

BÁCSKAI Tamás

A KOCKÁZATITŐKE-FINANSZÍROZÁS

A kockázati tőkének mint speciális finanszírozási formának a definíciójából kiindulva a szerző a kockázattitőkepiacról és a kockázattitőke-iparról ír. Ismerteti a magántőkepiac három fő szegmensét, valamint az európai magántőkepiac lényeges ismérveit. Rámutat arra, hogy a magántőkepiac részét képező kockázattitőke-finanszírozás ma még a kívánatosnál kisebb szerepet tölt be régióink – s különösen hazánk – gazdaságában.

A várhatóan kimagasló, az átlagosan biztos részvények hozamát többszörösen meghaladó ígéretről, de egyben a befektetett tőke elvesztésének kockázatával is fenyegető innovációk vagy nagy tőkeerejű cégeknél keletkeznek, amelyek azokat belső forrásból finanszírozzák, vagy a szóban forgó cégek minősítése alapján olcsón felvehető kötvényhitelből, bankhitelből. Tehát, ha a kockázatos vállalkozást külső forrásból finanszíroznak is, az nem kockázati tőkeként jelenne meg. Ha a Henkel cég forradalmi hajápolási változást ígérő samponnal kísérletezik, akkor azt a saját laboratóriumaiban kísérletezi ki és belső, valamint külső forrásaiból finanszírozza. Nagy horderejű innovációk azonban kis, tőkeszegény cégekben, sőt mondhatnók háztartásokban, személyeknél is jelentős számban születnek meg. Ezeknek nincs a megvalósításhoz elégséges külső forrásuk, ezért megpróbálják külső forrás bevonása nélkül megoldani az innovációt, ami kevés esetben sikerül, de pl. a Graphisoftnál ez a módszer bevált. Azt azonban senki sem számította ki, hogy az emiatti késedelem miatti elmaradt haszon hogyan aránylik a kockázati finanszírozási költségekhez, s hogy az idő múlásával mennyire csökkent a versenylőny. (A külső forrástól való elzárkózásra törekvés motivációja az önállóság féltése, s egyáltalában nem biztos, hogy a legzsensialisabb feltaláló jobb menedzser volna, mint egy professzionista kockázattitőke-társaság). A veszprémi Biorex vezetői, sikeres diabetes-elleni molekula kialakí-

tói is féltették önállóságukat s rutinyógyszer-előállítással próbáltak pénzt keresni a kutatáshoz. Egy ponton azonban kénytelenek voltak forrásigényükkel a kockázattitőke-piacon jelentkezni.

A kockázattitőke-finanszírozás szereplői közül címettként a vállalatokat választottam ki, amelyek általában kibocsátókként jelentkeznek, mert ideiglenesen lekötetlen forrásaikat nem a magántőkepiacra, különösen nem annak kockázattitőke-szegmensében helyezik el. Persze nem kizárt, hogy egy másik vállalat felvásárlásában részben saját tőkével is részt vegyenek.

Ez a kockázattitőke-piac a magántőkepiac része. A magántőkepiac, ezen belül a kockázattitőke-piac az egész kontinentális, azaz a Nagybritannia nélküli Európában még fejletlen, s Magyarország ettől a fejletlen országcsoporttól is le van maradva. Európában évi átlagban a GDP 0.18 %-át fektetik be kockázati tőkeként, s ez Közép-Európában, pl. Ausztriában lényegesen kisebb, 0.025 %-os hányadot jelent. A szárazföldi európai elmaradás egyik fő oka, hogy nehéz a piacot elhagyni, az utóbbihoz olyan tőzsdék kellenének, amelyek az elsődleges kibocsátások tekintetében igen likvidek. A kockázati tőke befektetők ugyanis csak itt és így tudják a nyereségüket realizálni. Ahogy azonban mind több osztrák, ill. magyar cég részvényeit kezdik jegyezni a frankfurti Neuer Markton, s az új tömörülések megvalósulása esetén a NASDAQ-on, úgy mérséklődik ez az akadály. Ausztria az idén már

ébredésben van, s sorozatosan jöttek és jönnek létre kockázati-tőke-alapok. Az ok a „technológiai papírok” vonzereje, a befektetési kultúra lassú érlelődése, s nem utolsósorban egy ismert és kiemelkedő vállalkozó, Hannes Androsch úttörő tevékenysége. A volt pénzügyminiszter és alkancellár, akinek egyébként Magyarországon két cége is van, a közelmúltban egy 150 millió eurós alapot indított el, amely az európai távközlési iparba kíván befektetni. Ausztria két legnagyobb bankja, a Bank Austria és az Erste Bank jelezte, hogy kockázati-tőke-termékekkel jelenik meg a piacon. A Raiffeisen Zentralbank Österreich, az Uniqua Biztosító, valamint jeles ipari befektetők megalapították a Top Equity Unternehmensbeteiligungs AG-ét, egy kockázati tőke alapot. Megfigyelők a következő néhány esztendőben a kockázati tőke évi 15–20 %-os növekedését várják Ausztriában. Mindhárom bank Magyarországon is jelen van, ahogy maga Androsch is, ezért valószínűnek tartom e tevékenység kisugárzását hozzánk is, valamint azt, hogy versenyző kereskedelmi bankok is bekapcsolódnak ebbe a piacba. (Annál is inkább, mert lehetnének forrásai nálunk.) Ha brókereket vagy vagyongazdálkodó cégeket megkérdezzük ügyfélkörük összetételéről, akkor a nem nagyméretű bróker cégek ügyfelei között száz-as nagyságrendben vannak sokszáz milliós befektetési tőkék, és tízesben milliárdos tőkék. Azt is megtudhatjuk, hogy ezek az ügyfelek zokszó nélkül viselnek el akár 500 milliós veszteséget is egy üzletben, ha az üzletről maguk döntöttek, esetleg vagyongazdálkodók nyomtatékos tanácsait és nyomós érveit mellőzve. A piac kialakulásához valószínűleg egy adekvát közvetítő hálózatra mint katalizátorra lenne szükség.

Kockázati-tőke-piac és kockázati-tőke-ipar

Kockázati tőkéről mindig külső forrásként beszélünk, vállalatban belüli befektetésekre a fogalom nem érvényes. A tőkéletes tőkepiacok elmélete feltételezi, hogy a különböző lejáratú szándékú, eltérő kockázatot vállalni kész megtakarítók adekvát befektetési keresletre találnak a tőkét felvenni kívánók oldalán. A befektetőknek és a tőkét keresőknek az előbbi szempontok szerint tagolt csoportjai között szakosodott tőkepiacok és szakosodott pénzügyi közvetítő vállalatok teremtik meg és számos esetben tartják fenn a kapcsolatot.

Angolszász országokban, amelyekben a háztartások portfóliójuk meghatározott, összességében a keresletnek megfelelő összegű hányadát kockázati tőkeként helyezik

ki, a magántőkepiacon (private equity market) találkozik egymással a kockázati tőke kereslete és kínálata, s a közvetítő szerepet a kockázati-tőke-ipar (venture capital industry) játssza. Ezeket a tőkepiacokat fokozott kockázati-tőke-nevezik, s körükbe tartozik a NASDAQ és a német Neuer Markt. Ez nem jelenti azt, hogy OTC-jellegű, vagyis nem árverési piaci kapcsolatok nem szerepelnek a kockázati tőke forgalmában. Olyan nyitott, tág körben információt adó, konvertibilis valutájú országokban, amelyekben a politikai és társadalmi viszonyok nem jelentenek pótlólagos kockázatot, s a kereslet meghaladja a kínálatot, tőkebehozatal révén megy végbe a kiegyenlítés. Azokban az országokban, amelyekben a fenti feltételek nincsenek meg, vagy nem a befektetők által megkívánt mértékben vannak meg, állami (szövetségi, tartományi, regionális, megyei, városi) közpénzekből járulnak hozzá a kockázati tőkeképződéshez. Etatisztika hagyományú, ill. ilyen beállítottságú kormányok vezette országokban azzal a jelszóval, hogy az országok versenyképességéhez meghatározott nagyságrendű kockázatos vállalkozás megindítása hozzátartozik, közjogi jellegű, ill. vegyes intézményeket létesítenek, ahelyett, hogy hatékony állami beavatkozási formát alkalmaznának, s a kockázati-tőke-befektetéseket különböző eszközökkel (adókedvezmények, célhitelek, a piachoz jutás infrastruktúrájának részbeni finanszírozása) tennék vonzóvá. Hasonlóképpen az állami intervenció igazolására összemossák a kockázati és a kockázatosabb (kis- és középvállalati) finanszírozást egymással. Az MSZP-SzDSZ koalíciós kormány az 1994-es választások előtt állami kedvezményeket hirdetett kockázati-tőke juttatásokra kis- és középvállalkozásoknak, s a következő kormány alapján nem változtatott e hozzáálláson.

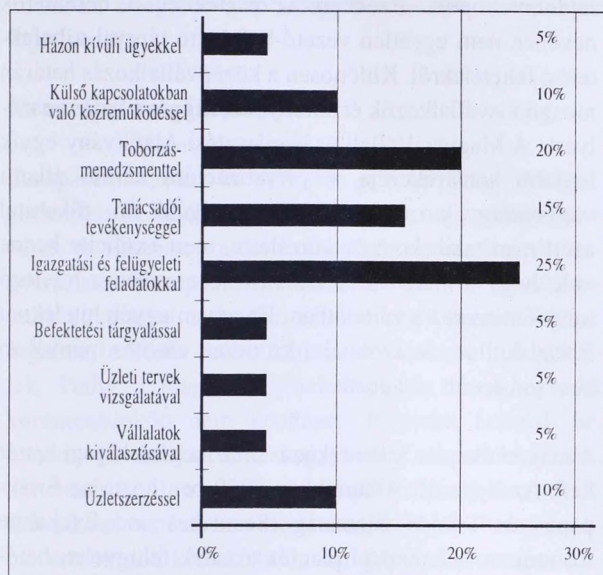
A kockázati tőke fogalma ma szélesebb kört fed le, mint a korábbi felfogás szerinti, vagyis nem korlátozódik a nagy horderejű innovációkra (gyártmány- és gyártásfejlesztésekre) az ipar, a kitermelő ágak, és a szolgáltatások területén. (1. ábra)

A magántőke-piac közelebről

Fejlett gazdaságokban a kockázati-tőke-piac a fő forrása az induló cégek tőkésüksége kielégítésének, a közepes nagyságú nem részvénytársasági formájú cégeknek, a súlyos pénzügyi nehézségekkel küzdő vállalatokénak, továbbá olyan vállalatokénak, amelyek kivásárláshoz keresnek forrásokat. Ezek azok a cégkategóriák, amelyek a hagyományos piacokhoz és forrásokhoz – bankkölcsönhöz, kötvény- vagy részvényvásár-

1. ábra

Mivel töltik idejüket a kockázati tőkések?



lókhoz – nem, vagy csak igen nehezen képesek hozzáférni. A magántőkealapok (private equity funds) nagy kockázatokat vállalni képes háztartások és intézmények portfóliójának valamely hányadából képződnek. Kezelőik tehát képesek nagy kockázatok vállalására potenciálisan kimagasló hozamú tevékenységek tekintetében. Paradox módon a kezelők fő feladata a kockázatok mérséklése a megvalósítás előtt, annak során és az eredmények realizálásakor. A „megvalósítás során” azt jelenti, ill. azt is jelentheti, hogy felügyelik a cégek tevékenységét vagy részt vesznek annak menedzsmentjében, tulajdoni hányadot szerezve abban vagy szerződéses alapon. Ilyen értelemben a megboldogult Agrobank s vezetője Kúnos Péter gyakorlata megfelelt a kimagasló kockázatok kezelése elfogadott nemzetközi gyakorlatának. Ezt egyébként az elsőfokú bíróság felmentő ítéletével el is fogadta. Másodfokon az első fokon megállapított tényállást értelmezte a nemzetközi gyakorlattól eltérően a magyar bíróság.

A piac szegmentálása

A magántőkepiac három fő szegmense:

↳ Szervezett magántőkepiac (alapok) – szakszerűen menedzselt befektetések magán- és társasági formában működő vállalatok tőzsdén be nem jegyzett s általában ott nem forgalmazott értékpapírjaiba. Érdekes, hogy az

angolszász világban nemcsak részvénytársaságok bocsátanak ki forgatható értékpapírokat. A szakszerű menedzsmentet professzionális közvetítő intézmények nyújtják. Kisebbségi volumenben intézményes befektetőknek is van, lehet kockázati befektetésük. A legtöbb intézményes befektető (nyugdíjpénztár, élet- és vagyonbiztosító intézet, egészségbiztosító) idegenkedik a kockázati befektetésektől, még a tőzsdén bejegyzett részvények állományát is alacsonyán igyekszik tartani, különösen az európai kontinensen, s még inkább nálunk. A magántőkebefektetési menedzserek jelentős tulajdoni hányadot szoktak szerezni a tárcájukba tartozó cégekben, s nem passzív szemlélőként, hanem aktívan vesznek részt a projektek folyamatos figyelemmel kísérésében (monitoring), s tanácsokkal szolgálnak az ügyvezetőknek. Igen sok esetben azonban a cég beltagjaihoz hasonló szerepet játszanak az irányításban. (Egyébként az Egyesült Államokban a magántőke alapok aggregált vagyona minden más pénzügyi termékénél gyorsabban nőtt 1980 és az ezredvég között, 5 milliárd dollárról 175 milliárd dollárra. Európában az ilyen alapok összes vagyonának nagysága 1980-ban még szabad szemmel nem látható volt, s erről a gyakorlatilag zérus bázisról nőtt 1998-ra 39 milliárd euróra. Azt is mondhatnók, hogy az Európa feletti amerikai fölény a tartós növekedés, a technikai innováció és a foglalkoztatás tekintetében nem kis részben ezzel a különbséggel magyarázható. Míg a fejlett ipari országok (az Egyesült Államokat nem tartalmazó adatok szerint) az egy főre jutó GDP tekintetében 1990-ben még csak 10%-kal maradtak el az USA-tól, addig 1999-ben a hátrány 20-22%-ra nőtt.

A szervezett magántőkepiac tovább osztható kockázati és nemkockázati (venture and non-venture) magántőkepiacra.

A kockázati tőke az alábbi cégperiódusok finanszírozását vállalja:

- a 'pénzmag' (seed-) szakaszt,
- a korai szakaszt,
- a fejlesztési szakaszt,
- valamint – ritkábban – fiatal cégek életének későbbi szakaszát.

A kockázati tőke-finanszírozás folyamatosan új formákkal gazdagodik, ill. vesz fel a nemkockázati finanszírozásban kialakult, a kockázati addig nem alkalmazott formákat (mégpedig jellegzetesen olyanokat, amelyeket tőkeszegény, ill. gazdálkodási tapasztalatban szegény vállalatokra alkalmaztak. Ide tartozik:

- A kockázati lízing és
- inkubátor alapok.

A nemkockázati alapok általában sokkal nagyobbak, mint a kockázatiak. Specializálódnak:

- Nagy tőke-áttételezésű kivásárlásokra (leveraged buyouts), beleértve mind a menedzsment általit, mind a munkavállalóit.
- „Közbenő” (mezzanine) finanszírozásra (alárendelt kölcsönt nyújtva annak részvényre való átválthatóságával, ill. opciós részvényutalványok révén).
- „Vásárolj és építs” stratégiák finanszírozására (tőkét juttatva valamely iparág potenciális piacvezetőjének a szükséges konszolidáláshoz).
- Pénzügyi nehézségekben levő cégek megvásárlására és reorganizációjára. (A hetvenes években Nagy-Britanniában számos befektetési alap, pl. a Triumph Investment Trust végzett sikeresen ilyen műveleteket, részben eladva, részben megtartva és menedzselve az ilyen cégeket. Az olajárrobbanás utáni likviditási válság többségüket elsodorta, mert a profitmaximalizálás miatt elhanyagolták nemcsak a likvid, hanem a mobil tartalékok képzését is. Az akkori domináns forma egyébként az Egyesült Királyságban a „befektetési egység tröszt” (unit investment trust) volt, amelyben a befektetők a tröszt részvényét kapták befektetési jegyként.)

▷ *Angyaltőke (Angel capital)* – olyan likvid tőkével rendelkező egyének befektetési kis, szűk tulajdonosi körű cégekbe, akiknek általában hasonló cégek vezetésével kapcsolatos személyes tapasztalataik voltak. Az „angyaloknak” gyakran jelentős tőkerészesedésük van a cégben s tanácsokat is adnak, azonban nem annyira intenzíven vesznek részt az ügyvezetésben, mint a professzionális menedzserek. A fogalom leginkább a csendes társának felel meg, mondjuk a „nem egészen csendes” társának. Amikor azonban ezt a formát a feltörekvő országokra is alkalmazták, akkor számos nyugdíjas nagyvállalati vezető is vállalkozott ilyen munkára, anélkül, hogy jelentősebb tőkét fektetett volna be, s elsősorban szakmai tanácsadást végzett. Néhány kormány, pl. a brit támogatta ezt a tevékenységet. A közvetítést, az „angyalcsinálást” informális közvetítők, ügyvédek, könyvvizsgáló-, ill. tanácsadó cégek szokták végezni.

▷ Létezik *informális magántőkepiac (Informal private equity market)* is – ezen nem jegyzett értékpapírokat adnak el intézményes befektetőknek és meghatalmazott személyeknek. E forma sajátossága, hogy sokkal nagyobb a befektetők száma egy egy cégben, és a befektetési küszöbértékek alacsonyabbak, mint a szervezett magántőkepiacra, vagy az „angyalpiaci” formában. Ez azért

vonzó a cégtulajdonosoknak, ill. alapítóknak, mert a tulajdon nem összpontosul külső befektetők kezében, s így a belsők maradnak meg mint egyetlen és koncentrált tulajdonoscsoport. Ezekben az esetekben a befektetők nevében nem egyetlen vezető-befektető tárgyal a befektetési feltételekről. Különösen a közép-vállalkozás határán mozgó kisvállalkozók érzékenyek a függővé válás veszélyére. A Magyar Vállalkozásfejlesztési Alapítvány egyik legjobb konstrukciója, a privatizációra kerülő állami vagyontárgyak megvásárlására szolgáló ún. tőkehitel azért nem talált komoly keresletre, mert explicite benne volt, hogy a hitel vissza nem fizetése esetén a hitelező tulajdont szerez a vállalatban. Ez ugyan egyéb hiteleknel is kialakulhat, de azoknál a kifejezett említés hiányában nem tudatosult az adósban.

*

A magántőkepiac kibontakozásához megfelelő jogi háttér kell. Az Egyesült Államokban 1990-ben hozta az Értékpapír- és Tőzsde Bizottság (Securities and Exchange Commission, értékpapírpiac és tőzsdék felügyeleti hatósága) a 144A sz. szabályt a magántőkepiacról. Ez meghatározza a feltételeit és szabályzatát annak, hogy mely magán értékpapírokkal lehet szabadon kereskedniük az intézményi befektetők meghatározott kategóriáinak. Ezzel egy csapásra piaca keletkezett azoknak a lejegyzett magántőke-kibocsátásoknak, amelyeket túlnyomórészt az intézményes befektetők nyilvános vásárló egységei szoktak megvásárolni. Nyilvános, azaz tőzsdéi vállalatok is gyakran ezt az utat választják, amikor gyorsan, a bejegyzés okozta késedelem mellőzésével kívánnak tőkéhez jutni. Ezért aztán ez a piac inkább emlékeztet a tőzsdére, mint a magántőkepiac más formáira.

A magántőkepiac a forrászerzés egyik legdrágább formája, s ez fontos szűrője az ilyen finanszírozást igénylőknek.

Becslések szerint az „angyaltőke” és az informális magántőkepiac a sokszorososa a szervezettnek, s az előbbi különösen fontosnak tartják a vállalatindítás szempontjából.

A piac szegmentálásának szempontja lehet, hogy a különböző alapok mely iparágakra, tevékenységi körökre, vagy földrajzi régiókra koncentrálnak. Nálunk azonban, legalábbis egyelőre, nem látható ilyen specializálódás. Ilyen nagyságú országokban mint a miénk, a legtöbb alap ipari és szolgáltatási ágak széles körével foglalkozik. Van olyan felfogás, hogy érettebb piacon, nagyobb alapok közötti verseny esetén meghatározott

ágazatok mély, specialista szintű ismerete, pl. a biotechnika, az e-kereskedelem növeli az alapok által hozzáadott értéket. Olyan nagyságrendű országokban amilyen a miénk is, a legtöbb alap a legkülönbözőbb ágazatokkal foglalkozik.

Az európai magántőkepiac

Európa elmaradása az egy főre jutó GDP tekintetében, elsősorban az innovációs hátrány miatt, nagy mértékben a pénz- és tőkepiac modernizálásának elmaradásával magyarázható. Európában általában, s nálunk is összekeveredik egymással a „kockázati tőke” és a magántőkepiac fogalma, a kettőt széles körben szinonimaként használják. Pedig a magántőkepiaci források háromnegyedét kontinensünkön nem kockázati tőkeként fektetik be, hanem kivásárlásokra vagy más, nem kockázati beruházásra, ill. a cégek alapítási évét jóval meghaladó időszakban történő befektetésekre fordítják. A szorosabban értelmezett kockázati tőke-befektetéseket a szárazföldi Európában hosszú történelmi időszakban kerülték, nem kis mértékben azért, mert a kockázatkerülésre építő kereskedelmi bankok játszottak szerepet a fejlesztések finanszírozásában. A kockázatra specializált értékpapírpiacok hiányában a kivonulás a befektetésből viszonylag rövid idő alatt s elviselhető költségekkel nem volt lehetséges. Talán a távközléssel párosult számítógépes forradalom s a specializált high-tech piacok, a bankok dezintermediációs törekvései gyökeresen változtatnak a kialakult irányzaton.

Eleddig, évtizedeken át a legtöbb európai ország kormányja a kis- és közepes méretű vállalatok támogatására igyekezett kockázati tőkealapok címén állami intézményeket és eljárásokat kialakítani, állami kockázati tőkealapok (már önmagában is ellentmondó kifejezés!) létrehozásától a regionális fejlesztési alapokig. A Magyar Befektetési és Fejlesztési Bank eredetileg ilyen szándékokkal indult, azonban később a Befektetési szót és funkciót kihagyták belőle, vagyis nem „szállhatott be” sokat ígérő magánvállalkozásokba tőkével, hanem regionális fejlesztéseket s azokon belüli kisvállalkozás-finanszírozásokat hajthatott végre.

Ezt az európai gyakorlatot értékelve Varga György, a jeles közgazdasági író és szerkesztő, jelenleg a Róna és Társa Rt., az egyik kockázati tőke közvetítő cég igazgatója, az alábbiakat írta a Világgazdaság 2000. 04. 20-i számában „Korszerű vállalkozásbarátság” c. cikkében: „...Igazában a 90-es évek közepén döbrentek rá arra, hogy az állami támogatás hagyományos formáinak

hatékonysága távolról sem kielégítő. A kkv-szektor versenyképessége a termelési tényezőkben bekövetkezett drámai változás – mindenekelőtt a szellemi tőke felértékelődése – következtében a globalizálódó világgazdaságban nem fejlődik a várt vagy a kívánt mértékben.”

A szervezett magántőkepiacok résztvevői

A piac főszereplői a *kibocsátók* (a tőkét felvenni kívánó cégek), a *befektetők* (akik, ill. intézményes befektetők esetén, amelyek tőkét juttatnak), s a *közvetítők* (nagyreszt befektetési alapok). Magyarországon az 1998/99. évi Magyar Pénzügyi és Tőzsdei Almanach szerint 17 befektetési alapkezelő társaság volt, amelyek 60 alapot kezeltek, ezek nettó eszközértéke 1998 dec. 31-én csaknem 334 milliárd forint volt. A BÉT-en jegyzett és forgalmazott részvények kibocsátóinak száma mindhárom kategóriában összesen 63 volt. Ezek azonban kockázati jellegű befektetéseket nem kerestek s nem kínáltak. Volt olyan a BÉT-en jegyzett és forgalmazott részvénykibocsátó, amely fejlődésének valamely szakaszában kockázati tőke-finanszírozást vett igénybe, mint pl. a B kategóriába tartozó NABI Észak Amerikai Járműipari Rt. Ilyen jellegű finanszírozásra s magántőkepiaci műveletekre az esetek túlnyomó többségében azok a közvetítők vállalkoznak, amelyek a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület tagjai. Ez az egyesület 1991-ben alakult, öt taggal, s az idézett almanachban 49 taggal szerepel, amelyek közül 18 a teljes jogú, 23 a társult és 8 az egyéni tag. A teljes jogúak fő tevékenysége az, hogy a tőzsdén nem jegyzett társaságokba fektetnek be tőkét. A társult tagok olyan cégek, amelyek elsősorban ugyan nem kockázati, ill. magántőke befektetéssel foglalkoznak, de a szektor szempontjából fontos szaktudás és tapasztalat letéteményesei és sok, a kockázati és magántőke társaság számára nélkülözhetetlen szolgáltatást nyújtanak. Az egyéni tagok pedig a tevékenységi kör kiváló szakértői.

• *Kibocsátók, vagyis tőkét keresők*

A magántőke drága forrás, tehát azok veszik igénybe, akik a kölcsöntőke piacon vagy a nyilvános értékpapírpiacra nem képesek forráshoz jutni. A kockázati tőke piacának hagyományos kibocsátói általában olyan fiatal cégek, amelyek új termékkel és/vagy új technológiával foglalkoznak, s amelyeknél feltételezhető, hogy a jövőben kimagaslóan magas növekedési rátát érnek el. Ezek lehetnek a fejlesztés korai szakaszában, a kutatás-fejlesztés

tés elején, vagy a piacra lépés kezdeti periódusában, de nincs kizárva, hogy későbbi szakaszban érzik a lehetőségét és a szükségét annak, hogy külső forrás révén megsokszorozzák növekedési ütemüket.

Az amerikai féltekén az 1980-as évek közepe óta a nem kockázati tőke gyorsabban növekedett, mint a kockázati. Közepes – vagyis évi 25–500 millió dolláros évi árbevétellel rendelkező – cégek mind vonzóbbá váltak a magántőke befektetők számára, s ezen az sem változtatott, ha azok nem high-tech gyártással foglalkoztak, viszont stabilan nyereségesek voltak. Ezek bővítésre, válalalat vásárlásra, a tulajdonosi összetétel megváltoztatására (azaz a tulajdonos társak kivásárlására, gyakran a nyugdíjkor elérése miatt) veszik igénybe a magántőkét. Nyilvános társaságok, vagyis amelyek tulajdoni értékpapírokkal kereskednek, szintén megjelennek ezen a piacon, különösen akkor, ha magántársasággá akarnak átalakulni, s a menedzsmentnek ehhez – saját tőkéje mellett – hitelinjekcióra is szüksége van. Hasonlóképpen ide fordulnak azok az átmeneti pénzügyi nehézségekben szenvedő társaságok, amelyek el akarják kerülni pénzügyi helyzetük értékpapírpiacon megkövetelt feltárását.

• *Közvetítők: a magántőke-alapok*

Nem közömbös a közvetítők jogi és adóztatási formája és érdekeltiségi rendszere sem az utóbbiak és a befektetők közötti viszony tekintetében. A közvetítők, általában betéti társaságok (limited partnerships) kezelik az Egyesült Államokban a magántőke-befektetések kb. 80 százalékát. A társasági szerződés értelmében intézményes befektetők a betéti társaságok kültagjai és a professzionális magántőke-kezelő menedzserek csapatként (team) működő együttese (general), magyarul beltágok. A beltágok általában valamelyik társaságmenedzselő céggel vannak szoros kapcsolatban. Az amerikai betéti társaságok általában tíz esztendeig állnak fenn, 2–3 éves meghosszabbítási opcióval. Brealey-Myers Modern vállalati pénzügyek 2. Kiadásának 371-372. oldalán a betéti társaságok tekintetében azt emeli ki, hogy „a cég bevételei és kiadásai közvetlen kapcsolatban vannak a tagok bevételeivel és kiadásával. Egy részvénytársaság vezetésének elég nagy befolyása van arra, hogy a profitot osztalék formájában szétosztják-e, vagy visszaforgatják a vállalatba. Betéti társaságban viszont minden bevételt ki kell fizetni. Így, ha félünk a rossz beruházási döntésektől, akkor a betéti társaság a sokkal megnyugtatóbb forma”. A negyedik, magyarul még meg nem jelent kiadásban az előbbieket az alábbiak szerint pontosítja: a 842. oldalon:

„...a cég bevételeit és kiadásait egy előre meghatározott képlet szerint az egyes tagok számláira könyvelik. A tagok részvényeit, azaz egységeit (units) ugyanúgy lehet adni-venni, mint a közönséges részvényeket, az utóbbiakat master limited partnershipnek, mester betéti társaságnak hívják”Adóelőnye is lehet ennek a formának. A részvényesek kétszer adóznak, társasági szinten és személyükben, míg a betéti társasági tag csak egyszer, amikor a bevétel megjelenik a személyi jövedelem bevallásán. A betéti társaságok határidős jellege azt jelenti, hogy a befektetők 10–13 évre elvesztik a befektetéseik menedzselése feletti uralmat. Ez érdek-összeütközés forrása a befektetők és a menedzsment között. Ezt két tényező enyhíti: az egyik az, ha a menedzserek újabb bt-eket akarnak létrehozni, akkor jóhíruéknak kell lenniük. A másik tényező, hogy javadalmazásuk tetemes része a bt. nyereségből való részesedés. Európa nagy részében a magántőke és a kockázati tőke közvetítői a nagybankoktól függnnek, s nem látni jelét annak, hogy ne éreznék kényelmesen magukat nagy hálózat láncszemeként. Angliában azonban mintegy fél éve menedzszeri kivásárlási folyamat indult meg. A fő indíték természetesen az, hogy ne kelljen a tulajdonos nagybankkal a profiton osztozni. Azonban semleges megfigyelői is úgy vélik, hogy a befektetők jobban bíznak kis szervezetekben, továbbá a független közvetítőnél nem tartanak attól, hogy a tulajdonos saját érdekkörébe tartozó befektetésekre kényszeríti a tőle függő közvetítőt.

• *Befektetők: a tőkekinálati oldal*

Sokfélék a magántőke-piacon befektető csoportok. Amerikában a nyilvános és a vállalati nyugdíjalapok a legjelentősebbek, a tőkeállomány 40 %-ával és a növekmények felével rendelkeznek, továbbá alapítványok, holdingok, gazdag családok és egyének 10–10 %-kal részesednek. Biztosító intézetek, befektetési bankok, nem pénzügyi társaságok és külföldi befektetők számottevőek még. A 80-as években valamennyi csoport befektetői bázisa ugrásszerűen kiszélesedett, de egy-egy csoporton belül még mindig csak az intézmények kisebbsége, általában a nagyobbak porfoliója tartalmaz magántőke-befektetést.

Az intézményi befektetők indítéka az, hogy a magántőke-befektetéstől magasabb kockázathoz igazított hozamot várnak, mint más befektetéseiktől, továbbá azért, mert élvezni akarják a diverzifikálás előnyét. Bankholdingok, befektetési bankok, és nem pénzügyi társaságok ezen túlmenően azért is fektetnek be e piacra, mert

vonzza őket az a diverzifikációs gazdaságosság (economy of scope), amit több termék egy cégben való előállítására jelent, vagyis amely abban testesül meg, hogy a magántőke-befektetés mellett egyéb tevékenységeik is vannak.

• *Tanácsadók és ügynökök*

A magántőkepiacon fontos szerepe van az „információgyártók” csoportjának. Ezek helyezik el a privát tőkeértékpapírokat, szereznek forrásokat magántőke betéti társaságok alapításához, ill. értékelnek ilyeneket a potenciális befektetők szempontjából. Előnyük, hogy csökkentik az ilyen tranzakciók információs költségeit. Támogatják a magántőkét kereső vállalatokat megfelelő források feltárásában, valamint a betéti társaságokat intézményes befektetők bevonásában. Tanácsot adnak a kibocsátások struktúrája, időzítése tekintetében, s a tárgyalások stratégiai és taktikai kérdéseiben.

*

A kibocsátók sikere igen nagy mértékben azon múlik, vajon jól választják-e meg a közvetítő céget és/vagy a

tanácsadókat, sikerül-e az együttműködés a kockázati tőke menedzsmentjével? A jó választás attól függ, hogy a kiválasztott tanácsadó, ill. tőke menedzser cég ismeri-e és mozgósítani tudja-e azokat a pártatlan, tekintélyes és hozzáértő tudósokat, akik egy műszaki vagyis gyártmányfejlesztési vagy gyártásfejlesztési innováció újdonsága és megvalósíthatósága tekintetében hitelesen tudnak nyilatkozni, azokat a jogászokat, akik megfelelő találmányjogi védelemről tudnak gondoskodni?

Képes-e finanszírozni a fentiekkel kapcsolatos kiadásokat, ill. olyan struktúrákat kialakítani, amelyek hatékony megoldásokat tesznek lehetővé, pl. a kettős adóztatás elkerülését, képesek-e hozzájárulni a megfelelő menedzsmenthez a prototípus előállításáig, ill. a sorozatgyártás megszervezéséig?

Fel tudja-e kutatni azokat a nagy tőkeerejű cégeket, amelyek az innováció szabadalmát kedvező feltételekkel hajlandók megvásárolni, ill. képesek-e a tőzsdére jutást megfelelő nyereséggel megoldani? Ezért fontos több tanácsadó, ill. menedzsment szervezet feltételeinek megismerése, az ajánlatok gondos összehasonlítása, nemcsak anyagi okokból, hanem az önállóság kívánt mértékének a megőrzése szempontjából is.

E számunk szerzői:

Dr. SZABÓ József okleveles építőmérnök, főiskolai docens, Széchenyi István Főiskola, Győr; **Dr. FARKAS Szilveszter** okleveles közgazda, főiskolai docens, Széchenyi István Főiskola, Győr; **Dr. BÁCSKAI Tamás** egyetemi tanár, BKÁE Pénzügyi Tanszék; **LEMÁK Gábor** GKI munkatárs, hallgató BKÁE; **FARKAS Gyula** PhD-hallgató, BME Közlekedésgazdasági Tanszék; **Dr. FIALA Tibor** egyetemi docens BKÁE, programigazgató BKÁE Vezetőképző Intézet; **Dr. OSMAN Péter** kandidátus; **Dr. BECSKY Róbert** közgazdász; **Dr. RUBÓCZKY István** nyugdíjas osztályvezető.