illetve havi rendszerességgel tartott kapcsolatot a cégek vezetőivel. A kivásárolt cégek arról számoltak be, hogy a befektetők hozzájárulása a vállalat sikeréhez nem korlátozódott kizárólag a pénzügyi teljesítmény ellenőrzésére, illetve pénzügyi tanácsok nyújtására. A finanszírozóknak fontos szerepe volt többek között az új ötletek, elképzelések felszínre hozatalában, az üzemi teljesítmény alakulásának ellenőrzésében, a stratégia formálásában, illetve az új kihívásokkal való szembenézés megtörténetében.

A kivásárolt cégek vezetői által adott válaszok összességében alátámasztják azt a korábbi, ám mindeddig nem bizonyított nézetet, hogy a *professzionális befektetők kulcsfontosságú szerepet játszottak a kivásárlások megvalósításában és sikerében*. Elsőprő hányaduk szerint a nem megvalósított kivásárlás a cégek tönkremeneteléhez vezetett volna, vagy csak igen korlátozott növekedési kilátásokkal rendelkeztek volna. A

válaszolók közel fele szerint a befektetők tőkéje elsősorban a beruházások és a foglalkoztatás terén éreztette hatását, míg a K+F kiadások növekedésével harmaduk, az export növekedésével negyedük kapcsolta össze a finanszírozók hozzájárulását. A válaszadók kétötöde nem is maradt volna életben, közel fele pedig lassabban fejlődött volna, s mindössze az esetek 2%-ában merült fel az a lehetőség, hogy a kivásárlás lassította a cég fejlődését.

Összességében a felmérés igazolta, hogy a kivásárlások fontos mechanizmust biztosítanak a gazdaság átstrukturálásához, az átlagosnál jobb teljesítmény eléréséhez, a versenyképesség növeléséhez, a foglalkoztatottság emeléséhez, s a dolgozóknak a vállalatok életébe történő jobb bevonásához. A perspektivikus cégek egy része számára esetenként a kivásárlás képviselte az egyetlen kiutat a finanszírozási korlátok lebontásához és a teljesítmény javításához. Az eredmények eléréséhez elengedhetetlen volt a professzionális finanszírozók részvétele a kivásárlási akciókban, amelyek szerepe messze nem merült ki a pénzügyi feltételek biztosításában. Emellett ugyanis tanácsadó és ellenőrző funkciójuk is elengedhetetlen volt a kivásárolt cégek sikeréhez.

Lábjegyzet

- 1 A cikk a T031987 nyilvántartási számú „A magántőke (private equity) befektetések szerepe a gazdasági növekedés előmozdításában Magyarországon” című OTKA kutatás keretében készült.
- 2 Az angol buy-out magyarra fordítása nyomán elterjedt kivásárlás kifejezés a szó azon eredeti jelentésén alapul, amely szerint a vállalatvezetők az általuk irányított céget úgy vonták ki a tőzsdéről, hogy felvásárolták annak részvényeit, így akadályozva meg a cég mások kezébe kerülését.

Felhasznált irodalom

- CMBOR (2001): European Management Buy-outs. Quarterly Review: Summer 2001, pp. 45-46, Centre for Management Buy-out Research, Nottingham University, UK
- EVCA (2001/a): 2001 Yearbook. Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity, EVCA, Zaventem, Belgium
- EVCA (2001/b): Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe. EVCA Research Paper, January, 18 p. Zaventem
- Karsai Judit (1991): „Hiteles” vezetők, Közgazdasági Szemle, szeptember, 872-897. o.
- Wright, M. – Hoskisson, R. E. – Busenitz, L. W. – Dial, J. (2001): Finance and management buyouts: agency versus entrepreneurship perspectives, Venture Capital Journal, Vol. 3, No. 3. p. 240.