

KORLÁTOZOTT VEZETŐI DÖNTÉSHOZATAL, AVAGY A KOCKÁZATI TŐKÉS AKTÍV SZEREPVÁLLALÁSA

RESTRICTED MANAGERIAL DECISION-MAKING, OR THE ACTIVE ROLE OF THE VENTURE CAPITALIST

Dr. BECSKY-NAGY PATRÍCIA adjunktus
Debreceni Egyetem Gazdaságtudományi Kar Számviteli
és Pénzügyi Intézet

ABSTRACT

Venture capitalists usually contribute to growth of their portfolio companies not only money but also their personal network and expert. This also means that they influence the management of the companies so they limit decision making. The article is looking for the answer how the limited managerial decision making and investors' influence impact the whole company. The conclusion of the article is that limiting managerial decision making can reach its goal and result the growth of the company only in case the interests of shareholder and leaders are harmonised, so the principal-agent problem is bridged.

A kockázati tőkések „hands on” befektetési formája

Az intézményes kockázati- és magántőke-befektetések professzionálisan menedzselte tőkebefektetések nyilvánosan nem jegyzett értékpapírokba, ahol a professzionális menedzsmentet a kifejezetten erre specializálódott közvetítők biztosítják. A kockázati tőkések, vagyis a kockázati- és magántőke-alapok kezelői (general partners) összegyűjtik a magánszemélyek és intézményi befektetők (limited partners⁴) által befektetni kívánt tőkét (fund raised) egy kockázati tőke-alapba. A felhalmozott tőkét – vagyonfedezet kikötése nélkül – befektetik tőzsdén nem jegyzett portfólióvállalatokba (portfolio company), ahol úgynevezett „hands on” befektetést folytatnak, ami azt jelenti, hogy a befektetés során aktív közreműködőként értékes szaktudásukat is a portfólió cég rendelkezésére bocsátják, ezáltal stratégiai tanácsadói, kapcsolatépítő és ellenőrző szerepet is betöltenek. A kockázati tőke-befektetők befektetésük fejében tulajdonosi részesedéshez jutnak, vagy opciós jogot szereznek arra, hogy érdekeltségüket tőkerészesedéssé konvertálhassák. A kockázati tőke-befektetések hosszú távú finanszírozási forrást biztosítanak a portfólióvállalat szá-

4 Limited partner: fordítása: korlátozott felelősségű partner



mára jelentős kockázat mellett, melynek elsődleges célja a kilépéskori tőkejövedelem megszerzése (Prowse 1998, 22. old., EVCA 1990, Karsai 1997, 168. old.).

Az alapkezelők a kockázattőke-alap olyan partnerei, akiknek a korlátolt felelősségű társulás tartozásaiért és kötelezettségeiért korlátlan a felelőssége. Az alapkezelőknek jogukban áll részt venni az alap vezetésében és alapkezelői tevékenységükért díjazásban részesülnek (Barry 1994, Karsai 1998, Szlovák 2006).

A portfólióvállalatok tudásrése

A vállalkozások a korai szakaszban a finanszírozási résen túl egyfajta tudásrész is rendelkeznek, ami azt jelenti, hogy nincsenek annak a tudásnak a birtokában, ami szükséges a vállalat sikerre viteléhez (Rasila et al. 2002). Ez a tény szintén a kockázattőke-finanszírozás alternatívája mellett szóló érv, hiszen a kockázati tőkések szakmai tudásukat is a vállalat rendelkezésére bocsátják, hozzáadott értéket teremtve a vállalatban.

A korai finanszírozás területén a befektetések kockázata magasabb és eltér a hagyományos finanszírozási módoknál felmerülő kockázattól, különösen, ha korai szakaszban lévő vállalatokat vagy új termékek bevezetését támogatják, amikor az esetek nagy részében kevés információ áll rendelkezésre a jövőre vonatkozóan. Ez abból következik, hogy sokszor a finanszírozott cégek még nem létező piacon, még csupán ötlet szinten lévő termékekkel szeretnének korábban nem létező igényeket kielégíteni, új technológiák alkalmazásával. Az innovatív kisvállalkozásokba történő befektetés során a standard tulajdonosi és vezetési modellek nem alkalmazhatók. A vállalkozás értéke nagyrészt immateriális javakból tevődik össze, nem ismert a kipróbálatlan ötletek piaci potenciálja és a portfólióvállalat alapítói nem rendelkeznek elegendő vezetői képességgel, hogy a vállalkozást egy koncepcionális állapotból átalakítsák piacképes termék előállítására alkalmas vállalattá. Emiatt a kockázattőke-befektetők rendszerint többségi részesedés megszerzésére törekednek, miközben a befektetést megelőzően az alapító tag többnyire többségi tulajdonosként és cégvezetőként szerepelt. A befektetők általában elnökségi tagokká vagy felsővezetővé válnak és szakmai segítségük révén értékteremtő tevékenységet biztosítanak a portfólióvállalat számára.

A kockázati tőkések különböző technikákat alkalmaznak annak érdekében, hogy segítsék kutatók, befektetők és vállalkozók egymásra találását. Ezek a technikák arra irányulnak, hogy megoldják a finanszírozással kapcsolatos felmerülő piaci elégtelenségeket, mint az információs aszimmetria, ügynök probléma, értékelési és ellenőrzési problémák és monitoringgal kapcsolatos nehézségek.

A kockázati tőkések a speciális helyzetben lévő vállalkozásokra speciális kiválasztási, finanszírozási és kockázatesökkentési konstrukciókat alkalmaznak és befektetéseiktől magas hozamokat várnak el. A magas hozamok realizálása érdekében komoly erőfeszítéseket fordítanak a kiszállások megtervezésére és végrehajtására (Becskeyné Nagy-Biczók, 2006).





Murray és Marriott (1998) csokorba gyűjtötték azokat az általános jellemzőket, amelyek növelik a technológiai kisvállalkozásokba történő befektetések költségeit és kockázatát.

Eszerint a kiváló műszaki szaktudással rendelkező vállalkozók csak ritkán jó gazdasági szakemberek, de a kockázati tőkések hozzájárulnak a vállalkozás kompetenciaépítéséhez szakmai tudásuk rendelkezésre bocsátásával és a hiányzó kompetenciák kiegészítésével. A csúcstechnológiát alkalmazó területeken komoly problémát okoz a projektértékelés és a részletekbe menő szakértői vizsgálat („due diligence”). A bizonytalanságot tovább növeli, hogy meg kell vizsgálni a technológia megbízhatóságát és azt is, hogy elegendően nagy és vonzó piaccal rendelkezik-e az a termék, amely a valóságban sokszor még nem is létezik. Sok esetben a siker feltétele, hogy a technológia rendkívül gyors életpályát fusson be robbanásszerű változásokat eredményezve a piacon, még a versenytárs termékek megjelenése vagy a technológia elterjedése előtt. A sikeres, új technológiát alkalmazó induló vállalkozásoknak nagyon rövid időhorizonton belül kell növekedni, nemzetközi szintre emelkedni, és második generációs termékeket kifejleszteni. További bizonytalansági tényező lehet a korlátozott hozzáférési lehetőség a megfelelő tőkepiacokhoz, vagyis a későbbi finanszírozási forrásokhoz és a kockázati tőke befektetők nyereséges kiszállásához.

A tudás-alapú kisvállalkozások nagy növekedési potenciáljuk, innovatív tevékenységük és munkahelyteremtő képességük révén a gazdaság hajtóerejévé válhatnak, és a fogyasztói igények magasabb szintű kielégítésével hozzájárulhatnak a társadalmi jólét javításához. Az ilyen típusú vállalkozások azonban az őket övező információs űr, az újdonságból fakadó magas kockázat és a szűkös erőforrások miatt nehezen tudják bejárni speciális növekedési pályájukat. A kockázati tőke egy lehetséges megoldási alternatívát jelenthet ezen kisvállalkozások fejlődésének előmozdításában, tőkeinjekció és a kockázati tőkés személyes közreműködése által. A finanszírozási rés azonban arról tanúskodik, hogy az intézményes kockázati tőke figyelme a nagyobb értékű ügyletekre koncentrálódik, az üzleti angyalok pedig önmagukban nem képesek áthidalni az intézményes kockázati tőke által maga mögött hagyott finanszírozási rést. Ugyanakkor felmerül a kérdés, hogy ha a kockázati tőke nem elsősorban a korai finanszírozás által fejti ki gazdaságfejlesztő hatását, akkor milyen területeken és milyen módon valósítja meg gazdaságfejlesztő és értékteremtő tevékenységét. Emellett nem csak a kockázati tőke kínálati oldalán, hanem a keresleti oldalon is jelentkeznek elégtelenségek. Ennek oka sokszor az, hogy a feltaláló-vállalkozók nem szívesen adják ki tudásukat idegen befektetők számára, és kevés hajlandóságot mutatnak arra, hogy beleszóljanak a vezetői döntéshozatalba.

A vállalkozók és a tulajdonosok kockázati tőke-finanszírozás során kialakuló speciális viszonya abban áll, hogy a tulajdonosok nem csak a tőkés szerepét töltik be, hanem a vállalkozók vagy a menedzsment hiányzó kompetenciáit kiegészítve közreműködnek a vállalat irányításában is, emiatt az általános elméletek által meg-





fogalmazott tulajdonosi és vállalkozói funkciók keverednek. A klasszikus kockázatitőke-finanszírozást általában fokozott információs aszimmetria jellemzi, ezért a szerződések megkötéséhez és a vállalat irányításához speciális kockázatsökkentő technikák kapcsolódnak, ami tovább fokozza a menedzsment és a tulajdonosok egymástól való elkülönítésének nehézségét (Becsky-Nagy – Fazekas, 2015).

Egy technológia-orientált kisvállalat alapítója, egy innovatív ötletekkel rendelkező magánszemély, aki esetleg, mint egy új termék előállításához szükséges új technológia ismerője érthető módon tart attól, hogy átengedje a birtokában lévő tudást, illetve a vállalat feletti irányítási és ellenőrzési jogot a kockázatitőke-befektetőnek, vagyis, hogy korlátozza saját vezetői döntéshozatalát, ezért érdekében állhat, hogy lényeges információkat hallgasson el a befektető elől, ami fokozza az információs űrt.

Az értékteremtés forrásainak háromtényezős dinamikus modellje

A kvalitatív módszerekkel végzett empirikus kutatások (EVCA 2007, Ernst&Young 2007, Meerkatt et al. 2008, Private Equity Council 2007) igazolták, hogy a klasszikus kockázati tőkével és a kivásárlásokkal foglalkozó kockázatitőke-befektetők közreműködésükkel fenntartható, hosszú távú növekedést generáltak a portfóliócégek értékteremtő folyamatában. A kockázatitőke-befektetők teljesítménye és négy strukturális tényezője (az alapok és ügyletek mérete, illetve az iparági és földrajzi kiterjedtség) között a nemzetközi kutatások során talált gyenge korreláció arra világított rá, hogy a kockázati tőkések értékteremtő modellje egyre bonyolultabb és kifinomultabb, melynek feltárása kvalitatív módszerekkel lehetséges.

A kvalitatív módszerekkel végzett amerikai, európai és kelet-közép-európai kutatások eredményeit szintetizálva, vagyis szekunder kutatás eredményeként létrehoztam egy dinamikus, háromtényezős modellt, amely szerint az értékteremtés forrásai a tőke (capital), a tudás (competence) és az együttműködés (cooperation). A modell rámutat arra, hogy az értékteremtés folyamata az értékteremtés forrásai és a strukturális tényezők gyarapodásához is vezet egy öngerjesztő folyamat eredményeként.

A tudás a modell egyik alappillére, ami abból fakad, hogy a kockázatitőke-befektető személyesen is közreműködik a portfóliócég irányításában és ellenőrzésében, a menedzsmenttel szoros együttműködésben, stratégiai, vállalkozói és pénzügyi szemléletet meghonosítva és kiegészítve a hivatalban lévő vagy újonnan választott vezetés kompetenciáit. A sikeres befektetők rendszerint az adott iparágban jártas, vállalkozói és befektetői tapasztalatokkal rendelkező szakemberek, akik képesek a menedzsmenttel való kooperációra, kompetenciájuk kiegészítésére, szükség szerint személyes kapcsolatrendszerük rendelkezésre bocsátása által is.

A klasszikus kockázatitőke-befektetők és a kivásárlásokra szakosodott szereplők sikere eltérő típusú szakértelmet feltételez. Az esettanulmányok szerint a korai és expanzív finanszírozás hatékony menedzseléséhez a sikeres befektetők az élet-





képes termékek és technológiák azonosításában, a technológiai transzfer, az új piacokra, piaci résekbe történő belépések és a nemzetközi terjeszkedés koordinálása terén szereztek jártasságot. A kivásárlások specialistái elsősorban a hatékonyságjavító intézkedések területén, a nagyvállalatok rejtett tartalékainak felismerésében és felszínre hozásában, a vállalatfelvásárlásokban, a stratégiai menedzsmentben, az ösztönzési módszerek, illetve a nemzetközi szemlélet kiterjesztésében rendelkeztek széleskörű tapasztalatokkal. A befektetőknek, függetlenül a portfóliócég életciklusától, sikertényezőt jelentett az adott iparághoz kapcsolódó jártasságuk és a befektetések illetve kiszállások eltérő módjai során szerzett tapasztalataik. A befektetők kapcsolatrendszere az értékteremtés folyamatában az esettanulmányok tanulságai alapján arra szolgált, hogy a befektető speciális iparági, pénzügyi vagy vezetői tudást tudjon portfóliócégbe integrálni, megkönnyítve és rugalmassá téve ezzel a döntési folyamatokat.

Az iparági tanácsadók szakmai tudása segít a bizalom megalapozásában, a versenyelőnyök meghatározásában. Vezetői, vállalkozói tapasztalatuk a vállalat számára legkiválóbb stratégiát és jövőképet tartalmazó üzleti terv kialakításában egészíti ki a vezetők tudását. A befektetők kapcsolatrendszere segítséget nyújt újabb finanszírozási források, akár társbefektetők akár idegen tőke révén történő, bevonásához, kilépések menedzseléséhez, vevők és szállítók körének bővítéséhez, speciális tudással bíró alkalmazottak felkutatásához, nemzetközi kapcsolatok kiszélesítéséhez.

A kockázatitőke-befektetők által biztosított tőke mint a modell második alappillére, nem csak egyfajta finanszírozási forrás, hanem az értékteremtés eszköze. Ennek oka, hogy egyszerre nagy összegben áll rendelkezésre, emiatt megváltoztatja a cég tőkestruktúráját. A klasszikus kockázatitőke-befektetések esetén gyakran egyáltalán nincs is más módja a finanszírozásnak, vagy a hitelfelvétel túlzottan megerhelné a növekedésorientált vállalkozás pénzáramlásait. A kivásárlások esetén a kockázati tőke előnye, hogy koncentrálna az irányítás és az ellenőrzés fölötti jogokat, hatékonyabbá téve a tőkestruktúrát. A szigorúbb ellenőrzés mellett a kockázati tőke mindkét típusánál értékteremtő mechanizmusok lépnek életbe, a befektető az igazgatóságon vagy a felső vezetésen keresztül érvényesíti monitoring szerepét, és szoros együttműködést alakít ki a menedzsmenttel. Klasszikus finanszírozás esetén elterjedt stratégia, hogy az alapítók továbbra is tulajdonosok maradnak a portfóliócégben, kivásárlások esetén pedig a kockázati tőkések által gyakran és hatékonyan alkalmazott módszer, hogy a vezetőknek tulajdonosi részesedést juttatnak, ami az érdekek harmonizálását eredményezi. A vezetők érdekeltségét a néhány éven belül realizálható magas hozam elérésében ösztönzőleg hat az intenzívebb szerepvállalásra a cég értékteremtő folyamataiban.

A modell harmadik – de a másik két tényezőnek egyáltalán nem alárendelt, hanem azokat kiegészítő – tényezője az együttműködés. Az esettanulmányok kiválóan alátámasztották, hogy az első két tényező önmagában nem elegendő a kockázatitőke-befektetés és a vállalat sikeréhez, amennyiben a felek között meg-





romlik a viszony, kiéleződnek az érdekelletétek és megszűnik az együttműködés. A vezetők és a tulajdonosok érdekeinek harmonizálása, a befektető által megszerzett tulajdonosi részarány és a vállalat tevékenységének ellenőrzése közös célokat szolgálnak, ugyanakkor a túlzott ellenőrzés kontraproduktívvá válhat, ami az együttműködési készség romlásához vezethet.

Összegzés

Összességében tehát a növekedésorientált innovatív kisvállalkozások számára a legmegfelelőbb finanszírozási forma a kockázatitőke-finanszírozás lehet, amennyiben az alapító vállalkozó nem rendelkezik megfelelő vezetői tapasztalatokkal és sikerül egy olyan befektetővel szerződést kötnie, amely hajlandó tőkét és tudást biztosítani a növekedéshez, és akivel képes együttműködve, az érdekeket harmonizálva közösen irányítani a vállalkozást. Ebben az esetben valóban érdemes átengedni a vezetői döntéshozatal egy részét vagy teljes egészét a kockázatitőke-befektetőnek. A kooperáció tehát a sikeres kockázatitőke-befektetés egyik alappillére, amely szükséges a vállalat növekedésének előmozdítása és egyúttal a befektetés értékének növekedése érdekében is, vagyis minkét fél érdekeit szolgálja. A vállalat eredeti tulajdonosainak és a befektetőknek a tudása összeadódik, és ezáltal érvényesülhet a szinergia hatása.



FELHASZNÁLT IRODALOM

- Becsky-Nagy P. – Fazekas B. (2015): Speciális kockázatok és kezelésük a kockázattőke-finanszírozásban. *Vezetéstudomány*, (ISSN: 0133-0179) 46: (3) pp. 57-68.
- Becslyné N. P. – Biczók S. (2006): A kockázattőke-befektetésekből történő kiszállás útjai. In: Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. AULA Kiadó, Budapest, ISBN: 963-9585-94-7, pp. 52-76.
- Barry, C. [1994]: New directions in research on venture capital finance, *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, 3-15. o.
- Ernst&Young [2007b]: How Do Private Equity Investors Create Value? A Study of 2006 Exits in the US and Western Europe. *Global Report*, 12. old.
- EVCA [1990]: *Yearbook 1990*. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem
- EVCA [2007]: *The European Venture Capital Market: Scaling Beyond Current Boundaries*. An EVCA Special Paper, Prof. Gerard George, Eva Nathusius, 2007. október
- Karsai, J. [1997]: A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle*, XLIV. évf. 165-174. old.
- Karsai, J. [1998]: A kockázati tőkéről befektetőknek és vállalkozóknak. *Módszertani füzetek III. Magyar Befektetési és Vagyonkezelő Rt.* Budapest, 1998, ISBN 963 03 4813 6, 97 old.
- Meerkatt, H.-Rose. J.-Brigl, M.-Lichtenstein, H.-Prats, M. J.-Herrera, A. [2008]: *The Advantage of Persistence. How the best Private-Equity Firms “Beat the Fade”*. Boston Consulting Group, IESE Business School of the University of Navarra, 2008. február, 28. old.
- Murray, G. C.–Marriott, R. [1998]: Why has the investment performance of technology-specialist, European venture capital funds been so poor? *Research Policy*, 27, 947-976 o.
- Private Equity Council [2007a]: *Public Value: A Primer on Private Equity*. www.PrivateEquityCouncil.org, letöltve: 2008. május 11. 20. old.
- Private Equity Council [2007b]: *Driving Growth: How Private Equity Investments Strengthen American Companies*. www.PrivateEquityCouncil.org, letöltve: 2008. május 11. 16. old.
- Prowse, S. [1998]: The economics of the private equity market, *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, Third Quarter, 21-34. o.
- Rasila, T.–Seppä, M.–Hannula, M. [2002]: *V2C or Venture-To-Capital – New Model for Crossing the Cash between Start-Up Venture and Venture Capital*. E-Business Research Center, Tampere University of Technology, Tampere
- Szlovák, G. [2006]: A kockázati- és magántőkealapok működése a gyakorlatban. In Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*, Aula Kiadó, 2006, 79-94. old.