Venture Capital and Private Equity
(Kockázati- és Magántőke)

TŐKEBEVONÁSI KALAUZ

vagyis néhány főbb kérdés és válasz, amit jó tudni a kockázati- vagy magántőke-befektetést kereső vállalkozóknak

hvca
MAGYAR KOCKÁZATI ÉS MAGÁNTŐKE EGYESÜLET

A HVCA-ról ÉS CÉLJAIRÓL

A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (Hungarian Private Equity and Venture Capital Association, továbbiakban „HVCA”) célja csaknem 30 éves szakmai szervezetként a kockázati- és magántőke iparág érdekképviselete a jogalkotókkal és jogalkalmazókkal való egyeztetések során, valamint az iparág népszerűsítése szakmai fórumok, oktatási és üzleti konferenciák és a befektetői és befektetést keresők közötti informális találkozók szervezésével. Tagjai önkéntes munkája útján az egyesület célja az etikus és legjobb nemzetközi szakmai gyakorlatok hazai kialakítása és fenntartása.

A budapesti székhelyű Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (HVCA) 1991-ben alakult. A közel 80 tagú HVCA tagja között tudhatja a hazai kockázati tőkealap-kezelők többségét, valamint regionális és nemzetközi alapkezelőket is, továbbá befektetési, pénzügyi és jogi tanácsadókat, de törekszik az együttműködésre üzleti angyal befektetőkkel, inkubátorokkal és az egyetemi/akadémiai szektorral is.

Az egyesület tagjai, vezetősége és a kapcsolatfelvétel lehetősége az alábbi honlapon áll rendelkezésre:

www.hvca.hu

A KOCKÁZATI- ÉS MAGÁNTŐKE IPARÁG SZEREPE A GAZDASÁG FEJLESZTÉSÉBEN

A kockázati- és magántőke-befektetés[1], mint alternatív vállalatfinanszírozási forma alkalmas arra, hogy tőkefinanszírozáson keresztül segítse elő a céltársaság növekedését, a céltársaságban történő tulajdon (üzletrész/részvény) szerzéssel. A céltársaság alapítóinak, a kockázati- és magántőke-befektetés segítségével lehetőségük nyílik üzleti kockázataikat olyan mértékben megosztani a kockázati- és magántőke-befektetőkkel, amely nem lehetséges egyéb, sokkal jobban sztenderdizált és az adott vállalat egyedi igényeit kevésbé figyelembe vevő, más típusú visszafizetendő pénzügyi források (pl. banki hitel, visszatérítendő támogatás, stb.) esetében.

A kockázati tőkebefektető működési sajátosságai és saját befektetőitől való elvárásai miatt, egyrészt hosszabb távú - jellemzően legalább 3-5 éves- időszakra vonatkozó befektetési célpontokat keres - és így ezen időszakra biztosít stratégiai partnerséget a vállalkozás számára. Másrészt elsősorban olyan gyors növekedésre vagy terjeszkedésre képes, fejlődési és növekedési szakaszban lévő üzleti vállalkozásoknak nyújt vállalatfinanszírozási megoldást, amelyek egy jelentős része alacsony eszközellátottság, újszerű/innovatív (piaci oldalról még nem bizonyított) megoldásai miatt gyenge hitelfelvevő képességgel rendelkezik.

A kockázati- és magántőke-befektető a társaságok számára a pénzügyi forrásnyújtáson túl egyfajta tudástranszfert is biztosít, amely elsősorban a pénzügyi döntéshozatal, a piac elemzése, a termék vagy szolgáltatás fejlesztése során és a stratégiailag fontos döntések meghozatalában bizonyul kiemelten hasznosnak az alapító társak számára.

A kockázati- és magántőke iparág befektetései jelentős szerepet töltenek be a gazdaság- és vállalkozásfejlesztésben, amelyről a 2019-es év adatai az alábbiakat mutatják.

2019-ben az Európai Unióban összesen 94 milliárd euró értékű kockázati- és magántőke került befektetésre közel 8 ezer cégbe, 12 millió eurós átlagos befektetési mérettel. Az Európai Unióban a kelet-közép-európai (KKE) régió a kockázati- és magántőke-befektetések értékét tekintve 3%-ot, a befektetést kapó cégek számát illetően közel 6%-ot képviselt 2019-ben. A KKE régióban befektetett közel 3 milliárd euró értékű tőke 462 cég fejlődését segítette elő, a régióbeli átlagos befektetési méret meghaladta a 6 millió eurót.

Magyarországon, ahol 2019-ben 198 cég összesen 136 millió euró összegű kockázati- és magántőke-befektetésben részesült, elsősorban a fiatal cégeknek nyújtott kockázati tőkebefektetés dominált. Erre utal, hogy az egy cégre jutó átlagos befektetési méret a magyarországi vállalkozások esetében mindössze 0,7 millió eurót ért el. A KKE régióban Magyarország - a korábbi évekhez hasonlóan - a klasszikus kockázati tőkebefektetések terén továbbra is vezető szerepet játszik. 2019-ben a régióban végrehajtott kockázati tőkebefektetések értékének több mint harmadát (36%), a befektetésben részesült cégek számának több mint felét (52%) magyarországi ügyletek képviselték.

Reményeink szerint a kockázati tőkebefektetés megismerése és ezen befektetési forma magyar vállalkozások által történő szélesebb körű igénybevétele jelentősen hozzá tud járulni a magyar vállalkozások nemzetközi piacra lépéséhez. A nemzetközi piacra lépés mellett – és azzal összefüggésben – fontos megemlíteni, hogy a kockázati tőkebefektetés, mintegy referenciaként szolgál más befektetők számára, ezáltal növeli és külső szereplőként validálja az adott vállalkozás értékét, felkeltve ezzel további befektetők és a piac érdeklődését.

[1] A továbbiakban a kockázati tőke elnevezés mind a kockázati tőkealapok, mind a magántőkealapok tevékenységét magában foglalja a könnyebb érthetőség kedvéért, ugyanakkor a Bevezetőben pontosan tisztázzuk e két befektető típus közötti különbséget. Amennyiben azonban indokolt, külön-külön használjuk a kockázati tőke vagy magántőke fogalmat.

Jogi nyilatkozat

Minden jog fenntartva, beleértve a sokszorosítást, a jelen kiadvány bővített, illetve rövidített változata kiadásának jogát is. A HVCA írásbeli hozzájárulása nélkül sem a jelen kiadvány, sem annak bármely része semmiféle formában (fotokópia, mikrofilm, vagy más adathordozó) nem sokszorosítható.

A kiadványnak nem célja, hogy teljes körűen magyarázattal szolgáljon a kockázati- és magántőke ágazat működéséről. A kiadványban szereplő állítások nem értelmezhetők vételre vagy eladásra vonatkozó ajánlatként, befektetési vagy jogi tanácsként. A kockázati tőke kockázattal jár, és nem alkalmas minden befektetői igény kielégítésére. Az érintettek leendő befektetéseikre vonatkozó döntésüket csak részletes elemzés után, saját finanszírozási kondíciók ismeretében, tárgyilagos elemzést és saját jogi és pénzügyi tanácsadóikkal való konzultációt követően, saját felelősségükre hozzák meg.

Felhívjuk az érintettek figyelmét, hogy a kiadványban szereplő adatok tájékoztató jellegűek. Az adatok a kockázati tőkebefektetők és tanácsadók által közölt általános adatokon alapulnak. Ennek megfelelően a HVCA az adatok teljességéért vagy hitelességéért semmilyen felelősséget nem vállal, és nem felel bárki által elszenvedett semmilyen olyan közvetlen vagy közvetett veszteségért vagy káráért sem, amely abból ered, hogy e személy ezen adatokra hagyatkozott.

Minden jog fenntartva / Copyright: HVCA
2020
3. frissített változat

VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY
(kockázati- és magántőke)

TŐKEBEVONÁSI KALAUZ

A kiadványt írták és közreműködtek:

Fabricius Ferke János, Hiventures Zrt.
Dr. Budai Judit, Szecskay Ügyvédi Iroda
Balassa Tamás, Starschema Ltd.
Simon Barnabás, Bird & Bird LLP

Lektorálta:
Dr. Karsai Judit
KRTK Közgazdaság-tudományi Intézet

Kiadásért felelős:
Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (HVCA)
Pintér Ibolya
HVCA, ügyvezető titkár

hvca
MAGYAR KOCKÁZATI ÉS MAGÁNTŐKE EGYESÜLET

TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETŐ 7
A kalauzról. 7
A vállalatfinanszírozás formái 7
Mi a kockázati tőke és milyen befektetők állnak mögötte? 9
Kockázati tőke vs. Magántőke 10
Befektetők, alapok, alapkezelők 11

BEFEKTETŐ KERESÉS 13
Az alapfeltételek 13
A kockázati tőkebefektetők megközelítésének lépései 13
Befektetők legfőbb szempontjai. 14
A kockázati tőkebevonás járulékos előnyei 14
Kockázati tőkebefektetés vs. bankhitel 15

A MEGFELELŐ KOCKÁZATI- ÉS MAGÁNTŐKE-BEFEKTETŐ KIVÁLASZTÁSA (TARGETING) 17
A kiválasztás részletei 17

A BEFEKTETŐI ÖSSZEFOGLALÓ 19
Mi is ez, miért szükséges? 19
Mekkora terjedelmű és milyen elemekből áll?. 19
Mi is kell mellé? – A kísérőlevél. 19

AZ ÜZLETI TERV 20
Mi a célja?. 20
Az üzleti terv lényegi részei 20
Praktikus tanácsok az üzleti terv bemutatásához 23

A BEFEKTETÉS FOLYAMATA 24
Titoktartás 24
A válaszadás ideje 24
Személyes pénzügyi elkötelezettség 24
Tanácsadók, cégbrókerek, M&A szakemberek 24
A kockázati tőke részvételének alternatívái 25
Miről tárgyalunk a kockázati tőkebefektetővel?. 25
A befektető részesedése 25
Lényeges üzleti feltételek köre 26
Az Ajánlat 27
Az átvilágítási eljárás. 27
Szindikálás 27
És végül, a zárás 27

EXIT – A BEFEKTETÉS REALIZÁLÁSA 28

TŐZSDEI BEVEZETÉS, AZ EXIT EGYIK LEHETSÉGES MÓDJA. 31

A Kalauzban szereplő és további a kockázati- és magántőke szektorban használt szakkifejezések meghatározását a **http://www.hvca.hu/hu/szakkifejezések/** címen érheti el.

BEVEZETŐ

A kalauzról

E rövid tőkebevonási kalauz („Kalauz”) célja, hogy az iparág alapfogalmainak és folyamatainak bemutatásán keresztül a kockázati- és magántőke, mint vállalat finanszírozási forrás keresésére és bevonására ösztönözze Olvasóit.

A Kalauz két fő kérdést vizsgál: (i) hogyan járjon el az Olvasó a befektető keresésekor, és (ii) milyen befektetéseket keres a befektető.

A kiadvány gyakorlati megközelítéssel kíván választ adni arra, hogy:

- mi a kockázati- és magántőke fogalma
- kik a kockázati - és magántőke iparág befektetői
- melyek azok az előnyök, amelyeket a kockázati tőkebefektetés nyújt egy vállalkozás számára, például a banki hitelfinanszírozással szemben
- mit kell tennie egy vállalkozónak annak érdekében, hogy egy potenciális kockázati tőkebefektetővel képes legyen eredményes befektetési tárgyalásokat folytatni
- mit tartalmaz a befektetői összefoglaló és miért fontos a befektetések során
- mi szerepeljen az üzleti tervben és miért kulcsfontosságú az üzleti terv a befektetőkkel való tárgyalások megkezdésekor
- hogyan kell kiválasztani az adott vállalkozásnak megfelelő befektetőt
- milyen folyamatok vezetnek el a megkereséstől a befektetésekig, vagyis milyen részei vannak a befektetési folyamatnak,
- egyáltalán milyen befektetési és kiszállási formák léteznek, tekintettel arra, hogy a kockázati- és magántőke-befektető olyan tulajdonostárs, aki a befektetési forma sajátosságai miatt csak átmenetileg tud befektetőtársként szerepelni a vállalkozás életében.

Bár a Kalauz egyes részeiben törekszünk a fenti kérdések gyakorlati megválaszolására, úgy véljük, hogy befektetési-, pénzügyi és jogi tanácsadók bevonása nagymértékben segíti a megfelelő befektető felkutatását és a befektetővel való tárgyalást (mind a vállalkozás, mind a befektető számára). Az ilyen szakemberek hatékony segítséget nyújthatnak a vállalkozás bemutatásában és a jogi, illetve pénzügyi dokumentumok elkészítésében. Ezért a megfelelő tárgyalási pozíciók kialakításához és egymás érdekeinek jobb megértéséhez mindenképpen javasoljuk tanácsadók bevonását.

Az egyes kifejezések, szereplők. definíciók külföldi terminológiában való beazonosíthatósága érdekében a lényegi fogalmak mögött zárójelben az angol megfelelőt is igyekeztünk szerepeltetni. Ugyanakkor azt is tudni kell, hogy nem léteznek abszolút fogalmak, illetve az angolszász és az európai valamint a hazai terminológia is mutat eltéréseket (pl. seed/early stage/Series A, Series B, stb. fogalma).

A vállalatfinanszírozás formái

A vállalatok kockázatitőke finanszírozása a vállalkozások egy bizonyos időszakára – közelebbről az ún. kezdeti fejlődési és növekedési szakaszra – jellemző. Az abszolút nulláról induló vállalkozások finanszírozására tehát rendszerint nem a kockázati tőkebefektető-társak bevonásával kezdődik. Az érett szakaszban pedig megint más vállalatfinanszírozási formák túlsúlya figyelhető meg.

A kockázati tőkebefektetést megelőző finanszírozási fázisok

3F

A család, a barátok és a „velünk álmodók" (3F vagy FFF, azaz family, friends and fools) után az alább felsorolt intézményesült befektetőtársakhoz fordulhatnak forrásért a kezdő vállalkozások, mielőtt a kockázati tőkebefektetőket keresnék meg, feltételezve, hogy még nem elég érettek hitelfelvételre vagy kötvénykibocsátásra.

Egyetemi környezetben keletkezett projektek finanszírozása (Spin-off)

Az ún. spin-off projekteket, azaz az egyetemi kutatások során létrejövő szellemi terméket vagy innovációt, vagy maga az egyetem (rendszerint közfinanszírozási támogatásból), vagy pedig az innováció/szellemi termék megalkotója finanszírozza és hasznosítja a piacon. Az egyetemeken és különböző kutatóintézetekben párhuzamosan futó projektek remek táptalajt szolgáltathatnak az innovatív iparági fókusszal rendelkező kockázati tőkebefektetőknek. Az ilyen típusú befektetések kapcsán azonban a szellemi tulajdonjogok, illetve az egyetem/kutató és a kockázati tőkebefektető kapcsolata, nyereségből való részesedése számos olyan kérdést vet fel, amelyre a magyar ökoszisztéma és jogi szabályozási környezet egyelőre még nem adott teljes körű választ.

Közösségi finanszírozás (Crowdfunding)

A közösségi finanszírozás az alternatív finanszírozás egyik legújabb, rohamléptekkel fejlődő azon formája, amely mind a tőkefinanszírozást, mind pedig a hitelfinanszírozást kereső vállalkozások számára hasznos lehet. A közösségi finanszírozás fókuszában a kockázatmegosztás áll, azaz, hogy nagyszámú kis „befektető" vagy „hitelező" között oszlanak meg a start-up vállalkozások vagy projektek finanszírozásából eredő (magas) kockázatok. A finanszírozás egy online platformon keresztül zajlik, ahová a start-up vagy induló vállalkozók feltöltik projektjeiket vagy termékeiket (ún. crowdfunding kampányt indítanak), meghatározva a számukra szükséges összeget; a befektetők pedig az általuk biztosított összegért cserébe vagy (i) részesedést (equity crowdfunding), vagy (ii) magát a terméket/szolgáltatást vagy ezekre vonatkozó kedvezményt (reward based crowdfunding) kapnak, avagy (iii) non-profit alapon nyújtanak támogatást projekthez (donation based crowdfunding). A kockázati tőke bevonását fontolgató vállalkozások számára azért lehet hasznos egy sikeres crowdfunding kampány, mert a kezdeti feltevések és becslések helyett, valós fogyasztói visszajelzéseken alapuló validált piaci adatokra hivatkozva tudnak tárgyalásokat folytatni a kockázati tőkebefektetőkkel. Ez pedig a vállalatértékelési folyamatot is megkönnyítheti a kockázati tőkealap számára.

Inkubátorok/akcelerátorok

Az inkubátorok és akcelerátorok start-up ökoszisztémában betöltött szerepéről külön elemzést vagy „kalauzt" is lehetne készíteni, ezért jelen kiadványban csak röviden hasonlítjuk össze a két intézmény közötti különbségeket és hasonlóságokat. Mindkét intézmény célja a hozzá kerülő vállal-

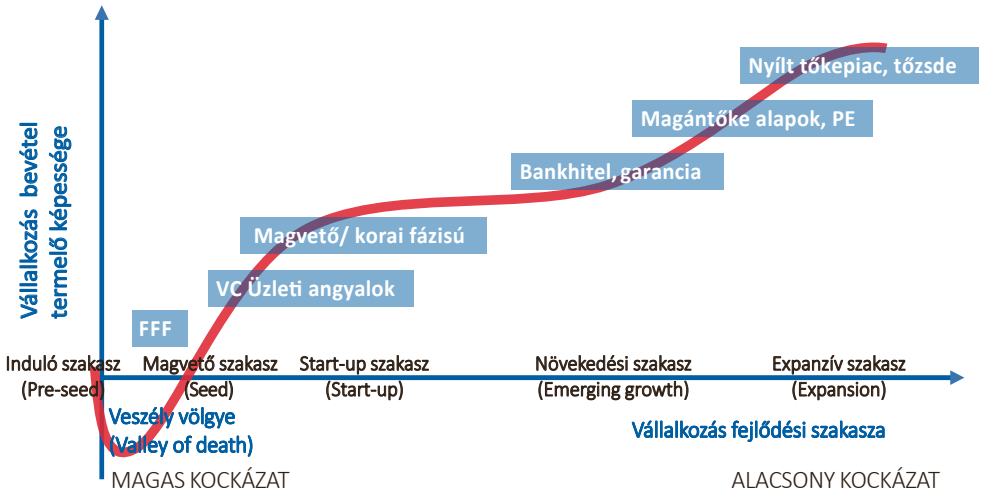
kozások fejlesztése és felkészítése a növekedésre, illetve egy jövőbeni kockázati tőkebefektetésre. Mindkét intézmény esetében az általa nyújtott szolgáltatás ellentételezéseként (általában) részesedést kér az érintett vállalkozásból, amelynek mértéke változó (5%-tól akár 20%-ig is). Míg az inkubátorok egy sokkal hosszabb lefolyású, alapozó szolgáltatást nyújtanak a kezdeti fázisban lévő vállalkozás számára (így pl. biztosítják a szükséges infrastruktúrát, monitorozzák a vállalkozások fejlődési folyamatát, üzleti szempontból képzik a vállalkozások alapítóit stb.), addig az akcelerátorok egy intenzív és strukturált programmal növelik a vállalkozások által kifejlesztett termékek vagy szolgáltatások értékét. Míg az inkubátorok programjai átlagosan 1-2 év hosszúságúak és a programba való bekerülési folyamat nem kifejezetten kompetitív, addig az akcelerátorok egy szelektív és kompetitív „válogatás" után, 2-3 hónapos program keretében igyekeznek maximalizálni a vállalkozás értékét és elősegíteni számukra a kockázati tőkebevonást. Kulcsfontosságú, hogy a vállalkozások a valós fejlettségi fázisuknak megfelelő intézményt válasszák, mert így érhető el a leghatékonyabb eredmény.

Üzleti angyalok

A befektetők egy másik csoportját az úgynevezett üzleti angyalok (business angels) alkotják, akik magánszemélyként, vagy saját cégükön keresztül fektetnek be mások vállalkozásába. Ennek során saját tőkéjüket kockáztatják és aktívan részt is vesznek a kiválasztott cégek irányításában. Az üzleti angyalok definíciója nem teljesen egzakt, valamint ezen befektetők köre rendkívül heterogén, hiszen alapvetően magánszemélyekről és egyedi feltételrendszerekről van szó. Az üzleti angyalokat talán az különbözteti meg legjobban a szélesebb értelemben vett üzleti „vállalkozóktól", hogy a kockázatitőke iparág befektetési és üzleti értékelési elvei, logikája szerint fektetnek be vállalkozásokba, lényegében pénzügyi befektetőként.

1. sz. ÁBRA

A külső finanszírozási módok változása a tőkét kereső vállalkozások életciklusa szerint:



Mi a kockázati tőke és milyen befektetők állnak mögötte?

A magyarországi kockázati tőkebefektetők körét, a nemzetközi piaci gyakorlathoz hasonlóan, intézményi formában megjelenő bel-, vagy külföldi (adott esetben regionális vagy globális) kockázati tőkealapok (alapok; funds) alkotják.

A tőkealapok befektetői nyugdíjalapok, más befektetési alapok, biztosítók, bankok, nemzetközi pénzügyi szervezetek (pl. EBRD, EIF stb.), esetenként nemzeti költségvetési intézmények/programok, illetve nagy befektetési gyakorlatú és saját vagyont kockáztatni képes magánszemélyek (például üzleti angyalok). Bár a befektetések ezen utóbbi módja is jelentős, a Kalauz elsősorban az intézményi formában megjelenő kockázati tőke bevonásához kíván segítséget nyújtani.

A kockázati tőkealapokat professzionális pénzügyi, befektetési tapasztalattal rendelkező menedzsmentből álló hazai vagy külföldi kockázati tőkealap-kezelők irányítják (alapkezelő; fund manager).

Azon cégeket, amelyek kisebbségi vagy többségi (esetleg 100 százalékos) tulajdonrészét a kockázati tőkések megszerzik, portfoliócégnek nevezik.

Az alapkezelők jellemzően nem szólnak bele a portfóliócégek menedzsmentjének napi operatív munkájába, ám tanácsaikkal és kapcsolatrendszerükkel, amely legtöbb esetben regionális vagy nemzetközi szintű, elősegítik a portfóliócégek fejlődését és fejlesztését. Portfóliócégeik társtulajdonosának vagy menedzsmentjének igénye szerint ennél aktívabban is részt vehetnek e cégek működésében. Az aktívabb részvétel elsősorban a pénzügyi és stratégiai döntéshozatalt érintő kérdésekben jellemző. A portfóliócégek napi teendőiben történő aktívabb részvétel azért sem igazán gyakori, mert az alapkezelő menedzserek a kockázati tőkealapok portfóliójába tartozó több portfóliócéggel is foglalkoznak egy időben. Az alapok méretétől függően az egy időben kezelt portfóliócégek száma néhánytól a több tucatig is terjedhet.

Kockázati tőke vs. Magántőke

Érdemes tisztázni, hogy miért illetve mi alapján különbözteti meg egymástól a szakma a kockázati- és magántőke-befektetőket.

Kockázati tőke (venture capital)
Olyan, intézményi befektetőktől származó tőkebefektetés, amelyet a kockázati tőkebefektetés kezelője korai fázisban (azaz magvető vagy induló fázisban) levő vállalkozások alapítóival társulva fektet be a vállalkozásba. A befektető a korai befektetésből fakadó magasabb kockázatért cserébe azonban az átlagosnál magasabb hozamot vár el. A kockázati tőke szigorúan véve csak egy részhalmaza a magántőke-befektetéseknek, melyre tipikusan a cégek indításához, korai fázisban történő fejlesztéséhez vagy terjeszkedéséhez kapcsolódóan kerül sor.

Magántőke (private equity)
A magántőke a korai fázison sikeresen túljutott, azaz expanzív vagy már érett fejlődési szakaszban tartó, tőzsdén nem jegyzett cégek számára biztosít forrást részesedésért cserébe. A magántőke befektetésének fő célja lehet többek között: az új termékek kifejlesztésének finanszírozása, új technológiák bevezetésének elősegítése, a cég tőkehelyzetének javítása, regionális terjeszkedés beindítása vagy egy másik cég felvásárlása. A magántőke-befektetés segíthet a forrást kereső vál-

lalkozás tulajdonosai közötti megromlott viszonyok rendezésében, részleges hozamrealizálásban, illetve elsősorban professzionális vállalatirányítási rendszer bevezetésével a cég menedzsmentjét is fejlesztheti. A magántőke-befektető a családi vállalkozások számára is megfelelő partner lehet. Az utóbbi évek tendenciái alapján a magántőke-befektetések rendkívüli mértékben járultak hozzá a családi tulajdonban lévő vállalkozások hatékonyabbá tételéhez, átstrukturálásához vagy terjeszkedéséhez, illetve az utódlás, vagy vállalkozói elhivatottságú tapasztalt vezetők ki- és bevásárlásaihoz.

A kockázati tőkebefektetők a vállalkozások bármely életciklusában tudnak forrást biztosítani, fontos ugyanakkor, hogy egyes alapok – befektetési politikájuknak megfelelően – inkább a kezdő, míg mások a már érettebb cégekbe invesztálnak elsősorban. Ezért az egyes cégek számára a megfelelő befektető esetenként más és más lehet. A kockázati- és magántőkealapok befektetéseit a következő típusok szerint lehet kategorizálni:

1. sz. TÁBLÁZAT
A kockázati- és magántőkealapok befektetési típusainak jellemzői

BEFEKTETŐ TÍPUSA	TŐKEBEFEKTETÉS TÍPUSA	VOLUMENE (€)	TŐKEBEFEKTETÉS CÉLJA
	KORAI FÁZIS (EARLY STAGE)		**INDULÓ CÉGEK FINANSZÍROZÁSA**
Üzleti angyal, kockázati tőke (Jeremie és más alapok)	Magvető (seed capital)	50 – 500 ezer	Üzleti koncepció, prototípus
Üzleti angyal, kockázati tőke (Jeremie és más alapok)	Induló finanszírozás (start up)	200-300 ezertől 2-3 millióig	Termékfejlesztés, piackutatás, értékesítés felfuttatása
	KÉSŐBBI FÁZIS (LATER STAGE)		**MÁR MŰKÖDŐ VÁLLALKOZÁSOK TOVÁBBI FEJLŐDÉSÉHEZ NYÚJTOTT BEFEKTETÉS**
Kockázati tőke/ magántőke	Növekedési fázis (expansion or growth capital)	1 – 10 millió/ 1-100 millió	Vállalkozás növekedése, terjeszkedése; nagyobb gyártási kapacitások, termékfejlesztés
Magántőke	Kivásárlási tőke (buy out)	1 – 100 millió + (akár több milliárd)	Vezetői kivásárlás (MBO), vezetői bevásárlás (MBI), intézményi kivásárlás (IBO), tőke áttételes kivásárlás (LBO)
	SPECIÁLIS FINANSZÍROZÁS		**SPECIÁLIS FINANSZÍROZÁSI CÉLOK**
Kockázati tőke / magántőke	Helyettesítő vagy másodlagos finanszírozás (Replacement capital / secondary buy-out)	több millió	Egy korábbi szakaszban befektető kockázati vagy magán tőkebefektetőtől egy cég üzletrészét/részvényeit egy másik kockázati vagy magántőke-befektető veszi meg
Kockázati tőke / magántőke	Tőzsdei bevezetés előtti finanszírozás (Bridge financing, pre-IPO)	több millió	Tőzsdére történő bevezetésre való felkészítés
Kockázati tőke / magántőke	Restrukturálási befektetés (turnaround)	1 millió +	Üzleti nehézségekkel küzdő cég pénzügyi átalakítása, feljavítása

Befektetők, alapok, alapkezelők

A kockázati- és magántőkealapokat erre jogosult alapkezelők hozzák létre, amelyek pénzügyi felügyeleti engedéllyel rendelkező pénzügyi és befektetési szolgáltatást nyújtó vállalkozások. Az alapkezelő professzionális menedzsment szolgáltatást nyújt az alap kezelése útján. Ennek fókuszában a cégek elemzése, a befektetési célpontok kiválasztása, a portfóliócégek pénzügyi és szakmai kontrollja, illetve fenntartható működésének javítása áll. Az alapkezelők az intézményi befektetőktől összegyűjtött, így pl. biztosítók, bankok, nyugdíjpénztárak, más befektetési alapok, illetve nagy vagyonnal rendelkező magánszemélyek által befektetett pénzből hoznak létre kockázati- illetve magántőkealapokat.

Az alapokban a tőkegyűjtés (fundraising) során összegyűjtött pénz befektetéséről az alapkezelők döntenek a befektetők által előzetesen elfogadott befektetési politika (alapkezelési szabályzat) alapján. Minthogy a kockázati- és magántőke-befektetés ún. kollektív befektetési forma, ezért a fent felsorolt befektetők szinte egyáltalán nem, vagy csak kivételes esetben, az alapkezelési szabályzat keretei között szólhatnak bele az alapok működésébe. Minthogy a kockázati- és magántőkealap jellemzően határozott időre létrehozott befektetési forma, amelynek hozamával és eredményeivel az alapkezelők elszámolással tartoznak a befektetőik felé, ezért a kockázati- és magántőke-befektetés csak átmeneti ideig tart egy-egy portfóliócégben. A befektetőnek a fentiek miatt kiszállási kényszere van az egyes portfóliócégekből, amikor a befektetett tőke lehetséges hozamát realizálja (jellemzően a portfóliócégben meglévő részesedésének eladása útján). Ezen működési sajátosságra tekintettel a kockázati- és magántőke-befektető azt a logikát követi, hogy már amikor a tőkét befekteti egy társaságba, szerződési úton eleve biztosítja a kiszállás (az ún. exit) lehetőségét.

Mivel az alapok portfólió vállalatainak egy része szükségképpen nem sikeres, ezért a befektetőknek a sikeres vállalkozásokból kell elérniük portfóliójuk hozamát. E magasabb kockázat és az ún. portfólió-szemlélet miatt az alapok hozamelvárása a portfólió vállalatból való kiszálláskor igen magas, jellemzően a befektetésre számított 20-25% feletti éves megtérülést jelent.

BEFEKTETŐ KERESÉS

Az alapfeltételek

A kockázati- és magántőke-finanszírozás a forrásszerzés egy speciális formája. Csak a vállalkozások egy adott szegmensének jelent valós lehetőséget, ám nekik egy olyan növekedési motort adhat, amely a társaság hosszú távú jövőjét is képes meghatározni. Ahhoz, hogy egy vállalkozás sikeres tőkebevonást hajtson végre, néhány feltételnek mindenképpen teljesülnie kell. Ezeknek az alapfeltételeknek a megléte nem garantálja a sikert, de a hiányuk szinte biztosan a tőkebevonási kísérlet gyors kudarcát fogja okozni.

1. Kiemelkedő növekedési, illetve hozamkilátások
2. Tulajdonosi kontroll csökkenésének elfogadása
3. Céges döntéshozatal és működés átláthatósága, formalizálása

A kockázati tőkét befektetők olyan lehetőségeket keresnek, ahol a megszokott piaci hozamoknál magasabb megtérülést lehet elérni. Ennek érdekében az olyan társaságok lehetnek számukra egyáltalán érdekes befektetési célpontok, amelyek a befektetést követően évente legalább 20-30%-kal képesek növekedni árbevétel, eredményesség, de még inkább cégérték szintjén, a következő 3–5 éves időtávon. Ilyen mértékű növekedésre jellemzően csak néhány iparág kiemelkedő szereplői képesek, amelyek szignifikáns versenyelőnnyel rendelkeznek a versenytársakhoz képest.

A tőkebevonással a tulajdonosnak el kell fogadnia, hogy még ha a befektető kisebbségi részesedést is fog szerezni, a társaság irányítása részben ki fog kerülni a kezéből. Bár a befektetői szerepvállalás mértéke befektetőnként, de még adott befektető különböző befektetéseinél is jelentős mértékben különbözhet, a befektető stratégiai kérdésekben jellemzően döntési joggal fog rendelkezni annak ellenére, hogy az esetek többségében kevésbé lesz szakértője az adott iparágnak, mint az eredeti tulajdonos. Ez együttműködést, kompromisszumkészséget, türelmet, jó kommunikációs készséget igényel a társaság oldaláról.

A többoldalú tulajdonosi szerkezet miatt szükségszerűen formalizálódnia kell a döntéshozatali mechanizmusoknak és magának a cégműködésnek is. A befektetőt megfelelő információkkal kell ellátni annak érdekében, hogy a cég életében felmerülő kérdésekben kompetens döntést tudjanak hozni. Ez többlet erőforrásokat igényel, valamint megköveteli a társaság transzparens működését.

A kockázati tőkebefektetők megközelítésének lépései

1. *A befektető kiválasztása* – Célszerű előre felkészülni a kiválasztott befektetőkből: jellemzően mely szektorokban fektettek be eddig és mely szektorokban terveznek befektetést, mennyi az átlagosan befektetett összeg és a jellemző tulajdoni hányad, milyen forrást kezel (állami, magán, EU)
2. *A befektetői összefoglaló elkészítése* – A cégről és a tőkét igénylő tervekről írt tömör, 1-2 oldalas összefoglaló, amely jellemzően még nem igényel titoktartási kötelezettséget a befektető oldaláról

3. *Üzleti terv és bővebb bemutató anyag elkészítése*
4. *Kapcsolatfelvétel a potenciális befektetőkkel*
5. *Befektetési tárgyalások megkezdése*

Befektetők legfőbb szempontjai

1. *Kiemelkedő növekedési lehetőségek*
2. *Valós versenyelőny (innováció, szabadalom, egyedi üzleti modell stb.)*
3. *Kompetens, megbízható csapat (releváns track record)*
4. *Skálázhatóság (a növekedési lehetőségek belátható távon belül nem ütköznek korlátokba)*
5. *Bizonyított piaci igény és üzleti modell (múltbeli „traction")*
6. *Kiszállási lehetőségek a következő 3-5 évben*

Természetesen a különböző befektetők eltérő gondolkodásmóddal és preferenciákkal rendelkeznek, illetve a szempontok erőteljesen függnek az adott cég egyedi tulajdonságaitól is, de a fentiek általánosságban jó kiindulópontot jelentenek.

A kockázati- és magántőke-befektetők olyan vállalkozásokat keresnek, amelyek kutatáson, újításon, vagy más, valós alapokon nyugvó versenyelőnnyel rendelkeznek és ezt képesek az átlagot meghaladó növekedési lehetőséget magában hordozó üzleti tervvel prezentálni a befektetőknek. Ezen felül igen fontos, hogy a befektetést kereső vállalkozás olyan tapasztalt menedzsmenttel rendelkezzen, amely az üzleti tervet képes is megvalósítani. Ideális esetben a menedzsment olyan személyekből áll, akik korábban már vezettek sikeres vállalkozásokat.

A kockázati tőkebevonás járulékos előnyei

A tőkebevonás elsődleges célja és motivációja az esetek döntő többségében a forrásszerzés, de érdemes további szempontokat is figyelembe venni a másfajta finanszírozási lehetőségekkel való összehasonlításhoz, illetve a konkrét befektető kiválasztásánál.

A források mellett egy befektető többletértéket adhat a portfoliócégnek:

1. *Üzleti tapasztalat („befektető tanácsadói szerepe")*
2. *Kapcsolati háló*
3. *Validáció a piac és más finanszírozók felé*

Egy jól kiválasztott befektető hatékonyan tudja támogatni a portfoliócég működését és növekedését az évek során nála felhalmozódott tapasztalat és üzleti tudás révén. Egy-egy befektető egyszerre akár több tucatnyi, hasonló kihívással találkozó vállalkozás működésére lát rá, sokszor iparágak szerint is specializálódva, így egyfajta belső tanácsadói szerepet képes

nyújtani. Ezt jellemzően kevésbé formalizált keretek között kell értelmezni, de mindenképpen egy olyan tulajdonostárs jelenik meg, akinek a tapasztalatára és támogatására számítani lehet a kihívásoknál.

Ennek a támogatásnak egy másik vetülete a befektető révén elérhető kapcsolati háló. A befektetők jellemzően nagy erőforrásokat fordítanak arra, hogy kiterjedt kapcsolati hálót tartsanak fenn, ezzel saját működésüket és az általuk tulajdonolt társaságokat is támogatva. Az ehhez a kapcsolati hálóhoz való hozzáférés hasznos erőforrás lehet üzleti kapcsolatok építésekor, munkatársak keresésekor (különösen vezetői szinten) és későbbi tőkebevonáskor is.

Az előbbieken túl egy kockázati tőkealap bevonása a cég működésébe egyfajta jelzés, azaz „validáció" is a piac felé. A befektetők célja, hogy kimagasló hozamot érjenek el, így csak kiemelkedő teljesítményű cégekben akarnak részesedést szerezni. Az, hogy az adott társaság képes volt egy ilyen szereplőtől forrást bevonni, nem csak a növekedési ambícióit jelzi, hanem azt is, hogy ezek szerint ő is egy ilyen kiemelkedő teljesítményű szereplő. A befektető jelenléte üzleti tárgyalásoknál, új üzleti kapcsolatok kiépítésénél is előny lehet.

A fentiek különösen akkor jelentenek előnyt a vállalkozás számára, ha azok tulajdonosai már tudatosan egy jövőbeli kilépésre, a vállalkozás eladására készülnek. A befektető tapasztalata, tudása és kapcsolati hálója különösen hasznos lesz a kilépési folyamat előkészítése és lefolytatása során. A befektetés „beárazza" a társaságot, azáltal hogy egy adott cégérték mellett valósul meg, és felhívja a piaci szereplők figyelmét az adott cégre, beleértve a potenciális vevőket, azaz exit partnereket is. Ez a „beárazás" vagyis az a cégérték amin egy tranzakció létrejön, ugyanakkor jellemzően nem nyilvános a piac felé, hanem egyfajta üzleti titok a felek között (kivéve ha a szereplők ezt kifejezetten szeretnék kifelé kommunikálni). De ettől még az érintett szereplők számára fontos, komoly kiindulási és hivatkozási alapot jelent pl. egy következő körös befektetésnél vagy exit tranzakciónál.

Kockázati tőkebefektetés vs. bankhitel

A bankhitel és a kockázati tőkebefektetés különbségeit az alábbi táblázat jól szemlélteti. Mindazonáltal a kockázati tőke egy meglehetősen speciális finanszírozási forma, az esetek többségében ugyanazon célra a bankhitel nem is merül fel, mint valós alternatíva.

2. sz. TÁBLÁZAT

A kockázati tőkebefektetés és a banki hitelfelvétel útján történő finanszírozás jellemzői

KOCKÁZATI- ÉS MAGÁNTŐKE-BEFEKTETÉS	HITEL
Általában közép- és hosszú távú (2-6 évre tervezett).	Rövid-, közép-, vagy hosszú távú (1 éven belülitől 15 évig is terjedhet)
Hozamot vár el a befektető, melynek felső mértéke általában nem korlátozott.	Jellemzően fix (vagy pénzpiactól függően változó) kamatot vár el a hitelnyújtó.
A magántőke-befektető kilépéséig a befektetett tőke a társaság érdekeit szolgálja. A kilépés az alábbi módokon történhet: • a részesedés eladása az eredeti tulajdonosi kör vagy menedzsment részére; • a részesedés eladása egy új befektető részére (pl. egy másik magántőke-befektető); • a részesedés értékesítése külső szakmai befektető részére; • a társaság részvényeinek tőzsdei bevezetése.	A vállalkozás – és/vagy adott esetben a tulajdonosi kör – vagyontárgyain létesített biztosíték adásához kötött, és a kamat megfizetése illetve a tőke visszafizetése rögzített ütemezésű. Visszafizetési vagy kamatfizetési ütemezéstől való eltérést esetleg tolerál a bank egy ideig, de tartós vagy ismétlődő szerződésszegés rendszerint a bank felmondási jogát és a teljes tőke lejárat előtti visszafizetésének kötelezettségét vonja maga után.
Biztos és rugalmas alapot teremt a növekedési és fejlődési tervek megvalósításához.	Megfelelő finanszírozási forrás lehet, ha a társaságnál megfelelő a tőke/hitel arány és a fizetőképesség valamint a pénzforgalom. Általában sztenderdizált feltételek a bank által meghatározott feltételek szerint.
A befektetést nem a társaság cash flowjából (CF) kell visszafizetni, annak értéke és megtérülése a vállalkozás sikerétől függ, a befektető a tőkét és az elvárt hozamot elsősorban cégeladásból tudja fedezni.	A kölcsön visszafizetési, illetve a kamatfizetési kötelezettség független a vállalkozás üzleti eredményeitől, fizetőképességétől, illetve, hogy a kölcsönt igénybevevő vagyontárgyai megőrzik-e értéküket.
Ha a vállalkozás fizetésképtelenné válik, és felszámolás alá kerül, a magántőke-befektető a többi tulajdonossal (részvényessel) egy sorban juthat hozzá a pénzéhez. Nincs biztosíték.	Ha a vállalkozás fizetésképtelenné válik, és felszámolás alá kerül, a hitelező a tulajdonosnál előrébb helyezkedik el a kielégítési rangsorban, ezért a tulajdonosnak gyakran nem marad semmilyen vagyoneleme saját cége felszámolása esetén.
Ha a vállalkozás fizetőképessége vagy üzleti kilátásai veszélybe kerülnek, a magántőke-befektető mindent megtesz annak érdekében, hogy a helyzetet megfordítsa és a vállalkozást újra nyereségessé tegye.	Ha a vállalkozás fizetőképessége veszélybe kerül, akkor a bank igénye biztosítása céljából számos esetben további biztosítékokat kér, egyes vagyontárgyakon végrehajtást vagy végső esetben felszámolási eljárást kezdeményez, amelynek következtében a társaság megszűnhet, és tulajdonosa személyesen is köteles helytállni, amennyiben személyes vagyonán nyújtott biztosítékot a bank javára a társaság kötelezettségeiért.
Egy valódi üzlettárs, amely osztozik a kockázatokban és részesedik a nyereségből, miközben praktikus tanácsokkal segíti elő a portfoliócég sikerességét.	A hitelintézet jellemzően nem mindenáron elkötelezett a hitelt kapó vállalkozás sikere iránt vagy nincs lehetősége abban aktívan részt venni.

A MEGFELELŐ KOCKÁZATI- ÉS MAGÁNTŐKE-BEFEKTETŐ KIVÁLASZTÁSA (TARGETING)

A befektető keresés kulcskérdése: mi az adott kockázati- és magántőkealap befektetési preferenciája, vagyis egy tőkét kereső cégnek a következő fő kérdésekre kell választ adnia:

1. Mekkora a vállalkozás mérete, jövedelmezősége?
2. Mely életciklusban jár a cég, és ennek megfelelően milyen célra igényel kockázati- illetve magántőkét?
3. Mely gazdasági ágazatban tevékenykedik a vállalkozás?
4. Mekkora összegű befektetésre van szüksége?

A befektetőket kereső cégek számára hasznos a HVCA honlapján található befektető kereső, amely megkönnyíti a lehetséges alapok kiválasztását.

A kiválasztás részletei

1. A vállalkozás mérete, jövedelmezősége

Alapvetően meghatározza, hogy egyáltalán lehetséges-e kockázati tőke bevonása. Túl kis vállalatméret jelentős növekedési kilátások nélkül, vagy túl alacsony jövedelemtermelő képesség esetén előfordulhat, hogy nem nagyon akadnak érdeklődő befektetők. A befektetők a vállalkozás mutatói közül néhányat kiemelten vizsgálnak, például az árbevétel, az EBITDA, és a tényleges pénztermelési képesség alakulását, miközben például az eszközállomány értéke számukra nem elsődleges szempont. Befektetői körökben dívik a “bigger is better” kifejezés, ami annyit jelent, hogy egy adott szereplő saját befektetési politikájának keretein belül általában szeret minél nagyobb méretű befektetést végrehajtani, ugyanis egy kisebb befektetés (deal) is lényegében ugyanakkora erőforrást köt le. Egészen kis cégek, jelentős növekedési kilátások, vagy egyedi versenyelőnyök nélkül inkább a valamelyest kisebb hozamelvárásokkal működő állami kockázati tőkealapokat tekinthetik reális célpontnak.

2. A vállalkozás életciklusai, típusa

A kockázati tőkebefektető az általa megcélzott vállalati életciklushoz igazodva általában jól behatárolható összegekig fektet be. A bevezetőben röviden már említett, a befektetők által a vállalkozás életciklusának, fejlettségi fázisának jelölésére használt fogalmakat a korábbi „Befektetési típusok” részben szereplő 1. sz. TÁBLÁZAT szerint lehet részletezni. (A táblázatban a hazai piacon jellemző befektetési összegek euróban vannak feltüntetve).

3. Gazdasági ágazat

A legtöbb kockázati tőkealap kifejezett szakágazati preferencia nélkül, számos gazdasági szektorba fektet be, de vannak, amelyek meghatározott iparágakkal tudatosan nem foglalkoznak. (A kockázati tőke tipikusan kerüli az ingatlan finanszírozást – mely egy önálló befektetési terület –, valamint a mezőgazdasági, ipari alapanyag termelést.) Egyes kockázati tőkebefektetők ugyanakkor specializálódtak bizonyos gazdasági szektorok finanszírozására, így például biotechnológiára, információs technológiára, vagy innovációs eredményekre törekvő vállalkozásokra, de akár klasszikus termelő iparágakra is.

4. Tőkebefektetési igény nagysága

Ez alapvetően meghatározza a befektető kiválasztását, hiszen nemcsak a cég mérete, hanem a szükséges tőke összege is alapvető kérdés. Kis összeg, néhány millió forint, vagy néhány tíz millió forint alatt nem klasszikus kockázati tőkebefektetőt érdemes keresni, hanem ún. nem intézményesített befektetőt, például üzleti angyalt vagy akár egy kisebb állami tőkebefektetési programot. A kisösszegű befektetések főként az üzleti angyaloktól várhatók.

5. A földrajzi elérhetőség kérdése

Korábban az elsősorban az Egyesült Királyságból, illetve az Egyesült Államokból Magyarországra beáramló kockázati- és magántőke ún. „ország alapokba" került, azaz kizárólag magyarországi befektetéseket finanszírozott. Mára ezen országok befektetői a közép-kelet-európai országokat jellemzően egyetlen régiónak tekintik, és az itteni cégeket „regionális alapokon" keresztül finanszírozzák, többek között budapesti képviseleti irodákon keresztül, melyek révén e regionális alapok is könnyen elérhetők a magyarországi cégek számára is.

A hazai befektetési képesség erősödésével és a befektetési hajlandóság növekedésével, illetve a közösségi (nemzeti, ill. Európai Uniós) forrásokat is felhasználó tőkealapok (állami alapok, Jeremie programban indult alapok) részvételével részben vagy kizárólagosan hazai tőkével is jöttek már létre kockázati tőkealapok és magyarországi alapkezelők, illetve kifejezetten magántőke befektetésére irányuló vagyonkezelő holding társaságok.

A BEFEKTETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

Mi is ez, miért szükséges?

A kockázati tőkebefektetők megkeresésének klasszikus módja az úgynevezett befektetői összefoglaló (teaser) készítés és annak eljuttatása a megfelelően kiválasztott befektetőkhöz.

Ez a befektető és a vállalkozás „első találkozása", így kiemelt fontosságú a befektetői összefoglaló külleme és jól szerkesztett tartalma.

Fontosságát ezen túlmenően az adja, hogy személyes találkozás helyett csak egy írásos dokumentáció képviseli a forrást kereső céget. Így annak olyannak kell lennie, hogy meggyőzze a befektetőt: legalább egy első, személyes találkozásig érdemes foglalkoznia az üggyel, hiszen ajánlatok igen nagy számban érkeznek a befektetőkhöz, így azokat valamilyen reális módon előszelektálniuk kell.

Mekkora terjedelmű és milyen elemekből áll?

David Gladstone *A kockázati tőke kézikönyve* címmel 1997-ben megjelent kötete kevesebb, mint 1000 szóban határozza meg a jó befektetői összefoglaló terjedelmét. Részletes leírása szerint e dokumentum az alábbi elemekből áll (Az összefoglalóban nem feltétlen így kell elnevezni ezeket a tételeket, s természetesen új cégeknél nem mindegyik sor szükséges.):

- A cég alapparaméterei (azaz kik az alapítók, mekkora részesedéssel, kinek mi a szerepe)
- A kapcsolattartók (kik a cég képviselői/szóvivői)
- Az üzlet típusa (milyen termék vagy szolgáltatási piacon kíván megjelenni a cég)
- Üzleti összefoglaló (tervek a piaci megjelenésre)
- Menedzsment leírása
- Termék/szolgáltatás és a versenyhelyzet (mekkora a lehetséges piac, kik a versenytársak)
- A szükséges tőkeösszeg és felhasználása
- Fedezet (ha van)
- Pénzügyi történet
- Pénzügyi előrejelzések
- Kilépési (exit) javaslat

Mi is kell mellé? – A kísérőlevél

Egy rövid levél, amelyben a cégvezetőnek ki kell térnie arra, hogy a ki ő és miért az adott befektetőt keresi meg, honnan szerzett tudomást róla, illetve melyek azok a képességek, illetve tapasztalatok, amelyek miatt hihető és hiteles a befektetés sikeres végrehajtása. Triviális, de ugyancsak kiemelten fontos a küllem és a megfelelő fogalmazás.

AZ ÜZLETI TERV

Mi a célja?

A befektetők megkeresésekor a tőkét kereső cégekkel szemben elvárás egy életképes üzleti terv bemutatása, hasonlóan ahhoz, ahogyan például a bankok is elvárják ezt hitelek igénylésekor ügyfeleiktől.

Az üzleti terv fő célja, hogy számszakilag és stratégiailag is alátámassza az üzleti elképzelést. Az üzleti terv elkészítése a befektető szemében az egyik első komoly mérőpont és egyben egy fontos döntési szempont is a cégvezetés képességeinek megállapításához. Az üzleti tervben a lehetséges befektetők számára meg kell tudni mutatni és alá kell tudni támasztani, hogy a tőkét kereső vállalkozás vonzó lehetőséget kínál és kimutatható, hogy a befektetés eredményesen meg tud térülni.

Üzleti tervet azonban elsősorban nem a befektetők igényei miatt, hanem a vállalkozás saját, belső tervezése céljából kell elkészíteni. A tervezés önmagában is érték, amely elsősorban az üzleti stratégia és finanszírozás átgondolására, a vállalati célok meghatározására szolgál, illetve egyszerre egy objektív mérőpontot jelent, amelyhez időről időre vissza kell térnie a vállalkozásnak és értékelnie az attól való eltéréseket.

Az üzleti terv lényegében a menedzsment jövőre vonatkozó legvalószínűbb, reális előrejelzése, melyet tényekre alapozva logikusan kell elkészíteni, és amely akkor jó, ha tartalmaz érzékenység-vizsgálatokat is a lényegi paraméterek mentén. Így nem kizárólag egy statikus jövőt mutat, hanem azt is, hogy a vállalkozás egyes változásokra mennyire érzékeny és mennyire lehet képes azokra reagálni. Tekintettel arra, hogy a kockázati tőkebefektető általában legalább egy 3-5 éves időszakra lesz a vállalkozás társtulajdonosa, így elvárás a több évre szóló (iparágtól, cég életciklustól függően 2-3-5 éves) üzleti tervet egy stratégiai keretbe helyezve elkészíteni.

Az üzleti tervet bárki elkészítheti, de pénzügyi tanácsadók, ismert könyvvizsgáló és M&A tranzakciós tanácsadó cégek komoly segítséget tudnak nyújtani egy megfelelő terv kidolgozásához, annak kritikus átvizsgálásával, a befektetők ismeretével, valamint piaci tapasztalataikkal. A kockázati tőkebefektetők azonban nem azt akarják megtudni, hogy milyen jó üzleti tervet írnak mások, hanem meg akarják ismerni, mit tervez és képes tenni a vállalkozás vezetése a vállalkozás sikerre vitele, illetve eredményesebbé tétele érdekében.

Egy üzlet vagy vállalkozás azért is lehet sikertelen, mert terveit nem gondolta át, nem írta le, nem szembesítette magát azzal, hogy milyen kihívásokra és kulcsterületekre kell koncentrálnia és mely kérdések megválaszolására kell képesnek lennie.

Az üzleti terv lényegi részei

Vezetői Összefoglaló vagy Összegzés

Az összegzés ne legyen több 1-2 oldalnál és az alábbi pontok kulcselemeit érdemes tartalmaznia:

- A cég rövid bemutatása, a piac és a fő termék/szolgáltatás meghatározása
- A tőkebevonással megvalósítani kívánt cél meghatározása
- A vezetőség/tulajdonosok bemutatása

- A pénzügyi terv rövid összefoglalása
- A szükséges finanszírozás összegének és felhasználásának ismertetése
- A vállalkozás elképzelése a kockázati- és magántőke-befektető 3-5 év múlva várt kilépési lehetőségeiről.

Ahogy mondani szokták, egy jó ábra vagy grafikon többet ér mint ezer szó, így érdemes különböző, jól ismert elemzési sémákat, ábrákat is alkalmazni. Ilyen például a „SWOT" analízis, amely jól be tudja mutatni a vállalkozás egyes jellemzőit a piaci szereplők ill. kihívások fényében (Strenghts/ erősségek, Weaknesses/gyengeségek, Opportunities/ lehetőségek és Threats/veszélyek).

A piac

Piacelemzés

Fontos ismerni a vállalkozás piacát, méretét, növekedési dinamikáját, a versenytársakat, a konkurens termékeket, a célközönség vásárlói szokásait, jellemzőit, meg kell tudni határozni a cég termékének/ szolgáltatásának vevők számára való értékét és hasznosságát (value proposition).

Értékesítési/Marketing terv

A tervnek tartalmaznia kell az árazásra, elosztási csatornákra és reklámozásra vonatkozó terveket, elképzeléseket, azok volumenét és időbeli változását, felfutását.

Meg kell tudni magyarázni az árazási stratégia fő elemeit, a versenyben való megkülönböztető képességet, az árréseket, az esetleges kedvezmények adását értékesítési partnerenként.

Az üzleti tervnek egyértelműen meg kell határoznia azokat az elosztási csatornákat, amelyek eljuttatják a terméket, szolgáltatásokat a végfelhasználóhoz, azt, hogy saját és/vagy kihelyezett értékesítési csapat/csatorna felépítése célravezető-e.

Az üzleti terv piaci reklám részének tartalmaznia kell – amennyiben releváns – termékleírások tervezetét, lehetséges reklám- tervezeteket, média stratégiát, kereskedelmi bemutatók ütemtervét és más promóciós irányokat.

Verseny

Annak meghatározása, hogy milyen versenykörnyezetbe lép be vagy található a vállalkozás, mi jellemzi a versenyt és a versenytársakat, azt, hogy miért versenyképes az adott termék/ szolgáltatás és milyen válaszokat tud adni a cég a verseny várható változásaira.

A termék vagy a szolgáltatás bemutatása

Elsősorban annak bemutatása a cél, hogy az adott termék vagy szolgáltatás tartalma miben mutatkozik meg, s főként milyen versenyelőnyt képes felmutatni. Technológiai társaságok esetében, ha a termék vagy szolgáltatás új vagy újszerű, akkor azt egyértelműen be kell tudni mutatni, hogy a termék megvalósítható és hogy kellően skálázható.

Le kell írni, hogy a termék érzékeny-e máshol megvalósuló technikai fejlődésre, esetében milyen technológiai trendek azonosíthatók, milyen fázisban járnak ezek (pl. kutatási, tesztelési, piac-közeli), illetve eddig milyen piaci fogadtatás mutatható fel.

Ha van jelentősége/lehetősége, meg kell magyarázni, hogy milyen jogi védelemmel rendelkezik a termék, van-e megszerzett, függőben lévő vagy előkészítés alatt lévő szabadalmi vagy védjegy bejelentés. Fel kell mérni a jogi védelem hatását a termék piacképességére.

A vezetőség

A kockázati tőkebefektetők előszeretettel hangsúlyozzák, hogy „mi nem egy termékbe vagy szolgáltatásba, hanem egy csapatba fektetünk". Ez annyit tesz, hogy valójában a befektető számára az a legfontosabb, hogy kire bízza a pénzét, milyen az a menedzsment, aki a közös tervet megvalósítja. Ahogy mondani szokták: „jobb egy átlag feletti menedzsment egy átlagosan jó, életképes termékkel, mint egy átlagos menedzsment egy kiváló termékkel". Ugyanis egy jelentős piaci fordulat, nehezülő környezet esetén a menedzsment lesz az, amely képes fordítani és megoldást találni, miközben a termék önmagában nem feltétlenül fog tudni idomulni az új helyzethez.

A menedzsment bemutatása magában foglalja a lényeges faktorok szakmai múltját, képességeit kiemelve korábbi előéletüket, sikeres (vagy éppen sikertelen) üzletek működtetésében való részvétüket illetve szakmai önéletrajzaikat.

Fontos lehet bemutatni azt, hogy milyen motivációs, ellenőrzési és teljesítmény-rendszer működik vagy fog működni a vállalkozásnál, amely biztosítja az összes lényegi szereplő hosszú távú elhivatottságát és jelenlétét. Azt is érdemes bemutatni, ha vannak hiányosságok egyes területeken és meg kell tudni magyarázni, hogy hogyan lehet ezeket áthidalni vagy megoldani.

Pénzügyi terv

A részletes, legalább 2-5 éves, pénzügyi tervnek képesnek kell lennie az üzleti elképzelés számszaki alátámasztására, az üzleti volumen és a növekedési lehetőségek, a szükséges forrás mértékének és felhasználásának, a nyereségesség, a pénzeszközök egyes időszakokban való rendelkezésre állásának, a cég finanszírozhatóságának és az üzlet skálázhatóságának bemutatására.

Nagy előny, ha a pénzügyi terv be tudja mutatni az ún. „dőlési pontokat" (amikor a terv borul) vagyis megismerhető, hogy a terv mely lényegi változókra érzékeny. A terv segít annak megítélésében, hogy az egyes pénzügyi paraméterek megfelelően átgondoltak-e, illetve a cég növekedési tervei kellően alátámasztottak-e.

A pénzügyi terv alapján a befektető azt szeretné megérteni, hogy

- a társaság elegendő növekedési potenciállal rendelkezik-e a befektető által elvárt befektetési hozam eléréséhez
- a célkitűzések reálisak-e ahhoz, hogy a cégnek esélye legyen ezeket elérni.

A befektetők az egyes pénzügyi kimutatások egymással összefüggő (modellszerű) rendszerét szeretnék látni – ideértve a mérleget, az eredménykimutatást és a finanszírozási/beruházási tervet, a készpénzforgalmi tervet, 2-5 évig terjedő időtartamra.

A szükséges forrásigény és felhasználásának ismertetése, a befektető kilépési lehetőségeinek felvázolása

Ebben a fejezetben ismertetni kell, hogy a tervezett üzletmenethez mekkora finanszírozásra lesz szükség és azok milyen forrásokból várhatók (pl. árbevétel, vezetőség saját befektetése, banki és egyéb pályázati források, és persze a kockázati tőkebefektetés), illetve részletesen be kell mutatni, hogy a forrásokat milyen célokra kívánja fordítani a cég.

Akármennyire szokatlan is elsőre, már a befektető belépése előtt érdemes átgondolni azt, hogy mikor és miként képzelhető el a befektető kiszállása az adott vállalkozásból. A befektető jellemzően 3-5 évre száll be egy korai szakaszban vagy növekedésben lévő vállalkozásba, hiszen az ő alapjának befektetői is előírják a kiszállást és várják a befektetésük után járó kockázatarányos hozamot.

Komoly bizalmat ébreszt, ha a vállalkozás vezetői, már előre felkészülnek és előre gondolkodnak a befektető kiszállásának lehetőségeiről és lehetséges módjairól (megfontolva például a cég tőzsdei bevezetését, avagy szakmai befektetőnek történő eladását, avagy következő körös pénzügyi befektetők bevonását stb.). Természetesen a kilépés mikéntjéről még nem kell dönteni, de érdemes előre fontolóra venni és értékelni ennek esélyeit, lehetőségeit.

Praktikus tanácsok az üzleti terv bemutatásához

Olvashatóság/Terjedelem/Megjelenés

A terv legyen jól olvasható. Kerülni kell a mások számára érthetetlen szakzsargont, de az általánosságokat is. A részleteket érdemes függelékbe, mellékletekbe tenni, hogy a befektető ne vesszen el a részletekben és ne tegye le idő előtt az anyagot. Kicsit a befektető fejével kell gondolkodni és úgy közelíteni a tervhez, hogy az üzlet miért, mitől lesz vonzó egy külső befektető számára.

Legtöbbször célszerű inkább rövidebben, lényegre törően írni, mivel a befektetők rengeteg anyagot kapnak és a rövidebb, érdekesebb anyagokat fogják előre venni és egy 10-15 oldalnál sokkal hosszabb anyagot, lehet hogy el sem olvasnak. Ugyanakkor, ha valami felkelti az érdeklődésüket (és erre képes egy rövid anyag is) a befektetők érdeklődni fognak és maguk kérnek további információt.

Célszerű grafikonokat és táblázatokat használni a bonyolult információk illusztrálására és egyszerűsítésére.

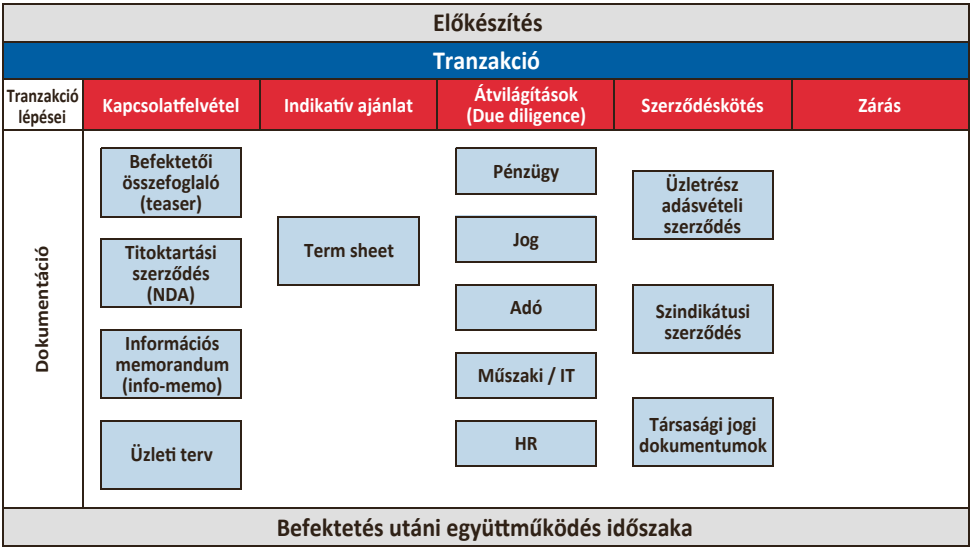
Gyakori kérdés a kockázati- és magántőke-befektető felé az, hogy: „mi legyen az üzleti tervben” és „mekkora forrásigényt szeretne látni a befektető”? Erre az a válasz, hogy nincs ilyen elvárás és a befektető kifejezetten nem szeretné azt, hogy ő határozza meg mennyi pénzt is kellene adnia az adott vállalkozásnak.

A tőkét kereső projektnek a saját elvárását kell megfogalmaznia a saját üzleti és pénzügyi tervének logikája és tartalma alapján, de természetesen arról már előre információt érdemes szereznie, hogy az adott befektető egyáltalán mekkora összeget tud nyújtani egy projekt számára. Amennyiben ez a két összeg átfedésben van, akkor sikerül a számára megfelelő, illetve lehetséges befektetővel tárgyalnia.

A BEFEKTETÉS FOLYAMATA

A befektetés folyamata az üzleti terv áttekintésétől a portfoliócégbe való tényleges befektetésig jellemzően 3-6 hónap, egyes esetekben azonban a folyamat akár egy évig is eltarthat. A befektetési folyamat hosszúságát alapjaiban határozza meg a kockázati tőkebefektető rendelkezésére bocsátott információk mennyisége és minősége.

2. sz. ÁBRA
A kockázati tőke befektetésének folyamatábrája



Titoktartás

A lehetséges kockázati tőkét befektető szervezeteket köti a hatályos jogszabályok (Ptk., Tpvt.) szerinti üzleti titoktartási kötelezettség, amelynek értelmében titokban tartják a befektetést kereső (vagy kapó) társaságok (portfoliócégek) részükre átadott bizalmas információit. Ezen túlmenően, az üzleti titok körültekintő védelme érdekében ajánlatos a bizalmas információk kiadása előtt titoktartási nyilatkozatot aláíratni.

A válaszadás ideje

Az alapkezelők a befektetői összefoglaló kézhezvételétől számítva jellemzően 1-2 héten belül világossá teszik, hogy érdekli-e őket a lehetőség, vagy sem.

Személyes pénzügyi elkötelezettség

A kockázati tőkealapok döntéshozói számára jelzés értékű, hogy a befektetőt kereső cégvezető/tulajdonos és a csapata a munkájukon felül a saját pénzüket is befektették-e a társaságba és amennyiben van rá lehetőségük, a jövőben is hajlandók-e ezt megtenni.

Tanácsadók, cégbrókerek, M&A szakemberek

A befektetési tárgyalások előkészítéséhez és lefolytatásához célszerű lehet olyan tanácsadó cégek bevonása, akik tudják, mire van szüksége a befektetőknek, miközben értékes tanácsokkal, és akár egyes feladatok átvállalásával segítik a tőkét igénylő céget a felkészülés, a befektető keresése és a tárgyalások során.

A tanácsadók és szakemberek díját a társaság viseli, mely jelentős kiadást jelenthet egy befektetést kereső cégnek. Ezért javasolt az együttműködés kezdetekor pontosan meghatározni a várható munka mennyiségét és a szakértők díjazását, vagy a fix díjazás helyett vagy mellett alternatív díjazásban való megállapodást (pl. sikerdíj, kölcsön, tőkerészesedés) kötni.

A kockázati tőke részvételének alternatívái

Bár fentebb a befektetések fajtái már szóba kerültek a cég életszakaszának függvényében, néhány fontos kérdésre nem árt ismét kitérni. Bármilyen részesedést is engednek a tulajdonosok a befektetőnek, a napi működés továbbra is a cégvezető és a menedzsment felelőssége marad. A kockázati tőkebefektető részvétele a portfoliócég irányításában alapvetően a vállalat általános gyakorlatától és a tulajdonosi (szindikátusi) megállapodástól függ.

A kockázati tőkebefektető elsődleges célja a szavazati jogot biztosító üzletrész, vagy törzsrészvények megvásárlása vagy jegyzése, de lehetséges olyan megállapodás is, hogy a befektető elsőbbségi üzletrészt vagy részvényeket szerez, melyek többlet jogokat biztosítanak számára (pl.: egyes vezetők megválasztására vagy visszahívására való jogot, osztalékelsőbbséget vagy likvidációs elsőbbséget).

A kockázati tőkebefektetés az egyedileg kialkudható feltételek folytán sokkal rugalmasabb lehet, mint általában más pénzügyi források. A kockázati tőkebefektető olyan struktúrát tud ajánlani a cégvezetőknek vagy a tulajdonosoknak, amelyet kifejezetten a portfoliócég szükségleteinek és kockázati paramétereinek megfelelően alakít ki. A kockázati tőkebefektető ajánlhat szélesebb körű finanszírozási csomagot, amely a tőkebefektetés mellett magában foglalhat kölcsönt is.

A fentiekben felsorolt előnyök mellett azonban azt is ki kell emelni, hogy egy kockázati tőkebefektető jelenléte jelentősen megkönnyíti további működőtőke bevonását, azaz közreműködésével könnyebb hozzájutni hitelfinanszírozáshoz is. A kockázati tőkebefektető jelenlétének előnye, hogy egyfajta referencia részvényesként biztosítékot jelent más potenciális befektetők vagy társfinanszírozók számára (pl. kereskedelmi bankoknak, befektetési vállalkozásoknak, mezzanine finanszírozóknak, faktor- és lízing cégeknek) azzal, hogy a társaság döntéshozatali és beszámolási rendszerében átláthatóságot követel meg és a professzionális tudástranszfer révén hatékonyabbá teszi a portfóliócég működését.

Miről tárgyalunk a kockázati tőkebefektetővel?

A tárgyalások egyik legfontosabb célja feltérképezni, hogy mennyire lenne hatékony a portfoliócég, az alapító tulajdonosok és a kockázati tőkebefektető közötti jövőbeni együttműködés, s milyen előnye származhat a feleknek az együttműködésből. Ennek az is részét képezi, hogy a portfoliócég vezetősége felméri, hogy a kockázati tőkebefektető a pénzen felül milyen értéket, tapasztalatot, szakmai kapcsolati hálót tud biztosítani a sikeres fejlődése érdekében. Ezért fon-

tos, hogy a tőkét bevonni kívánó vállalkozás megvizsgálja, hogy a kockázati tőkebefektetőnek korábban milyen szakmai területen volt sikeres befektetése.

A befektető részesedése

A kockázati tőke befektetésének egyik legsarkalatosabb kérdése a potenciális portfoliócég értékelése a tervezett üzleti tevékenység jövőbeni növekedési potenciáljának figyelembevételével (ezért is van nagy szerepe a befektetési döntésben az üzleti tervnek még akkor is, ha az csupán becsléseken és feltevéseken alapul egy induló vagy még meg sem alakult vállalkozás esetén). Ennek alapján kerül meghatározásra a befektetendő összeg és a finanszírozás formája (tőke, vagy tőke és hitel), a befektető részesedése, a befektetés ütemezése, adott esetben teljesítmény mutatók eléréséhez, azaz ún. mérföldkövekhez kötve. Bizonyos esetekben – főleg korai fázisú vállalkozások esetében – célszerű lehet „mozgó" értékelést kikötni, amikor a befektető végső tulajdoni részesedésének mértéke a portfóliócég jövőbeni pénzügyi teljesítményétől (pl. realizált EBITDA) és/vagy következő körös befektetés során kialakult értékelésétől függ.

Lényeges üzleti feltételek köre

Az alábbiakban röviden bemutatunk néhány olyan kritikus üzleti és jogi kérdést, amely a legtöbb esetben felmerül egy kockázati tőkebefektetővel való tárgyalás során. Tekintettel arra, hogy a kockázati tőkebefektetések mind üzleti, mind pedig szerződéses szempontból egyediek, ezért ezeket és további, más lényeges megtárgyalandó részleteket egy önálló anyagban, az ún. Term Sheet dokumentumban érdemes tárgyalni *(ennek részleteit lásd a HVCA honlapján: www.hvca.hu).*

Tulajdonosi ellenőrzési jogok – szavazatelsőbbségi jogok

Az ellenőrzési és szavazatelsőbbségi jogok fókusza a kockázat tőkebefektető tulajdonosi döntéshozatalban való részvétele. Olyan kérdések tartoznak ide, hogy a befektető csupán részesedésének csökkenése ellen kíván-e fellépni (pl. a tőkeemelést vagy leszállítást, átalakulást vagy megszűnést kontrollálva) avagy a pénzügyi menedzsmentet, így pl. bizonyos értékhatár feletti szerződéskötést vagy hitelfelvételt is kontroll alatt akarja-e tartani. Ettől függően kérhet különböző szavazatelsőbbségi jogokat.

Menedzsment jogok

A menedzsment jogok fő kérdése, hogy a befektető mennyire aktívan kíván részt venni a portfóliótársaság vezetőségének működésében, elsősorban a pénzügyi döntéshozatalban, ideértve a pénzügyi tervezést és annak végrehajtását vagy ellenőrzését. Erősebb kontroll esetén a befektető a portfóliócég vezetőségét rendszeresen monitorozni kívánja, míg gyengébb menedzsment jogok esetén pl. csak a menedzsment nem jól teljesítő tagjainak visszahívására akar többletjogokat szerezni.

Információs jogok

Ezen jogok azt rendezik, hogy milyen információkhoz kíván hozzáférni a befektető a beszámolók és az üzleti jelentések megszerzésén túl a portfoliócég működése során. Üzleti titokra hivatkozással ez korlátozható ugyan a menedzsment által, de az később számos vitára, befektetői igényre adhat okot.

Árazási korrekciós jog

E jog lényege, hogy amennyiben egy következő finanszírozási körben, amikor egy (vagy több) további befektető is beszáll a portfóliócégbe, és az új befektetés alacsonyabb értéken történik, mint

az előző körös befektetés, akkor hogyan kerül kompenzálásra az előző körös befektető (jellemzően az alapítók részesedésének a terhére).

Kiszállási (exit) jogok

A kiszállási jogok megtárgyalása azért rendkívül fontos, mert a kockázati tőke természeténél fogva határozott időre szóló befektetés. Ilyen kiszállási jog rendszerint (i) az ún. tag along (együttértékesítés vagy eladásba bevonás joga), amely az alapító tulajdonostársak saját részesedésének esetleges eladása esetére köti ki, hogy az alapító köteles arányosan bevonni a befektetőt az értékesítésbe. További védelmi funkciót tölt be (ii) az ún. drag along (eladásra kötelezés joga), amikor a befektető kötelezi az alapítókat, hogy sikeres kiszállás érdekében az alapítók is értékesítsék (vele együtt, hasonló feltételekkel) a teljes részesedésüket vagy legalább annyit, hogy a vevő ellenőrzési jogot szerezhessen a portfóliócégben, az aktuális piaci értéken alapuló ésszerű minimum áron. Alapítói oldalról hasonló védelmi jognak tekinthető az elővásárlási (vagy kivételes esetben vételi) jog alkalmazása, amelynek értelmében a befektető köteles az értékesíteni kívánt részesedését először az alapító tulajdonostársaknak felkínálni.

Hozamelsőbbségi jogok

A piaci gyakorlat alapján, a befektető a befektetése erejéig, avagy az elvárt hozamának megtérüléséig, részesedés eladásakor vagy a portfóliócég megszűnése esetére elsőbbségi jogot szokott kikötni.

Az Ajánlat

A tárgyalások kedvező alakulása esetén a kockázati tőkebefektető a tőkét kereső cég ajánlati felhívására küld egy ajánlatot. Az Ajánlatban szerepelnek az ajánlat általános feltételei, az átvilágítási eljárás lefolytatásához – vagyis a társaság mélyreható jogi, pénzügyi, esetleg környezetvédelmi vagy más szakmai vizsgálatához – szükséges kérdőívek, illetve a befektetés ütemezésére vonatkozó, az átvilágítás eredményeként előírni szánt mérföldkövek. Az Ajánlat, rendszerint anélkül, hogy bármelyik felet is kötné jogilag, bemutatja a befektető elkötelezettségét a portfoliócég vezetőségének üzleti tervei iránt és bizonyítja, hogy a befektető a befektetést komolyan gondolja. Amennyiben lehetséges, eddig a pontig célszerű párhuzamosan tárgyalni két vagy több befektetővel, hogy a valós (vagy vélt) versenyhelyzet jelentősen kedvezőbb ajánlato(ka)t eredményezzen a célvállalat számára, bár az is jellemző, hogy a kockázati tőkebefektetők nem szoktak komolyabb árversenybe beszállni.

Az átvilágítási eljárás

Az Ajánlat elbírálásához a kockázati tőkebefektető részletesen fel akarja mérni a jogi és pénzügyi megvalósíthatóságot. Ehhez gyakran igénybe vesz külső tanácsadókat a piaci kilátások és az ajánlat technikai megvalósíthatóságának felmérésére, hacsak az adott befektetőnek nincs saját belső, megfelelő hozzáértéssel rendelkező szakértői csapata.

A könyvvizsgálókat gyakran kérik fel az átvilágítás pénzügyi és adózási részének elvégzésére, például a pénzügyi tervek felmérésére és sokszor a terv egyéb pénzügyi szempontjairól beszámoló készítésére. Az átvilágítás heteket is igénybe vehet. Az átvilágítás során felmérik és megvizsgálják a célvállalat vezetői információs rendszerét, az előrejelzési technikákon és múltbéli előrejelzések pontosságának ellenőrzésén túl, a munkavállalói szerződésekig, ha már vannak ilyenek.

A pénzügyi átvilágítás mellett hangsúlyos a jogi átvilágítás is, mely felméri a célvállalat jogi hely-

zetét, különös tekintettel a vagyoni állományra, a szerződés állományra, a tulajdonosi változásokra, a kapcsolt vállalkozásokkal (különösen a tulajdonosi körrel) folytatott ügyletekre, a hatósági engedélyekre és az azoknak való megfelelésre, a szellemi tulajdonjogokra és a peres ügyekre. Ha nincs még működő vállalkozás, rendszerint üzleti szakértő igénybevételére is sor kerülhet (pl.: informatikai, egészségügyi, környezetvédelmi, stb.), hogy megítélje a projekt életképességét és piacérettségét.

Szindikálás

Amikor különösen magas a szükséges finanszírozás összege (például a portfoliócég fejlődésének expanzív szakaszában vagy magas tőkeigényű kutatási ágazatokban, vagy amikor a befektetés viszonylag nagy kockázattal jár), a kockázati tőkebefektető esetleg szindikálhatja az ügyletet a kockázat megosztása céljából. Ilyenkor több befektető vesz részt az ügyletben, mindegyikük a teljes tőkecsomagnak csak egy arányos részét bocsátja rendelkezésre, s általában egyikük a fő („koordináló” vagy „lead”) befektető.

És végül, a zárás

Amikor az átvilágítás eredménye a kockázati tőkebefektető számára kezelhető és elfogadható kockázatokat igazol vissza, és végleges befektetési döntés születik, akkor elkészül a befektetés jogi dokumentációja, amely rendszerint befektetési vagy részvény/üzletrész adás-vételi szerződést, szindikátusi (részvényesi) megállapodást és az ezekhez szükség szerint kapcsolódó társasági, illetve adott esetben más jogi dokumentációt (pl. vezetői munkaszerződések, megbízási szerződés, tagi kölcsön, munkavállalói résztulajdonosi megállapodás, stb.) tartalmaz.

Felmerülhetnek továbbá a befektetés tényleges megvalósításához kötött különböző előfeltételek, így például olyan társasági jogi intézkedések vagy korábbi tagok közötti ügyletek rendezéséhez kapcsolódó igények, amelyek megvalósítását és igazolását követően kerülhet csak sor a befektetésre. A záráskor ezen feltételek bekövetkezésének ellenőrzése, igazolása is megtörténik.

EXIT – A BEFEKTETÉS REALIZÁLÁSA

Mint arról már a fentiekben volt szó, a portfoliócégek kockázati tőkebefektetői lényegében minden esetben kiszállnak a befektetéseikből. A kockázati tőkebefektetők a(z előre meghatározott maximális hosszúságú) befektetés időtartama alatt keresik azt az időpontot, amikor a legjobb alkalom kínálkozik a kiszállásra, figyelembe véve az adott portfoliócég fejlődését és a piac működését. Egy bizonyos ponton a kockázati tőkebefektetők szeretnék realizálni (vagyis eladni) befektetésüket, például az adott szakágazatban működő másik cégnek (szakmai vagy stratégiai szereplő/befektető; trade sale), társtulajdonosaiknak, következő körös (másodlagos, harmadlagos stb.) kockázati tőkebefektetőknek (például egy náluk nagyobb kockázati tőkealapnak vagy egy magántőkealapnak: next round investor) eladni vagy tőzsdére vinni a portfoliócégüket s így kiszállni a befektetésükből. A befektetők kilépésének lehetséges módozatait a 3. sz. ÁBRA mutatja be.

3. sz. ÁBRA
A kockázati tőkebefektetés realizálásának lehetőségei

Szakmai befektetőknek történő eladás

- A portfolió cég részvényeinek más – többnyire ugyanazon iparágban működő – vállalat számára történő eladása.
- A kilépések többsége a szakmai befektetőknek történő eladással valósul meg. Ez gyakran az eladott társaság magasabb értékeléséhez vezet, mert a vevő szakmai szinergiákat is figyelembe vesz ajánlata megtételekor.

Másodlagos kivásárlás

- A kockázat vagy magántőke-befektető részesedésének megvásárlása egy másik magántőke befektető által.

Társtulajdonosnak történő eladás

- A kockázat vagy magántőke-befektető részesedésének megvásárlása egy alapító/tulajdonostárs által.

Tőzsdei forgalomba hozatal

- Részvények tőzsdei bevezetése és nyilvános forgalomba hozatala.

Leírás

- Amikor a társaság csődeljárás vagy felszámolás során megszűnik, ez a kockázati- és magántőkések számára a befektetés leírását jelenti.

Minden kiszállási mód esetében a cél az, hogy a kiszállás során a befektetők (és a velük együtt esetlegesen kiszálló társbefektetők) minél nagyobb nyereségre tegyenek szert az eredetileg befektetett tőkére vetítve. A kockázati tőkebefektetők azért is tervezik és keresik aktívan a kilépés lehetőségét, azaz hogy befektetésüket, illetve annak remélt értéknövekedését realizálják, mert a kockázati tőkealapok rendszerint 6-8-10 éves határozott időtartamra jönnek létre, s élettartamuk lejártával maguknak is el kell számolniuk a saját befektetőikkel.

A kockázati tőkebefektetők portfoliócégeikből való ütemezett kiszállása természetes és bizonyos szempontból szükséges folyamat, amely a kockázatitőke-iparág sajátossága. Ezen finanszírozási forma, ahogyan azt a Kalauz elején kifejtettük, a vállalkozások fejlődésének egy jól meghatározott szakaszában jellemző és értéket teremtő.

A még fejlődésben lévő, nagy növekedési potenciállal rendelkező, külső (de rugalmas feltételeket nyújtani képes) finanszírozást igénylő vállalkozások életében eljön az a pont, amikor a stabil működés más külső pénzügyi eszközökkel (például hitelfelvétellel, kötvénykibocsátással, stb.) vagy belső erőforrásokból is biztosítható. A kockázati- és magántőke-befektetők célja a portfoliócégek segítése ezen pont elérésére, amelyhez a befektetett tőke és a közös stratégiai cégvezetés során átadott tapasztalat az a hozzáadott érték (added value), amely ezt a finanszírozási formát értékessé teszi a vállalatok számára.

TŐZSDEI BEVEZETÉS, AZ EXIT EGYIK LEHETSÉGES MÓDJA

A tőzsdei bevezetés nem csak a kockázati tőkebefektető számára vonzó kiszállási pont, de megteremti a tulajdonosok számára is a fokozatos kiszállási lehetőséget – amikor például csak részesedésük egy részét tervezik értékesíteni – illetve a vállalkozás számára hozzáférést nyújt a tőkepiacon keresztül történő finanszírozáshoz. A kontroll mindeközben továbbra is a meglévő menedzsment kezében maradhat. A nyilvános működés lehetővé teszi azt is, hogy a tőkebevonás során a vállalat diverzifikált befektetői szerkezetet építsen ki, és a tulajdonosi irányítást csak az általa meghatározott mértékben adja át az új befektetőknek. A tőzsdei bevezetést követően sok, a kockázati tőkealapoknál megismert „extra" jogosultság is megszűnik befektetői oldalon.

A Budapesti Értéktőzsde

A Budapesti Értéktőzsde (BÉT) a nyilvánosan kibocsátott magyar értékpapírok hivatalos kereskedési helye. A BÉT részvénypiaca a hazai és külföldi gazdasági társaságok számára nyújt hatékony forrásbevonási lehetőséget. A szabályozott piac mellett 2017 óta a BÉT-en is lehet kereskedni multilaterális kereskedési platformon – a BÉT Xtend-en.

Szabályozott piac

A BÉT szabályozott piacán a részvényeket két különböző kategóriába lehet bevezetni:

A **Prémium kategóriába** a likvidebb és szélesebb befektetői körrel rendelkező társaságok részvénysorozatai tartoznak. A **Standard kategóriába** pedig olyan közepes és kis kapitalizációjú cégek, amelyek a piacra lépésnél nem terveznek nyilvános tranzakciót, és alacsonyabb közkézhányad előírásoknak szeretnének megfelelni. Számukra a BÉT a Prémium kategória követelményeinél egyszerűbb módon kívánja biztosítani a tőzsdei bevezetés lehetőségét.

MTF platform

A BÉT multilaterális kereskedési platformja, a BÉT **Xtend**, mely a közepes méretű vállalkozások növekedési terveit támogatja. A kisebb cégek a szabályozott piachoz képest könnyített feltételekkel, de ugyanolyan megbecsült kategóriában juthatnak a tőzsdére, mint a nagyobb vállalatok.

A tőzsdei bevezetés ezen a piacon nyilvános tranzakció nélkül is megtörténhet, jellemzően zártkörű tőkebevonást követően. A társaságnak lehetősége nyílik arra, hogy így megismerkedjen a nyilvános működéssel, és később sikeresen szólíthassa meg a befektetőket egy nyilvános részvénykibocsátás alkalmával. Az Xtend piac azon nyilvános működésre már érett közepes méretű vállalkozások számára ideális, melyek komoly növekedést terveznek az elkövetkezendő években, és ehhez külső finanszírozást vennének igénybe.

A tőzsdei jelenlétből származó előnyök

A tőzsdei jelenlét számos előnyt biztosít egy vállalat számára. Mindezeket jól szemlélteti a következő ábra:

4. sz. ÁBRA
Nyilvános tőkepiac hozzáadott értéke

Szintugrás

A növekedés és innováció támogatására is egy gyakran használt megoldás a nyilvános tőkepiaci forrásbevonás. A kibocsátott részvény a későbbiekben fizetőeszközként is szolgálhat például egy tőzsdei akvizíció során. A tőzsdei lét mellett szól továbbá az is, hogy a nyilvános jelenlét növeli a versenyképességet mind hazai, mind nemzetközi színtéren.

Finanszírozás

A tartós tőzsdei jelenlét a vállalat hatékonyság javulását eredményezi, megteremtve a további forrásbevonás lehetőségét. A cégek finanszírozása ilyenkor már nem csak banki hitelekből történhet, mivel a részvénykibocsátás is tőkebevonást eredményez. Amennyiben a későbbiekben szüksége lenne a cégnek további tőkére, banki hitelekhez már könnyebben és kedvezőbb feltételek mellett juthat, az erősebb banki bizalomnak köszönhetően.

Transzparencia

Az állandó nyilvános piaci jelenlét megköveteli a transzparens, átlátható pénzügyi működést. Tiszta portfóliójú vállalatok esetén a hatékonyság is javuló tendenciát mutat és a versenyképesség növekedését eredményezi. A zártkörű működéséhez képest az adatközlés gyorsasága az, ami jelentős mértékben változik. Továbbá a tőzsdei megjelenés a legalkalmasabb a tranzakciós folyamatok ellenőrzése és a kontroll tervezhetősége szempontjából. A megfelelően diverzifikált befektetői kör is itt alakítható ki a legegyszerűbben.

Munkaerőpiac

Az új bevezetések nagy médiavisszhangot kapnak, ezáltal marketing és PR-tevékenységet folytatva a vállalat számára. Ez nem csak a bevezetés napjaira igaz, a későbbiekben is fo-

lyamatosak a sajtómegjelenések, amellyel fokozatosan növekvő ismertségre tehetnek szert a tőzsdei cégek. Mindezeknek köszönhetően a tőzsdei jelenlét nagy és stabil cégre asszociál, ezzel növelve az üzleti bizalmat a vállalat felé a versenytársak és az üzleti partnerek irányából egyaránt. A munkavállalók bizalma is megnő munkahelyük iránt. Összességében elmondható, hogy vonzóbb munkahellyé válik, kedvezőbb karrier lehetőségnek tekintik, mint egy zárt körben működő vállalatot.

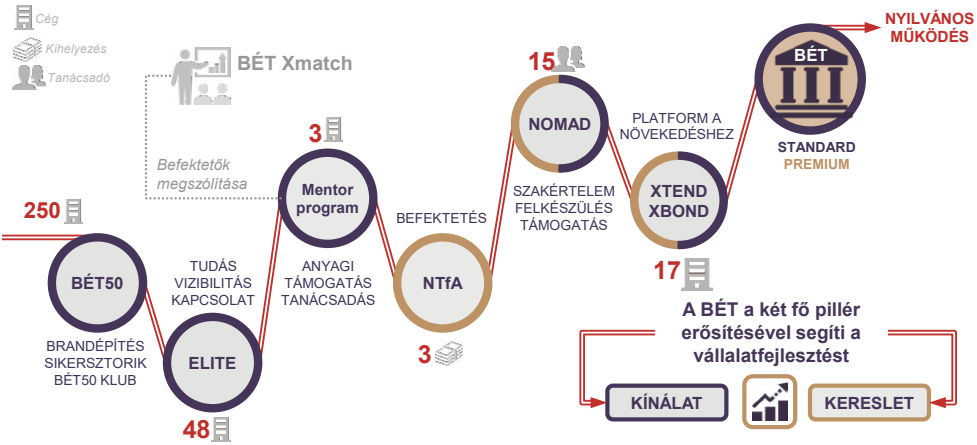
Tulajdonosi struktúra

A tőzsdei jelenlét és az ezzel járó esetleges tranzakció nem egyenlő a tulajdonosi kontroll elvesztésével. Nyilvános társaságként akár kisebbségből is hatékonyan megtartható a tulajdonosi kontroll. A stratégia alkotási folyamat viszont több aspektusban is változhat. A vezetői réteg elkülönülése egy jó példa rá, mely a hatékony működést tovább növeli. Az operatív és stratégiai szint elválik egymástól, a management és tulajdonosi feladatokat szétválasztják. Megjegyzendő, hogy a bevezetés önmagában nem vezet a szintek elkülönüléséhez, de sok esetben ösztönzőleg hat rá. A generációváltás problémájára is segítség lehet a tőzsdei megjelenés. Ez szintén pozitívum, hiszen a családi vállalatok életében fontos szerepet tölt be az új generáció megfelelő integrálásának feladata.

A BÉT tőzsdei bevezetést támogató eszközei

Amennyiben egy vállalat nyitott a tőzsdére lépésre és fejlettségét tekintve is megfelelő a tőkepiacra, a BÉT már a folyamat kezdetétől támogatja mind felkészülés, mind finanszírozás szempontjából. Az erre kidolgozott eszközök hatékonyan segítik a vállalatok fejlődését, amelyek egymásra épülését a következő ábra szemlélteti.

5. sz. ÁBRA
Tőzsdére lépést támogató BÉT eszközök



BÉT50

A BÉT 2016 óta készíti el az ötven hazai sikeres vállalkozást megjelentető kiadványát, amely inspiráló vállalati történeteket mutat be. A kiválasztásra került cégek Magyarországon működő, hazai kötődésű, többségi magyar tulajdonú vállalatok, amelyek értéket teremtve hosszú távú piaci pozícióra tettek szert, ezzel inspirálóan hatva környezetükre.

ELITE Program

A BÉT és a Londoni Tőzsde 2016 óta tartó együttműködésének keretében támogatja a fejlődő vállalkozásokat a tőzsde-képessé válás útján nemzetközi vállalkozásfejlesztési programmal, magyar modulokkal kiegészítve. Nem csak arra van szükség, hogy a cég főbb mutatóiban megfeleljen a tőzsdei jelenlétnek, a vállalatvezetők stratégiai, szemléletbeli felkészítése is szükséges. Ebben segít az ELITE Program, amely nemcsak képzést, hanem kapcsolatépítést és vizibilitást is jelenthet a társaságok számára nemzetközi szinten.

Mentorprogram

Elsősorban a társaságok tőzsdére lépését támogatja financiális oldalról (uniós forrásból 2022-ig). A tőzsdére lépés költségeit maximum 50 százalékban finanszírozza a BÉT (legfeljebb 40 millió forinttal). A cégek ezt igénybe vehetik bármire, ami a tőzsdére lépéssel kapcsolatban felmerülhet. Gyakori felhasználása: pénzügyi és adójogi átvilágítás, kommunikációs és vállalatfinanszírozási tanácsadás. Másodsorban pedig az ELITE képzés tandíja finanszírozható az arra alkalmas KKV-knak.

Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap (NTfA)

Az NTfA co-investment struktúrában fektet a tőzsdére tartó vállalatokba. Ennek értelmében az alkalmas vállalatokban „cornerstone” befektetőként részt vehet a tranzakcióban, további magánbefektetőktől bevont összeg részvétele mellett. Az alap keresleti és kínálati oldalon egyaránt támogatja a vállalatok piaci megjelenését, összességében 13 milliárd forinttal. Egyrészt jegyezhet a cég papírjaiból, ezzel bizalmi faktort jelentve segíti a kiegyensúlyozott befektetői kör megalapozását. Másrészt zártkörűen működő társaságokba fektethet pénzt annak érdekében, hogy fejlesztések segítségével az adott vállalat megjelenjen a tőzsde valamely platformján a következő 12–24 hónapban.

NOMAD rendszer

A BÉT Xtend piacán való megjeleneshez kötelező igénybe venni a Kijelölt Tanácsadók szolgáltatását (Nomad – Nominated Advisor). Feladatuk, hogy aktívan segítsék a tőzsdei felkészülés folyamatát, megírják az információs dokumentumot, illetve tájékoztatót. A kibocsátást követően is támogatják a vállalatokat a jogi és jelentéstételi kötelezettségek teljesítésében.

HVCA KOCKÁZATI- ÉS MAGÁNTŐKEALAPOK KEZELŐINEK LISTÁJA:

Bonitás Befektetési Alapkezelő Zrt.

Cím: H-1123 Budapest, Alkotás u. 53. B. ép.
Cégvezető: Kvancz Gábor
Telefon: +36 1 801 9069
Email: info@bonitasktk.hu
Honlap: http://www.bonitasktk.hu

CEE Equity Partners

Cím: H-1024 Budapest, Csörsz u. 41. VI emelet
Cégvezető: Szalai Tamás
Email: t.szalai@cee-equity.com
Honlap: http://cee-equity.com/

Day One Capital Zrt.

Cím: H-1025 Budapest, Vend u. 26.
Cégvezető: Dr. Kákosy Csaba, Simó György, Straub Elek
Email: info@dayonecapital.com
Honlap: http://www.dayonecapital.com

DBH Investment Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

Cím: H-1027 Budapest, Kacsa u. 15-23. Residence Irodaház 5. em.
Cégvezető: Dr. Erdei Sándor
Telefon: +36 1 803 7900
Email: info@dbh-group.com
Honlap: http://www.dbh-investment.com

Enterprise Investors Hungary

Cím: H-1124 Budapest, Csörsz u. 49-51.
Cégvezető: Thomas Tüske
Telefon: +36 1 888 2900
Email: info@ei.com.pl
Honlap: http://www.ei.com.pl/hu

Euroventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

Cím: H-1124 Budapest, Mártonhegyi út 61/A
Cégvezető: Tánczos Péter
Telefon: +36 1 309 7900
Email: office@euroventures.hu
Honlap: http://www.euroventures.hu

FINATECH Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

Cím: H-1013 Budapest, Krisztina krt. 32.
Cégvezető: Kornis Gábor
Email: info@finatech.hu
Honlap: http://www.finatech.hu

FINEXT STARTUP Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

Cím: H-1025 Budapest, Nagybányai út 92. A.ép. I.em. 4.
Cégvezető: Halász Iván
Telefon: +36 1 783 3749
Email: finextstartup@finextstartup.hu
Honlap: http://www.finextstartup.hu

Franklin Templeton Investments

Cím: H-1051 Budapest, Sas u. 10-12.
Cégvezető: Nicholas Kabcenell
Telefon: +36 1 354 3700
Honlap: http://www.franklintempleton.hu

Hiventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

Cím: H-1138 Budapest, Kapás u. 6-12.
Cégvezető: Katona Bence Gergely
Telefon: +36 1 452 57 80
Email: info@hiventures.hu
Honlap: http://www.hiventures.hu

iEurope Capital Kft.

Cím: H-1121 Budapest, Zugligeti út 41.
Cégvezető: Czirják László
Telefon: +36 1 200 4015
Email: info@ieurope.com
Honlap: http://www.ieurope.com

Lead Ventures Alapkezelő Zrt.

Cég Lead Ventures Alapkezelő Zrt.
Cím: H-1027 Budapest, Kapás u. 6-12.
Cégvezető: Galácz Ábel
Email: info@leadventures.eu
Honlap: https://www.leadventures.eu

MFB Invest Befektetési és Vagyonkezelő Zrt.

Cím: H-1027 Budapest Kapás u. 6-12.
Cégvezető: Bugár Csaba
Telefon: +36 1 780 1710
Email: info@mfbinvest.hu
Honlap: http://www.mfbinvest.hu

OXO Ventures

Cím: H-1025 Budapest, Szépvölgyi u. 6.
Cégvezető: Oszkó Péter
Email: info@oxoventures.eu
Honlap: https://oxoventures.eu

PBG FMC Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

Cím: H-1024 Budapest, Lövőház u. 9.
Cégvezető: Eszter Elemér
Email: iroda@pbgfmc.hu
Honlap: http://www.pbgfmc.hu

PortfoLion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

Cím: H-1123 Budapest Alkotás u. 53. MOM Park B. épület V. emelet
Cégvezető: Molnár András
Telefon: +36 1 298 3370
Email: info@portfolion.hu
Honlap: http://www.portfolion.hu

Solus Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

Cím: H-1056 Budapest, Váci u. 38.
Cégvezető: Katona Zsolt
Telefon: +36 30 948 3169
Email: info@soluscapital.hu
Honlap: http://www.soluscapital.hu/

Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt.

Cím: H-1072 Budapest, Rákóczi u. 42.
Cégvezető: Jobbágy Dénes
Telefon: +36 1 413 2740
Honlap: http://www.szta.hu

Venturio Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

Cím: H-1055 Budapest, Honvéd u. 20.
Cégvezető: Vitán Gábor
Telefon: +36 20 617 1667
Email: info@venturio.hu
Honlap: http://www.venturio.hu

Vespucci Partners Zrt.

Cím: H-1053 Budapest Károlyi u. 12.
Cégvezető: Stickl László
Telefon: +36 30 515 7959
Email: info@vespuccipartners.com
Honlap: https://www.vespuccipartners.com/

X-Ventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

Cím: H-1077 Budapest, Wesselényi u. 28., 1. emelet.
Cégvezető: Zsembery Levente
Telefon: +36 1 412 2618
Email: info@x-ventures.hu
Honlap: http://www.x-ventures.hu

Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület
(Hungarian Venture Capital and Private Equity Association)

E-mail: hvca@hvca.hu
Tel.: +36 1 920 2682
Web: www.hvca.hu