

A KOCKÁZATI TŐKE FOGALMA*

A vállalkozási és a kockázati tőke fogalmak elkülönítését követően a szerző a kockázati tőke jellemzőit adja meg. Ezt követően tárgyalja a finanszírozás szakaszait, kitérve további lehetséges finanszírozási konstrukciókra.

A szakirodalmat, publikációkat olvasva tapasztalhatjuk, hogy a „kockázati tőke” kifejezést használják a finanszírozási formára, a befektetési formára, a kockázati célzatú tőke megjelenési formájára, és olykor a kockázati tőketársaságokra is.

Mivel a dolgozat foglalkozik a kockázati tőke funkcióinak elemzésével, ezért a fogalmak pontos értelmezésének érdekében tisztázni kell, hogy „kockázati tőke” kifejezésen a pénztőke egyfajta, sajátos megjelenési és működési formáját értjük. Az alábbi fogalmakra szokták a „kockázati tőke” kifejezést alkalmazni:

kockázati tőke A pénztőke kockázati jellegű megjelenési és működési formája.

kockázati tőke-finanszírozás

vagy kockázati finanszírozás A kockázati tőketársaság által felkarolt vállalkozás tőkével való folyamatos ellátása és ennek folyamata.

kockázati befektetés A kockázati tőketársaság pénzkihelyezése és a kihelyezési portfólióban történő kezelése.

kockázati tőkés – kockázati tőketársaság,
– kockázati tőketársaság portfóliókezelő menedzsere.

A vállalkozási és a kockázati tőke fogalmak elkülönítése

A szakirodalomban a „kockázati tőke” (risk capital) és a „vállalkozási tőke” (venture capital) fogalmak használatában erős átfedések vannak. A fogalmak eltérését a befektetési és pénzügyi kultúra különbözőségében és a kockázati tőkeágazat kialakulásának folyamatában kell keresnünk.

Az USA-ban mindig nagyobb befektetési kedv volt a nagy kockázat – nagy haszon típusú befektetések iránt, mint más fejlett pénzügyi infrastruktúrájú országokban. Később az USA-ban beindultak az innovációs programok, amelyek feltételezték a kormány és az egyetemek együttműködését és célpontjává váltak a kockázati tőkéseknek.

Az egyik változat szerint a vállalkozási tőke (venture capital) szűkebb fogalom a kockázati tőkénél (risk capi-

tal). Minden vállalkozási befektetés kockázati befektetés is egyben, de nem minden kockázati tőke befektetést tekintenek vállalkozási befektetésnek. A definíció szerint vállalkozási tőkének tekintendő a pénztőkének az a megjelenési formája, amely részvény vagy részvény jellegű befektetést jelent olyan új vállalkozásokba, amelyek a befektetéshez viszonyítva magas hozamot ígérnek. A venture capital megjelenésének másik fő jellemzője, hogy ez a részvény jellegű befektetés gyakran piacteremtő befektetésként is funkcionál.

Az előzőekben tárgyaltakhoz hasonlóan a venture capital jellemzői közé tartozik az öt-tíz éves megtérülési idő és a tőke kivonás módja, a tulajdonrész értékesítése a tőzsdéi intézményrendszer valamely piacán.

A másik terminológia szerint a venture capital szélesebb fogalom a risk capital-nél. Ebben a kategóriába tartozik valamennyi nagy kockázatot rejtő, ugyanakkor nagy profittal kecsegtető befektetés, függetlenül a pénz-alap eredetétől. A szakemberek ide sorolják például a fejlett félvezető eszközök kutatására fordított befektetéseket és a kölesöntőke formájú, magas kamatozású kihelyezéseket.

A terminológia magyar használata hosszas vitát váltott ki a szakemberek körében, míg végül az utóbbi változat mellett döntöttek. Így a vállalkozási tőke (venture capital) szélesebb körű fogalomként használatos a magyar terminológiában, mint a kockázati tőke (risk capital). Ez a fogalommagyarázat megfelel az európai (eredetileg német) használatnak. Az észak-amerikai gyakorlatban ennek éppen az ellenkezője honosodott meg.

A magyar terminológia a kockázati tőketársaságot „portfólió kezelő társaság”-ként is feltünteteti, hiszen a tőketársaság kihelyezései, azaz az egyes vállalkozásokban szerzett tulajdonrészei összességükben portfólióként tekinthetők.

A kockázati tőke jellemzői

Működési terület – kapcsolódás az innovációs vállalkozásokhoz

A kockázati tőke fő vadászterülete az innovációs vállalkozások felkarolása, a kezdeti innovációs szakaszok

finanszírozása. A kockázati tőke rést igyekszik betölteni a befektetési piacon, hiszen új termékek, szolgáltatások vagy technológiák kifejlesztését finanszírozza a magas hozzáadott érték elérése érdekében.

□ *A finanszírozás módja*

A kockázati tőke megjelenése nem hitel jellegű finanszírozást jelent, hanem az adott projektumra létrehozott társaság saját tőkéjeként szerepel. A kockázati tőketársaság tehát tulajdonosa is egyben a finanszírozott vállalkozásnak, így a hiteljellegű kihelyezésekkel szemben aktív szerepet játszik a tőke megtérülésének elérésében.

□ *Időintervallum, futamidő*

A nemzetközi gyakorlat alapján a kockázati befektetések esetében a befektetett tőke megtérülése és a várt hozam elérése általában öt-tíz évet vesz igénybe. A tapasztalatok szerint az egyes portfólióban kezelt befektetések közül viszonylag gyorsan – egy-két év alatt – kiderül, hogy melyik van ezek közül kudarcra ítélve, és melyiket érdemes továbbvinni a finanszírozás további szakaszai felé.

□ *Kockázatvállalás, biztosítékok, biztosítottság*

A kockázati tőkés kockázatvállalási készsége nagyobb, mint más befektetőké, de mindez nem jelenti azt, hogy a kockázati tőkés keresné a kockázatot, sőt ő az, aki igyekszik a kockázat megítélésében a lehető legkörültekintőbben eljárni.

A kockázati tőketársaság nem tudja a kihelyezéseit ingó és ingatlan vagyonnal biztosítani, mint ahogyan egy bank köteles azt megtenni a hitelkihelyezésnél, de a kockázati tőkének nem is ez a célja. A kockázati tőkés egy bonitás és pénzügyi háttér nélküli vállalkozás finanszírozását vállalja. Tudja, hogy egy induló vállalkozásnak folyamatos finanszírozásra van szüksége, míg ez nincs biztosítva más források esetében, ahol a tőke költsége nagyobb és az esedékessége időben kötött (például a hitelkamat esetében).

A kockázati tőkés számára a befektetés biztonságát a saját ítélőképessége jelenti, azaz azok a pénzügyi és piaci vizsgálati módszerek, amelyek alapján a befektetési döntést a tőketársaság hozza. A kockázati tőkés biztonságát növeli, hogy a portfólióban kezelt vállalkozások menedzsmentjében aktív szerepet játszik, ezáltal nyomon tudja követni a cég fejlődésének alakulását.

□ *Profitrealizálás*

A kockázati tőketársaság az átlagos befektetéseknél számolható kockázatnál nagyobb kockázatot hajlandó vállalni annak érdekében, hogy nagyobb profitra tegyen szert. Az USA-ban a kockázati tőketársaságoknál, a vállalkozásokból történő kivonuláskor mért éves átlagos profitráta harminc-hatvan % között mozgott, amely lényegesen meghaladja a hagyományos tőkekihelyezések megtérülési rátáit.

A kockázati tőke-jellemzők között lényeges kitérni arra, hogy a befektetett tőke megtérülése nem kamatjellegű és nem osztalék jellegű hozadéka spekulál. A kockázati tőkés célja az, hogy a kezelésében levő vállalkozásban szerzett tulajdonrésze olyan mérhető értéknövekedést érjen el, amelyet a piac elismer. A kockázati társaság arra az árfolyamnyereségre spekulál, ame-

lyet a portfólióként kezelt társaság tulajdonrészének értékesítésekor realizál, amikor kivonul a vállalkozásból.

A kockázati tőke kivonulásakor a tulajdonrész értékesítése a legtöbb esetben a másodlagos értékpapírtőzsdén történik, amely feltételezi a pénzügyi intézményrendszer fejlettségét és a kockázati tőkés értékpapíriaci szakértelmét. A kockázati társaság által kezelt vállalkozásokra sok esetben már a finanszírozás folyamán felfigyel egy-egy nagyvállalat, aki szakmai befektetőként vásárolja fel kivonuláskor a kockázati társaság adott vállalkozásban megszerzett tulajdonrészét.

□ *A vállalkozás kudarcá esetén*

A kockázati portfólióban vannak olyan vállalkozások, amelyek nem váltják be a hozzájuk fűzött reményeket, azaz vagy csődbe mennek, vagy a finanszírozás végén a kockázati tőkés csak veszteséggel tudja a tulajdonrészét értékesíteni. Ebben az esetben, a hiteltől történő finanszírozással ellentétben, a kockázati társaság a veszteségeket elkönyveli, és nincs a finanszírozott társaságnak visszafizetési kötelezettsége.

□ *Ami nem számít kockázati tőkének*

Azokban a fejlett pénzügyi intézményrendszerrel rendelkező országokban, ahol már a kockázati tőke-finanszírozásnak van néhány évtizedes gyakorlata, a kockázati finanszírozást törvény szabályozza. Ezek a törvények kitérnek arra, hogy mely finanszírozási, illetve portfóliókezelői tevékenység nem számít kockázati befektetésnek. Ilyenek a:

- bankok és pénzintézetek által nyújtott hitelek; a bankhitel típusú kihelyezéseket általában az adott ország pénzintézeti törvénye szabályozza,
- befektető társaságok, nyugdíjintézetek, biztosítók stb. által spekulációs céllal vásárolt tőzsdéi értékpapírok,
- ingatlanforgalmazó cégek spekulációs célú ingatlanbefektetési.

A finanszírozás szakaszai

A kockázati társaság a rendelkezésére álló kockázati pénzpiacot különböző finanszírozási igénnyel rendelkező, főleg innovatív tevékenységet folytató vállalkozásokba fekteti. A vállalkozás finanszírozásának van egy életciklusa, amelynek egyes szakaszaiba lép be a kockázati tőkés. Ebben a fejezetben bemutatom a kockázati finanszírozás életciklusának négy szakaszát és a gyakorlatban előfordult konstrukciókat.

a) Magvető befektetés (seeding finance)

Ebben a szakaszban maga a vállalkozás még nem jött létre. A kockázati tőkés egy jelentkezővel áll szemben, akinek az elgondolása sem technikai, sem üzleti szempontból nem alakult még ki határozottan. A kockázati tőkésre hárul a teljes finanszírozási feladat és annak a kockázata. Amennyiben a befektetők kecsegtető vállalkozást sejtene a születőben levő ötlet mögött, akkor igyekeznek befektetői csoportot szervezni a finanszírozásra a kockázat megosztása céljából. A befektetői csoport (konzorcium) körülírja a tevékenységet, elkészíti a majdani termék vagy szolgáltatás megvalósíthatósági tanulmányát és kidolgozza a finanszírozási tervet.

A magvető befektetés a kockázati finanszírozás legkockázatosabb szakaszának számít, hiszen a tőketár-

szakaság ekkor még elsősorban becslésekre, mintsem konkrét eredményre támaszkodhat és a tervek értékelése is nehézségekbe ütközik, hiszen még nincs piaci visszajelzés. Ez a szakasz általában egy évig tart és a vállalkozások hetven %-a feladja a küzdelmet ebben a szakaszban.

Abban az esetben, ha a piac mérete kicsi és speciális piacról van szó, akkor a vállalkozás már a szárnybontogató szakasz végére is jelentős piaci sikereket érhet el. Ilyenkor a további finanszírozás igénye is kisebb.

b) Beindító befektetés (start-up finance)

A kockázati tőkéstársaság segítségével megalakul a vállalkozás társasági formában és a terveknek megfelelően elkezdődik a termék fejlesztése, gyártása vagy az adott szolgáltatás kiépítése.

Ez a szakasz szintén egy évig tart, viszont a kockázati tőkésnek már van némi fogódzkodója a feladattervek alapján, azonban kétségkívül nagy kockázatot vállal. A beindító szakaszra szintén jellemző, hogy a finanszírozás kockázatának megosztására konzorciumot hoz létre több kockázati befektető.

Ha a piac mérete nagy (tömegpiac) és a további befektetés igénye kicsi, akkor nagyon szerencsés helyzetben van a kockázati tőkés. Ez az eset szokott a legritkábban előfordulni a kockázati tőketársaság portfóliójába tartozó vállalkozásokkal. Ugyanis ez a terület nem kifejezetten a kockázati tőke vadászterülete, hiszen a vállalkozás már induláskor lehet olyan erős, hogy megfelel más finanszírozási formák (bankhitel) feltételeinek és nem feltétlenül kíván a vállalkozó még egy szigorú feltételeket diktáló befektető céget is bevonni a társaságba.

c) Fejlesztési befektetés (fledgling finance – „szárnybontogató tőke“)

A vállalkozás terméke már piaca került, azonban még hiányzik a megfelelő arculat, a vevőkör és a termelési rendszer sem alakult még ki teljesen. Ez a szakasz a kompetitív tényezők kialakítását segíti elő a vállalkozás életében, és tekintettel arra, hogy az egyik legmunkaigényesebb szakaszról van szó, több évig eltart.

A kockázati tőkés számára ennek a szakasznak a kockázata kisebb, mint az előzőké, ugyanakkor ez a leg-tőkeigényesebb időszak. A vállalkozás e periódusában más finanszírozási formák még nem vehetők igénybe, hiszen a vállalkozás még nem felel meg a bankhitel feltételeinek és még nem képes teljesíteni a tőzsdei jegyzés feltételeit.

A kockázati tőketársaság a finanszírozási funkció mellett jelentős menedzsment feladatokat lát el a vállalkozásban. A tőketársaság saját menedzserei részt vesznek a vállalkozás vezetésében annak érdekében, hogy a termék piaci részesedése elérje a kívánt szintet és a vállalkozás képes legyen a kívánt termelési és értékesítési szintet elérni és fenntartani a jövőbeni növekedés meg-
alapozása érdekében.

Ha a piac mérete kicsi és a vállalkozás finanszírozási igénye még mindig nagy, akkor a vállalkozást ismét át kell világitania a kockázati tőkésnek. Ez a pozíció a legkedvezőtlenebb a kockázati befektető számára. Meg kell vizsgálni, hogy a vállalkozás elérte-e már az expanziós szakaszt vagy még a szárnybontogató szakaszban tart. Amennyiben az expanziós szakaszra nem ért meg a vállalkozás, ismét döntési pont előtt áll a kockázati tőkés:

– vállalja a további finanszírozást és az expanziós sza-

kaszban vonul ki a vállalkozásból. Ebben az esetben a piaci lehetőségek kiaknázását tekinti elsődlegesnek a befektető, hiszen részben így juthat pénzéhez, majd a nagy piaci részesedéssel rendelkező cég üzletreszének értékesítése által „extra profitot“ érhet el.

– a kockázati tőkés kivonul a vállalkozásból és veszteségminimalizáló stratégiát folytat.

d) Megszilárdítási és expanziós befektetés (establishment finance)

A vállalat terméke már ismert az adott termék piacán, és a cél az, hogy számottevő piaci részesedést érjen el. A kockázati tőketársaság előtt az a döntés áll, hogy a vállalkozásból való kivonulás előtt milyen mértékben érdemes finanszírozni a vállalkozást annak érdekében, hogy a tulajdonrész értékesítésekor a kockázati tőkés a legkedvezőbb árfolyamot érhesse el.

Ebben a szakaszban a finanszírozás mellett a kockázati társaság felkészíti a vállalkozást az esetleges tőzsdei jegyzésre (ez az esetek többségében a másodlagos értékpapírpiacot jelenti: Over-The-Counter, Unlisted Securities Market). A másodlagos értékpapírpiacokra történő belépés feltételei már teljesíthetők egy korábban kockázati tőketársaság portfóliójába tartozó vállalkozás számára.

Amennyiben a piac mérete nagy és a tömegpiaci jelenlét finanszírozási igénye is nagy a kockázati tőketársaság vagy befektetőket von be a finanszírozásba (saját forrásállományát ez a portfólió-elem nagy mértékben lekötne a többi hátrányára), vagy eladja a vállalkozásban szerzett tulajdonrészét magas árfolyamon (amely vállalkozás ekkor már potenciális piacvezetőnek számít).

A következő ábra az expanziós szakasz stratégiai döntését vázolja a kockázati tőkés szempontjából.

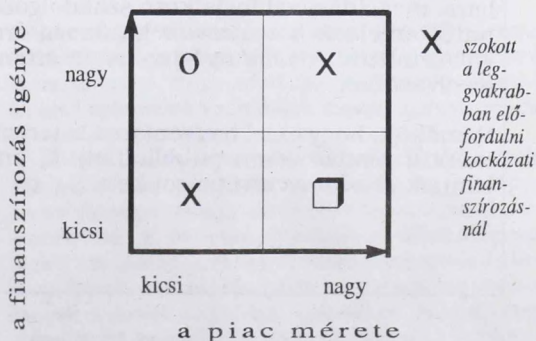
Ha a piaci méret szempontjából közelítjük meg a vállalkozás finanszírozási igényét a kockázati tőkés részéről, akkor az alábbi mátrix alapján vázolhatók fel a következő stratégiai lépések:

A fent vázolt négy fő finanszírozási szakasz a nemzetközi tapasztalatok alapján öt-tíz évet vesz igénybe. Előfordulhat, hogy a szakaszok időbeni kiterjedése és tőkeigénye nagy szórással változik, ezért a vállalkozás rövid és középtávú likviditási terveit a tényadatok ismeretében időnként újra ki kell alakítani.

További finanszírozási konstrukciók

A gyakorlatban két másik szakasz is kialakult, amelyek nem feltétlenül illenek bele a fent vázolt kockázati finan-

Az expanziós szakasz stratégiai döntése



szírozási folyamatba és az egyes szakaszok helyett megjelenhetnek.

• *Üzletág-vásárlási befektetés*

Gyakran előfordul, hogy egy-egy nagyvállalat önállóítani kíván bizonyos üzletágakat vagy divíziókat a versenyképesség növelésének vagy a vállalat költség-szintjének csökkentése érdekében. Az önállóítani kívánt üzletágat felajánlják a menedzserek részére megvételre, amelyet a menedzserek csoportja egy kockázati tőketársaság segítségével vásárol meg. Ez annyiban különbözik a klasszikus hitelből történő management buyout-tól (MBO), hogy a finanszírozó maga is tulajdonosként lesz érdekelt a vállalkozásban. A nagyvállalatok az USA-ban előszeretettel helyezik ki a K + F „részlegüket“ hasonló érdekeltégi rendszerben annak érdekében, hogy a K + F költségeit és annak kockázatát külső (nem szakmai) befektetővel megosszák. Az új vállalkozás továbbra is a nagyvállalat projektumain dolgozik, annak felügyelete mellett, ugyanakkor a fent említett előnyök mellett a kockázati tőke itt spekuláns tőkeként jelenik meg, azaz nem elsősorban a K + F eredményeinek saját célú felhasználása vagy értékesítése a cél, hanem az, hogy a vállalkozást felfuttatva nagy haszonnal értékesítse a tulajdonrészt. A kockázati tőkés tulajdonrészt a legjobb vevő maga az anyavállalat szokott lenni, aki valójában visszavásárolja a megerősödött vállalkozást.

A nemzetközi szakújságírás a „management buy-in (MBI)“ kifejezést használja arra a kivásárlási konstrukcióra, amelynél egy külső, nem a vállalkozás alkalmazásában levő menedzser használja fel a kockázati tőke segítségét ahhoz, hogy tulajdonrészt szerezzen magának, s ezáltal vezető pozícióit érjen el az adott vállalkozásban.

• *Átfordító befektetés (turnaround finance)*

A kockázati tőketársaság több évi finanszírozás után még bízik a portfóliójában szereplő, problémákkal küzdő vállalat prosperitásában, és ennek érdekében a saját kezébe veszi a menedzsment funkciókat. A kockázati társaság a saját szakembereit nevezi ki az összes menedzsment pozícióba, átvéve a vállalat irányítását.

Az átfordító tevékenység elvégzésére sok esetben kérnek fel kockázati társaságot, azonban a kockázati tőketársaság tevékenységének nem ez a célja. Az átfordító befektetést eszköznek kell tekintenünk a kockázati tőkés kockázatmenedzselő tárházában, amelyet a saját portfóliójában levő cégek problémáinak kezelésére alkalmaz.

A vállalkozási tőke egyik fő célja viszont az átfordító tevékenység folytatása, azaz kockázatkezelés külső megbízások alapján. Ez a tevékenység megbízási jogviszonyt feltételez a gondokkal küzdő vállalkozással, amelynek teljesítése esetén az egyik díjazási forma lehet az „átfordított“ vállalkozás tulajdonrészéből való részesedés megszerzése.

Három cikkünket tanfolyami hallgatók – Holló Katalin, Kasza Gábor, Révész Szilárd – írták. Egy iskola mindig szívesen dicsekszik hallgatóinak eredményeivel – mi sem vagyunk kivételek. Iskolánk – a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem Vezetőképző Intézete – a kilencvenes évek elején, a magyar társadalom és gazdaság fejlődésének egyik fordulópontján határozta el, hogy kifejleszti és beindítja az egyetem saját Master of Business Administration programját. Az MBA név tulajdonképpen egy világmárkát jelöl: olyan több szemeszteres, az üzleti élet legfontosabb területeit átfogó tanfolyamokról van szó, amelyeken diplomás hallgatók – többnyire mérnökök, közgazdászok, jogászok, de más szakmák képviselői is – vesznek részt, akik magasra ívelő üzleti karriert szeretnének befutni.

A programfejlesztési munkához sikerült megnyerni az angol Know-How Fund támogatását. Angol partnerünk a világ egyik legjobb üzleti iskolája, a London Business School lett. Az első hallgatói csoport 1992 őszén kezdte meg, és 1994 tavaszán fejezte be a tanulást. Az oktatás váltakozva angol és magyar nyelven folyik, eredeti angol, illetve magyarra már lefordított tankönyvek felhasználásával, a legkorszerűbb, a hallgatók aktív közreműködésére építő módszerek alkalmazásával, a két partneriskola – a BKE és az LBS – tanárainak irányításával.

Az MBA programok hallgatóinak tanulmányaik lezárásaként valamilyen vezetési probléma megoldásával foglalkozó szakdolgozatot kell írniuk. Közöttük több olyan is található, amelyek a szélesebb közönség érdeklődésére is számot tarthatnak. Ezekből választottunk ki néhány fejezetet, és örömmel, az iskola büszkeségével nyújtjuk át őket az olvasónak.

Reméljük, hogy ezzel hagyományt is teremtünk, és a nálunk végzett hallgatók munkáit ezentúl rendszeresen publikálhatjuk, amelyek így közkinccsé válnak majd, és nem tűnnek el a könyvtári polcokon.

Bógel György