

# Kalkulált kockázat

Ha rövid a pénzed, toldd meg kockázati tőkével – hangozhatna a modern szólás. Az it-ágazatba (is) befektető kockázati tőkés azonban csak a ténylegesen piacképes fejlesztéseket díjazza – bár utólag sokszor bebizonyosodik ennek az ellenkezője.



Az angyal jön és felkarol

**A** kockázati- és magántőke-ipar Magyarországon a 90-es évek legelején, a rendszerváltáskor jelent meg vállalatfinanszírozási lehetőségeként. A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (MKME) által 1989 óta regisztrált közel 2 milliárd euró értékű befektetett kockázati és magántőke közel 350 vállalat finanszírozásához járult hozzá. E befektetések jelentőségét a vállalatfinanszírozásban közvetve jelzi, hogy a Magyarországon működő vállalkozásokba befektetett kockázati és magántőke bruttó nemzeti termékhez viszonyított aránya 2006-ban elérte a 0,6 százalékot, ami az európai országok közötti rangos, ötödik helyet biztosította – olvasható az egyesület legfrissebb jelentésében.

Igaz ugyanakkor, hogy ez az eredmény leginkább néhány, egyenként több százmillió kivásárlásnak köszönhető.

A magyar piacon a kommunikáció, a fogyasztásicikk-előállítás és a számítástechnika területén működő cégekhez áramlik a legnagyobb számban a kockázati és a magántőke. A rendszerváltás óta befektetéshez jutó magyar cégek életciklusát és szakágazatát együtt vizsgálva kitűnik, hogy a kockázati- és magántőke-befektetők főként a számítástechnikai vállalkozások esetében preferálták az indulást, a pénzügyi szolgáltatás, az energetika és a biotechnológia terén inkább az expanzív szakaszt finanszírozták, míg a kivásárlás elsősorban a vegyiparban dominált.

## Életciklusok

A kockázati tőke tehát az informatikai iparban jelentős finanszírozási forrást képvisel a cégek különböző fejlődési fokozatain. Segítségével az érettebb cégek előkészíthetik tőzsdére menetelüket (Synergion) vagy önállósodásukat és később értékesítésüket stratégiai befektetőnek (Recognita). Az induló vállalkozások is valóra válthatják piacképes, innovatív ötleteiket; őket többnyire magánszemélyként fellépő, az adott ágazatot jól ismerő, ügynevezett üzleti angyalok „várják”. Az ilyen típusú befektető mindazonáltal – különösen, hogy saját pénzét teszi a vállalkozásba – rendkívül magas kockázatot vállal, hiszen ezeknek a cégeknek a túlélési esélyük egy a tízhez, azaz tízből kilenc nem éri meg a második életévét – világít rá a rideg valóságra *Oláh László*, az MKME elnöke. Amelyik viszont megéli, az jelentős sikerre számíthat.

Az életciklus következő szakaszában

lépnek be a kockázati tőke-alapok, amelyek már nem kizárólag a technológia majdani sikerére alapoznak, hanem az üzleti terv alapján bíznak a növekedésben. Ezek az alapok félmilliótól 1-2 millió euróig terjedő értékben fektetnek be – míg az üzleti anyagok játéktéren néhány tízezer és néhány százezer euró között mozog. A következő stádiumban a befektetők már csak a piaci dinamikára alapoznak, amikor akár több tízmillió eurót is hajlandók invesztálni.

Ezeknek a kockázati tőke-alapoknak a pénzügyi háttérben intézményi befektetők – bankok, biztosítók, nyugdíjalapok, egyetemi alapítványok – állnak; ezeknek a portfóliójukban a kockázati tőke általában 5-10 százalékot képvisel.

A kockázati tőke egyébként nem azért kockázati, mert „szeret” veszíteni, s téves az a nézet, hogy a kockázati tőkével beláthatatlan kimenetelű üzleteket lehet finanszírozni. Lényegében kalkulált kockázatról van szó, s a számítások a műszaki tartalom és a piac várható mérete, valamint az ebben való részesedés alapján történnek.

Mint minden más befektetés, a kockázati tőke is megtérülést keres – még hozzá sokszorosít, hogy kompenzálja a megelőző sikertelen kísérleteket. Ha egy alap nyolc befektetés közül csak egy-kettő esetében ér el kimagasló, nem ritkán 15-20-szoros eredményt, akkor az már sikeresen működő alapnak tekinthető.

### Nincs vállalkozói szellem

Magyarországon a kockázati tőke szerepe a technológiaintenzív és innovációigényes szektorokban mindazonáltal nem túl jelentős, mert az innováció nagyon alacsony szinten áll hazánkban – mutat rá a sajnálatos tényre Oláh László. A kockázati tőkének ugyanis fontos olyan vállalkozói kör megléte, amely hajlandó mind anyagi, mind egzisztenciális kockázatot vállalni. Ugyanakkor a hazai vállalkozók jobban szeretik a viszonylag stabil és jól fizető állásokat. S ennek az érdektelenségnek csak részben oka a kedvezőtlen gazdasági környezet.

Nagyon nehéz például későbbi stádiumban lévő befektetési célpontot találni, mivel senki sem adja el szívesen hosszú évek alatt felépített vállalatát, vagy enged át nagyobb arányú tulajdonrészét – pedig adott esetben kedvezően tudná értékesíteni, s megmenekülhetne a vállalkozás esetleges későbbi eróziójától.

A tulajdonosok úgy gondolják, hogy az elért siker véletlenszerű, megismételhetetlen, s nem szakmai és vezetési tudásuknak köszönhető.

### Az a fránya kényes izlés!

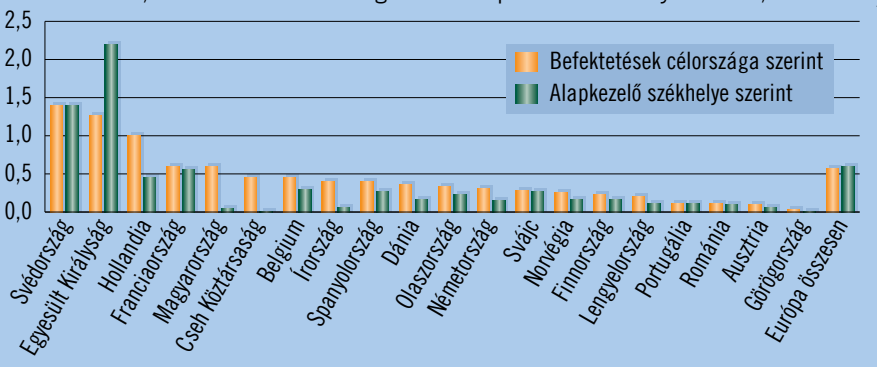
Ha egy befektető kiválasztott egy céget, természetes, hogy tudni szeretné, miként állnak pénzügyei. S az átvilágítás a legfájdalmasabb szakasz, ugyanis nagy az eltérés abban, amit a cég hajlandó és képes kiadni, illetve amit a kockázati befektető elvár az üzleti terveket illetően. A befektetőt érthető módon az érdekli, mi lesz a jövőben, s ebből számolja vissza, hogy 3-5 év múlva mennyit érhet a befektetése. Az ezt támogató információk alapvetően a piac várható méretéből, a szóban forgó cég piaci súlyából és várható költségstruktúrájából következtethetők ki.

képes arra, hogy szolgáltatásait a nemzetközi vállalatok szintjén nyújtsa, s ehhez széles körű helyi tapasztalatot, illetve „lokalizált” módszertant társítson – megfizethető áron. Az életciklusban azonban előbb vagy utóbb bekövetkezik az a pont, amikor már nem elegendő a meglévő szakmai kapcsolatrendszer, s szükség van a továbblépésre, akár a nemzetközi porondon is.

Napjainkban a jó ötletek megvalósítása saját pénz híján sem reménytelen. Kérdés, hogy egy-egy konkrét esetben honnan lehet tőkét bevonni. Az egyik legkézenfekvőbb forrás a banki hitel. Sok cég él ezzel a lehetőséggel, ám nem ritka, hogy egy társaság – különösen, ha induló vállalkozásról van szó – nem tudja teljesíteni a bank elvárásait. Egy másik lehetséges forrás a kockázati tőke, ami – klasszikus

### Kockázati- és magántőke-befektetések a gdp százalékában

A kockázati- és magántőke-befektetések értéke Európa 20 országában a gdp százalékában, a befektetés célországa és az alapkezelő székhelye szerint, 2006



Ez nem könnyű feladat, mivel a legtöbb magyar cégnek nincsenek középtávú tervei; örülnek, ha össze tudják állítani a következő évi költségvetésüket. További probléma, hogy ezek a vállalkozások jellemzően éppen arra a szakterületre „mennek rá”, ahol piacot érzékelnek – különösen az állami szektorban.

Egy cég értékelésében egyébként a legszürkébb zóna mindig a piac, amelyről eltérő nézeteket vallanak a cégek és a befektetők. Nagyon sok tranzakció azon hiúsul meg, hogy a befektető konzervatívabban ítéli meg a piaci lehetőségeket, mint a cégtulajdonos, s ez az árban is áthidalhatatlan különbségeket eredményez.

### Angyali sorsok

Piaci információink szerint mindazonáltal számos kisebb, magyar tulajdonú cég

értelmezésben – még Magyarországon is legkevesebb 3, de gyakran 5 millió dollár vagy euró befektetési értéket képvisel. Induló cégeknél – az üzleti terv alapos tanulmányozását követően – többnyire kiderül, hogy a vállalkozás egyszerűen nem tud mit kezdeni ekkora összeggel.

Ilyenkor jöhetnek a képbe az üzleti anyagok, amelyek kapcsolati és pénztőkéjükkel a kezdeti lendületet adják meg a vállalkozásnak, vagy esetleg valamilyen konkrét projekthez nyújtanak segítséget, valamint mentori szerepet is betöltenek. Természetesen nem jótékonyságból, nem önzetlenül, hanem szigorúan üzleti alapon, a megfelelő hozam reményében. Az elkötelezett tulajdonos-menedzserek általában ezt a megoldást választják, ám ennek során nem szabad szégyenlősnek lenniük: aktivizálniuk kell magukat. Ha sze-

rencsékük van, olyan befektetőt találnak, aki nem akar erőpolitikát folytatni, azaz nem diktál, és meghagyja a cég arculatát. Cserébe viszont szakmai kompetenciát, önálló fejlesztéseket, eredményeket, működő referenciákat kell felmutatni.

## Konverziós kérdőjelek

Az üzleti angyal kiválasztásakor fontos szempont lehet, hogy az illető személyes és szakmai kapcsolatai elég erősek-e az adott cég tevékenységi területein. Információink szerint előfordul azonban, hogy a befektetés előtt álló cég nem tudja felmérni, hogy a befektető kapcsolati tőkéje átkonvertálható-e a vállalkozás működésére, s az üzleti angyal sem jól látja a saját pozícióját – esetleg olyan ágazatba száll be, ahol nincsenek releváns üzleti kapcsolatai, és a már devalválódott meglevőket nem tudja kamatoztatni.

Ilyen esetben érdemes lezárni az üzleti kapcsolatot, s visszavásárolni a tulajdonrészt. Ám még ilyenkor is lehet profitálni a kapcsolatból: a vállalkozás olyan menedzsment- és konfliktuskezelési ismeretekre tehet szert, amit angyal nélkül eset-

leg nehezebb megszerezni. S ha a felek nem haraggal válnak el egymástól, akár meg is maradhat a mentori kapcsolat.

## Lépésekkel a piac előtt

Egy befektetési társaság többféle módon működhet a kiszemelt, akár technológiai célpontok vonatkozásában. Támogathatja a cég termékeinek nemzetközi piacra jutását marketinggel, üzletfejlesztéssel, illetve segítheti a vállalkozásokat – ezek többnyire szolgáltatók – helyi piaci részesedés szerzésében – magyarázza *Bruckner Zoltán*, a Primus Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. ügyvezető igazgatója. A két esetben természetesen más-más stratégiát kell követni. Mindazonáltal amikor a befektető belép az ilyen típusú vállalkozásokba, elsősorban azokat a tényezőket nézi, amelyek eladhatóvá s 3-5 év múlva értékesebbé teszik a céget. Van példa a két típus keverékére is, tehát amikor egy cég kifejleszt ugyan egy terméket, s ezt külföldön (is) értékesíti, de itthon alapvetően a termékkel kapcsolatos szolgáltatás áll tevékenységének középpontjában.

Azok a technológiai cégek, amelyek koc-

kázati tőkét vonnak be, szeretnének néhány lépéssel a piac előtt járni a termék, illetve a szolgáltatás típusait és minőségét illetően. Ez azt jelenti, hogy olyan terméket vagy szolgáltatást kell kifejleszteni, amelyre a piac még nem vevő, de várhatóan az lesz. A befektető ekkor megelőlegezi a vállalkozásnak a majdani nyereséges működést.

Kockázatviselés szempontjából az a különbség egy technológiai és egy nem technológiai cég között, hogy máshol vannak a kockázati hangsúlyok. A közös viszont az, hogy a befektető minden esetben gyors növekedést, jó menedzsmentet és fenntartható versenyelőnyt keres. A kérdés csupán az, hogy van-e fenntartható versenyelőny? Hagyományos iparágban lehet, hogy kiszámíthatóbb, de lassabb felfutás tervezhető, ám kétséges a versenyelőny fenntarthatósága. A technológiában fordított a helyzet: az egyedi termék vagy szolgáltatás hosszabb távon biztosítja a versenyelőnyt – hiszen nem valószínű, hogy más cégek egyhamar hasonlót fejlesszenek ki drága pénzen csak a konkurencia megnyirbálása miatt –, ugyanakkor nem biztos, hogy meglesz a piaci méret, kereslet, mire a termék vagy szolgáltatás kifejlődik.

Különbséget kell tenni természetesen induló és működő vállalkozások szerint is. Induló esetében értelemszerűen sokkal nagyobb a kockázat, mivel nem lehet tudni, hogy a befektetéssel támogatott egy-másfél évnyi fejlesztési időszak alatt „megérik-e” a piac. Egy működő vállalkozás esetében viszont már a meglévő üzletekhez teszik hozzá az új vonalat, vagy a meglévőt fejlesztik tovább – tehát a kockázat jóval alacsonyabb.

A befektető, pénzéért és a hozzáadott szellemi értékért cserébe, részesedést kér és kap a cégben. Ilyenkor általában ki-sebbségi tulajdonhányadról van szó, s ezt különféle, az üzleti tervben lefektetett jogokkal védik is. Nem jöhet szóba például, hogy a cég vezetése, amelyben a befektető jellemzően nem vesz részt, a befektetővel való egyeztetés nélkül tudatosan térjen el a megbeszélte üzleti tervtől, stratégiától, vagy túllépje a költségeket.

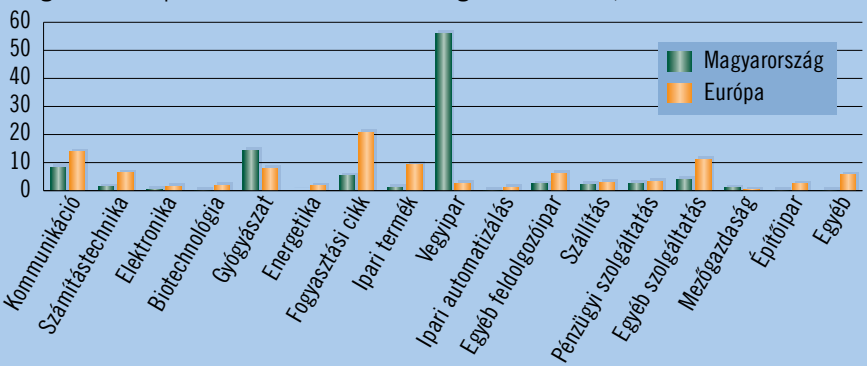
Az üzleti terv élő dokumentum, amelyet folyamatosan, de közösen alakítanak a piaci lehetőségek szerint.

## Nem volt más út

De vajon egy induló technológiai vállalkozás számára nincs-e más, bár hosszabb

## Kockázati- és magántőke-befektetések ágazatok szerint

A kockázati- és magántőke-befektetések értékének átlagos megoszlása Magyarországon és Európában a finanszírozott szakágazatok szerint, 2002–2006 (százalék)



FORRÁS: EVA, 2007

## Exit

Amikor a befektetés elérte célját, azaz kifejlesztették a terméket, s a piac is „jól muzsikál”, eljött az idő, hogy a kockázati befektető realizálja hasznát, azaz kiszálljon a vállalkozásból. A szaknyelven exitnek nevezett tranzakciónál technológiai cégek esetében Közép-Európában ritka dolog a tőzsdére vitel. Az exit ezért túlnyomórészt azt jelenti, hogy a tulajdonosok a vállalatot részben vagy egészben szakmai befektetőnek értékesítik. Ezek a szakmai befektetők ezzel vagy piaci részesedésüket akarják növelni, vagy a technológiát akarják megszerezni, esetleg mindkettőre szükségük van. Természetesen nem mellékes az új céggel szerzendő nyereségtöbblet sem, bár – mivel kisvállalkozásokról van szó – ez nem elsődleges szempont. Ez az eljárás mennyiségében egyébként 5-6-szorosan haladja meg az összes többi exitfajtát. A fontos ebben az, hogy a cég tulajdonosai növekedési potenciált is értékesítsenek, hiszen ebben a fázisban még általában nem a cash-flow miatt vesznek cégeket – világítja meg a lényegét Bruckner Zoltán.



FOTO: ITBUSINESS

**Bruckner Zoltán, Primus Capital; Karsai Judit, MTA; Oláh László, MKME; Princz Adorján, Intellio**

és göröngyösebb, de mégis csak önálló út a továbblépéshez? Bizony előfordul, ahol már az első pillanatban látszik, hogy nincs. Ilyen vállalkozás például az intelligens hálózati kamerák fejlesztésével foglalkozó Intellio, ahol a döntésben az időzítés játszott nagyon fontos szerepet.

„Számunkra egyértelmű volt, hogy a koncepciónk jó, a piac ebbe az irányba fog menni, minden azon múlik, hogy meg tudjuk-e előzni a piacot, azaz mikorra tudunk kész termékkel kijönni” – fejtette ki Princz Adorján ügyvezető igazgató.

„Az ezzel kapcsolatos másik fő ok az volt, hogy a fejlesztési projekt komplexitása hatalmas volt. Látszott, hogy az első verzió kifejlesztése egy tíz emberből álló fejlesztő csapatnak is több évébe kerülne. A harmadik, szintén nem elhanyagolható tényező az volt, hogy ezt a terméket teljes mértékben a nemzetközi piacra készítettük, ahová a bejutáshoz sok pénz és energia szükséges. Ezeket a tényezőket összeadva egyértelműen látszott, hogy terveinket csak jelentős, mégpedig kockázati tőkével lehet megvalósítani” – tette hozzá.

Ami a befektetési követelményeknek való megfelelést illeti, első körben meg kellett győzni a kockázati tőke képviselőjét, hogy az ötlet jó, a piac ebbe az irányba fog elmozdulni, a terméket ki tudják fejleszteni, és el is tudják adni. Az Intellio hamar megtalálta a közös hangot, és sohasem érződött senki részéről, hogy erős kompromisszumot kellene kötni. Az együttműködés nemcsak a pénz pusztá rendelkezésre bocsátását jelenti, hanem a befektető háttérudásának igénybevételét is.

A magyar piacon befektethető tőke egyébként elsősorban nyugat-európai és észak-

amerikai intézményi befektetőktől érkezett, hazai források alig járultak hozzá ehhez. Ennek a helyzetnek a megváltozását ígéri, hogy a tőkepiaci törvény 2006 januárjában életbe lépett módosításának nyomán jogilag lehetővé vált a magyarországi intézményi befektetők számára a hozzájárulás az itt befektető kockázati- és magántőke-alapok tőkéjéhez – villantja fel az újabb lehetőséget Karsai Judit, a Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos főmunkatársa, az MKME statisztikai bizottságának elnöke.

### Tények, számok

A kizárólag a magyar piacon működő állami és magánszektorbeli helyi befektetők mellett megtalálható a piacon az összes olyan globális és regionális kockázati- és magántőke-alap is, amely a kelet- és közép-európai régió iránt érdeklődik. A hazai befektetőkkel együtt ma körülbelül 30 kockázati- és magántőke-befektetéssel professzionálisan foglalkozó szervezet van jelen a magyar piacon.

A régió iránt érdeklődő kockázati- és magántőke-alapokban összegyűjtött tőke volumene, a 2004-ben mért félmilliárd, majd a 2005-ben regisztrált egymilliárd euró értékhez képest 2006-ban tovább, 1,2 milliárd euróra bővült. Az alapok által 2007 első 10 hónapjában összegyűjtött tőke volumene 2,8 milliárd euró értéket ért el, ami a 2006. évinek is több mint a kétszerese. A régió vonzerejét jelzi, hogy az új alapokat elsősorban a Közép-Kelet-Európában már nagy tapasztalattal rendelkező regionális alapkezelők hozták létre. Az alapok méretének növekedése nemzetközi tendencia, s jelzi, hogy a frissen

bevonott tőkét a befektetők főként kivásárlások finanszírozására szánják.

A kelet-közép-európai régió egyik legfejlettebb kockázati- és magántőke-ágazatával rendelkező magyar piac erőteljesen koncentrált. A befektetések száma a legkisebb, értéke pedig a legnagyobb befektetési mérettartományban összpontosul, ugyanakkor a középső mérettartomány reprezentációja alacsony.

A koncentráció erősödését jelzi a legnagyobb – 15 millió euró feletti – ügyletek erőteljes növekedése. A legkisebb – 1 millió euró alatti – ügyletek előfordulásának gyakorisága elsősorban az állami háttérű befektetők aktivitásától függ – mutat rá Karsai Judit.

A befektetések értékének legfelső mérettartományban való koncentrációja mögött hagyományosan egy-egy kiemelkedő összegű magyarországi magántőke-befektetés húzódik meg, amely az adott évi tőkebefektetés értékét lényegében meghatározza.

A magyarországi befektetések gazdaságban betöltött funkcióját az elmúlt öt esztendőben Európa egészével összehasonlítva kitűnik, hogy az ágazat sokkal kevésbé finanszírozott korai fejlődési szakaszban tartó cégeket. Az expanzív fázisban tartó vállalkozások közel hasonló arányban részesedtek a befektetésekből. A kivásárlások viszont a magyar piacon lényegesen nagyobb hányadot képviseltek.

**Mártonffy Attila**

### Jövő heti téma

Piacképes tudás