

Becsikyné Nagy Patrícia\*

## Kilépések politikája Hogy válnak meg a kockázati tőkésék a befektetéseiktől?

*A tanulmány két részre tagolódik. Az első fejezetekben a szerző bemutatja a kockázattőke-befektetések-ből történő kilépések stratégiai jelentőségét, a kilépések módját és idejét befolyásoló tényezőket és a sikeres kiszállásokat elősegítő tevékenységeket. A tanulmány arra keresi a választ, hogy mik az egyes módozatok előnyei és hátrányai a tulajdonosok, a menedzserek és az adott cég számára.*

*A második rész az exitek számának és értékének változásait tárja fel a 2000-tól kezdődő időszakban Európában, hangsúlyt fektetve a közép-kelet-európai tendenciákra, külön kiemelve a magyarországi változásokat.*

*Kulcsszavak: kockázati tőke, exit, első nyilvános tőzsdéi bevezetés, értékesítés szakmai befektetőknek, vezetői visszavásárlás*

*Journal of Economic Literature (JEL) kód: G24, G32*

### A kilépések jelentősége

A kockázati befektetések egyik legfontosabb ismérve, hogy a befektetők csak egy meghatározott futamidőre szereznek tulajdonrészt egy vállalkozásban, bízva a cég felértékelődésében, melynek következtében a kilépéskor jelentős árfolyamnyereséget tudnak realizálni. Emiatt a kockázattőke-befektetők döntéseit jelentős mértékben befolyásolják az *exit* kilátások, vagyis, hogy milyen esélyük nyílik a jövőben a kiszállásra és eladáskor mekkora hozamot fognak tudni realizálni. Ezt úgy is megfogalmazhatjuk, hogy a kockázati befektetőket nem csak hozammaximalizáló célok vezérlik, hanem legalább annyira fontos számukra a kilépés esélyének maximalizálása is (*Vanhaerents – Shroud 1998; Wall – Smith 1999; Füzesi 1998; Osman 1999*).

A kockázattőke-piac kibontakozását az előbb említett okok miatt jelentősen befolyásolják az adott régióban fennálló kilépési lehetőségek. A kilépések száma, értéke és a kiszállási módozatok a kockázattőke-piac fejlettségi szintjét is jellemzik. Az egyes térségek gazdaságának valamint az elsődleges és a másodlagos pénzügyi piacok fejlettségének szintje, továbbá a jogszabályi környezet meghatározzák a kilépési lehetőségek kerete-

<sup>1\*</sup> *Becsikyné Nagy Patrícia egyetemi tanársegéd a Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Karának Pénzügyi és Kontrolling Tanszékén. E-mail: patricia.nagy@econ.unideb.hu*

it. Ezeken túlmenően még sok más tényező is befolyásolja a kiszállások módját, idejét és az elérhető hozamokat. A befektetési időszakban jelentkező bizonytalanságok miatt nem lehet előre megjósolni a kiszállások pontos menetét, időpontját és várható hozamát. Ezért minden részvevő megpróbál a lehető legjobb pozícióba kerülni, hogy az adódó lehetőségek közül a legtöbb haszna származhasson (*Vanhaerents – Shroud 1998*). A kockázati befektetők sokszor már a befektetési szerződésben szerepeltetnek biztosítékokat a sikeres kiszálláshoz. Ilyenek lehetnek a különféle pénzügyi instrumentumok, mint például az elsőbbségi részvények, az eladási és vételi opciók vagy a hitelbevonás. Ezeken kívül a tulajdonosok egyéb jogokat is szerepeltetnek például többségi részesedés megszerzése esetén, melyek segítségével a későbbiekben kikényszeríthetik a kiszállás megvalósulását. Az *exit* esélyeit tovább növelhetik a cég menedzselésére, teljesítményének növelésére és jó hírnevének kialakítására fordított erőfeszítések (*Füzesi 1998; Wall – Smith 1999*). A tranzakció létrejöttét követően a befektetési stratégiát a jövőbeni kilépési célok figyelembevételével alakítják ki. A tőkepiacok helyzete és a vállalkozás szűkebb piaci környezete meghatározzák azokat a legfontosabb külső tényezőket, amelyek befolyásolják a kilépési módok közötti választás lehetőségeit. Ezek közül a tervezés során ki kell szűrni azokat, amelyek megnehezíthetik a kilépés megvalósítását és csökkenthetik az elérhető hozamokat. A kiszállást akadályozó külső tényező lehet például első nyilvános részvénykibocsátás esetén a tőzsde érzékenysége vagy az intézményi befektetők hiánya. Speciális befektetés esetében gondot okozhat szakmai vagy más néven stratégiai befektetőt találni, akit nem csupán pénzügyi célok vezérnek, hanem a cég tulajdonrészének megszerzésével piaci vagy más stratégiai fontosságú előnyökhöz szeretne jutni. A kiszállás lehetőségeit a cég belső adottságai, mérete, menedzsmentje, szervezeti felépítése, teljesítménye és tevékenységi köre is meghatározza. A kilépést megnehezítő, belülről fakadó problémák elsősorban a menedzsment és a társtulajdonosok rossz együttműködéséből származhatnak, vagy abból, hogy az átvilágítás eredményeként olyan információk kerülnek felszínre, amelyek a befektető visszalépését eredményezik. További gondot jelenthet még a cég gyenge – várakozáson aluli – teljesítménye, ami rontja a hírnevét, és egyúttal csökkenti az érdeklődők befektetési hajlandóságát. A tevékenységi kör leszűkíti azoknak a szakmai befektetőknek a körét, akik érdeklődést mutathatnak a cég iránt. A vállalat mérete szintén meghatározza azokat a potenciális befektetőket, amelyeknek a profiljába illik az adott vállalkozás (*Wall – Smith 1999; Vanhaerents – Shroud 1998*).

Az itt felsorolt tényezőkből fakadó kockázatok mérsékelhetők, ha a kiszállás tervezése már a befektetés létrejöttékor, de legkésőbb a befektetés korai szakaszában megkezdődik. A tervezés során többféle kiszállási alternatíva keresésével, szakmai befektetők korai felkutatásával, a menedzsment anyagi és nem anyagi ösztönzésével, a cég valós teljesítményének kontrollálásával és a kiszállás helyes időzítésével a kockázatok nagy része kiküszöbölhető (*Wall – Smith 1999*). Annak ellenére, hogy a kiszállást minden befektető a befektetés egyik legkritikusabb pontjának tekinti, a kutatások azt igazolják, hogy nem szentelnek elég figyelmet az *exit* megtervezésére a befektetés létrejöttékor, és a tervezés során más hibákat is elkövetnek. *Wall és Smith (1999)* tanulmányában több hiányosságra is fényt derít. Az európai kockázati tőkések a tőzsdére bocsátást tekintik ideális kilépésnek, és nem veszik számításba azt, hogy a ténylegesen megvalósuló kilépések sokkal nagyobb arányát adják a szakmai értékesítések. Másrészt, a tulajdonosok a pénzügyi befektetőket nem veszik komolyan, és még meg is lepődnek, ha közülük valaki érdeklődik a befektetésük iránt. A visszavásárlás útján történő kilépés lehetősége az ügylet megkötésekor elkerüli a figyel-

müket, emiatt a befektetési szerződésben nem teremtik meg az ilyen úton történő kilépés biztosítékait. A legtöbb kockázati tőkés nem a befektetés kezdetétől foglalkozik a kiszállás gondolatával, és nem szentelnek elegendő figyelmet a kilépés menedzselésére. További gondot jelenthet, hogy nem árusítják elég széles körben a befektetésüket, és nem használják ki a közvetítők által nyújtott segítséget sem. Végül még megemlítendő, hogy a befektetők sokszor elsiklanak a menedzsmenttel kialakult érdekkülönbségek fölött, emiatt a vezetők a nyereséges kiszállás akadályozó tényezőjévé válhatnak.

A kiszállás akkor tekinthető sikeresnek, ha a befektetőnek a lehető legtöbb haszna származik belőle. Az *exit* megtervezésekor a *kilépés időzítésére és a kiszállás módjának megválasztására* kell helyezni a hangsúlyt. A *kiszállás időzítésekor* több szempontot is szem előtt kell tartani, és ezek függvényében a befektetések tervezett futamideje tág időhatárok között mozog, ami lehet néhány hónap, de akár 10 év is. (Egy átlagos befektetés megtérülését a beszálláskor a befektetők 3–5 évre tervezik.) Ahogy a hiányosságoknál már említettem, a figyelembe veendő szempontok között szerepelnek például a *menedzsment érdekei*, hiszen különféle eszközökkel késleltethetik, vagy akár gátat is szabhatnak a kiszállás sikeres megvalósításának. Számukra ugyanis lényeges, hogy a kiszállás időpontja ne gyakoroljon kedvezőtlen hatást a *cégre vagy saját érdekeltségeikre* (Vanhaerents – Shroud 1998). A menedzserek és a tulajdonosok céljainak összehangolásából a befektetőknek is haszna származhat, hiszen a megbízó-ügynök problémából adódó hátrányok ily módon háttérbe szoríthatók. A *cég érdekei* azt kívánják, hogy a kilépés *ideális piaci körülmények* között valósuljon meg, és a tulajdonosváltás ne okozzon visszaesést a cég eredményeiben. A *vállalat életciklusa* is befolyásolja a kilépés ideális időpontját. Nagyobb eséllyel lehet vevőt találni még az érettség szakasza előtt, hiszen ebben az esetben a vásárlónak is marad lehetősége arra, hogy nyereséget realizáljon, ugyanakkor érdemes kivárni a részsedések felértékelődését, amelyre a növekedési szakaszban kerülhet sor. *Zárt végű befektetési alapok* csak az előre meghatározott futamidő alatt folytatnak finanszírozási tevékenységet, ezért ilyen esetekben különös gondot kell fordítani a kiszállás időpontjának megtervezésére.

A másik lényeges kérdés a *kiszállás módjának megválasztása*, ami szintén hatást gyakorol a kockázati tőkésre, a befektetés alapjául szolgáló vállalatra és annak menedzsmentjére, és éppen ezért ezek az érdekcsoportok megpróbálják befolyásolni a kilépésről szóló döntést. A kilépés módjának megválasztását rajtuk kívül még külső tényezők is befolyásolják, mint a cég versenytársi környezete, az elsődleges és másodlagos tőkepiacok likviditása, az adott országok gazdasági helyzete és jogszabályi háttere, stb. A kiszállás legelterjedtebb formái a *szakmai (stratégiai) befektetőknek történő értékesítés (divestment by trade sale)*, illetve a *tőzsdei úton történő kiszállás (divestment by public offering)*. Ez utóbbin belül elkülöníthető az *első nyilvános tőzsdei bevezetés vagy részvénykibocsátás (IPO: initial public offering)* és egy bizonyos *tőkehányad értékesítése (sale of quoted equity)*, amely már a másodlagos piacon valósul meg. Amennyiben ez a két útvonal valamilyen oknál fogva nem járható, akkor szokott sor kerülni a többi módozatra. A *pénzügyi befektetők vagy más kockázattőke-befektetők részére történő értékesítés (replacement)* is egyfajta lehetőséget biztosít a kilépéshez. Európában és különösen Közép-Kelet-Európában nagy hagyománya van a *társulajdonosoknak történő értékesítéssel vagy a vezetői visszavásárlással (Management Buy Back)* megvalósuló kiszállásoknak. Amennyiben a részvények típusa megfelelő elsőbbségi jogokat biztosít a tulajdonos javára, a kilépés úgy is megvalósulhat, hogy az *elsőbbségi részvények tulajdonosainak a tőkét*, illetve a rendelkezésre bocsátott hi-

teleket visszafizetik. Sikertelen befektetés esetén, ha már nincs más megoldás, a befektetés leírásra kerül (EVCA 2005b). Az itt felsorolt kilépési stratégiákról később még részletesen is szó lesz.

A siker érdekében egyértelműen kilépési útvonalat kell meghatározni az összes érintett fél érdekeinek egyensúlyban tartásához. Az eladási döntés meghozatala a tulajdonosok kezében van, akiknek a tulajdonságai, értékítélete és habitusa nagyban befolyásolják az *exit* kimenetelét. Hozzáállásuk sokféle lehet, viselkedésüket sokban befolyásolják saját tapasztalatuk és az adott kockázati tőke-piac fejlettségi szintje. Wall és Smith (1999) kétféle kockázati tőke-befektetőt különböztet meg, bár a legtöbb befektetőben keverednek a két típus tulajdonságai. Az *előrelátó (pro-active) befektető* elsősorban üzletet vásárol, majd megkezdi a vezetők ösztönzését tőzsdei opciókkal vagy más módokon. Már az első naptól foglalkozik a kiszállás megtervezésével. Kizárólag a pénzhozam vagy a belső megtérülési ráta motiválja a kilépés módjának meghatározásában. A *passzív* befektető általában kisebbségi tulajdonos, aki hosszabb távra fektet be anélkül, hogy különösebb elképzelése lenne a kiszállás módjáról. Az éves osztaléktól várja befektetésének megtérülését. Nagyon sokszor a kiszállás kizárólagos lehetősége a menedzsment vagy a társtulajdonosok visszavásárlása. Az ilyen befektető a „fiatalabb”, kevés szereplős kockázati tőke-piacon tevékenykedik. Egyaránt foglalkoztatja saját intézményének és általánosságban véve a kockázati tőke-iparnak a hírneve, ezért hajlandó engedni a hozammaximalizáló célokból, ha egy kilépési stratégia azt megkívánja.

## Kiszállási lehetőségek a gyakorlatban

### *Kiszállás a tőzsdén keresztül*

A tőzsdei úton történő kilépés kétféleképpen történhet: első nyilvános részvénykibocsátással vagy egy tőzsdén jegyzett vállalatban lévő tulajdonrész tőzsdén történő értékesítésével. Az *első nyilvános tőzsdei részvénykibocsátás* (IPO) a kockázati tőkés által leginkább preferált kilépési út, hiszen nemcsak néhány érdeklődő, hanem valamennyi tőzsdei szereplő és a közvélemény számára is bizonyíthatja a befektető és befektetése rátermettségét. Ez nemcsak anyagi elismerést jelent a befektető számára, hanem a hírnevét is öregbíti ezzel. A tőzsdei bevezetést meglehetősen hosszú, költséges és sok előkészítő munkát igénylő folyamat előzi meg. Amennyiben a tulajdonosok az első nyilvános tőzsdei bevezetést választják a lehetséges kilépési útvonalak közül, akkor különösen érvényesül az a szabály, hogy már a befektetés pillanatától meg kell kezdeni a kilépés menedzselését. A céget nagyon fel kell készíteni erre a neves eseményre. A tájékoztatáshoz ki kell adni egy jegyzési felhívást (prospektust), amely tartalmazza a cégről szóló legfontosabb információkat. Ennek elkészítéséhez és az előkészítő munkához sokszor tanácsadók bevonására is szükség van. Továbbá választ kell adni arra a kérdésre, hogy hogyan lesz értékelve a vállalat, el kell dönteni, hogy mekkora legyen a felajánlás volumene, és, hogy mikor történjen a kibocsátás. Ezen kívül ki kell választani egy tőzsdét, ahol mindezt véghez viszik majd. Ha az adott tőzsde jól működik és nagy a forgalmazott részvények likviditása, akkor könnyebb lesz a részvényeket értékesíteni, hiszen az új befektető feltételezhetően a másodlagos piacon gond nélkül továbbadhatja a részesedését, ha ki akar lépni a befektetéséből. Ez ráadásul a kockázati tőkésnek is biztonságot jelent, mert az első nyilvános tőzsdei bevezetés

alkalmával általában csak részleges kiszállás valósul meg. A teljes kilépés csak később várható, legtöbbször a másodlagos piacon történő értékesítéssel.<sup>1</sup>

A tőzsdei úton megvalósuló kilépés kritikus pontja annak eldöntése, hogy a kockázati befektető a tulajdonrészének hány százalékát értékesítse. Ennek egyik oka, hogy ha továbbra is megtartja részesedésének egy nagy százalékát, bizalmat fog gerjeszteni a potenciális vásárlókban, és nem fogják azt gondolni, hogy a korábbi tulajdonos meg akar szabadulni egy rossz befektetéstől. A másik lényeges szempont, hogy a másodlagos piacokon egyes kutatások szerint többnyire árfolyam emelkedésre lehet számítani, ami jól időzített kilépés esetén tovább növelheti a kockázatitőke-befektetésen realizált hozamot (Füzesi 1998).

Attól függetlenül, hogy a befektetők általában az első nyilvános tőzsdei bevezetést tekintik a legideálisabb kiszállási módnak, az előnye mellett számos hátránya is van. E pozitívumokat és negatívumokat már több szerző is megpróbálta csokorba gyűjteni (Fisher 2000; Murray 2001; Vanhaerents – Shroud 1998; Wall – Smith 1999; Füzesi 1998). Az egyik legnagyobb előnyt az jelenti, hogy sikeres, jól előkészített bevezetés esetén jóval magasabb hozamokat lehet realizálni, mint a többi kilépés esetén. A magas likviditású tőzsdéken ugyanis az új befektetők *exit* kilátásai is jók, és hajlandók magasabb árat fizetni a biztonságosabb befektetésért. Az első tőzsdei bevezetésre történő felkészülés előidézhet elővásárlási ajánlatot egy szakmai befektető részéről, ami lehetőséget biztosít a befektető számára, hogy *kettős kilépési utat (dual track)* válasszon.

A nyilvános részvénykibocsátás ugyanakkor általában a *vállalat menedzsmentje által is támogatott exit stratégia*, hiszen ekkor megőrizheti a vezetőség a pozícióját és kontrollját a cég fölött. Sokkal nagyobb biztonságban érzi a saját pozícióját a menedzsment, ha nem egy – saját elképzelésekkel és a vezetőségétől eltérő célokkal rendelkező – tulajdonos áll a vállalat mögött, hanem több intézményi vagy magánbefektető. Ekkor a tulajdonosok közti esetleges érdekülönbségeket kihasználva kompromisszumok révén tovább irányíthatják a társaságot. A részvénykibocsátáshoz kapcsolódóan a tulajdonosok gyakran részvényopciókon alapuló motivációs rendszert alakítanak ki, így emiatt is népszerű az IPO a menedzserek körében. Ki kell emelni, hogy gyakran a személyes célok miatt preferált a tőzsdére bocsátás a vezetők körében. Ilyenkor a piac nemcsak a vállalatot, hanem annak menedzsmentjét is értékeli, ami siker esetén növeli a menedzsment presztízsét, és akár egy felívelő karrier alapja lehet.

A nyilvános részvénykibocsátást választó vállalkozásokra vonatkozóan olyan információszolgáltatási és egyéb kötelezettségeket határoztak meg a törvényalkotók, hogy a potenciális befektetők fel tudják mérni a vállalat értékét és a befektetés kockázatát. Egy sikeres részvénykibocsátás tovább erősíti a befektetők bizalmát, akik egyéb finanszírozási módok elöl sem zárkoznak el az eredmények hatására. A cég számára így új forrásszerzési lehetőségek nyílnak meg.

Ha a kockázatitőke-befektetők továbbra is részt kívánnak venni a befektetésben, akkor a *visszatartott* (azaz a nyilvános kibocsátásban részt nem vevő) *részvények* segítségével ezt megtehetik. Az IPO esetében a kockázatitőke-befektető megoszthatja a kockázatokat, nem kell teljes egészében saját magának vállalnia azt. Ráadásul a tőzsdei bevezetést követő árfolyam emelkedést kihasználva a megmaradt tulajdoni hányad értékesítésé-

<sup>1</sup> A kockázati tőkés a megmaradt részesedését nem csak a tőzsdén értékesítheti, választhat a többi kilépési módok közül is.

vel többlethozamot realizálhat árfolyamnyereség formájában. Ugyanakkor egyfajta rugalmasságot biztosít számára, hogy a fennmaradt befektetésétől más módon váljon meg.

Altalánosságban a kockázati tőkés nem köteles bármiféle „garanciát” nyújtani a részvényt lejegyző személynek, illetve társaságnak. Bizonyos esetekben azonban a részvénykibocsátáshoz kapcsolódó általános kötelezettségeken túlmenően egyéb kötelezettségek is terhelik a részvény kibocsátóját. Ezzel összefüggésben a kockázati tőkés a saját vezetőit delegálja a tőzsdei bevezetésre készülő vállalkozásba, hogy az aktív vezetői részvétel révén ellenőrzése alatt tartsa a vállalkozást, ezzel is csökkentve az ügylet kockázatait. A *részvényt jegyzők* pedig így *nagyobb biztonságban* érezhetik magukat, hiszen a kockázati tőkés kötelességei miatt érdekelt a vállalkozás sikerében.

Az **Euronet Worldwide** nevű cégbe az **Euroventures** és a **Hungarian – American Enterprise Fund (HAEF)** 1-1 millió dollárt fektetett be Magyarországon 1994-ben. Két évvel később az **Innova Capital** és az **Advent International** további 6,8 millió dollárral finanszírozta a céget. 1997-ben a Nasdaq-on történt első nyilvános részvénykibocsátás és későbbi tőzsdei eladások nyomán a HAEF, az Innova és az Advent rendre 7,8-szeres, 10,3-szeres és 5,2-szeres tőkefelhalmozódással adták el a tulajdoni hányaduk egy részét. 2000-ben az Euroventures teljes kilépésével 125%-os belső megtérülési rátát (IRR) realizált, és eredeti tőkéjét 11,3-szeresére növelte.

Forrás: (EVCA 2004)

A sok pozitívum mellett a befektetők gyakran megfélemlenek a negatív attitűdök számbavételéről. Összehasonlítva más kiszállási módokkal, az első nyilvános tőzsdei bevezetést *magas költségek* terhelik. Ezek közé tartoznak a tájékoztató anyagok összeállításának és széles körű terjesztésének költségei, a nélkülözhetetlen tanácsadóknak fizetett összegek, az összetettebb dokumentáció költségei, valamint a kötelező tájékoztatások közzétételének költségei. Jelentősen tévelt jelent még az a jutalék, ami a részvények kibocsátását szervező bankot vagy pénzügyi szolgáltatót illet meg. A magas költségek olyan jelentős korlátozó tényezőt jelentenek, hogy a legtöbb kis- és középvállalkozás számára ez a kilépési útvonal szóba sem jöhet. A hosszadalmas előkészítés és a sok szervezőmunka, ami a tőzsdére bocsátást megelőzi, szintén elveheti a befektetők kedvét.

A *kedvezőtlen piaci tendenciák*, valamint a likviditás hiánya akár meg is akadályozhatja a tervezett részvénykibocsátást. Az európai tőzsdék nagy része nem elég likvid az új papírok hatékony kereskedéséhez. Ha meg is valósul a kibocsátás az előbbi nehézségek ellenére, elképzelhető, hogy a kockázati tőkés csak alacsonyabb áron tud kiszállni a befektetésből, mintha más stratégiát választott volna.

A vállalatnak a kibocsátás során *meg kell győznie a piacot* és az elemzőket a *vállalat valós értékéről*. Olyan egyszerű és attraktív üzenetet kell hordoznia a vállalatnak, ami vonzóvá teszi az egész piac számára. Abban az esetben, ha nem sikerül megfelelően kommunikálni a vállalat értékeit a potenciális befektetők felé, a kibocsátás csak alacsonyabb részvényáron valósul meg. Másrészt a nyilvánosság miatt a vállalatnak nehézséget jelenthet helytállni a piaci versenyben, hiszen a versenytársak könnyedén hozzáférhetnek olyan információkhoz, amelyek tudatában javíthatnak versenyhelyzetükön. A vállalat gyenge eredményei a hírnevét is rontják, ami árfolyamcsökkenéshez vezet.

Egy tőzsdei bevezetés esetén ritka, hogy a kockázati tőkés úgy szálljon ki a befektetéséből, hogy ahhoz semmilyen mértékben sem kötődjön. Gyakori, hogy a *kockázati tőkés* a vállalatba vetett befektetői bizalom elmélyítése érdekében *továbbra is tulajdonos marad* valamekkora részben, azaz csak *részlegesen válik meg üzletrésztől*. A befektetők arra is rákényszerülhetnek, hogy szerződésben (*lock up agreement*) vállalják a részvények tartását egy bizonyos ideig, biztosítékot nyújtva ezzel az új belépők számára. Ilyen módon esznek az árfolyam-emelkedés idején adódó kedvező kilépési lehetőségektől. Továbbá néhány esetben csak olyan mértékű részvénykibocsátás valósulhat meg piaci, illetve jogi okok miatt, ami nagyjából megegyezik a kockázati tőke-befektető kezdeti befektetésével.

Ha a kockázati tőkés korábban *elsőbbségi jogokkal* rendelkezett, azokat tőzsdei bevezetés után *elveszítheti*. Az új tulajdonosok jogosan ellenezhetik, hogy az egyik tulajdonos elsőbbségi jogokkal rendelkezzen, és ezáltal egymagában befolyást gyakorolhasson a cégre.

Végül a hátrányok közé sorolható még az is, hogy amennyiben a kockázati tőkés a vezetőségbe saját embert delegált, a részvénykibocsátás után a vezetésben való további részvétele egyéb – nem kívánt – kötelezettségeket ró rá.

Európában a tőzsdék nem eléggé likvidek, a kisebb vállalatok számára teljesíthetetlen előírások és a másodlagos piacok gyenge teljesítménye miatt a tőzsdei bevezetéseknek jóval alacsonyabb az aránya, elmaradva a szakmai értékesítések mögött. A bevezetések tendenciáját vizsgálva azt állapíthatjuk meg, hogy 2005 Európában a fellendülés éve volt. Hatvan kockázati tőkéhez kapcsolódó IPO történt, összesen 2,03 milliárd EUR értékben. Ez az év a legsikeresebb a kibocsátások számát tekintve 2000 óta. A fellendülés olyan tőzsdéknek is köszönhető, mint a londoni AIM vagy az Alternext. Az AIM a világ egyik vezető tőzsdéje a kis- és közepes vállalkozások piacán, amelyet tipikusan az innovatív vállalkozások tőkeszerzése céljából alakítottak ki. Ennek egyik példája, hogy nincs megkötés a bevezetendő vállalkozás méretére, a kibocsátandó részvények számára vonatkozóan. Maga a bevezetési folyamat időtartama rövidebb a hagyományos tőzsdéken szükséges időnél (*LSE 2004*). Szintén ki kell emelni az Alternext nevű piacot, ami hasonlóan a kis innovatív vállalkozások tőkeszerzésében segít. Habár a piac 2005. május 17-én kezdte meg a működését, számos sikeres nyilvános tőzsdei részvénykibocsátás helyszíne volt már.

#### *Értékesítés szakmai/stratégiai befektetőknek (trade sale)*

A szakmai vagy más néven stratégiai befektető legtöbbször a megvásárolandó cég iparágában tevékenykedik, vagy éppen az a célja, hogy kibővítse tevékenységi körét az adott területen. Vásárlásaival elsősorban az a szándéka, hogy piaci részesedéshez jusson, megszerezze az adott cég menedzsmentjét, alkalmazott technológiáját, licencét vagy hozzájusson stratégiai eszközökhöz, és mindezek segítségével javítsa versenyhelyzetét és globális teljesítményét.

Az ilyen ügyletek esetében az *értékesítési ár* körül igen nagy vita alakulhat ki. Magas árhoz vezethet, ha a szektorban/ágazatban léteznek olyan *versenytársak*, akiknek *üzleti előnye* származhat a céggel való egyesülésből. Befolyásolhatja az árat az ágazatban létrejött *hasonló ügylet* vagy a *hasonló tőzsdén jegyzett cégek értékelése*, de az is fontos szerepet játszhat, hogy egy *másik vevő* mennyit lenne hajlandó fizetni érte. Teljesen egyedi ügyletek esetén az ár meghatározása meglehetősen tág határok között mozoghat az eladó és a vevő alkupozíciójától függően.

Annak ellenére, hogy sokak szerint az IPO biztosít magas hozamokat, a szakmai befektetők is hajlandók lehetnek *magasabb árat* fizetni a piaci részesedésért, a piacra való belépésért és a létrejövő szinergiából eredő hasznokért cserébe. A kilépési folyamat általában *olcsóbb, gyorsabb és egyszerűbb*, mint a nyilvános tőzsdei részvénykibocsátás esetében. Nincs szükség például részletes jegyzési felhívás (prospektus) elkészítésére vagy tanácsadók felfogadására. Ha azonban az értékesítéskor tendereztetést alkalmaznak, akkor összetetté és hosszadalmassá válhat a folyamat. A szakmai értékesítés nagy előnye, hogy nem az egész piacot kell meggyőzni, csak *egy vevőt*, amely általában ugyanahhoz az iparághoz tartozik. Ezzel szemben az IPO esetében a befektetési bankokat és a nyilvánosságot egy nagy egységként kell kezelni. Normális esetben a stratégiai befektetőknek történő értékesítés lehetőséget biztosít arra, hogy a *befektetést teljes egészében értékesítsék*, ami egyúttal teljes biztonságot is jelent az eladónak. Sok vállalat számára méretéből és fejlettségi szintjéből adódóan *ez az egyetlen kiszállási lehetőség*, hiszen a tőzsdei bevezetés előírásainak nem tudnak megfelelni, a kockázati vagy pénzügyi befektetők pedig nem érdeklődnek a vállalat iránt. A szakmai értékesítés után a cég bekerülhet egy nagyobb cégcsoportba, ami biztonságot nyújt számára, és biztosítja az életben maradás lehetőségét. A stratégiai vásárló később támogatást adhat például a cég stratégiájához vagy átszervezéséhez. (Vanhaerents – Shroud 1998; Wall – Smith 1999; Füzesi 1998; Fisher 2000; Murray 2001.)

Az eredetileg hardver kis- és nagykereskedelemmel foglalkozó **Elender Informatika Rt.** 1995-ben lépett a hazai internetszolgáltatások piacára. 1998-ra az ország egyik legnagyobb internetszolgáltatójává nőtte ki magát. A cég további fejlődésének biztosítása érdekében kockázati tőke bevonása mellett döntött. Ugyanebben az évben az **Advent International** és helyi leányvállalata, az **Equinox** 2,2 és 1 millió dollár fejében 18, illetve 8,4%-os üzletrészt szerzett a vállalatban és egy tagot delegált az igazgatótanácsba. A további felvásárlásoknak és a dinamikus üzletpolitikának köszönhetően az Elender gyorsan növelte üzletfelei számát, és az internetboom közepette az ország egyik legvonzóbb információtechnológiai befektetési célpontjává vált. Kérőként a világ egyik legnagyobb független üzleti internetszolgáltatója, a **PSINet** jelentkezett, és a kockázati tőke-befektetők megjelenése után 10 hónappal 33,3 millió dollárért felvásárolta a teljes céget. **A stratégiai befektetőnek történő értékesítéssel a kockázati tőkések 2,71-szeres készpénznövekedést és 281%-os megtérülést (IRR) értek el.**

Forrás: (EVCA 2004:34–35.)

A szakmai befektetőnek történő üzletrész eladás a *menedzsment ellenállásába* ütközhet, különösen akkor, ha a vezetőknek jelentős részesedése van a vállalatban, illetve, ha felmerül a lehetősége annak, hogy a tulajdonosváltás következtében elveszthetik függetlenségüket vagy akár az állásukat is. A menedzsment sokkal inkább szokta támogatni az első nyilvános tőzsdei bevezetést, mert azáltal biztosítva látja későbbi pozícióját. E kiszállási mód egyik legkényesebb pontja, hogy a stratégiai vásárlók közül gyakran a legjobb jelentkezők a legnagyobb versenytársak is egyben. Ezekkel a cégekkel az átvilágítási folyamat során bizalmas információkat kell megosztani. Hiába kötetnek egyezségek az *információk bizalmas kezeléséről*, azok mégis bekerülnek a verseny folyamatába, ami a társasá-



got hátrányosan érintheti. Azoknak, akik kockázati tőkésektől akarnak vásárolni, tudniuk kell, hogy egyes magántőke-társaságok szigorú *garanciamentes politikát* folytatnak, vagyis nem fognak biztosítékokat adni a vásárlóknak. A szakmai értékesítés hátrányaként jelentkezik az is, hogy a vevők mégis sokszor megpróbálkoznak ilyen kötelezettségvállalásokat kikényszeríteni. Egyes országokban – különösen a kisebb európai országokban – csak *kevés szakmai befektető* található, akikkel nehéz lehet tárgyalásokat kezdeményezni. Megoldást jelenthet erre a tengerentúli befektetők felkutatása, vagyis a cég minél szélesebb körben történő értékesítése. A *legnagyobb vita* a szakmai vevőnek történő értékesítés során az *eladási ár* körül forog. A vevő pontosan tudja, hogy mit vesz és sokszor azt is, hogy ő az egyetlen, akivel tárgyalásokat folytatnak. Ez a vevő alkupozíciójától függően alacsony eladási árhoz is vezethet. Az sem utolsó szempont, hogy a *cég hírneve kárt szenvedhet*, ha kiderül, hogy nem sikerült elfogadható vevőt találni. Ez negatív hatást gyakorolhat a kilépés későbbi esélyeire. Végül a cég számára nem elhanyagolandó kérdés, hogy a tulajdonosváltás *bizonytalanságokat* eredményezhet, aminek kedvezőtlen hatása lehet a munkavállalók közhangulatára (Vanhaerents – Shroud 1998; Wall – Smith 1999; Füzesi 1998; Fisher 2000; Murray 2001).

#### *Értékesítés pénzügyi befektetők vagy más kockázati-tőke-befektetők számára*

Wall és Smith (1999) tanulmányában a megkérdezett kockázati-tőke-befektetőknek az volt a véleménye a pénzügyi befektetőknek történő értékesítésről, hogy ha ők nem tudtak hasznot húzni az adott befektetésből, akkor mások sem fognak tudni. Fisher (2000) szerint ez a megoldás csak akkor működőképes, ha a vevő eltérő befektetési kritériumokkal rendelkezik, mint az eladó. Sokszor akkor kerül rá sor, ha egy befektető úgymond belefárad a befektetésbe. Az is előfordulhat, hogy a vevőt érzelmi okok vezérlik egy cég megvásárlásánál, háttérbe szorítva a racionális gondolkodást. Mielőtt egy kockázati tőkés ilyen eladási ügyletbe fogna, érdemes megfontolnia azt, hogy az értékesítési folyamat során sokszor a menedzsment lojalitása megoszlik és esetleg a vevő jobb információkkal fog rendelkezni, mint az eladó. A vásárlónak pedig azt kell átgondolnia, hogy esetleg az eladó csak a rövidtávú pénzhozamokat szem előtt tartva menedzselte a céget.

A kockázati-tőke-befektetők a szakmai befektetőktől eltérően vásárlás esetén nem vesznek figyelembe olyan tényezőket, mint például a szinergiahatás. Számukra a magas tőkeáttétel a lényeges szempont, mivel a hitelek nagy aránya csökkenti a finanszírozás költségeit. Ennek oka, hogy a hitelfelvétel formájában történő idegentőke-bevonással megnő a rendelkezésre álló források állománya, de a súlyozott átlagos tőkeköltség csökken, mivel a hitelek költségei (kamatok, kezelési költség, stb.) rendszerint alacsonyabbak, mint a befektetők által rendelkezésre bocsátott tőke alternatív költsége. Emellett azonban meg kell jegyezni, hogy a finanszírozási tőkeáttétel növekedésével a finanszírozási kockázat is megnő, hiszen a hitelek kamatai állandó terhet jelentenek a cég számára.

1987-ben a **United Texon** egy 75 millió fontos vezetői kivásárlást hajtott végre az **Emhart** nevű vállalatból. A tőzsdére bocsátást 1994-re tervezték Londonban megvalósítani, de később ezt elhalasztották, mivel eladták a céget az **Apax** nevű pénzügyi befektetőnek 131 millió fontért, ami magában foglalta egy 90 millió fontos hitel refinanszírozását is.

Az 1987-ben megvalósított vezetői kivásárlásban résztvevő zárt végű befektetési alapok futamideje a végéhez közeledett. Az új befektető által vezérelt refinanszírozás szabad értékelést tett lehetővé, ami hozzájárult ahhoz, hogy a befektetés átkerüljön egy új alaphoz, ami egyébként ugyanahhoz az alapkezelőhöz tartozott. Így nem lépett fel annak a kockázata, hogy az egyik alapot a másikkal szemben előnyben részesítsék. Sőt, az eladó további szerepvállalása biztonságot jelentett az új pénzügyi befektető számára.

*Forrás: (Wall – Smith 1999)*

Nézzük, hogy a sok megfontolandó szempont ellenére mégis mikor szokott sor kerülni a pénzügyi befektetők és kockázati tőkések vásárlásaira. Tipikus eset, amikor a cég a *fejlődés korai szakaszából a későbbi szakaszokba* kerül, és a növekedéshez tőkeemelésre van szükség. Ilyenkor lehetőség nyílik a szabad értékelésre. Más esetben, például egy *zárt végű alap refinanszírozása* alkalmával, az alap futamidejének lejártakor megoldás lehet, hogy egy új alaphoz kerül át a befektetés. Olyankor, amikor a tulajdonos kockázati tőkésnek *eredmény realizálására van szüksége adózási vagy beszámolási okokból*, kényszerű megoldásként választhatja ezt a kiutat a befektetéséből. Ha a tőzsdei értékesítés lehetősége nem áll fenn, a menedzsment támogatásával szintén létrejöhet ez a kilépési módozat, de csak akkor, ha lehetőséget biztosít arra, hogy *a vezetőség továbbra is pozícióba maradjon*. Az is előfordulhat, hogy egy – a befektetést megvásárolni szándékozó – *kockázati tőkés többre értékeli egy magas jövedelmet, de lassú növekedést ígérő befektetést*, mint egy szakmai befektető. További példát jelent, amikor a *cégnek forrásbevonásra van szüksége*, és az értékesítés után megváltozott tőkeszerkezet segítségével *új hitellehetőségek* nyílhatnak meg a cég számára (*re-leverage*). Végül az is előfordulhat, hogy *a vezetés és a befektetők közötti kapcsolat megromlik*, és a befektetők úgy döntenek, hogy megválnak a tulajdoni hányaduktól (Wall – Smith 1999).

#### *A társtulajdonosok vagy vezetők által történő kivásárlás*

A társtulajdonosok vagy a menedzserek kivásárlásaira jellemzően olyankor kerül sor, amikor nincs jobb módja a kilépésnek. Bizonyos esetekben, például, ha a cég gyengén teljesít, a befektetők nem mutatnak érdeklődést a részesedés megvétele iránt. Másrészt kisvállalkozásoknál a vezetőség vagy a társtulajdonosok gyakran ellenzik harmadik fél bevonását.

Annak ellenére, hogy ez a kilépési módozat egyre elterjedtebbé válik, *Wall és Smith (1999)* szerint a befektetési szerződésbe mégsem elég gyakran foglalják bele az ilyen típusú kiszállás lehetőségét. Ennek feltehetően az lehet az egyik oka, hogy a kivásárlási ár felső korlátját meg kellene határozni, ami jó eredmények esetén hátrányos helyzetet eredményezhet az eladó számára. Máskor viszont a verseny hiánya és a vevő erős pozíciója alacsony eladási árhoz vezethet. Emiatt a visszavásárlás a kockázati tőke-befektetők által legkevésbé kedvelt kiszállási mód. Ráadásul a menedzsereknek és a társtulajdonosoknak

nehézséget jelenthet az ellenérték összegyűjtése. Mégis, rossz befektetések esetén, amikor nincs más lehetőség a kilépésre, egyfajta menekülési utat jelenthet.

Ebbe a kilépési kategóriába tartozik egy speciális ügylettípus, a *másodlagos vezetői kivásárlás* (*secondary buy-out*). A kivásárlások csoportján belül, melynek során magán-személyek és/vagy professzionális – nem szakmai – befektetők többségi tulajdonhoz jutnak, kitüntetett szerep jut a vezetői kivásárlásoknak (*management buy-out*). A vezetői kivásárlások alkalmával a vállalat vezetői egyúttal tulajdonosokká is válnak a professzionális finanszírozók mellett. Ilyen formán a vezetők érdekei és céljai megváltoznak, ami a cég számára hatékonyabb vezetői teljesítményt eredményez (Karsai 2002). A vezetői kivásárlás speciális formája a másodlagos kivásárlás, melynek során a vezetők egy kockázattólkealappal együtt beszállnak a befektetésbe, és ezzel lehetőséget biztosítanak a belépésükig kockázati tőkét biztosító tulajdonos kiszállására.

Ez a fajta kilépési mód az elmúlt időben egyre kedveltebbé vált Európában, de különösen az Egyesült Királyságban, ahol 2001-ben még csak 35 ilyen ügyletet kötöttek, azóta pedig egyre növekvő tendenciát követve 2004-ben 87, 2005-ben pedig csak az első félévben már 51 másodlagos kivásárlásra került sor (CMBOR 2005).

### *A kilépés egyéb módjai*

A kilépés egyéb eszközeihez csak olyankor folyamodnak a kockázati befektetők, ha nem látnak más esélyt arra, hogy tőkéjüket kimenekítsék egy rossz befektetésből. Ilyen esetekben a cél az, hogy a lehető legkevesebb veszteség realizálódjon és a problémás befektetések kikerüljenek a kockázattólke-befektető könyveiből. Végső esetben a befektetés leírásra kerül, ami azt jelenti, hogy a kockázati befektető portfóliójában lévő cég értékét nullára leírják, és kivezetik könyveiből. A befektető hozama a befektetésen ilyen esetben nulla vagy negatív.

Az elsőbbségi részvények azonban sokszor egéruat jelentenek a befektetőnek. A különböző fajtájú elsőbbségi részvények a tulajdonos számára biztosított jogokon keresztül az *exit* kikényszerítő tényezőjévé válhatnak. A kockázati tőkések rendszerint *visszaváltható elsőbbségi részvény* formájában biztosítanak tőkét a portfóliójukban szereplő vállalatok számára. Így rossz befektetés és más kilépési módok hiánya esetén is kimenekíthetik tőkéjüket a részvények visszaváltásával. Az elsőbbségi részvények további lehetőségeket is biztosíthatnak a kilépés befolyásolására. Az *osztalékelsőbbségi részvény* esetében például a többi részvénytulajdonost egy idő után zavarhatja, hogy a kockázati tőkessel szemben csak később vagy egyáltalán nem jutnak osztalékhoz. Az is kellemetlen lehet, hogy a gyenge teljesítményű időszakokra is jár az elsőbbségi részvényesnek osztalék, ami komoly többletterhet jelenthet a cég számára. Ilyen esetben a vállalat és a többi tulajdonos arra törekszik, hogy a kockázati tőkésnek lehetőséget biztosítson a „távozásra”, és ily módon megszabaduljon tőle. Ilyenkor a kilépés többféle – már korábban említett – úton történhet. Az elsőbbségi részvényeknek már olyan formájával is találkozhatunk, ami csőd esetén a tulajdonos számára biztosítja, hogy a likvidációs sorrendben a hitelezők elé kerüljön. Ezáltal megmentheti a rendelkezésre bocsátott tőkét. A *szavazatelsőbbségi részvények* segítségével – például vétőjog gyakorlásával – a kockázati tőkések szintén befolyásolhatják a cég későbbi sorsát és az *exit* kimenetelét (Füzesi 1998).

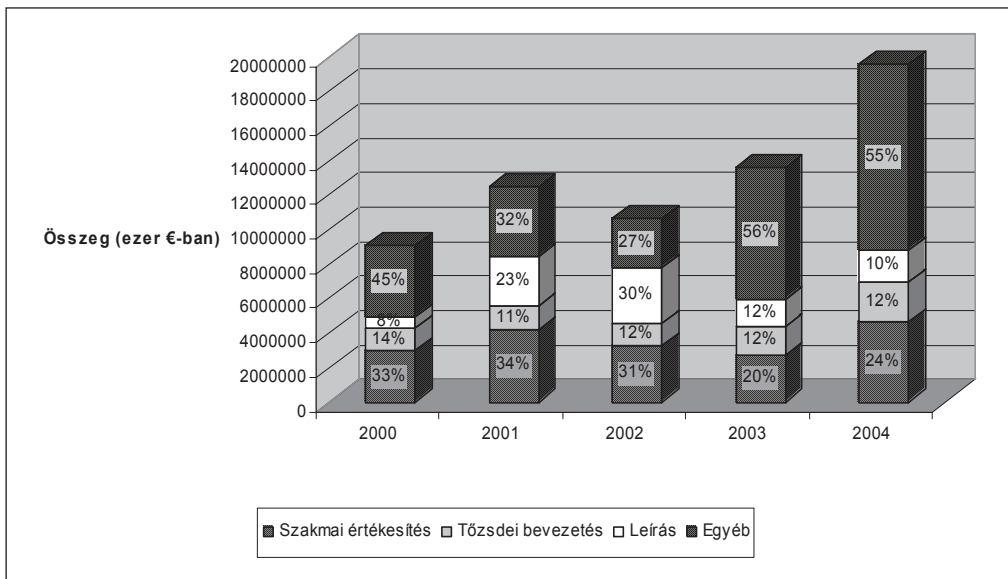
## Az exitek számának és értékének változásai Európában az új évezredben

Az európai kockázati tőke-piac az elmúlt 5 évben folyamatos sikereket könyvelhetett el. A dinamikus fejlődést az is mutatja, hogy a teljes portfólió értéke 2000-tól 2004-ig 94 milliárd EUR-ról 156 milliárd EUR-ra nőtt, és 2005-ben tovább bővült. Az új befektetések összege a 2001-es visszaesés óta növekvő tendenciát mutat. A kilépések a 2002-es 10 milliárd EUR-s nagyságrendhez képest 2004-re megduplázódtak, és 2005-ben újra meghaladták az előző évi szintet. A kilépések számában nem mutatkozik ilyen mértékű változás, amiből az következik, hogy az ügyletek átlagos értéke emelkedett (EVCA 2005b)

Az 1. ábra azt ábrázolja, hogy az európai kilépések együttes összege hogyan változott az elmúlt évek során. Az oszlopokon belül annak a megoszlása látható, hogy az adott években a kilépések hány százaléka valósult meg szakmai értékesítéssel, tőzsdei bevezetéssel, leírással vagy egyéb úton történő kiszállással. Látható, hogy a szakmai értékesítések mindvégig felülmúlták a tőzsdei úton történő értékesítéseket, annak ellenére, hogy az elmúlt három évben a tőzsdei értékesítések abszolút értéke növekvő tendenciát mutatott.

1. ábra:

### A kockázati tőke-befektetésekből történő tőkekivonások összesített értékének tendenciája Európában 2000–2004-ig a kilépések módja szerint



Forrás: (EVCA 2005b)

Megjegyzés: Az összesítés a befektetési bekerülési ár alapján történt

2000 és 2004 között közel 18 milliárd EUR értékű szakmai értékesítés jött létre. Ez több mint kétszerese annak az alig 8 milliárd EUR értékű kiszállásnak, amelyek tőzsdére bocsátás útján valósultak meg. A szakmai értékesítések 2004-es 4,6 milliárd EUR-s értékéből 2,4 milliárd EUR az Egyesült Királyságban realizálódott, de jelentős eredményeket mutathat fel ilyen tekintetben a francia (690 millió EUR), a német (371 millió EUR) és a

svéd (326 millió EUR) kockázatitőke-piac is (EVCA 2005b). A szakmai befektetőknek történő értékesítések dominanciája a tőzsdei értékesítéssel szemben abban áll, hogy az európai tőzsdék nem működnek olyan hatékonyan, mint az Egyesült Államokban, ahol az első nyilvános részvénykibocsátás a legelterjedtebb kiszállási útvonal.

Annak ellenére, hogy a tőzsdei értékesítések száma és értéke alulmaradt a szakmai befektetők vásárlásaival szemben, az utóbbi időben jelentős növekedés figyelhető meg a tőzsdei kiszállások számában és értékében egyaránt. 2004-ben és 2005-ben az ilyen típusú *exitek* száma rendre meghaladta az előző évi szintet. A 2000-tól 2004-ig terjedő időszakban az ügyletek értéke közel megduplázódott (1,3 milliárd EUR-ról 2,3 milliárd EUR-ra), és 2005-ben tovább nőtt. 2004-ben a tőzsdei teljesítmény több mint fele az Egyesült Királyságban realizálódott (1,2 milliárd EUR), de jelentős eredményeket értek el Franciaországban is (552 millió EUR) (EVCA 2005b). Ez részben annak köszönhető, hogy az AIM az érettség szakaszába jutott, másrészt megjelentek az új tőzsdék, mint például az Alternext, melyek a kisebb vállalkozások számára megkönnyítik a tőzsdére bocsátás útján történő értékesítést (E&Y 2005).

Mióta a magántőke-befektetők megjelentek Közép-Kelet-Európában, egyes becslések szerint már több mint 400 vállalatból valósítottak meg kilépéseket, mégis az európai átlagnál kevesebb kilépést realizáltak. Ez alól kivételt jelent Lengyelország, hiszen itt 2003-ban 108,2 millió, míg 2004-ben 88,6 millió EUR értékben hajtottak végre üzletrészt értékesítéseket, ami jelentősen felülmúlja a cseh (13,7 és 23,6 milliós), a magyar (41,6 és 1,66 milliós), valamint a szlovák (13,2 és 1,7 milliós) értékeket (EVCA 2004; 2005a).

A kiszállások alacsony értékének legfőbb oka az lehet, hogy ebben a régióban a kockázatitőke-finanszírozásnak nem volt kellő hagyománya (Martin 2003). A befektetett pénz olyan vállalatokhoz került, ahol a menedzserek helyi ismeretekkel, kapcsolatokkal és tapasztalatokkal rendelkeztek ugyan, de nem volt jártasságuk a magántőke-finanszírozásban. Ennek eredményeként alábecsülték az *exit* bonyolultságát. Másrészt, a kiszállásokat azért volt különösen nehéz megvalósítani Közép- és Kelet-Európában, mert nem volt megfelelő a tőkepiacok likviditása. Ez a tény továbbra is fennáll, bár az utóbbi években a nyilvános piacokon történő kiszállás egyre jelentősebb szerepet játszik a kilépésekben. A Varsói Értéktőzsdének sikerült igazolnia, hogy járható és megfizethető utat tud biztosítani a magántőkével finanszírozott cégek számára. 2004-ben 36, míg 2005-ben 35 cég került bevezetésre a Varsói Értéktőzsdén, melyek átlagos költsége mindössze a vállalatok tőkeemelésének 5,09%-a volt. Más belföldi és nemzetközi értéktőzsdéken is teljesítettek kiszállásokat jegyzés (*listing*) útján, beleértve Prágát, a Nasdaq-ot és a Bécsi Értéktőzsdét. Újabb nyugdíjreformokkal és az életszínvonal emelkedésével a régió értéktőzsdéinek további fejlődése várható. A régióban a legtöbb *exit* szakmai értékesítés útján történt belföldi és nemzetközi vásárlók számára. Annak ellenére, hogy a szakmai értékesítések magas arányt képviselnek, volumenükben jelentős csökkenések mutatkoztak az elmúlt években a régió országaiban. Ugyanakkor a kockázati tőkések nem elég gyakran próbálnak tengerentúli, más ágazatban tevékenykedő vagy pénzügyi befektetőket találni, amivel valamelyest korlátozzák a siker esélyeit. A régióban még nagy történelmi jelentősége van a vezetői vásárlások útján történő kilépésnek. Az európai átlaghoz képest jóval magasabb arányban kerül sor a vezetőknek történő értékesítésre, de volumenét tekintve itt is visszaesés tapasztalható. Sajnálatos módon leírások is gyakrabban történnek Európának ezen a részén. A pénzügyi vagy más kockázatitőke-befektetőnek történő értékesítés nem jellemző kilépési

forma, mivel nincs túl sok passzív pénzügyi befektető Közép- és Kelet-Európában (Martin 2003; EVCA 2004; 2005a, b).

A térség országainak az Európai Unióhoz való csatlakozása következtében a kockázati-tőke-befektetők több okból is a kilépési lehetőségek javulását várták, ami azóta beigazolódni látszik. A csatlakozás után a külföldi szakmai befektetők érdeklődése megnőtt a régió alacsony költségű, de magas növekedést biztosító gazdaságai iránt, hiszen a régióban megvalósított befektetéseikkel fejleszthetik saját üzleti tevékenységüket. Szintén a kilépési feltételeket javítja az üzleti kockázat érzékelhető szintjének általános csökkenése és a régióban található vállalatok határon túli tevékenységének bővülése. A tőzsdei úton történő kilépések esélyeit javítja a külföldi intézményi befektetők érdeklődésének növekedése a helyi nyilvános kereskedés alatt álló cégek iránt, és további fontos kilépést korlátozó tényezők szűnnek meg azért, hogy a belföldi tőkepiacok likviditása gyors javulást mutat (EVCA 2004).

A Magyarországon tevékenykedő kockázati- és magántőke-befektetők az európai átlaghoz hasonlóan befektetéseiket 3–5 éves időtartamra tervezik, és 35–40%-os éves hozamot várnak el. Lényeges, hogy már a beszálláskor világos információkkal rendelkezzenek a kiszállás módjáról és befolyást tudjanak gyakorolni a kilépéssel kapcsolatos döntésekre (Mansel-Pleydell 2002). Az országban 2004-ben 19 ügylet keretében 1,66 millió EUR nagyságú tőke kivonás valósult meg, ami az előző évekhez képest növekedést jelent. A növekvő tendencia annak köszönhető, hogy kiszélesedtek a kilépési lehetőségek a befektetések másodlagos piacának kibontakozása révén. Elsősorban a második körös és az egyéb alternatív kiszállási módok súlya növekedett, és jelentős szerepet játszottak a szakmai befektetőknek történő értékesítések. 2005-ben az előző évinél több *exit* valósult meg, melyek között leírás nem szerepelt (Karsai 2005; MKME 2005).

## Összegzés

A kockázati-tőke-befektetésekből történő kilépés tervezése ideális esetben már a befektetés megvalósításának pillanatában megkezdődik, és a befektetés egész futamideje alatt folytatódik. A kockázati-tőke-befektetők célja elsősorban a hozammaximalizálás. Általában a hozam legnagyobb részét az értékesítéskor realizálhatják attól függően, hogy az eredetileg befektetett tőkének hányszorosát teszi ki az eladási ár. Így a hozammaximalizáló célok elősegítése érdekében célul kell kitűzniük a kiszállás esélyeinek maximalizálását is. Az *exit* tervezése és szervezése során számba kell venni azokat a külső és belső tényezőket, amelyek hatással lehetnek a kilépés sikerére, és ezek összehangolásával kell meghatározni a kilépés legkedvezőbb módját és ideális időpontját.

A különböző kilépési módoknak számos előnye és hátránya lehet, amelyeket mindig az adott cég szempontjából kell figyelembe venni. Az első nyilvános tőzsdei bevezetés például a legköltségesebb és leghosszadalmasabb, de a legjobb hozamkilátásokkal rendelkező kiszállási útvonal. Ezzel szemben a szakmai befektetőnek történő értékesítés egyszerűbb, olcsóbb és nagy előnye, hogy egyetlen egy vevőt kell meggyőzni a vásárlásról. Ugyanakkor ez a vevő sokszor a legnagyobb versenytárs, akivel bizalmas információkat kell megosztani. Ha ezek a módszerek nem jöhetnek szóba, bizonyos esetekben a pénzügyi befektetőnek vagy másik kockázati-tőke-befektetőnek történő továbbértékesítés is sikeres kilépést biztosíthat. A legjobb példa erre, amikor a vállalat a növekedés szakaszához jut, és tőkebe-

vonásra van szüksége. A társtulajdonosok és a vezetők visszavásárlása is jó megoldás lehet a tőke kivonására, ha más lehetőség nem mutatkozik. Ezen a kategórián belül kitüntetett szerep jut a másodlagos vezetői kivásárlásoknak, ami egyre elterjedtebbé válik, különösen az Egyesült Királyságban. Az elsőbbségi részvények visszaváltása révén is megvalósítható a kiszállás, de ehhez már a befektetési szerződésben biztosítani kell a jogokat a befektető számára. A rossz befektetések leírásra kerülnek és ilyen esetben a hozam nulla vagy akár negatív is lehet.

Európában a szakmai befektetőknek történő értékesítés a legelterjedtebb kilépési módozat, bár az elmúlt időszakban csökkenő tendenciát mutat. Mégis 2000–2004-ig kétszer akkora értékben valósítottak meg szakmai értékesítéseket, mint első nyilvános tőzsdei bevezetés útján. Európában az elmúlt évek javuló tendenciái ellenére a tőzsdei bevezetéshez még mindig nincsenek olyan kedvező körülmények, mint az Egyesült Államokban, ahol a tőzsdék magas likviditása révén a legtöbb kiszállás IPO útján realizálódik. Közép-Kelet-Európában a Varsói Értéktőzsde az elmúlt években jelentős szerepet játszott a tőzsdei kiszállások felívelésében, és a másodlagos tőkepiacok fejlődése is biztató tendenciát mutat. Továbbra is a szakmai értékesítések a legelterjedtebbek a térségben, és az európai átlagnál nagyobb szerep jut a vezetői kivásárlásoknak. Magyarországon az utóbbi időben egyre kedvezőbb volt a környezet a kilépésekhez így jelentősen emelkedett a kilépések száma és értéke is.

## Hivatkozások

- CMBOR (2005): *Exit – Definite Statistics and Analysis on Buy-Out Exits*. Centre for Management Buy-Out Research, Nottingham University Business School, University Nottingham, Nottingham.
- E&Y (2005): *2005 Year-End Global Venture-Capital Investment Report*. Ernst & Young és Dow Jones VentureOne, New York – London. [http://www.ey.com/global/content.nsf/International/EGM\\_-\\_Press\\_Release\\_-\\_2005\\_-\\_Year\\_End\\_\\_Global\\_Venture\\_Capital\\_Investment\\_Report](http://www.ey.com/global/content.nsf/International/EGM_-_Press_Release_-_2005_-_Year_End__Global_Venture_Capital_Investment_Report). Letöltés időpontja: 2006. február 4.
- EVCA (2004): *Central and Eastern Europe Success Stories*. An EVCA Special Paper. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem.
- EVCA (2005a): *Central and Eastern Europe. Statistics 2004*. An EVCA Special Paper. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem.
- EVCA (2005b): *EVCA 2005 Yearbook – Annual Survey of Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity*. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem.
- Fisher, D. A. (2000): *EXITS: Which Way Out?* Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület Éves Konferenciája, 2000. november 30., Budapest.
- Füzesi Zoltán (1998): *Exit. A kockázati befektetésekből való kiszállás művészete*. In: Szirmai Péter (szerk.): *Egy kockázatos iparág... a kockázati tőke Magyarországon*. A Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem TDK-konferencia előadásai. Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, Budapest, 99–126.
- Karsai Judit (2002): *Kivásárolt cégek – Tulajdonos vezetők*. Vezetéstudomány, 2. sz., 15–19.
- Karsai Judit (2005): *A magyarországi kockázati és magántőkeipar fejlődése 2004-ben*. In: Szlovák Gergely (szerk.): *Évkönyv 2005. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület*, Budapest, 10–12.
- LSE (2004): *AIM – The most successful growth market in the world*. London Stock Exchange, London. [http://www.londonstockexchange.com/NR/rdonlyres/3B5EDCF9-1E01-4B7C-A31A-95B7170675B9/0/LSA\\_AIM\\_brochure.pdf](http://www.londonstockexchange.com/NR/rdonlyres/3B5EDCF9-1E01-4B7C-A31A-95B7170675B9/0/LSA_AIM_brochure.pdf). Letöltés időpontja: 2006. február 1.
- Mansel-Pleydell, T. (2002): *Kiszállna? Hiszen még be sem szállt!* In: Lakos István (szerk.): *Évkönyv 2002. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület*, Budapest.
- Martin, F. (2003): *Panel discussion on exit*. IFC Annual Global Private Equity Conference, 2003. május 15–16., Washington.

- [http://www.ifc.org/ifcext/cfn.nsf/AttachmentsByTitle /FMartin/\\$FILE/FMartin.PDF](http://www.ifc.org/ifcext/cfn.nsf/AttachmentsByTitle /FMartin/$FILE/FMartin.PDF). Letöltés időpontja: 2006. január 16.
- MKME (2005): *A magyar kockázati és magántőke iparág fejlődése 2004*. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest.
- Murray, G. (2001): *Exit Consideration*. London Business School, London.
- Osman Péter. (1999): *Kockázati finanszírozás (A befektetésekből való kivonulás problematikája)*. Bankszemle, 1. sz., 27–43.
- Vanhaerents, K. – Shroud, H. L. (1998): *Corporate Finance, Venture Capital Exit Routes. Comparing the most popular methods of releasing venture capital*. Baker & McKenzie, Brüsszel és London. [http://www.bakernet.com/NR/rdonlyres/FE5BFC18-5B14-4B3B-B77B-5FCD0F499F4D/36624/VC252bArticle\\_252bExit252bRoutes.pdf](http://www.bakernet.com/NR/rdonlyres/FE5BFC18-5B14-4B3B-B77B-5FCD0F499F4D/36624/VC252bArticle_252bExit252bRoutes.pdf) Letöltés időpontja: 2006. január 20.
- Wall, J. – Smith, J. (1999): *Better Exits*. In: Bygrave, W. D. – Hay, M. – Peeters, J. B. (szerk.): *The Venture Capital Handbook*. Financial Times Prentice Hall, Harlow, 255–278.