

A kockázati tőke részvételének formái a technológia-orientált vállalkozások fejlődésének korai szakaszában

Kosztópulosz Andreász¹ – Makra Zsolt²

A fejlődésük kezdeti szakaszában járó, technológia-orientált vállalkozások tőke- (és hitel) forrásokhoz való korlátozott hozzáférése a kutatók és a gazdaságpolitikusok számára egyaránt közismert. Ezen vállalkozások finanszírozása két szempontból jelent kihívást: a tranzakciós költségekkel összefüggő méretgazdaságossági problémák, illetve az innovatív tevékenység jelentette speciális kockázatok miatt. Mindkét kihívás akadályokat gördít a „hagyományosnak” mondható finanszírozási módok alkalmazása elé, és maga után vonja a források elégtelen és nem hatékony elérhetőségét és felhasználását.

Tanulmányunkban a problémát a kínálati oldal szemszögéből vizsgáljuk meg: melyek azok a tőkefinanszírozók, akik valamilyen módon részt vesznek a feltörekvő vállalkozások korai életszakaszának forrásbevonásában. A kockázati tőke körül kialakult fogalmi zűrzavart letisztázva röviden áttekintjük a kockázati- és magvetőtőke-alapok legfontosabb jellemzőit, az üzleti angyalok finanszírozó és fejlesztő tevékenységét és a vállalatközi fejlesztőtőke-befektetések előnyeit, hátrányait. A tanulmány végén rámutatunk arra, hogy a kockázati tőke megjelenési formái közül tulajdonképpen melyek a legalkalmasabbak az ígéretes cégek korai életszakaszának finanszírozásában.

Kulcsszavak: új technológia-orientált vállalkozások, korai életszakasz, kockázati tőke, kockázati-tőke-alapok, magvető tőke, üzleti angyalok, corporate venturing

1. A kockázati tőke fogalma és formái

A kockázati tőke fogalma sokáig összekapcsolódott az ötlet, az újdonság, egy új cég, lényegében az innováció finanszírozásával, pontosabban az e területre történő tőkebefektetéssel. A nyolcvanas évek közepétől azonban a nyugati országokban a kockázati-tőke-befektetők mindinkább elfordultak az innovatív vállalkozásoktól (Karsai 1995). Az érdeklődés középpontjába leginkább a terjeszkedési szakaszban lévő vállalkozások kerültek, de ekkor váltak vonzó befektetési lehetőséggé a vezetői kivásárlások (MBO) és a nehéz helyzetbe került vállalkozások „mentőv” (turnaround) finanszírozása is. A kockázati-tőke-befektetők által előnyben részesített ügyletek átrendeződésének egyik magyarázata a különböző ügylettípusok induláskori tőkeigé-

¹ Kosztópulosz Andreász, egyetemi tanársegéd, SZTE Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Kapcsolatok Intézete, Pénzügytani Szakcsoport (Szeged)

² Makra Zsolt, Ph.D. hallgató, Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, Regionális Politika és Gazdaságtan Doktori Iskola (Pécs)

nyének eltérő nagyságrendje. A kockázati tőke kínálatának növekedése automatikusan a nagyobb volumenű ügyletek felé terelte a befektetőket (Harrison–Mason 2000). Az átrendeződés egy másik oka pedig maga a kockázat volt: a technológiai fejlődés felgyorsulása egyre bizonytalanabbá (költségesebbé) tette az induló vállalkozások várható sikerét, ami arra ösztönözte a befektetőket, hogy a már legalább néhány éves, biztos bevételekkel és vevőkkel rendelkező, nagy növekedési potenciállal bíró cégek felé forduljanak. Mindehhez hozzájárult, hogy a nyolcvanas évek közepén tömegesen jutottak csődbe kockázati tőke által megtámogatott fiatal, technológiai cégek az Egyesült Királyságban, ami szintén ösztönözte a „biztonságosabb vizeket” jelentő vezetői kivásárlások piacának előtérbe kerülését (Murray 1999). A fenti folyamat térben differenciáltan ment végbe, és leginkább a konzervatívabb fel fogású Európában teljesedett ki. Az USA-ban szintén tapasztalható az induló vállalkozások finanszírozásától történő elfordulás, de nem olyan drasztikus mértékben, mint Nyugat-Európában.³

A kockázati tőke fogalmának átértelmeződése miatt új elnevezések terjedtek el. Ezek szerint beszélhetünk „*hagyományos kockázati tőkéről*” (classical venture capital), ami alatt az elsősorban a technológia-intenzív, gyorsan fejlődő, több országra kiterjedő piaccal rendelkező, fiatal vállalkozásokat kereső tőkét kell érteni (Karsai 1997). A kockázati tőkéseknek a másik csoportját pedig azok a befektetési társaságok/alapok teszik ki, amelyek az igen kockázatos induló vállalkozások helyett inkább az expanzív szakaszban lévőket részesítik előnyben. Emellett jellemzően ezek befektetési között találjuk a vezetői kivásárlásokat és a cégek feljavítását célzó tőkeinjekciókat is. A hagyományos kockázati tőkétől megkülönböztetve a szakirodalom ez utóbbi típusú finanszírozási forrást *fejlesztési tőkének* (development capital) nevezi. A kockázati tőke-iparág átrendeződésének gyümölcse a *magántőke* (private equity) kifejezés is, amelyet tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokban intézményi és magánbefektetők által ideiglenes tulajdonosi részesedés megvásárlására fordított tőkeként definiálhatunk (MKME 2003, Baygan–Freudenberg 2000). Ebben az értelemben tehát a kifejezés egy gyűjtőfogalom, amely egyaránt lefedi a klasszikus kockázati tőke és a fejlesztési tőke kategóriáját is. Az Egyesült Államokban a vezetői ki- és bevásárlások piacát teljesen elkülönülten kezelik a (hagyományos) kockázati tőke-befektetésektől, míg egyes szerzők magántőke alatt a teljes kockázati tőke-iparágat vagy kizárólag az MBO/MBI ügyleteket értik.

A kockázati tőke-piac két részre bontható: egy *intézményesült* (formal) és egy *informális* (informal) szegmensre. Az intézményesült kockázati tőke-piacon a finanszírozók és a finanszírozottak közé beékelődik egy pénzügyi közvetítő, míg az informális piaci szegmensben magánszemélyek közvetlenül hajtják végre befekteté-

³ A kilencvenes évek végén a *trend átmenetileg megtört*: a kockázati tőke-társaságok étvágya érezhetően megnőtt az új, elsősorban csúcstechnológiai cégek iránt. 2001-ben a „technológiai buborék” kipukkanása azonban véget vetett ennek a rövid időszaknak. Megjegyezzük, hogy a kockázati tőke-alapok által kezelt tőkének még ekkor is csupán igen kis százaléka jutott a magvető szakasz finanszírozására (Karsai 2002).

seket saját megtakarításaikat felhasználva. A két piaci szegmens azonban egymástól nem elkülönülten, hanem egymást kiegészítve működik.⁴ Bizonyos tekintetben átmenetet képeznek a *vállalatközi fejlesztőtőke-befektetések* (corporate venturing), amely során nagyobb vállalatok nyújtanak kockázati tőke típusú finanszírozást kisebb cégeknek közvetlen vagy közvetett formában. A következő fejezetekben e szegmentálás szerint mutatjuk be a forrásbevonás legfontosabb jellemzőit.

2. Az innovatív vállalkozások életszakaszai az ötlet megszületésétől az első nyilvános részvénykibocsátásig

Habár természetesen az innovatív kis- és középvállalkozásokat (KKV) finanszírozó külső források sokféle formában és finanszírozótól érkehetnek, a legalkalmasabb forrás típusa függ az innovatív termék, szolgáltatás kifejlesztésének vagy innovatív eljárás bevezetésének folyamatában elért *fejlődési szakasztól*. Ennek a folyamatnak rendkívül sokféle szakaszolásával találkozunk a szakirodalomban, ezek szintetizálására tettünk kísérletet a 1. ábrán bemutatott felosztással, ahol a jellemző nyereség profilt és a szakaszokhoz tartozó tipikus tőkefinanszírozási módot is feltüntettük. Az ábrán szaggatott vonalakkal jelöltük a finanszírozó szempontjából kedvezőtlenebb lefutású életgörbéket, ezzel is hangsúlyozva az innovatív tevékenységben rejlő kockázatot.⁵ Kardinális kérdés marad tehát, hogyan lehet az ilyen sikertelen vállalkozások finanszírozásából származó veszteségek kockázatát kezelni, hiszen akárki is legyen a finanszírozó, kezelni kell annak kockázatát, hogy nem az ideális pályát futja be az adott vállalkozás.

Finanszírozási szempontból az innovatív vállalkozások fejlődését a tőzsdén való megjelenésig két szakaszra bonthatjuk: *korai fázisra* (early stage), melyet a magvető, az induló és a korai növekedési szakaszok alkotnak, és a *kései, terjeszkedési fázisra* (later, expansion stage).

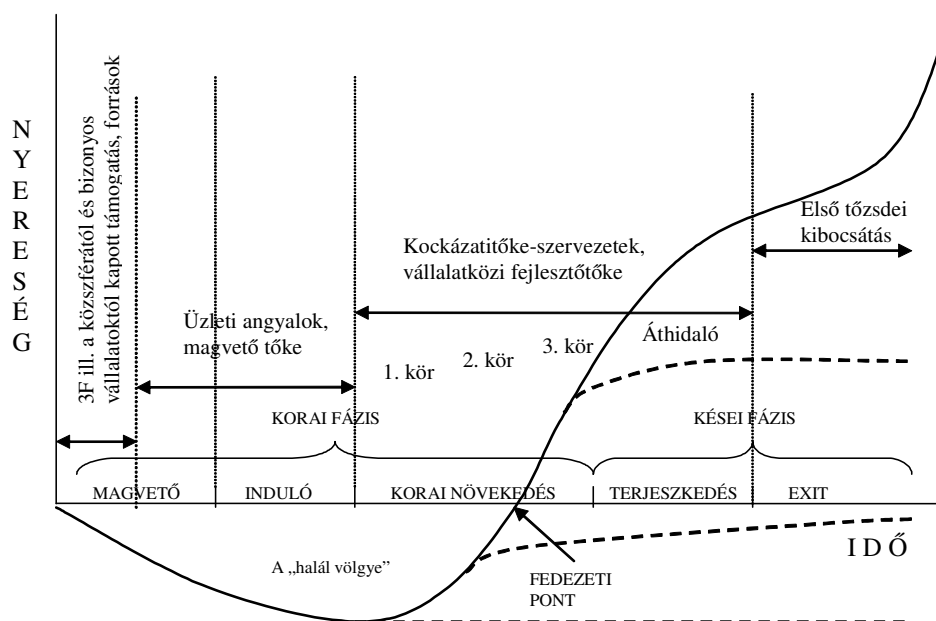
A *magvető szakasz* (seed stage) az ötlet felmerülésétől a kutatási fázison át a prototípus megszületéséig tart, kulcskihívása: az *ötlet*. A vállalkozás szervezetileg nem létezik, a munkatársak toborzása ekkor indul. A kutatási szakaszát rendszerint az alapító megtakarításai, családtagjai, barátai kölcsöntőkéje⁶ révén, illetve vissza

⁴A *komplementaritás* formái meghatározóak lehetnek a kockázattőke-piac kiegyensúlyozott fejlődésében. Ilyenek lehetnek például az egymásra épülő befektetések a vállalkozások fejlődésének különböző szakaszaiban, a közös befektetések, az ügyletek átirányítása, valamint az üzleti angyalok kockázattőke-alapokba történő befektetései (Makra–Kosztopoulosz 2004).

⁵A legmélyebben berajzolt szaggatott vonallal jelölt növekedési minta egy sikertelen fejlesztést reprezentálhat. A felette futó szaggatott vonal arra mutat példát, amikor az innovációt a piac nem ismeri el. A felső nyereségséma a növekedésben különféle okokból megtorpanó vállalkozást jelölheti (pl. családi vállalkozás óhajt maradni, ezért nem engedi ki a vállalkozás feletti ellenőrzési jogot a kezéből).

⁶Az angolszász szakirodalom „szeretetpénzként” (love money) és 3F-ként (Founder, Family, Friends) emlegeti e tőkeforrást, ami tréfás szójátékkal Founder, Family, Fools is lehet, utalva a befektetés sikerének bizonytalanságára.

1. ábra A vállalkozás lehetséges fejlődési szakaszai és a tipikus tőkefinanszírozási módok



Forrás: Berszán (2003), EC (2002a), OECD (2002), Osman (2000) alapján saját szerkesztés.

nem fizetendő támogatásokon keresztül lehet csak finanszírozni. Ezek a támogatások elsősorban kormányzati vagy regionális intézményektől, vagy esetleg ipari kutatási szövetségektől, alapítványoktól, jótékonyági szervezetektől származnak. Miután azonban a technológia validálása megtörtént, és a prototípus fejlesztése kerül napirendre, az innovatív tevékenység finanszírozására már az ún. üzleti angyalok és a magvető kockázati tőke-alapok is vállalkozhatnak.

Az *induló szakaszban* (start up stage) folytatódik a termékfejlesztés (elsősorban a nagybani gyártás előkészítése céljából) illetve elkezdődik a marketingtevékenység, de kereskedelmi értékesítés még nem zajlik. Ennek a szakasznak kétségkívül a legkritikusabb része a vállalkozás szervezeti kereteinek hatékony megszervezése, azaz a kulcskihívás: a *szervezet*. A legfontosabb finanszírozói kört ekkorra már egyértelműen az üzleti angyalok és a befektetéseiket a korai fázisra koncentráló kockázati tőke-szervezetek, illetve esetenként a stratégiai célú kockázati tőke-típusú befektetéseket is végző termelővállalatok⁷ jelenthetik.

⁷ Az ilyen befektetésekre utalunk a corporate venturing angol nyelvű kifejezéssel, mely a hazai szakirodalomban vállalatközi fejlesztőtőke-befektetés néven jelent meg (Osman 2000).

A következő fordulópontot a termék piaci értékesítésének megkezdése jelenti, mellyel kezdetét veszi a *korai növekedés szakasza* (early growth stage vagy other early stage), melynek kulcskihívása: az *értékesítés*. Ebben a szakaszban jelentős nagyságú erőforrásokat emészt fel a marketingtevékenység, és a termeléshez a szükséges forgótőke biztosítása. Az értékesítés felfuttatásához újabb és újabb tőkeinjekcióra (első és másodkörös befektetések) lehet szükség, melyhez különböző kockázattőke-szervezetek biztosíthatják a forrásokat. A bevételek megjelenésével és növekedésével ebben a szakaszban juthat túl a vállalkozás a fedezeti ponton (és ezzel az ún. „halál völgyén”, mivel ezután már csökken a bukás valószínűsége), és válhat először nyereségessé az üzletmenet.

A *terjeszkedés stádiumában* felgyorsul a vállalat piaci expanziója, illetve gyakran lezajlik a tulajdonosi kör és a menedzsment szétválása. A bevételek növekedési üteme igen gyors, azonban a termelésnövekedés miatt likviditási problémák jelentkezhetnek. A korábbi tőkebefektetések ekkorra már részben megtérülnek. Ebben a stádiumban a vállalkozásba való befektetés kockázata normális szintre csökken, így a fejlesztőtőke-befektetésekre illetve a kivásárlásokra specializálódott kockázattőke-szervezetek mellett a bankok is megjelennek mint finanszírozók.

Leginkább a kései szakaszra jellemző ügylet a *vezetői kivásárlás* (management buy out, MBO) és a *vezetői bevásárlás* (management buy in, MBI) finanszírozása. Az előbbinél a vállalat vezetése mögé áll a kockázati tőkés, és segíti a vállalat felvásárlását, míg az utóbbinál a vállalaton kívüli üzletembereket támogat az üzletrészek többségének megszerzésében. Speciális megoldás a *hitelből történő kivásárlás* (leveraged buy out, LBO), ekkor a kockázattőke-szervezet egy speciális vállalat létrehozásán keresztül, bankhitel igénybevételeivel finanszírozza a tulajdonrészvásárlást. A csődközelben lévő vagy pénzügyi problémákkal küszködő vállalkozások egy része is érdemes lehet arra, hogy kockázattőke-befektetések célpontjává váljon. A *mentőőv* (turnaround) finanszírozás akkor lehet sikeres, ha a vállalkozás nem alapjában véve életképtelen, hanem például a vezetők képességei, szakértelme hiányos vagy a cég szerkezetének átalakítására van szükség (BÉT 2003).

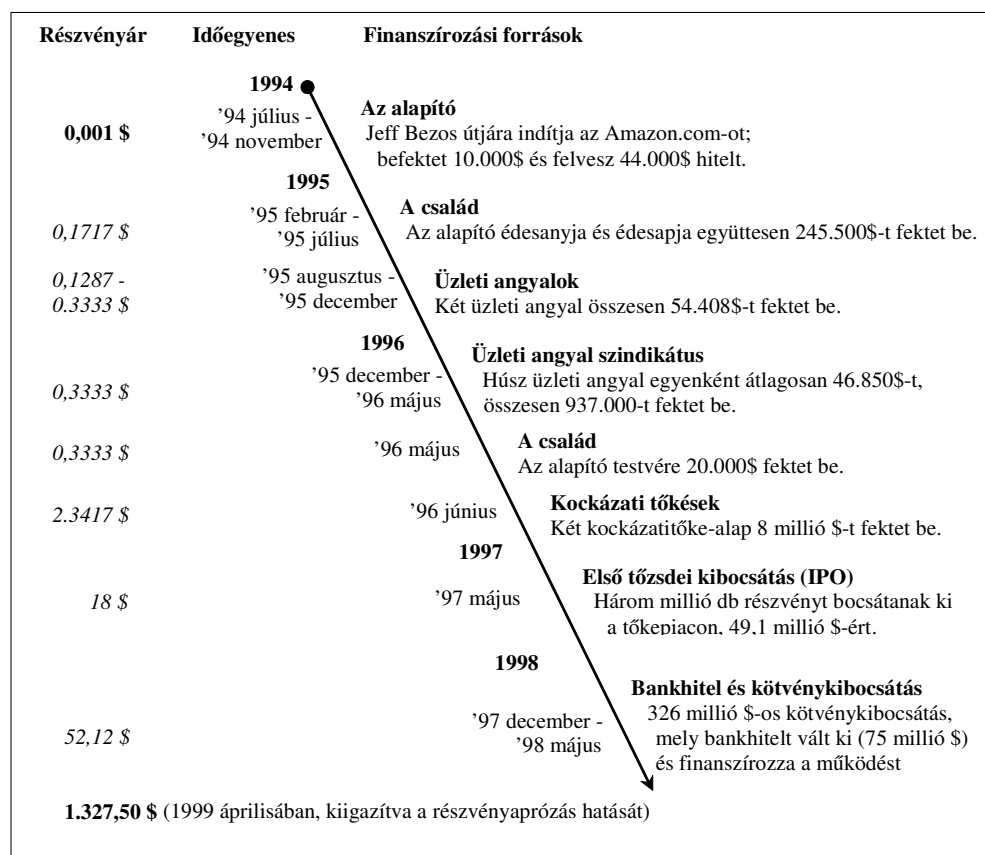
Az *áthidaló* (bridge) finanszírozás már a tőzsdei bevezetést teszi lehetővé a kockázattőke-befektetők által biztosított pénzeszközök segítségével.

Az utolsó szakasz a tőzsdei bevezetés, azaz az *első tőzsdei részvénykibocsátás* (IPO, initial public offering), melynek során a kockázati tőkés értékesíthetik a vállalkozásban szerzett részesedéseiket, *kiszállnak a cégből* (exit), jövedelmüket árforlyamnyereség formában realizálva.⁸

A fenti folyamatot követhetjük nyomon az *Amazon.com* amerikai internetes cég *finanszírozási kronológiáján* keresztül (2. ábra). A példa arra is felhívja a figyelmet, milyen nélkülözhetetlen szerepet töltenek be az innovatív induló cégek fi-

⁸ A kiszállás nem kizárólag tőzsdei értékesítés formájában mehet végbe. Akár a vállalat is visszavásárolhatja a kockázati tőkés által birtokolt tulajdonrészt, vagy akár egy érdeklődő stratégiai befektető, kockázattőke-alap portfóliójába is átkerülhet.

2. ábra Az Amazon.com finanszírozásának kronológiája (1994-1999)



Forrás: Van Osnabrugge–Robinson (2000, 59. o.)

nanszírozásában a 3F-től származó források, és négy év leforgása alatt milyen profitot realizálhat egy „éles szemű” kockázati tőke-befektető.

Látható, hogy a *fejlődés útján a kockázati tőke pótolhatatlan finanszírozói szerepet tölt be*. Ezt a megállapítást empirikus eredmények is alátámasztják. Davila és szerzőtársai (2000) azt vizsgálták, hogy a jelentős növekedés elérése vajon a kockázati tőke-befektetés következménye, avagy a kockázati tőkések csak „kicsemegezik” a jelentős növekedési képességű induló vállalkozásokat. A kutatók arra az eredményre jutottak, hogy az adatok az első megállapítást támasztják alá, vagyis a kockázati tőke jelenléte vezet a növekedéshez.

3. A kockázatitőke-szervezetek finanszírozási tevékenysége

Az intézményi kockázatitőke-piac szereplői a *független kockázatitőke-alapok/társaságok*, melyek különböző pénzügyi intézményektől, nyugdíjalapoktól, alapítványoktól, biztosítóktól illetve magánszemélyektől gyűjtik forrásaikat. A független kockázatitőke-társaságok kiemelkedő szerepét mutatja, hogy az Egyesült Államokban a formális kockázatitőke-ágazat által végrehajtott befektetések mintegy 75 százaléka a társaságok közreműködésével jött létre. A piaci szegmens másik csoportját a *nem független befektetési alapok/társaságok* alkotják. Ide sorolhatóak különböző bankok, nyugdíjalapok, biztosítók kockázatitőke-társaságai, de ide tartoznak egyéb nem pénzügyi intézményekhez pl. iparvállalatokhoz (GE, Xerox stb.) kapcsolódó tőketársaságok is, melyeket azzal a céllal hoznak létre, hogy az anyacég számára új technológiákat szerezzenek be vagy új piacot teremtsenek (BÉT 2003).

Általános tapasztalat, hogy a kockázatitőke-szervezetek befektetéseikben tendenciózusan a viszonylag *nagyobb összegű befektetéseket*, valamint a kevésbé kockázatos *kései szakaszok finanszírozását preferálják*, ezzel szemben az innovatív KKV-k tőkeéhsége a vállalkozás korai életszakaszában jelentkezik, és az igényelt tőke nagyság is szerényebb. 1996 és 2002 között az EVCA tagországokban a befektetések értékének mindössze 12,7 százaléka irányult a korai szakasz finanszírozására (1. táblázat). A kockázatokra nézve jellemző adatot szolgáltat számunkra egy, az 1990-es évek közepén végzett angol felmérés, mely szerint az 1980 és 1990 között finanszírozott és 1994 végéig értékesített, technológiai fejlődést hordozó, korai fázisú befektetések átlagosan 4 százalékos hozamúak voltak, míg a kései szakaszt (ezen belül is a vezetői kivásárlásokat) finanszírozó befektetések hozama még 23 százaléknál is kissé magasabb volt (Murray–Lott 1995). Másrészt az innovatív KKV-k esetén hangsúlyosabb szerepet játszhat a finanszírozó által nyújtott nem pénzügyi jellegű asszisztencia a vállalkozás sikeres fejlesztésében.

Az intézményes kockázatitőke-befektetések legfontosabb *jellemzői* a következők (Osman 1996):

- A befektető hivatásos – *professzionális* – finanszírozó, illetve hivatásos pénzügyi közvetítő.
- A kockázati tőke nem a hitelfolyósítás szokásos módján, visszafizetési kötelezettséggel és kamatfizetés ellenében vesz részt a cég finanszírozásában, hanem a befektetés ellenében *résztulajdont szerez* a társaságban, így sem a befektetés ideje alatt, sem pedig kivonáskor nem terheli a vállalkozás cash-flowját.
- Jelentős *növekedési potenciállal* rendelkező vállalkozásokba fektet be. Köztük is mindenekelőtt a megújulásra, változtatásra, fejlesztésre képes, valamint az új növekedési pályára álló cégek finanszírozását preferálja.

1. táblázat A befektetések értékének megoszlása a portfólió vállalkozás fejlettségi szintje szerint az EVCA tagországokban (1996-2002, százalék)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Hétéves átlag
Magvető szakasz	1,0	0,9	1,2	1,9	2,3	2,2	1,8	1,6
Induló szakasz	5,5	6,5	10,2	11,0	16,7	15,0	12,9	11,1
Terjeszkedési szakasz	40,0	35,0	30,0	29,6	37,1	32,9	31,3	33,7
Tőke kiváltása	7,1	7,6	7,5	4,7	2,7	4,9	4,2	5,5
Kivásárlás	46,4	50,0	51,5	52,8	41,2	45,0	49,7	48,1

Megjegyzés: Az EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association) az Európai Magán- és Kockázati Tőke Egyesület angol rövidítése. *Kiváltásnak, helyettesítésnek* (replacement) nevezik, ha egy kockázati tőke-befektető egy másik kockázati tőkéstől vagy egy részvényestől vásárolja meg egy vállalat üzletrészt, mert a cégbe való beszállást gazdaságilag racionálisnak tartja.

Forrás: Osman (2001, 150. o.), EVCA (2002, 3. o.) és EVCA (2003, 3. o.) alapján saját összeállítás

- A tőkebefektetés együtt jár azzal, hogy a befektető *jelentős üzleti kockázatot* vállal. A jó üzleti terv kulcsfontosságú tényező a kockázati tőkés befektetési döntéseiben.
- A kockázati tőke célja *jelentős hozam* elérése.
- A kockázati tőke *türelmes tőke*. A kockázati tőkés többnyire olyan befektetéseket vállalnak, amelyek hosszú idejű tőkelekötést igényelnek. Érdekeltségük az osztalékfizetéssel szemben inkább a tőkenyereség eléréséhez kötődik. Így a finanszírozott vállalkozás nyereségét vissza tudja forgatni a cégbe.
- A kockázati tőke nem csupán pénzt biztosít a vállalkozás számára, hanem általában saját *szakértelmét és kapcsolatait* felhasználva közreműködik azok menedzselésében is, sőt többnyire valamilyen módon és mértékben részt vesz a vállalkozás irányításában. Teszi ezt egyrészt a közös cél előmozdítása, másrészt, és nem utolsósorban saját érdekeinek védelmében.
- *Drágább, mint a hitel*, abban az értelemben, hogy a kockázati tőke-befektető nagyobb hozamot vár el a piaci hitelkamatoknál. A hagyományos kereskedelmi hitelnél a hitelezőnek csupán azt a kockázatot kell vállalnia, hogy adósa végül is részben-egészben fizetéképtelennek bizonyul. Valójában még ez is csak akkor és annyiban okoz a hitelezőnek tényleges veszteséget, ha az egyéb, a hitelezési ügylet keretében kikötött biztosítékok felhasználásának a segítségével sem tud pénzhez jutni. Normális gazdasági körülmények között mindez többnyire jól felmérhető és behatárolható kockázatot jelent. Ezzel szemben a kockázati tőke eleve azt vállalja, hogy a várt üzleti siker elmaradása esetén maga is viseli az ezzel járó veszteség részét-egészét. Tovább növeli a kétféle finanszírozás költségei közötti különbséget, hogy a kockázati befektetők által

igénybe vett szakértőhálózat (mind a szelekcióhoz, mind a menedzseléshez), valamint a vállalkozás tevékenységének folyamatos figyelemmel kísérése és ellenőrzése igen költséges a finanszírozó számára. Mindezek költségeit tulajdonképpen a finanszírozott vállalkozás fizeti meg.

A kockázatitőke-ellátottság elégtelenségei az európai vállalatokat túlságosan is függővé teszik a banki hitelezésből származó forrásoktól. Ezek a konstrukciók azonban többnyire kevésbé rugalmasak, és nagy terhet jelentenek az olyan fejlett technológiára épülő, jelentős innovációt kifejlesztő vállalkozások számára, amelyek működésük első éveiben általában csak negatív cash-flowt képesek felmutatni (Kosztopoulosz 2004). Az *innovációk megvalósulása és a kockázati tőke részvételének pozitív korrelációjára* empirikus bizonyítékok is napvilágot láttak. Kortum és Lerner (2000) kutatásai szerint az USA-ban 1983 és 1992 között a vállalati K+F kiadások 3 százalékának megfelelő összeg az ipari innovációk ennél jóval nagyobb, 8 százalékos arányát eredményezte. Botazzi és Da Rin (2002) által végzett, több mint 500, az Euro.nm tőzsdén jegyzett cég jelentéseire alapuló felmérés is pozitív kapcsolatról számolt be, kijelentve, hogy a kockázati tőke jelenléte segítséget jelent az európai innovatív cégeknek azáltal, hogy biztosítja számukra a létrejöttükhöz és a fejlődésükhöz nélkülözhetetlen tőkét.

Mind gyakrabban találkozhatunk a szakirodalomban egy új modellel, a V2C (Venture-To-Capital), azaz „*vállalkozást a tőkéhez*” megközelítéssel, amely eszközül szolgál a nagyon korai életszakaszba történő befektetések ösztönzésére. Eszerint a magvető szakasz végén, illetve az induló fázisban lévő vállalkozások egy része alkalmassá tehető arra, hogy viszonylag rövid időn belül (ez a leggyakrabban 2-3 évet jelent) a kockázatitőke-szervezet befektetési célpontjává váljon. Erre a szervezet egy vállalkozásfejlesztési specialistája célzott közreműködésével teszi alkalmassá, amiért a kompenzációt tulajdonszerzés vagy jövedelemtranszfer jelentheti (Rasila és szerzőtársai 2002).

4. A magvetőtőke-alapok

A *magvető tőke* kis összegű tőkeforrás⁹, amely a kereskedelmi koncepció megvalósíthatóságának és a piaci bevezetés előtt álló termék prototípusának tesztelését finanszírozza (Murray 1999). Az OECD is a kutatás-fejlesztési szakaszba irányuló tőkebefektetést emeli ki definíciójában: a magvető tőkét egy egyéni elképzelés kutatására, értékelésére és kifejlesztésére nyújtják. A pénzeszközök mellett azonban a finanszírozó szakértelmet, kapcsolatokat is vállalkozás rendelkezésére bocsát, így a magvető tőke tágabb értelmezésben „az új, technológia-orientált cégek számára elérhető kockázati tőke és kompetencia keveréke addig az életszakaszig, amíg a ha-

⁹ Az Egyesült Királyságban a pénzüsszeg általában legfeljebb 250.000 font, egyes esetekben azonban 100.000 font alatt marad (Murray 1999).

gyománys kockázati tőkék számára vonzóvá nem válnak” (CEBR 2001, 18. o.). A források a magán- és közsféra széles körétől érkeznek, a *finanszírozásában részt vállaló szereplők* a következők (CEBR 2001):

- *Technológiai inkubátorok*: céljuk az új technológiákat kifejlesztő, fejlődésük kezdeti szakaszában járó vállalkozások támogatása. Szervezetileg és földrajzilag egyaránt kötődnek a „tudás forrásaihoz”, például egyetemekhez, technológia transzfer ügynökségekhez, tudományos parkokhoz, kutatóintézetekhez.
- *Tudományos parkok*: általában az egyetemi kampusz köré szerveződő komplex tevékenységek összessége, így többek között magas hozzáadott értékű kutatás, ipari gyártás, finanszírozási szolgáltatások stb.
- „*Corporing venturing*” tevékenységet végző befektetők.
- *Üzleti angyalok*.
- Olyan *kockázatitőke-befektetők*, akik a korai szakasz finanszírozásában is részt vesznek.
- Magvetőtőke-befektetésekre specializálódott *alapok*.

A *magvetőtőke-alapok* tulajdonképpen az innovatív, technológiaintenzív vállalkozások legkorábbi életszakaszára specializálódott kockázatitőke-alapok. Működésük során gyakran jelentkeznek méretgazdaságossági problémák. A befektetők nem szívesen fektetnek olyan alapba, ahol az allokált tőke számottevő részét „elnyelik” a működési költségek és a menedzsment díja. Az alap menedzsmentjének standard éves díja a tulajdonosok által rendelkezésre bocsátott források 2-2,5 százaléka körül mozog, amihez hozzájönne még a befektetések hozamából származó jövedelem, erre azonban csak több év után lehet számítani. Az évek során a *menedzsmentdíjak* lényegében egységessé, „*ragadóssá*” váltak, ami nehéz helyzetbe hozza a kisméretű, korai szakaszra specializálódott alapokat, ahol a magas költségeket egy összességében kisebb méretű alapnak kell fedeznie (Murray 1999).

A magvetőtőke-alapok gazdaságos működésének problémája hasonlatos a *22-es csapdájához* (Murray 1999):

1. Kiindulásként megállapíthatjuk, hogy csak a kis kockázatitőke-alapok végeznek kisméretű (100.000 font alatti) befektetéseket.
2. A magvetőtőke-befektetéseket úgy lehet ösztönözni, ha javul a kis, specializált alapok elérhetősége.
3. A kis alapok azonban a magas működési költségek miatt nem életképesek.

A befektetők megtakarításait csak a nagy megtérüléssel kecsegtető, sikeres múlttal rendelkező menedzserekre bízzák. Az alapok vezetősége rendkívül szoros költségstruktúrával dolgozik, és alapvető érdeke, hogy a befektetésekből származó nyereséget a növekvő költségek ne csökkentsék túlzott mértékben. Mivel a nagyobb tranzakciók fajlagosan kisebb ráfordításokkal járnak, így ezen ügyletek felé orientá-

lódnak. Továbbá, a menedzsment a standard díjak miatt is érdekeltté válik a nagy likviditású alapok szervezésében.

A csapdahelyzetből az állami szektor beavatkozásával lehet kikerülni. Az intervencióhoz indokot szolgáltat az új, technológia-vezérelt vállalkozások stratégiai jelentősége. A közszféra különböző módokon befolyásolhatja a spontán piaci folyamatokat (3. ábra). A beavatkozás legközvetlenebb formája, ha az állam közvetlenül fektet be (saját) kockázati tőkét a támogatni kívánt innovatív KKV-ba. A nemzetközi tapasztalatok szerint ezek a befektetések szinte kizárólag csak magántőke befektetéssel együtt valósulnak meg.

Az egyik legjellemzőbb példa a sikeres állami szerepvállalásra a finn SITRA (Finnish National Fund for Research and Development), amely állami felügyelet alatt működik és az igazgatótanácsában is képviselteti magát az oktatási, a pénzügyi és a kereskedelmi minisztérium. A szervezet tevékenységében meghatározó a kockázati tőke-befektetés, általában a cégérték 10-40 százalékáig terjednek befektetései. Portfóliójában 2000-ben 114 cég szerepelt, amelyből 55 tekinthető „seed-típusú” befektetésnek, míg 59 esetben már növekedési fázisban lévő vállalkozásba ruháztak be (CEBR 2001).

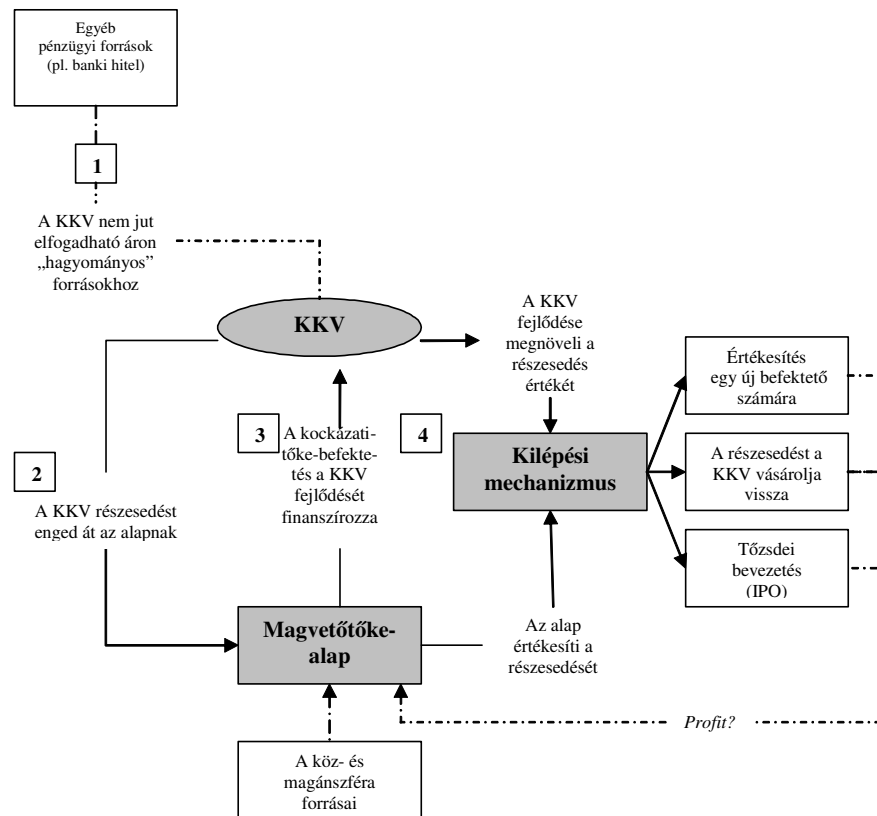
1999-ben az európai Közös Kutató Központ (Joint Research Centre) egy német befektetési holdinggal (Industrie Management Holding GmbH) állapodott meg egy 20 millió euró összegű magvetőtőke-alap felállításáról *Technológia Transzfer Alap* (Technology Transfer Fund) néven. Az összeg fele a kutatóközpont tudományos eredményeinek gazdaságba való átültetésének elősegítését szolgálja, a maradék összeget pedig más korai életszakaszban lévő csúcstechnológiai cégek projektjeibe fektetik. Az eset jó példa a magán- és közszféra közös magvetőtőke-befektetéseire, illetve a kockázati tőke és az új technológiák elterjedésének „összefonódására”.

Az 1990-es évek végén az Egyesült Királyság kormánya figyelmét a szabályozás és az adópolitika helyett a célzottabb intézkedésekre fordította. A 2000-ben felállított *Csúcstechnológiai Alap* (UK High Technology Fund) a csúcstechnológia területén működő korai szakaszban lévő vállalkozásokat finanszírozza, és 20 millió fontos állami befektetéssel további 100 millió font értékű magánbefektetés elérését célozta meg, tehát a kormányzati magvető tőke többszörözi a magánbefektetés szintjét. A helyi szint hangsúlyozásával azt remélik, hogy a korai fázist célzó ügyleteknél a bukási ráta mérsékelhető.

Általános elvként megfogalmazható, hogy ezen programok működését, eredményeit a kormánynak meghatározott idő elteltével értékelnie kell, és szélesíteni kell a magántőke részvételét, amennyiben a kisebb méretű, illetve a korai fázisú befektetések esetén tapasztalt anomáliák csökkennek (Baygan 2003).

A közvetlen tőkebefektetéseknél sokkal közkedveltebb (és hatékonyabb) megoldás, amikor a kormányzat (már működő) tőketársaságokba fektet be, ezzel növelve a vállalkozások részére juttatható tőke mennyiségét (3. ábra). Gyakori, hogy a kormányzat részben vagy egészben lemond a tőke hozamáról a magántársaság javára, ezzel is vonzóbbá téve számukra az ilyen típusú befektetéseket (Osman 2001).

3. ábra A magvetőtőke-alapok működési mechanizmusa



Forrás: EC (2002b, 12. o.) alapján saját szerkesztés

A kockázati-tőke-befektetések támogatásának további módja, amikor a közösségi szféra az *alapok létrehozásához, működéséhez járul hozzá* valamilyen módon (3. ábra). Ez megvalósulhat az alapok működési költségeihez történő hozzájáruláson, az adminisztratív terhek csökkentésén, vagy akár már az alapok megszervezésnek költségeinek részbeni átvállalásán keresztül. Az uniós tapasztalatok alapján ezt inkább közösségi forrásokból szokták megvalósítani, ritkák az ilyen jellegű kormányzati beavatkozások.

5. A nem intézményi kockázati-tőke-befektetők (üzleti angyalok)

A vállalkozások korai életszakaszát finanszírozó tőkeforrások kínálata egyre inkább az informális kockázati-tőke-piac aktív működésétől függ, mivel a kockázati-tőke-

szervezetek jellemzően a nagyobb profittal kecsegtető, jelentős múlttal rendelkező vállalkozások felé fordultak (lásd a tanulmány 1. pontját). A piac kínálatoldali alanyai, az *üzleti angyalok* vagy „*nem intézményi befektetők*” (business angels, informal investors¹⁰) magánszemélyek, akik anyagi és gyakran szellemi tőkét (vállalkozói tapasztalatot, tudást, kapcsolatrendszert stb.) fektetnek be tőzsdén nem jegyzett kisvállalkozásokba, amelyekkel a befektetést megelőzően nem álltak kapcsolatban (EC 2003, Harrison–Mason 1996, Mason–Harrison 1995, Sørheim–Landström 2001). (Az „informális” megfogalmazás jelen esetben arra utal, hogy a befektető közvetlen formában és a saját forrásaiból végzi a befektetést, nem pedig közvetítő szervezeteken keresztül.) Az üzleti angyalok felül tudnak kerekedni azokon a méretgazdaságossági problémákon, amelyek a bankokat és a kockázatitőke-befektetéseket végző szervezeteket az innovatív KKV-k finanszírozásától visszatartják. Befektetési döntéseiknél felhasználhatják az adott iparágra vonatkozó speciális ismereteiket, vállalkozói és vezetői tapasztalataikat a célvállalkozás növekedési potenciáljának és kockázatainak helyes megítélésére. A vállalkozás működtetésébe való személyes bekapcsolódással a kockázatokat is ellenőrzés alatt tarthatják, mérsékelhetik. Az üzleti angyalok által végrehajtott befektetési tranzakciók mérete sokkal jobban igazodik az induló vállalkozások tőkeigényéhez, és szindikátusokat szervezve akár a nagyobb, vagy a második, harmadik körös finanszírozási ügyletekben is részt tudnak venni. Az üzleti angyalok által végzett befektetési tevékenység képes lehet *áthidalni* a család és barátok megtakarításai és a bankok, intézményi kockázati tőke között tátongó *tőke- és tudásszakadékot* (Kosztopulosz–Makra 2004).

Az informális kockázati tőke működése, *jellemzői* a legtöbb ponton hasonlítanak az intézményes kockázati tőkéhez. Van azonban néhány fontos különbség is (Osman 1998):

- A kockázati tőke alapvető működési módjához tartozik, hogy jövedelmét a befektetési időtartam végén, az általa birtokolt tulajdonrész értékesítésével (a „kiszállás” során) kívánja realizálni. Éppen a későbbi nagyobb haszon érdekében a működés nyereségét rendszerint visszaforgatja a vállalkozásba. Az üzleti angyalok érdekeltsége és törekvések nem ennyire egyértelműek: elő-

¹⁰ A szakirodalom a két elnevezést általában szinonimaként használja. Véleményünk szerint az „*üzleti angyal*” (business angel) megfogalmazás egyfelől arra utal, hogy a befektetők pénzügyi elvárásaik mellett más tényezőket is figyelembe vesznek befektetési döntéseik meghozatalakor (altruista és hedonista motivációk). Másfelől, a kifejezés használatával utalhatunk arra a jellegzetességre is, hogy a befektető a finanszírozói szereptől elválaszthatatlanul vállalkozásfejlesztő szerepet is felvállal, azaz nemcsak finanszírozási forrást biztosít, hanem vállalkozói, vezetői tapasztalatait, kapcsolatrendszerét is a vállalkozás rendelkezésére bocsátja, és ezzel jelentős mértékben növeli az induló vállalkozások piaci túlélési esélyeit. Az „*informális befektető*” (informal investor) kifejezés pedig a kockázatitőke-befektetés azon motívumát hangsúlyozza ki, hogy a befektetést közvetlenül és nem a nyilvános, szervezett piacokon (tőzsdéken keresztül), saját (nem pedig közvetített) forrásokból hajtják végre. A befektetők „anonim” magánszemélyek (nem intézmények), akik a statisztika és a kutatók számára gyakran „láthatatlanul” végzik tevékenységüket, és az üzletkötéskor a bizalomnak, az emberi kapcsolatoknak kiemelkedő jelentősége van (Kosztopulosz–Makra 2004).

fordul, hogy a *befektetés célja*, hogy folyó jövedelem szerezzenek (például osztalék, közreműködési díj formájában) a vállalkozás eredményes működése révén. Másrészt, minthogy kisebb portfóliójuk miatt nem képesek olyan mértékben diverzifikálni, mint egy kockázati-tőke-társaság vagy egy kockázati-tőke-alap, a nagyobb (diverzifikálatlan) kockázatot *magasabb hozamigénnyel* ellensúlyozzák, vagy *aktívabb* vállalkozásfejlesztési *szerpévállalással* igyekeznek a kockázatot csökkenteni.

- Az intézményes kockázati tőke gyakorlatában a finanszírozást kereső vállalkozás ajánlatának elfogadásához vezető út első lépcsőfoka az üzleti terv értékelése. A megfelelő, jól elkészített üzleti terv nélkülözhetetlen a kedvező befektetési döntéshez a kockázati tőke cég részéről. Ezért is alkalmasabb lehet az informális kockázati tőke az induló és kisméretű vállalkozások finanszírozásában való részvételre, hiszen ezek a vállalkozók gyakran nem rendelkeznek a szükséges gazdasági, pénzügyi ismeretekkel. Az üzleti anyagok viszont hajlamosabbak arra – például saját felkészültségüktől függően –, hogy rugalmasan, elnézőbben kezeljék az üzleti terv hiányosságait, esetleg maguk is segídekzenek az elkészítésében. Gyakran támaszkodnak *a saját üzleti megérzéseikre*¹¹ is. Mindez alapvetően a *kapcsolat személyesebb* jellegéből következik, abból, hogy az üzleti anyag „közelebb” van a vállalkozóhoz, mint egy kockázati-tőke-társaság ügyintézője.
- További különbség az is, hogy az üzleti anyagok *szabadabbak* a befektetéseikben. Ezt a szabadságot annak köszönhetik, hogy – szemben az intézményes kockázati tőkével – másnak nem tartoznak elszámolással, felelősséggel, miután *a saját vagyonukból fektetnek be*. Szabadon dönthetnek a kivonulási stratégiáról, az időzítésről. Ezzel szemben a kockázati-tőke-cégeket, -alapokat köti a saját működési szabályzatuk és a befektetési kényszer, hogy tulajdonosaik részére minél nagyobb hozamot érjenek el.
- Az üzleti anyagok befektetésekre irányuló *motivációi* között szerepelhetnek olyan indítékok is, amelyek az intézményes kockázati tőke tekintetében fel sem merülhetnek. A haszonszerzés alapvető célja mellett megjelenhetnek az emberi természet szubjektív indítékai is. Ez lehet az a törekvés, hogy az üzleti anyag *sikerélményben* vagy a környezet elismerésében részesüljön, vagy éppen a vállalkozás irányításában való részvétellel járó *izgalmat keresik*. Sajátos hajtóerő lehet az üzleti anyag tevékenységében a *szociális érzékenység* is.
- Ezek az eltérések teszik alkalmasabbá az üzleti anyagokat arra, hogy befektetéseikkel *elérjék az induló fázisban levő vagy kis méretű innovatív vállalkozásokat*.

¹¹ Az üzleti anyagok vállalkozói-menedzseri tapasztalataikra, emberismeretükre támaszkodva gyakran a vállalkozóról alkotott személyes benyomásai alapján hozzák meg a befektetési döntést, azaz „a lovasra fogadnak, nem a lóra” (Harrison–Mason 2002).

Nem tekinthető tipikus üzleti angyal típusúnak a tisztán pénzügyi célokat szolgáló befektetés, amely a vállalatból való minél nagyobb és minél gyorsabb „nyereségsajtólásra” koncentrál. Az üzleti angyal a vállalat felé mindig valamiféle *hozzáadott értéket közvetít*, a befektető a vagyona mellett eddigi ismereteit, tapasztalatait, kapcsolatait, know-how-ját is a vállalat rendelkezésére bocsátja, sokszor az operatív irányításba is bekapcsolódik. Az angyalok tehát nem egyszerűen az átlagosnál nagyobb „kockázati tűrőképességgel” rendelkező befektetők, hanem finanszírozási és fejlesztési tevékenységet egyszerre ellátó szakemberek (Makra 2003). Minél aktívabban kapcsolódik be a vállalkozás munkájába, *vállalkozásfejlesztési tevékenysége* annál nagyobb hozzáadott értékű. Az angyal közreműködésével a társaság hitelképessége és piaci megítélése (bonitása) is javul. Egy „jó név” megjelenése a társaságnál további befektetők megjelenéséhez vezethet (leverage effect).

Az angyal befektetők a kezdő innovatív vállalkozások számára tipikusan az *alábbi területeken nyújtanak segítséget* (MIT 2000):

- A menedzsment kiválasztása és tréningje.
- Közreműködés a finanszírozási stratégia kidolgozásában .
- Kockázati tőke felkutatása.
- Az igazgatótanács kiválasztása.
- Szövetségek és ügyfelek felkutatása.
- Kapcsolati háló felhasználása a vállalkozás érdekében.

Az informális kockázati tőke a fejlett országokban nagy szerephez jut az innovatív kisvállalkozásokba irányuló külső tőkebefektetések terén: mérete és az általa finanszírozott vállalkozások száma a legtöbb országban többszöröse az intézményesült kockázati tőke-ágazaténak (2. táblázat). A táblázat adatai szerint a tőkefinanszírozás (formális és informális egyaránt) kultúrájának mélyebb gyökerei vannak az angolszász országokban, a Távol-Keleten valamint Izraelben. Az informális kockázati tőke-befektetések Koreában, Új-Zélandon és Izraelben érik el a legmagasabb arányt, míg az intézményi befektetők Szingapúrban, Izraelben és az Egyesült Államokban a legaktívabbak a bruttó hazai termékhez viszonyítva.

Hiába nagyobb méretű azonban a nem intézményesült kockázati tőke-piac, ha *hatékonysága alacsony szintű, szervezetlen és az információáramlás nagyfokú tökéletlensége jellemzi*, ami jelentékeny módon korlátozza az innovatív KKV-k finanszírozásában betöltött szerepét. Megfelelő intézmények nélkül a partnerkeresés ugyanis hosszadalmas és költséges folyamat. Az „angyal befektetők” a névtelenségbe burkolóznak, és rejtőzködésük következtében láthatatlanok maradnak a tőkét kereső vállalkozások számára. Hasonló helyzetbe kerülhetnek az ígéretes informális befektetési lehetőségek után kutató magánszemélyek is: a vállalkozók nem szívesen árulják el féltett üzleti ötleteiket. A befektető legtöbbször nem foglalkozásszerűen űzi ezt a tevékenységet, és nagyrészt a barátok, üzlettársak információira, ajánlataira támaszkodik (Kosztópulosz–Makra 2004). A piac alacsony hatékonyságú működését leginkább az jelzi, hogy az angyalok szívesen vállalkoznának több befektetésre, ha olyan

2. táblázat Formális és informális kockázati tőke-befektetések a GDP arányában (1997-2001, százalék)

Az ország neve	Intézményes kockázati tőke-befektetések	Informális kockázati tőke-befektetések
Argentína	0,30	0,45
Ausztrália	0,19	1,26
Dánia	0,17	0,59
Dél-Afrika	0,24	0,50
Egyesült Királyság	0,86	1,20
Finnország	0,29	0,26
Írország	0,22	0,72
Izrael	0,98	2,87
Kanada	0,57	0,61
Korea	0,34	3,66
Németország	0,23	0,55
Norvégia	0,18	0,50
Svédország	0,92	0,30
Szingapúr	1,14	0,79
Új-Zéland	0,05	3,54
USA	0,97	1,31

Megjegyzés: A intézményes kockázati tőke-befektetések adatai 2000-re vonatkoznak. Az informális befektetések adatai az 1997-2001 időszakra vonatkozó éves szintű adatok átlaga.

Forrás: Karsai (2002, 10. o.) és Bygrave és szerzőtársai (2003, 1. táblázat) alapján saját összeállítás.

befektetési ajánlatokhoz jutnának, amelyek összhangban vannak a befektetési kritériumrendszerükkel (Gaston 1989, Harrison–Mason 1996).¹²

A fejlettebb országokban a piaci hatékonyság növelésének kézenfekvő és eredményes módjának bizonyult bizonyos közvetítő intézmények, ún. üzleti angyal hálózatok (business angel network) felállítása, amelyek hidat képeznek a befektetni szándékozó üzleti angyalok és a kockázati tőkét kereső innovatív kisvállalkozások között. Működésükkel csökkenthetőek a mindkét oldalt sújtó magas keresési költségek, növelve ezáltal a megvalósult befektetések számát (Kosztopolosz–Makra 2004).

¹² Az Egyesült Királyságban 10 informális befektető közül 7-9 többet is befektetne, amennyiben nagyobb számban bukkanna megfelelő befektetési lehetőségekre. Számos informális befektető jelentős mennyiségű befektetésre váró forrással rendelkezik, ez a kihasználatlan összeg majdnem háromszorosa a megelőző három évben végrehajtott befektetések összegének (Harrison–Mason 1996).

6. A vállalkozási fejlesztőtőke-befektetések jellemzői

A kockázattőke-befektető nem kizárólag pénzügyi közvetítő vagy magánszemély lehet, hanem olyan *termelő- vagy szolgáltató tevékenységet végző egyéb vállalat* is, amely stratégiai célú kockázattőke-típusú befektetéseket is végez. Napjainkban a *vállalkozási fejlesztőtőke-befektetés* (corporate venturing¹³), egyre jelentékenyebb szerephez jut a vállalkozások tőkefinanszírozásának lehetséges eszköztárában. A vállalkozási fejlesztőtőke-befektetés során rendszerint egy nagyobb cég tőke típusú finanszírozást nyújt egy kisebb, független cégnek. Köztük a továbbiakban kialakuló együttműködés azonban messze túlmutat a finanszírozó-finanszírozott hagyományos viszonyrendszerén. A kockázatmegosztás illetőleg a pénzügyi megtérülés mellett a motivációk között legalább ugyanilyen súllyal szerepel a másik fél stratégiai fontosságú erőforrásaihoz (pl. új technológiák, termékek) való hozzáférés lehetősége is. Általánosabban megfogalmazva: a vállalkozási fejlesztőtőke-befektetés formalizált, közvetlen kapcsolat rendszerint egy nagy és egy tőle független kisebb cég között, melyben mindketten rendelkezésre bocsátanak pénzügyi, menedzsment vagy technikai erőforrásokat, megosztva a kockázatot és a hozamot a kölcsönös növekedés érdekében (Bank of England 2000).

A „corporate venturing” *főbb ismérvei* a következők (Osman 2000):

- *Nem felvásárlás*: a kis cég megőrzi önállóságát, nem olvad be, a befektető kisebbségi tulajdont szerez.
- Gyakran *innovációt finanszíroz*, emiatt szorosabban kötődik a technológiai fejlődés előmozdításához, a versenyképes gazdasági struktúra kialakulásához. Gazdaságfejlesztési szempontból is nagy jelentősége van.
- *A szektorális kapcsolódás* nagyon fontos, ugyanis itt a befektető is termelő- (szolgáltató-) vállalkozás, amely gyakran ugyanabban vagy esetleg valamilyen kapcsolódó szektorban tevékenykedik. Emiatt sikeresebb lehet a megfelelő befektetési célpontok kiválasztásában, a kockázatok reális értékelésében: kockázatosabb ügyletekre is vállalkozik. Ezen kívül az együttműködés tőkejuttatáson kívüli területein is jelentős lehet a hozzájárulása, hiszen egyéb kompetenciákat is képes felajánlani.
- *Együttműködés*: míg a kockázattőke-céget szinte kizárólag a minél jövedelmezőbb exit lehetősége motiválja, addig a vállalati befektető számára az együttműködés alatt elérhető előnyök legalább annyira érdekeltté teszik, mint a tőkenyeresség. Az együttműködés legfontosabb *stratégiai céljai* a befektető számára két stratégiatípust jelentenek (Malecki 1997). Az „*ablak a jövőre*”: *stratégia* rálátást biztosít a marginális, kialakulófélben lévő új piacokra, új le-

¹³ Talán szerencsésebb és kifejezőbb fordítás lehet a vállalati angyal (*corporate angel*) terminus, amely azt hangsúlyozza, hogy a kockázattőke-befektetés informális jellegzetességei a meghatározóbbak, tehát a finanszírozás vonásait tekintve közelebb áll az üzleti angyalok finanszírozási tevékenységéhez. Lásd például Coveney–Moore (1998).

hetőségekre. Az „*opciós stratégiát*” követő vállalat a legígéretesebb területeken igyekszik befektetései révén hídfőállást kiépíteni. A befektetés lehet egy szeri vagy lehet rendszeresen alkalmazott eszköz, mely akár részévé is válhat az innovációs stratégiának. A kis cég számára az együttműködés tőke és más stratégiai erőforrások megszerzését biztosítja.

- *Szinergia*: a stratégiai összhang a legfontosabb a siker szempontjából. A kisvállalkozás méretből fakadó előnyei (pl. gyors reagálás, rugalmasság, tanulás, kockázattűrés) párosulnak a nagyvállalati előnyökkel (külső információforrások, méretgazdaságosság, tőkeerő, menedzsment, alkupozíció). A kölcsönös előnyökből fakadó közös érdekeltség mozgatja a sikeres együttműködést.

A „*corporate venturing*” jellemzői tekintetében az *informális és az intézményi kockázati tőke-befektetés között* helyezkedik el. A finanszírozási kapcsolat jellege alapján megvalósulhat *közvetlen formában*: ekkor a nagyobb vállalat vagy közvetlenül, vagy leánycégén keresztül szerez részesedést a kisebb vállalkozásban, illetve ölthet *közvetett jelleget* is: ekkor egy professzionális kockázati tőke-szervezet, esetleg inkubátorházon keresztül végzi a nagyvállalat a befektetési tevékenységét. Az első esetben az informális befektetési jellegzetességek, az utóbbi esetben pedig az intézményi befektetési jellegzetességek erősödnek fel. Mindkét módozatnak vannak előnyei és hátrányai egyaránt, a legfontosabbakat összegzi a 3. táblázat.

A lehetséges stratégiai előnyök perspektívájából nézve az indirekt finanszírozás révén egyfajta *hálózatépítés* is megvalósul (ha a befektetéssel foglalkozó részleget is különállónak tekintjük, akkor legalább három szereplő érintett), és ez a későbbiekben az együttműködés nagyon sok formájának kialakulását is elősegítheti, másik oldalról pedig segíti az esetleges felvásárlási lehetőségek megismerését. A közvetlen beruházások már létező technológiához való hozzáférés biztosítása mellett megteremtik az új piaci szegmensekre való bejutást, ezáltal új vásárlók elérését, így esetlegesen a *kereslet ösztönzésének eszközeivé* is válhatnak. Ugyanakkor természetesen az üzleti kapcsolatok elmélyülését is eredményezik, hiszen a partnerek napi üzleti kapcsolatban állhatnak egymással. Az egyéb előnyök kategóriájához tartozó jellemzőkkel összefüggésben azt mondhatjuk, hogy a közvetett finanszírozás kevesebb saját forrás igénybevételével teremt pénzt a beruházónak, hiszen nem tartalmaz olyan támogató háttérrel, mint a közvetlen kapcsolat esetében. Ugyanakkor a közvetlen beruházásnál mindenképpen előnyként szolgál, hogy a pénzügyi célok mellett a stratégiai megfontolásokat is mindvégig figyelembe veszik, s ez egyfajta *hozzáadott értéket jelent* mindkét vállalkozás számára, ráadásul a beruházó maximális irányítást szerezhet a finanszírozott vállalatban. Persze ami az egyik formánál előny, a másikonál hátrány, és viszont. Azaz a közvetlen beruházás ellen szól, hogy más – profibb – befektetőkkel kell versenyezni, így magasabb a pénzügyi kockázat, és természetesen több odafigyelést igényel. Ezzel szemben a közvetett irányítás alatt nem lehet beleszólni a támogatott cég döntéseibe, és emellett még a befektető által fizetett költségek is csökkentik a beruházás megtérüléséből eredő hasznot.

3. táblázat A közvetett és a közvetlen vállalatközi tőkebefektetések fő előnyei, hátrányai és lehetséges stratégia céljai

	Közvetett finanszírozás	Közvetlen finanszírozás
<i>Előnyök</i>	Komolyabb kiválasztási folyamat. Kevesebb belső forrásra épít. Inkább a pénzkeresést szolgálja.	Maximális irányítást biztosít. Szorosabb az együttműködés. Stratégiai és pénzügyi haszon A finanszírozott vállalkozásnak többletértéket ad.
<i>Hátrányok</i>	Nem szólhatnak bele a döntésekbe. Korlátozott, vagy nem létező kapcsolat A kockázati tőketársaságnak fizetett díj csökkenti a nyereséget.	Profi befektetőkkel kell versenyezni. Többletberuházást igényelhet. Nagyobb a kockázat, beleszólhat a döntésekbe. Több forrást igényel.
<i>Lehetséges stratégiai célok</i>	Új üzleti modellek megismerése Hálózatépítés Terjeszkedési lehetőségek felismerése	Új piaci szegmens és fogyasztók elérése Új termékek Üzleti kapcsolatok fejlődése

Forrás: Brody–Erich (1998) alapján saját szerkesztés

Az utóbbi 5-8 év tapasztalatai alapján azt lehet mondani, Nyugat-Európában is bevett szokássá vált, hogy nagy cégek *külön leányvállalatot*, vagy esetleg leányvállalatokat hoznak létre a befektetéseik kezelésére. Sőt, még az is előfordul, hogy ezek a leányvállalatok is csak közvetve finanszíroznak cégeket, azaz a rendelkezésükre álló pénzt különböző alapokba fektetik be.

Összefoglalva a fentieket, a „corporate venturing” jelensége természetes módon kapcsolódik az innováció, a kockázati tőke, a stratégiai szövetségek, a klaszteresedés és hálózatosodás, valamint a szervezetelmélet témaköréhez. Ebben az összefüggésben az ilyen típusú kockázati tőke-tranzakciók nem tekinthetők pusztán finanszírozásnak: sokkal inkább korunk jól ismert *stratégiai kihívásaira adott szervezeti válaszként* kell értelmeznünk mind a két partner szempontjából.

7. Összegzés

A kockázati tőke bevonása az innováció lehetőségét magukban hordozó, alakulóban lévő vagy újonnan létrehozott vállalkozások finanszírozásának gyakran egyedüli módját jelenti. A magas bukási ráta és bizonytalan tevékenység, a főleg szellemi javakban, ötletekben megtestesülő cégérték, a vállalkozás „múltjának” és gyakran a vállalkozó tapasztalatának hiánya jelentősen beszűkíti a finanszírozás mozgásterét. Tanulmányunkban bemutattuk, hogy az egyes kockázati tőke-finanszírozók milyen mértékben vesznek részt a fenti vállalkozói kör növekedésének biztosításában és tevékenységükkel mekkora hozzáadott érték képződhet az adott vállalkozásnál.

Az intézményi közvetítéssel megvalósuló kockázati tőke-befektetések értékének mindössze egytizede áramlott a korai szakaszban lévő vállalkozásokba, a magvetés szakaszára pedig a források csekély 1,6 százaléka jutott 1996 és 2002 között az EVCA tagországokban. Ez az „árulkodó” adat jelzi leginkább az alapok által kezelt pénzek elsődleges célpontjának eltolódását a nagyrészt a terjeszkedést és tulajdonosváltást finanszírozó, nagyobb és biztonságosabb ügyletek felé.

Reményt keltő kezdeményezés a korai vagy csak a magvető szakaszra specializálódott alapok kormányzati segítséggel történő létrehozása vagy működtetése. Az állami szerepvállalás egyik leghatékonyabb módja a magvetőtőke-alapok alapítási, működési költségeihez való hozzájárulás lehet, ami megalapozza e szervezetek fenntartható működését. Az eredményességhez a más intézményekkel (inkubátorházakkal, vállalkozás-fejlesztési ügynökségekkel stb.) történő együttműködés nagyban hozzájárulhat.

A közzsféra kockázati tőke-finanszírozási tevékenysége azonban számos kérdést felvet. A közpénzekből megtámogatott cégek nem torzítják-e a versenyt azáltal, hogy más vállalkozások piacról való kiszorulását eredményezik? A magvetőtőke-befektetésekre szakosodott alapok mennyi idő elteltével válnak képessé az állami „penzum” nélküli működésre? Az állami forrásokat is allokáló szervezetek befektetési célkitűzései mennyiben lehetnek (vagy legyenek) mások a tisztán magánkézben lévő alapok céljainál? A válaszok a programok több év utáni értékelésével fogalmazhatóak meg egyértelműen.

Az üzleti angyalok és az intézményi kockázati tőkések befektetői magatartása több ponton eltér egymástól, azt is mondhatjuk, hogy az informális befektetők preferenciái jobban illeszkednek a korai vállalkozások forrásigényéhez. Ma már a növekedés-orientált cégek életének korai szakaszában a tőkefinanszírozás lehetősége és sikere egyre inkább az informális kockázati tőke-piac működésének hatékonyságától függ. A kisebb tőkeerő miatt az angyalok által végrehajtott befektetési tranzakciók mérete is kisebb, ami jobban igazodik az induló vállalkozások tőkeigényéhez, tehát a méretgazdaságosság eltérítő hatásából eredő probléma itt fel sem merül. Az angyalok saját vagyoniukat kockáztatják, nem kötik őket az alapokéhoz hasonló merev szabályok. Hajlamosak közeli cégekbe fektetni, így személyesen is be tudnak kapcsolódni a vállalkozás „felfuttatását” célzó munkálatokba. Gyakran a pénzügyi raci-

onalitást félre téve választják ki befektetési célpontjukat, egyszerűen csak emberbaráti megfontolásból vagy hedonista magatartást tanúsítva, a rideg számok helyett személyes megérzésében, emberismeretében bízva.

A tanulmányban rámutattunk arra is, hogy a corporate venturing típusú befektetések szintén ígéretes forrását jelenthetik az innovatív kisvállalkozások korai életszakaszai finanszírozásának. Igazán örvendetes, hogy immár létezik hazai példa is ilyen sikeres együttműködésre, elég csupán a Videoton Holding Rt. és a Rhinolight Kft. kooperációjára gondolnunk.¹⁴ Véleményünk szerint az elkövetkező esztendőök egyik legfontosabb kihívása lesz az, hogy miként lehet a vállalati kockázati tőkebefektetőkben rejlő potenciált minél hatásosabban kiaknázni a technológia-orientált kisvállalkozások fejlesztése érdekében.

Felhasznált irodalom

- Bank of England 2000: *Finance for Small Firms (Seventh report)*. Bank of England, London.
- Baygan, G. 2003: Venture capital policy review: United Kingdom. *STI Working Paper*, 1. OECD, Párizs.
- Baygan, G. – Freudenberg, M. 2000: The internationalisation of venture capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy. *STI Working Papers*, 7. OECD, Párizs.
- BÉT 2003: *A kockázati tőke. (BÉT Elemzések, 2003. október 17.)* Budapesti Értéktőzsde, Budapest. http://www.bse.hu/file/A_kockazati_toke.pdf. Letöltve: 2004. szeptember 4.
- Berszán F. 2003: *A kockázati tőke szerepe a spin-off (kezdő) vállalkozások finanszírozásában.* „Innovatív vállalkozások finanszírozása” konferencia, Gödöllő.
- Botazzi, L. – Da Rin, M. 2002: Venture capital in Europe and financing of innovative companies. *Economic Policy*, 17, 34, 229-269. o.
- Brody, P. – Ehrlich, D. 1998: Can Big Companies Become Successful VCs? *The McKinsey Quarterly*, 7, 2, 51-63. o.
- Bygrave, W. D. – Hay, M. – Ng, E. – Reynolds, P. 2003: Executive forum: A study of informal investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor (GEM). *Venture Capital*, 5, 2, 101-116. o.
- CEBR 2001: *Seed Capital in the Nordic Countries: Best Practise*. Centre for Economic and Business Research, Koppenhága.

¹⁴ A Rhinolight fénykezelés egy új orvosi eljárás a szénanátha kezelésére. A 2003-ban alakult Rhinolight Kft. a fényterápiás lézerkészülékkel kapcsolatos fejlesztéseket, gyártást, engedélyezéseket, marketingkampányokat és értékesítést szervezi. 2004 áprilisában a Videoton tőkét emelt a Rhinolight Kft-ben, ezzel tulajdonossá válva 25%+1 szavazatot szerzett a vállalkozásban. A Videoton belépésével a készülékek világszínvonalú gyártása és fejlesztése is megoldódott. A Videoton tőkéje hozzásegíti a céget a stabil nemzetközi és hazai terjeszkedéshez. (Forrás: www.rhinolight.hu)

- Coveney, P. – Moore, K. 1998: *Business Angels. Securing start up finance*. John Wiley and Sons, New York.
- Davila, A. – Foster, G. – Mahendra, G. 2000: Venture-Capital Financing and the Growth of Startup Firms. *Research Paper Series*, 1667. Graduate School of Business, Stanford University, Stanford. http://news-info.wustl.edu/pdf/gupta_venture_capital.pdf. Letöltve: 2002. november 5.
- EC 2002a: *A guide to financing innovation. Gate2Growth*. European Commission, Brüsszel. <http://www.javamasters.org/businessarea/G2G-Guide-to-financing-Inno.pdf>. Letöltve: 2003. május 5.
- EC 2002b: *Guide to Risk Capital Financing in Regional Policy*. European Commission, Brüsszel. http://www.europa.eu.int/comm/regional_policy/newsroom/document/pdf/draft_venture_financing_guide.pdf. Letöltve: 2003. október 14.
- EC 2003: *Benchmarking business angels. "BEST" report*. Office for Official Publications of the European Communities, Luxemburg.
- EVCA 2002: Annual Survey of Pan-European Private Equity and Venture Capital. *EVCA Network News: Quaterly Newsletter of the European Private Equity and Venture Capital Association*, August, 1-4. o. http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_43_att_150.pdf. Letöltve: 2004. december 27.
- EVCA 2003: Annual Survey of Pan-European Private Equity and Venture Capital. *EVCA Network News: Newsletter of the European Private Equity and Venture Capital Association*, September, 1-4. o. http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_65_att_380.pdf. Letöltve: 2004. december 27.
- Gaston, R. J. 1989: *Finding private venture capital for your firm: A complete guide*. John Wiley and Sons, New York.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 1996: Informal venture capital. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Prentice Hall, Hemel Hempstead, 3-26. o.
- Harrison, R. T. – Mason C. M. 2000: Venture capital market complementarities: the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture Capital*, 2, 3, 223-242 o.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 2002: Backing the horse or the jockey? Agency costs, information and the evaluation of risk by business angels. In Bygrave, W. D. – Brush, C. G. – Davidsson, P. – Fiet, J. – Greene, P. G. – Harrison, R. T. – Lerner, M. – Meyer, G. D. – Sohl, J. – Zacharakis A. (eds.): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson College, Wellesley, 393 - 403. o.
- Karsai J. 1995: A kockázati-finanszírozás nyílt és rejtett csatornái Magyarországon. *Külgazdaság*, 39, 10, 17-36 o.
- Karsai J. 1997: A kockázati tőke befektetési lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle*, 44, 2, 165-174 o.

- Karsai J. 2002: A kockázati tőke alkalmazásának lehetőségei és hatása a versenyképességre. *Kézirat*. „A magyar gazdaság versenyképességének erősítése: helyzetkép és feladatok” című kutatás. MTA Közgazdaságtudományi Intézet.
- Kortum, S. – Lerner, J. 2000: Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, 31, 4, 674-692. o.
- Kosztópulosz A. 2004: Az Európai Unió kockázati tőkével kapcsolatos politikája és intézményei. In Botos K. (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JATEPress, Szeged, 68-88. o.
- Kosztópulosz A. – Makra Zs. 2004: Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázati tőke-piac élénkítésében. In Botos K. (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JATEPress, Szeged, 89-109. o.
- MKME 2003: *A magántőke iparág fejlődése Magyarországon és az állami szerepvállalás*. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest.
- Makra Zs. 2003: Az informális kockázati tőke szerepe a vállalkozásfejlesztésben. *OTDK dolgozat*. Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Szeged.
- Makra Zs. – Kosztópulosz A. 2004: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 51, 7-8, 717-739. o.
- Malecki, E. J. 1997: *Technology and economic development: the dynamics of local, regional, and national competitiveness*. Longman, Essex.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1995: Developing the informal venture capital market in the UK: is there still a role for public sector business angels networks? In Bygrave, W. D. – Bird, B. J. – Birley, N. S. – Churchill, C. – Hay, M. G. – Keeley, R. H. – Wetzel, W. E. Jr. (eds.): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson College, Wellesley, 34-61. o.
- MIT 2000: *Venture Support Systems Project: Angel Investors*. Massachusetts Institute of Technology Entrepreneurship Center, Massachusetts. <http://entrepreneurship.mit.edu/Downloads/AngelReport.pdf>. Letöltve: 2002. április 5.
- Murray, G. 1999: Early-stage venture capital funds, scale economies and public support. *Venture Capital*, 1, 4, 351-384. o.
- Murray, G. – Lott, J. 1995: Have UK venture capitalists a bias against investment in new technology-based firms? *Research Policy*, 24, 2, 283-299. o.
- OECD 2002: *Financing Innovative SMEs*. Presentation to UNCTAD Expert Meeting. http://r0.unctad.org/en/subsites/dite/pdfs/Frank_Lee.pdf. Letöltve: 2003. május 5.
- Osman P. 1996: *Kockázati tőke a vállalkozás finanszírozásában*. CO-NEX, Budapest.
- Osman P. 1998: *Az üzleti angyalok tevékenysége és befektetések szerepe a kis- és kisebb középvállalatok létrehozásában és fejlesztésében*. OMF, Budapest.

- Osman P. 2000: *A vállalkozói fejlesztőtőke-befektetés szerepe a technológiaintenzív vállalkozások finanszírozásában*. Oktatási Minisztérium, Budapest.
- Osman P. 2001: A K+F tevékenységet és az innovációt segítő tőkepiaci intézmények. In Jávorka E. (szerk.): *A kutatás-fejlesztést és az innovációt segítő módszerek és alkalmazásuk tapasztalatai az OECD országokban és Magyarországon*. Oktatási Minisztérium, Budapest.
- Rasila, T. – Seppä, M. – Hannula, M. 2002: *V2C or Venture-To-Capital – New Model for Crossing the Casm between Start-Up Venture and Venture Capital*. Euram, Stockholm.
- Sørheim, R. – Landström, H. 2001: Informal investors – A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship and regional development*, 13, 4, 351-370 o.
- Van Osnabrugge, M. – Robinson, R. J. 2000: *Angel investing. Matching start-up funds with start-up companies – The guide for entrepreneurs, individual investors and venture*. Jossey-Bass, San Francisco.