

**SZENT ISTVÁN
EGYETEM**

DOKTORI (PhD) ÉRTEKEZÉS TÉZISEI

**A KOCKÁZATI TŐKEALAPOK DÖNTÉSI FOLYAMATAI ÉS
PROJEKTÉRTÉKELÉSI KRITÉRIUMAI MAGYARORSZÁGON**

Készítette:

Konecsny Jenő

Gödöllő

2018

A doktori iskola megnevezése: Gazdálkodás és Szervezéstudományok Doktori Iskola

A doktori iskola tudományága: gazdálkodás- és szervezéstudományok

A doktori iskola vezetője: Dr. Lehota József
egyetemi tanár
MTA Doktora (DSc)
SZIE GTK, Üzleti Tudományok Intézete

Témavezető: Dr. Borszéki Éva
professor emerita
a közgazdaságtudomány kandidátusa (CSc)
SZIE GTK, Üzleti Tudományok Intézete

Az iskolavezető jóváhagyása

A témavezető jóváhagyása

Tartalomjegyzék

1. A MUNKA ELŐZMÉNYEI, A KITŰZÖTT CÉLOK	4
2. ANYAG ÉS MÓDSZER.....	7
2.1. Az elvégzett kutatások terjedelme.....	7
2.2. Kutatási és statisztikai módszerek	7
2.3. A kutatások során használt befektetői minták bemutatása	8
3. EREDMÉNYEK.....	10
3.1. A kockázati tőke-befektetési döntési folyamat vizsgálata.....	10
3.2. A Likert-skálás kérdőíves felmérés eredményeinek bemutatása.....	12
4. ÚJ ÉS ÚJSZERŰ TUDOMÁNYOS EREDMÉNYEK	18
5. KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK.....	21
6. AZ ÉRTEKEZÉS TÉMÁJÁBAN MEGJELENT PUBLIKÁCIÓK.....	24

1. A MUNKA ELŐZMÉNYEI, A KITŰZÖTT CÉLOK

A kockázati tőke egyike lehet azon finanszírozási eszközöknek, melyek segíthetnek enyhíteni a kis- és középvállalkozások tőkehiányát, tekintettel arra, hogy mint külső, saját tőke típusú forrás vehet részt a befektetésre alkalmas vállalkozások finanszírozásában. A kockázati tőke jellegzetessége, hogy elsősorban a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat keresi, melyek gyakran a valamilyen innovatív tevékenységet folytató vagy technológia intenzív vállalati körből kerülnek ki.

Értekezésem középpontjában a Magyarország iránt (is) érdeklődő, különböző tulajdonosi háttérű és eltérő vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott intézményi kockázati tőke-befektetők, befektetési döntési folyamatának vizsgálata áll. A kockázati tőke-befektetési döntési folyamattal a nemzetközi szakirodalom széles köre foglalkozik, ám a tanulmányok többsége vagy a döntési struktúra felépítésének általános jellemzésére vagy a döntési folyamat egy-egy részének elemzésére szorítkozik. Különösen nagy hangsúly helyeződik azokra a kutatásokra, melyek a befektetési lehetőségek értékelésével kapcsolatos kritériumokat, illetve azok egymáshoz viszonyított fontosságát vizsgálják. Kevés kutatás törekszik ugyanakkor arra, hogy valamilyen szempont alapján differenciálja a befektetőket, holott feltételezhető, hogy azok különböző csoportjai a befektetési döntési folyamat tekintetében sem követnek azonos gyakorlatot.

Értekezésemet ennek megfelelően két fő vezérfonalat követve építem fel. **Egyrészt részletesen bemutatom a Magyarországon működő kockázati tőke-befektetők döntési folyamatának felépítését és az egyes döntési szakaszok során kifejtett befektetői tevékenységeket. Ennek során a vizsgálat terjedelmét az ügyletgenerálástól kezdve a befektetési lehetőségek értékelésén át egészen az ügyletstrukturálásig jelölöm ki. Értekezésem másik vezérfonala a befektetők differenciálása tulajdonosi háttérük és életciklus preferenciájuk szerint, bemutatva a kétféle szempont szerint elkülönített befektetői csoportok döntési folyamatát jellemző sajátosságokat.** Ezzel a szakirodalom e szempontból való bővítéséhez is hozzá kívánok járulni.

Doktori értekezésemben a kockázati tőke-befektetési döntési folyamatot a kutatásba bevont befektetők csoportosításával vizsgálom az egyes csoportok között kimutatható szignifikáns különbségek feltárásával. A csoportképző ismérveket a befektetők eltérő tulajdonosi háttérére, illetve az általuk preferált eltérő vállalati életszakasz jelentette. A kutatáshoz a magyarországi kockázati tőke-ágazat 2008-2017-es időszaka kiváló terepet biztosított, tekintettel arra, hogy ez alatt az idő alatt nemcsak állami és magánháttérű, hanem ún. hibrid tőkealapok is működtek, melyek gyűjtött tőkéjét részben állami, részben pedig magánforrás képezte. Emellett, a befektetői paletta a finanszírozásnál preferált vállalati életpálya teljes ívét lefedte, azaz korai fázisú és az érett életszakasz finanszírozását preferáló befektetők egyaránt működtek a magyar kockázati tőke-piacon.

Kutatásom során az alábbi célokat tűztem ki:

- a) Vizsgálni a kockázati tőke-befektetők befektetési döntési folyamatainak felépítését az ügyletgenerálástól az ügyletstrukturálásig. Feltárni a döntési folyamat struktúrák közötti különbségeket aszerint, hogy milyen a vizsgált befektetők tulajdonosi háttérére vagy vállalati életszakaszra vonatkozó befektetési preferenciája. Végezetül megalkotni azokat a döntési folyamat modelleket, melyek jól leírják a valamilyen szempont (tulajdonosi háttér vagy preferált életszakasz) szerint elkülönített befektetői csoportokra jellemző befektetési döntési gyakorlatot.
- b) Elemezni a befektetők által, a befektetési javaslatok szűrésénél figyelembe vett értékelési kritériumokat, illetve azok fontosságát. Azonosítani közülük azokat a kritériumokat,

- melyeknél a különböző tulajdonosi háttérrel rendelkező vagy különböző vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők egyes csoportjai szignifikánsan eltérnek egymástól.
- c) Elemezni a befektetők által, a részletes átvilágítás (due diligence) és cég- vagy projektértékelés során végrehajtott jellemző tevékenységeket, illetve a befektetéstől elvárt hozamok befolyásoló tényezőit. Ennek kapcsán is azonosítani azokat a tevékenységeket és tényezőket, melyek alapján a különböző tulajdonosi háttérrel rendelkező vagy különböző vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők egyes csoportjai szignifikánsan különböznek egymástól.
 - d) Végezetül értékelni az ügyletstrukturálás jellegzetességeit a mintában szereplő befektetőkénél és kiemelni közülük azokat, melyek kapcsán szignifikáns különbség tapasztalható a különböző tulajdonosi háttérrel rendelkező vagy különböző vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők között.

Hipotéziseim felállításában nagymértékben támaszkodtam a téma szempontjából releváns nemzetközi és magyar szakirodalomra, illetve a 2008-as felmérésem eredményeire. Hipotéziseim a következők:

H1: A Magyarországon működő, állami háttérű kockázatitőke-befektetők által alkalmazott befektetési döntési folyamat adminisztratívabb és formalizáltabb struktúrát követ, mint a magán és hibrid eredetű forrásokat kezelő befektetők befektetési döntési folyamata.

Az eltérő tulajdonosi háttér vizsgálata esetében főleg az állami befektetők által alkalmazott döntési gyakorlatot állítom szembe a magán- és hibrid háttérű befektetők döntési gyakorlatával. Feltételezésem szerint ugyanis az állami háttérű befektetők döntési szisztémája a másik két befektetői csoport döntési gyakorlatához képest több szakaszt és döntési szintet is tartalmaz, mely miatt az egész döntési folyamat egy sokkal formalizáltabb struktúrát követ. A befektetési döntési folyamat befektetői életciklus preferencia szerinti vizsgálatánál, elsősorban a korai és az érett életszakaszban lévő vállalkozások finanszírozására szakosodott befektetők között teszek különbséget. Bár az érett életszakaszt preferáló befektetők döntési folyamata hasonló struktúrát követ, mint a korai fázisú befektetőké, feltételezem, hogy a döntési folyamaton belüli szakaszok szintjén fellelhető sajátosságok miatt, érdemes mégis ezt a befektetői csoportot elkülönítetten kezelni a korai fázisú befektetőktől. Ebből adódik a második hipotézisem, mely a következő:

H2: A késői vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott kockázatitőke-befektetők befektetési döntési folyamata több specifikus jellemzővel is rendelkezik, így érdemes ezek feltárása érdekében ennek a befektetői csoportnak a döntési gyakorlatát elkülönítetten vizsgálni a korai vállalati életszakasz (magvető vagy start-up) finanszírozására szakosodott kockázatitőke-befektetőkétől.

A befektetési javaslatok értékeléséhez használt kritériumok fontosságával, a részletes átvilágítással, valamint az értékelési módszerekkel és az elvárt hozamot befolyásoló tényezőkkel foglalkozó b) és c) kutatási célok vizsgálatakor elsősorban az eltérő vállalati életszakaszra specializálódott befektetők differenciálására helyezem a hangsúlyt, mivel ez a megközelítésmód sokkal konkrétabb kutatási hipotézisek megfogalmazását teszi lehetővé. A kockázatitőke-befektetők a projekt mögött álló menedzsment vagy vállalkozó képességeit, a célpiac növekedési ütemét, a termék/vagy szolgáltatás egyes tulajdonságait és a projektben rejlő hozampotenciált tartják a legfontosabb szempontoknak. Feltételezésem szerint ezek a kritériumok az általam vizsgált befektetők körében is nagyon fontos értékelési szempontoknak minősülnek, függetlenül attól, hogy milyen tulajdonosi háttérrel rendelkeznek vagy milyen vállalati életszakasz finanszírozására specializálódtak. Ebből következik harmadik hipotézisem, mely a következő:

H3: Az alapítói háttértől és a finanszírozásnál preferált vállalati életszakasztól függetlenül a felméréseimben szereplő kockázattőke-befektetők számára a menedzsmenttel, a célpiaccal és a projektben rejlő hozam- és exitpotenciállal kapcsolatos kritériumok egyaránt nagyon fontos szempontoknak minősülnek a befektetési projektek vizsgálata során.

Feltételezhető azonban, hogy a prioritást élvező szempontok mellett, az eltérő vállalati életszakasz finanszírozására koncentráló befektetők számára más-más kritériumok lehetnek fontosak a befektetési projektek vizsgálatakor.

H4: A korai vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott kockázattőke-befektetők számára az alapítók múltbeli vállalkozói tapasztalatának, a prototípus rendelkezésre állásának, valamint a termék vagy szolgáltatás szabadalmi védettségének vizsgálata egyaránt nagy hangsúlyt kap a befektetési javaslatok értékelésénél.

A késői vagy érett vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott kockázattőke-befektetők számára a vállalkozás múltbeli pénzügyi helyzetének (cash flow és eladósodottság) és a célpiacon vagy piaci szegmensen betöltött pozíciónak a vizsgálata egyaránt nagy hangsúlyt kap a befektetési javaslatok értékelésénél.

A befektetési döntési folyamat során a kockázattőke-befektetők saját maguk is becslést adnak az általuk vizsgált projektek üzleti értékére. Az értékeléshez több módszer is rendelkezésükre áll, feltételezhető, hogy a befektetők többsége nemcsak az egyik vagy másik módszerrel értékeli a projekteket, mégis a vizsgált projektek életciklusa hatással lehet arra, hogy az értékelési eljárások közül végül melyik kapja a nagyobb hangsúlyt. Az ötödik hipotézisem ebből adódóan a következő:

H5: A projekt vagy vállalkozás üzleti értékének becslésekor a korai életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők elsősorban a diszkontált cash flow alapú értékelési modellre, míg az érett életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők főleg a relatív értékelésre támaszkodnak.

Az ügyletstrukturálást fontosnak tartom a befektetők tulajdonosi háttere és életciklus preferenciája oldaláról is megvizsgálni, mivel mindkét csoportosítással feltárhatók sajátos, a magyarországi kockázattőke-piacon is előforduló strukturálási modellek.

H6: A Magyarországon működő, állami háttérű kockázattőke-befektetők egy sajátos feltételrendszerből álló zárt finanszírozási konstrukciót nyújtanak, mely tőkeági és a hiteltípusú jellemzőkkel egyaránt rendelkezik.

A korai vállalati életfázis finanszírozására szakosodott befektetőknel – az ilyen típusú ügyletekben rejlő magasabb kockázat miatt – a befektetési összeg mérföldkövek teljesítéséhez kötött rendelkezésre bocsátása a jellemző. A késői vállalati életfázis finanszírozására szakosodott befektetőknel viszont a befektetés egy összegben történő rendelkezésre bocsátása jellemző, a finanszírozás során pedig – az ilyen típusú ügyletek nagyobb méretéből adódóan – a befektetők gyakran igénybe vesznek bankhitelt is.

Kutatásaim, a hipotéziseimmel kapcsolatos eredmények több szempontból is hozzájárulhatnak a kockázattőke-befektetők működésével kapcsolatos ismeretekhez. Összehasonlíthatóvá válik egyfelől a magyarországi befektetők döntési folyamata azokkal a döntési modellekkel, melyeket a szakirodalom a nyugat-európai, amerikai és más kelet-közép-európai kockázattőke-befektetők vonatkozásában már feltárt. A befektetők tulajdonosi háttér és életciklus preferencia szerinti csoportosítása ugyanakkor lehetővé teszi a különféle befektetői csoportokra jellemző specifikus jegyek feltárását is, melyeket a szakirodalom nem nagyon emel ki.

2. ANYAG ÉS MÓDSZER

Kutatásomat egy 2008-ban és 2014-ben lefolytatott, személyes megkérdezésekből álló kérdőíves felmérésekre alapozom, melyek közül elsősorban a 2014-es vizsgálataimból származó kutatási eredményekre helyezem a hangsúlyt.

2.1. Az elvégzett kutatások terjedelme

A 2008-as felmérés célja az volt, hogy rámutasson az eltérő alapítói háttérrel rendelkező kockázati- és magántőke-befektetők befektetési magatartásának sajátosságaira az alábbi területeket érintően: befektetési politika, befektetési folyamat, a befektetések kezelése, a befektetésekből való kilépés, illetve a befektetési társaság vagy alap által alkalmazott motivációs rendszer. Összesen 10 kockázati-tőke-befektetővel készült interjú, ezek közül hét magán, három pedig állami tulajdonosi háttérrel rendelkezett. A kutatást kiegészítette két rövid esettanulmány is, melyekben egy állami és egy magán háttérű befektető által végrehajtott konkrét befektetési ügylet körülményeit mutattam be.

Szintén a személyes megkérdezés módszerét alkalmaztam a 2014-es kutatás során, ám ezúttal a vizsgálatot kiegészítettem egy Likert-skálás kérdőíves felméréssel is, a kutatás fókuszát viszont leszűkítettem úgy, hogy az kizárólag a kockázati-tőke-befektetési döntési folyamatra vonatkozott. Ennek megfelelően ez a felmérés az ügyletgenerálással, a befektetési javaslatok szűrésével és értékelésével, az ügyletek részletes átvilágításával, valamint a befektetési tranzakciók strukturálásával foglalkozott, a befektetést követő monitoring tevékenységre és a kiszállási szakaszra viszont már nem tért ki.

2.2. Kutatási és statisztikai módszerek

A primer adatgyűjtés a 2008-as és a 2014-es kutatás esetében is **kérdőíves megkérdezéses felmérés** formájában történt, melynek alanyai kockázati-tőke-befektetésekkel foglalkozó alapkezelők vagy befektetési társaságok jellemzően vezető pozícióban lévő munkatársai voltak. A megkérdezés előre felállított, strukturált kérdéssor alapján személyesen történt.

1. táblázat: A 2014-es Likert skálás kérdőívben szereplő főbb témacsoportok

Kritériumcsoport neve	Kritériumok, állítások száma
1. Csoportosított projektértékelési szempontok	29
<i>1/a. Általános értékelési kritériumok</i>	4
<i>1/b. Értékelési kritériumok a projekt menedzsmentjével kapcsolatban</i>	5
<i>1/c. Értékelési kritériumok a megcélzott piaccal kapcsolatban</i>	6
<i>1/d. Értékelési kritériumok a termékkel/szolgáltatással kapcsolatban</i>	5
<i>1/e. Értékelési kritériumok a vállalkozással kapcsolatban</i>	5
<i>1/f. Egyéb értékelési kritériumok</i>	4
2. A részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenységek	17
3. A projekt értékeléséhez használt módszer	8
4. A projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők	11
5. Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások	25
Összesen	90

Forrás: saját szerkesztés

Mindkét kutatás esetében **primer adatgyűjtést is végeztem**. A 2008-as kutatásban szinte kizárólag nyitott kérdéseket használtam, a 2014-es kutatásban viszont a nyitott kérdéseket csak a kockázatitőke-befektetési folyamat megismerése miatt tettem fel az alanyoknak. Ez a kutatás tartalmazott zárt kérdéseket is, melyeket egy **Likert-skálába rendezve tettem fel**. A Likert-skála egy diszkrét értékelőskála, mely a nem összehasonlító skálaképzési technikák közé tartozik. Két végpontja van, melyek között öt válaszkategória helyezkedik el. Minden állításhoz egy számértéket kell rendelni annak alapján, hogy a válaszadó mennyire ért, vagy nem ért egyet az adott állítással. A skálapontok közötti távolságok egyenlők és kifejezik a mérési kategóriák közötti különbséget. A 2014-es kutatásban összeállított Likert skálás kérdőív összesen 90 db állítást tartalmazott, melyeket az interjúalanyoknak egy ötfokozatú skálán kellett értékelniük. A kérdőív az *1. táblázat* szerinti öt fő témacsoportot tartalmazta.

A megfelelő módszerhez a **statisztikai hipotézisvizsgálat** témaköre vezetett el, **azon belül is az ún. homogenitásvizsgálat**. A hipotézisvizsgálat során meg kell fogalmazni a nullhipotézist, illetve az ún. alternatív vagy ellenhipotézist is. A nullhipotézis helyességét a próbafüggvénnyel tudjuk megítélni, ha igazolni tudjuk, akkor az alternatív hipotézis elvetendő és a nullhipotézis az igaz, ha nem, akkor az alternatív hipotézis lesz igaz, a nullhipotézist pedig el kell vetni. A statisztikai próbák lehetnek paraméteresek, vagy nemparaméteresek, melyek közül utóbbit elsősorban a kis elemszámú mintáknál alkalmazzák. Mivel a Likert-skálás kérdőívet mindössze 13 kockázatitőke-befektető töltötte ki, így a kutatás során nemparaméteres próbákat futtattam le.

A nemparaméteres próbák közül, a csoportokba tartozó elemek eloszlásainak egyezőségét a **Kruskal-Wallis-féle H-teszttel** vizsgáltam. A próba kettőnél több, egymástól független minta elemeinek eloszlását hasonlítja össze a megfelelő próbafüggvény értékének meghatározásával, melynek kritikus értékkel történő összevetése után megállapítható, hogy a vizsgált mintaelemek eloszlása eredeztethető-e ugyanabból az eloszlásból. Szignifikáns eredmény esetén, a Kruskal-Wallis-féle H-teszt nem mondja meg, hogy mely független minták eloszlásai között áll fenn a szignifikáns különbség, így ennek feltárása végett érdemes páronként megvizsgálni a mintákat és a **Mann-Whitney-féle U-tesztek** lefuttatásával meggyőződni arról, hogy mely minták elemeinek eloszlása között áll fenn szignifikáns különbség. A próbák során, a nullhipotézisek igazságának megítélésekor jellemzően az 5-10%-os szignifikancia szintnek megfelelő, vagy az ún. Bonferroni-eljárásnak¹ megfelelő kritikus értékeket vettem alapul.

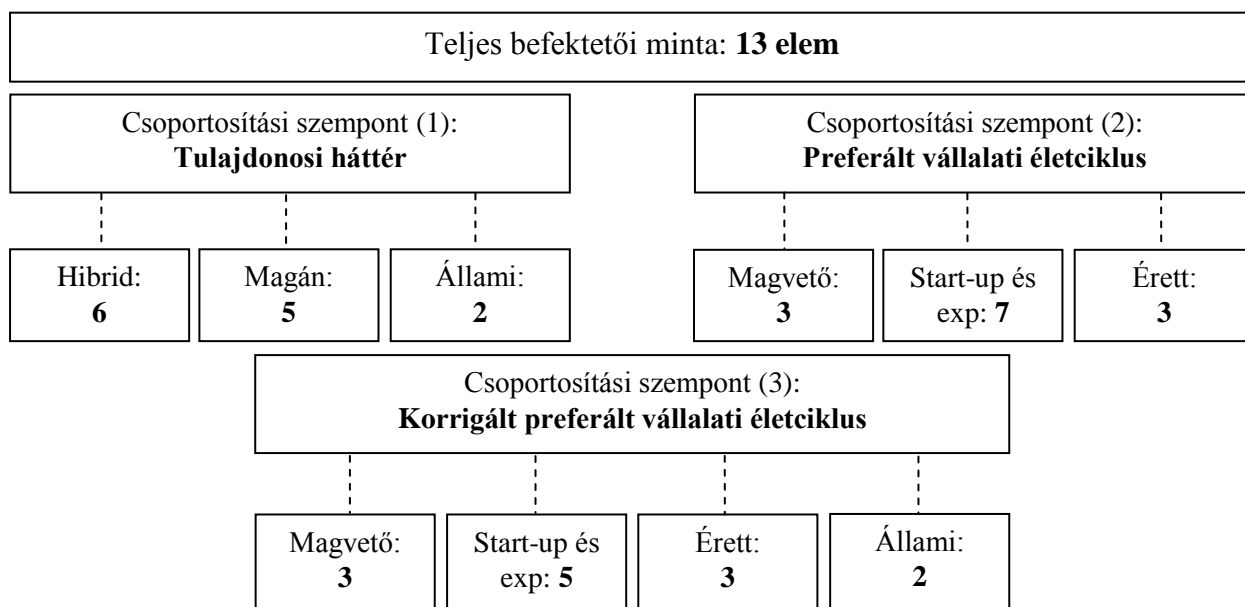
A statisztikai próbák lefuttatása után a vizsgálat megközelítését megfordítottam és olyan statisztikai módszert kerestem, mely képes volt a mintában szereplő megfigyelési egységeket, vagyis a kockázatitőke-befektetőket egymástól jól elkülönülő, homogén csoportokba rendezni. A csoportképzésre alkalmas módszerül a többváltozós statisztikai elemzési eszközök közé tartozó **klaszteranalízist** választottam. Annak érdekében pedig, hogy meggyőződjek a kapott klaszterek homogenitásáról ellenőriztem a klasztereken belüli változók szórását, melyet összevettem a klaszterezés nélküli, összes változóra érvényes szórással.

2.3. A kutatások során használt befektetői minták bemutatása

A 2008-as kutatás esetében a minta összeállításánál a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület 2008-as évkönyvének tagjegyzékére támaszkodtam, mely összesen 28 teljes jogú tagként nyilvántartott kockázatitőke-befektetőt tartalmazott. A 28 tagból összesen 20 befektetőt kerestem meg a kutatás kapcsán, melyek közül végül 10 befektetővel tudtam interjút készíteni (50%-os válaszadási arány). A mintában 3 állami háttérű és 7 magáneredetű forrásokat kihelyező

¹ Az eljárás célja egy módosított szignifikancia szint meghatározása az eredeti szignifikancia szint és az összehasonlított független minták számának hányadosa alapján.

befektető szerepelt. A 2014-es kutatás befektetői mintájának összeállításakor az volt a célom, hogy tulajdonosi háttér és a befektetők által preferált vállalati életszakasz szempontjából is egy heterogén csoport jöjjön létre. A minta összeállítása érdekében 27 befektetőt kerestem meg, melyek közül végül 13-mal sikerült újabb interjúkat lefolytatnom, így az első kutatáshoz hasonló, 48%-os válaszadási arányt tudtam elérni. A teljes mintát három szempont szerint csoportosítottam, egyrészt tulajdonosi háttér szerint, másrészt a finanszírozásnál preferált vállalati életszakasz szerint kétféleképpen úgy, hogy a 3. csoportosításnál az állami háttérű befektetőket – figyelembe véve azok speciális finanszírozási konstrukcióját – külön kategóriaként kezeltem (1. ábra).



1. ábra: A 2014-es kutatás kockázatitőke-befektetői mintájának háromféle csoportosítása
Forrás: saját szerkesztés

A kis mintaelemszám ellenére véleményem szerint a felmérés reprezentatívnak tekinthető, melynek igazolását a kutatásban résztvevő kockázatitőke-befektetők által gyűjtött tőke oldaláról közelítem meg. A Likert-skálás kérdőíves felmérés idején, a közvetlenül magyarországi befektetésekre allokált tőke összege kb. 140 milliárd Ft-nak felelt meg úgy, hogy ebbe az összegbe nem tartozott bele az egész kelet-közép-európai régió iránt érdeklődő kivásárlási és mezzanine alapok által gyűjtött tőke volumene. Az interjúk készítésének idején, a felméréseimben szereplő, csak magyarországi befektetésekre szakosodott kockázatitőke-befektetők által kezelt tőke összege közel 83-84 milliárd Ft-nak felelt meg, mely így a teljes allokált tőkeösszeg majd 60%-át reprezentálta. Ehhez adódik még hozzá a felmérésben résztvevő kivásárlási alapok által gyűjtött tőke volumene, mely közel 600 milliárd Ft értékűre becsülhető, ebből azonban nem tudni, hogy mennyit tesz ki a magyarországi befektetésekre elkülönített tőke nagysága. Fontos megjegyezni továbbá, hogy az alapkezelők képviselőit nagyon nehéz volt rávenni arra, hogy információkat szolgáltatassanak a kutatáshoz és, hogy vállalják a személyes interjúkat. Elzárkózásukat főleg időbeli leterheltségükkel és az üzleti információk bizalmas jellegével magyarázták.

3. EREDMÉNYEK

3.1. A kockázatotíke-befektetési döntési folyamat vizsgálata

Az általános kockázatotíke-befektetési döntési gyakorlatnak megfelelően, a felméréseimben résztvevő befektetők döntési folyamata is az ügyletgenerálási szakasszal kezdődik. A befektetési projektek érkehetnek egyéni megkeresések alapján, amikor közvetlenül a forrást kereső vállalkozó vagy projektgazda keresi meg a befektetőt, valamint érkehetnek a befektetők személyes kapcsolatrendszerén keresztül is. **Az ügyletgenerálási stratégia jellegét tekintve a befektetők nem mutattak egységes képet.** Aktív ügyletgenerálási stratégiát főképp az újonnan létrejött, vagy az új alapot indító befektetők alkalmaztak, ami érthető, hisz a megfelelő projektvolumen eléréséhez szükséges piaci jelenlétük aktív jelzése.

A befektetési döntési folyamat második szakasza **az előszűrés**, melynek célja, hogy a befektetők szelektáljanak a projektek között és kiválasszák azokat, melyekkel komolyabban is szeretnének foglalkozni. Az előszűrésnek két szakasza is lehet, melyek közül az egyik egy általános szűrési szakasz, amikor a befektető, az általa fontosnak tartott kritériumok (pl.: menedzsment, célpiac, illetve a termék vagy szolgáltatás vizsgálata) alapján értékeli a projektet, míg a másik egy ún. specifikus szűrési szakasz, melynek szempontjait a befektető tulajdonosi háttere, a kezelt tőke forrása, valamint az alapkezelő befektetési stratégiája egyaránt meghatározhat.

Amennyiben a projektet vonzónak ítéli meg a befektető, a döntési folyamat egy újabb szakasza következik, melyet ugyanakkor nem egységes néven illetnek a megkérdezett szakemberek. Egyesek úgy hivatkoznak rá, mint **előzetes értékelés** („*initial due diligence*”), míg mások úgy, mint üzleti terv vizsgálat vagy üzleti terv due diligence. Az alaposabb megismerés végett a befektetők még több információt gyűjtenek össze a projektről, az üzleti modellről, valamint a potenciális kockázatokról, egyrészt a menedzsmenttel lefolytatott újabb személyes találkozókból, másrészt a saját maguk által végzett kutatásból. A különféle külső szakértők bevonása ekkor még kevésbé jellemző. A projekt finanszírozása iránti formális befektetői elköteleződés első állomása az indikatív befektetői ajánlat, vagy **előzetes befektetői megállapodás vagy szándéknyilatkozat** („*term sheet*”) elkészítése, majd felek általi aláírása. Az ajánlat a befektetés utáni együttműködés feltételeit rögzíti, melynek kötelező elemei a befektetési összeg és annak rendelkezésre bocsátásának bemutatása, a tulajdonosi részarányok, a tranzakciós struktúra, a befektetőt megillető kontroll, opciós, exit és elsőbbségi jogok ismertetése, valamint a titoktartás és az exkluzivitás is.

A szándéknyilatkozat felek általi aláírását követően, az ügyletről készített előterjesztés alapján a befektető jóváhagyja a szándéknyilatkozatot és dönt arról, hogy a projekt a részletes átvilágítás fázisába léphet. A részletes átvilágítás, vagyis az ún. „*due diligence*” folyamat általában külső szakértők megbízásával történik, a befektetők koordinációja mellett. **A részletes átvilágítás jogi, pénzügyi, számviteli, könyvvizsgálati, adózási és technológiai, illetve bizonyos esetekben a szabadalmi védettséget érintő területeket ölel fel, időbeli hossza pedig 2-3 héttől 2-3 hónapig is eltarthat attól függően, hogy mennyire bonyolult, vagy milyen életfázisban lévő vállalkozást kell átvilágítani.** A megkérdezettek szerint az átvilágítási szakaszban már ritkán kerül sor a befektetési javaslatok elutasítására, helyette inkább jóváhagyó döntés születik, így a döntési folyamat véget ér és sor kerül a tranzakció zárására.

A döntési folyamat, hasonló struktúrája ellenére, a felmérés azon törekvése, hogy különbséget tegyen az eltérő tulajdonosi háttérű vagy életciklus preferenciájú befektetők döntési gyakorlata között lehetővé tette a szakirodalom által eddig megállapított eredmények pontosítását és kiegészítését. A tulajdonosi háttérrel tekintve, elsősorban az állami tulajdonban lévő befektetők döntési gyakorlata mutatott sajátosságokat, míg az életciklus

preferencia kapcsán az érett vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők (kivásárlási alapok) voltak azok, melyek döntési modelljét érdemes volt elkülönítve kezelni.

Az állami tulajdonosi háttérű kockázatitőke-befektetők esetében már az ügyletgenerálási szakasz sajátos jegyeket hordoz, a felmérés szerint ugyanis ennél a csoportnál a projektek befogadása különböző formanyomtatványokkal, űrlapokkal és jelentkezési lapokkal történik. Sem a hibrid tőkealapokat kezelő, sem a magáneredetű forrásokat kezelő befektetőknél nem ennyire formális a kapcsolatfelvétel és az előszűrés szakasza. A projektekkel való megismerkedéshez a befektetők csak egy rövid, egy-két oldalas összefoglaló elkészítését várják el („teaser” vagy „one-pager”), mely a tájékozódáshoz szükséges legfontosabb információkat tartalmazza.

Az előszűrés jellegére szintén hatással van a befektethető tőke eredete, vagyis a forrás biztosítója. Az állami tulajdonosi háttérű és a hibrid tőkealapokat kezelő befektetőknél is jellemző volt, hogy az allokált forrás egy része közvetetten vagy az Európai Uniótól vagy a kormányzattól származik. Ez a körülmény az ún. alapspecifikus szűrésre lesz hatással, mely a hibrid tőkealap-kezelőknél programspecifikus szűrésnek is hívható abból adódóan, hogy ezeknek a befektetőknek azt is ellenőrizniük kell, hogy az adott projekt megfelel-e a Jeremie program által előírt feltételeknek. **A magáneredetű forrásokat kihelyező befektetőknek nem kell foglalkozniuk gazdaságpolitikai vagy egyéb előre definiált formális feltételekkel, esetükben inkább a méretspecifikus vagy a vállalkozás életciklusa szerinti szűrés az, ami nagyobb hangsúlyt kap.**

A befektetési döntési folyamat vizsgálata során eltéréseket tapasztaltam a döntési szintek, illetve a formális döntési körök számában is. A döntési szintek számát tekintve, az állami befektetők és a hibrid tőkealap-kezelők egyaránt két szintet különböztetnek meg egymástól a formális befektetési döntések meghozatala során, egyrészt a befektetési bizottsági, másrészt az igazgatósági szintet. **A döntési körök számát illetően, a vizsgálatban szereplő befektetők viszonylag egységes képet mutatnak,** a befektetők többségénél két döntési kört tartalmaz a befektetési döntési folyamat, melyek közül az elsöre általában a szándéknyilatkozat jóváhagyása miatt kerül sor, míg a másodikra a részletes átvilágítást követően, a végső befektetési döntés meghozatala miatt. A nagyobb kivásárlási alapoknál – az ilyen szervezetek nagyobb méretéből adódóan –, valamint egyes állami háttérű befektetőknél előfordulhat három döntési kör is. Az állami tulajdonosi háttérű befektetőknél magasabb projektelfogadási arányt tapasztaltam, mely nem a gyorsabb befektetési döntési folyamatnak köszönhető, hanem **az állami háttérű befektetők azon működési sajátosságának, hogy sokkal puhább feltételekkel vállalják a projektek finanszírozását,** mint a magáneredetű forrásokat kihelyező alapkezelők.

A kivásárlási alapok döntési folyamata esetében, az első fontos sajátosság már rögtön az **ügyletgenerálás** kapcsán megjelenik, mely ennél a befektetői csoportnál **főleg erre a feladatra szakosodott közvetítőcégek bevonásával történik.** Ezek a közvetítők jellemzően olyan tanácsadócégek, melyek szolgáltatási portfóliójába a tranzakciós tanácsadás, illetve vállalati pénzügyek is beletartozik, így ennek megfelelően vevő, vagy eladó oldali megbízás alapján foglalkoznak akvizíciós vagy befektetési célpontok, illetve potenciális befektetők keresésével is. **A kivásárlási alapok másik jellemző ügyletgenerálási technikája az ún. nyilvános aukciókon való részvétel,** melyeken a befektetők – több más kivásárlási alappal együtt – nyilvános vételi ajánlatot tehetnek az aukciókon bemutatott projektekre. Az előszűrésnek ennél a befektetői csoportnál is két szakasza van, az általános szűrés előtt egy **befektetőspecifikus szűrésre kerül sor, melynél a befektető elsősorban azt ellenőrzi, hogy a projekt mérete eléri-e az általa kívánatosnak tartott minimum szintet.** A megkérdezettek szerint, **a kivásárlási alapok preferált vállalati mérettartománya árbevétel tekintetében 30 és 150 millió euró, EBITDA-ja pedig 3 és 20 millió euró között mozog.** Az indikatív ajánlat kiadása egyes befektetőknél kétszintű, először ugyanis egy ún. „letter of intent (LOI)” készül, s csak ezt

követi a „*term sheet*” kiadása. Az LOI egy előszerződéshez hasonló jogi dokumentum, melyet a befektető bocsát ki jelezve a befektetési tranzakció iránti érdeklődését. A dokumentumot jellemzően csak a befektető írja alá. Tartalma többek között kiterjed a tranzakció struktúrájára, az akvizíciós árra és cégérték nagyságára, a felek által biztosítandó szavatosságvállalásokra, a későbbi átvilágítási folyamat során feltárt kockázatokból eredő és a céltársaságot terhelő kártalanítási kötelezettségre, illetve az akvizíciós ár egy részének teljesítmény kritériumoktól függő visszatartására („*escrow*”). A „*term sheet*” szintén egyfajta előszerződésként funkcionál és ugyanazt a szerepet tölti be, mint amit az eddig bemutatott befektetői csoportoknál. A dokumentumon már a céltársaság is megjelenik aláíró félként, tartalma pedig nagyban hasonlít a „*letter of intent*” tartalmi felépítésére azzal a különbséggel, hogy a befektetési feltételek itt részletesebben jelennek meg. Ha a szándéknyilatkozatot a befektető befektetési bizottsága jóváhagyja, akkor megkezdődhet a részletes átvilágítás szakasza, mely az eddigi befektetői csoportokhoz hasonlóan itt is külső szakértőkkel, nemzetközi tanácsadócégekkel történik.

3.2. A Likert-skálás kérdőíves felmérés eredményeinek bemutatása

Ami az általánosan fontosnak tekintett projektértékelési kritériumokat illeti, a felmérés eredményei összhangban vannak a nemzetközi szakirodalomban szereplő megállapításokkal. **A legfontosabb értékelési kritériumok közé valóban a menedzsmenttel, a célpiaccal és az exittel-hozammal kapcsolatos szempontok tartoznak, ám mind közül a legnagyobb hangsúly egyértelműen a menedzsmentre helyeződik.** Igazolódott, hogy a projekt és a menedzsment értékelése nemcsak objektív, hanem szubjektív szempontok, a vezetők személyes tulajdonságai, valamint a befektetők intuíciója alapján is történik. A befektetési döntési folyamat során sor kerül egy általános és egy befektető specifikus szűrésre is. A befektető specifikus szűrés esetében saját felmérésem szerint az életszakasz és méret csak a kivásárlási alapoknál, a földrajzi elhelyezkedés pedig a hibrid tőkealap-kezelőknél releváns. A projektek szakágazata ugyanakkor nem döntő kritérium a magyarországi alapkezelőknél ugyanis a szektor-specifikus működés a befektetők generalista szemlélete miatt nem jellemző. A generalista megközelítés egyrészt összefügg a gazdasági adottságokkal, nevezetesen, hogy a fejlett piacokhoz képest Magyarországon, az egyes szektorokat alkotó vállalkozások elemszáma alacsonyabb, így **a befektetőknek nincs annyira mély merítési alapjuk egy-egy iparágon belül.** Másfelől viszont a kutatás arra is rámutatott, hogy a kockázattőke-befektetők meglehetősen szigorú, több ellenőrzési pontot is tartalmazó döntési folyamatot követnek, és a befektetési lehetőségek között erősen szelektálnak. Emiatt **relatíván kevés vállalkozás tud megfelelni az általuk elvárt növekedési, hozam vagy méret követelményeknek. A befektetők ennél fogva nem tehetik meg, hogy tevékenységüket csak egy adott iparágra specializálják, hanem kell, hogy legyen rálátásuk minden olyan iparágra, ahol nagy növekedési potenciálú cégek jelenhetnek meg.**

A befektetők eltérő tulajdonosi hátterét tekintve, a projektek földrajzi elhelyezkedését jelölő változó esetében az állami hátterű befektetők különültek el szignifikánsan a másik két befektetői csoporttól. Az állami befektetők számára a projekt földrajzi hovatartozása közömbös szempont, hiszen **az ő törekvésük éppen az, hogy befektetési tevékenységük az országon belül minél változatosabb térségekben működő vállalkozásokhoz is elérjen.** Ezzel szemben a hibrid tőkealap-kezelők zöme – a Jeremie program előírásaiból adódóan – csak a közép-magyarországi régió kivül fektethet be, így ez a kritérium az ő esetükben nagyobb figyelmet kapott. Azon projektértékelési kritériumokat, melyeknél az eltérő vállalati életciklus preferenciával rendelkező befektetők között szignifikáns különbség alakult ki a 2. táblázat mutatja. A termék vagy szolgáltatás egyedi technológiai jellege, az alapító vagy ötletgazda korábbi vállalkozói tapasztalata, valamint a szabadalmi védettség kérdése például a korai fázisú befektetőknek fontos. Szintén a korai szakaszra koncentrálnak befektetők emelték ki a prototípus rendelkezésre állásának jelentőségét. **A magyarországi kockázattőke-piacon meglehetősen kevés magvető tőkealap működik, a start-up befektetők pedig nem hajlandók vállalni a prototípus-**

fejlesztéssel járó kockázatot, így – a korai életszakasz fókuszuk ellenére – a befektetési kockázat csökkentése érdekében elvárják, hogy a céltársaság már rendelkezzen működő prototípussal. Az **érett vállalati életfázist preferáló befektetők** számára a **vállalkozás múltbeli cash flow-jának stabilitása** kapott nagyobb hangsúlyt. Ezen felül, a kivásárlási alapok olyan cégeket keresnek, melyek **valamely létező piac szűkebb szegmensének kiszolgálására törekednek** lehetőleg úgy, hogy már piacvezető pozícióban vannak, vagy pár éven belül azok lehetnek. Felmérésem továbbá már a projektértékelési kritériumok kapcsán rámutatott az **állami háttérű befektetők sajátos finanszírozási modelljére, melyet az alacsonyabb hozamelvárési szint, a gazdaságpolitikai szempontok figyelembevétele, illetve a hagyományos iparágak felé fordulás egyaránt jellemzett.**

2. táblázat: Projektértékelési kritériumok, melyeknél szignifikáns különbség áll fenn a finanszírozásnál eltérő preferenciájú kockázattípusok-befektetők között

Változó száma	A projektértékelési kritérium megnevezése	H-statisztika és p-érték	Szign.
V3 [†]	A projekt földrajzi elhelyezkedése	(H = 6,31); (p = 0,098)	($\alpha < 10\%$)
V8* [†]	A projekt vezetőjének van vállalkozói tapasztalata.	H = 8,57; (H = 9,6) p = 0,014; (p = 0,022)	$\alpha < 5\%$ ($\alpha < 5\%$)
V12* [†]	A termék/szolgáltatás egy már létező piac szűkebb szegmensét szolgálja ki.	H = 5,68; (H = 6,59) p = 0,058; (p = 0,086)	$\alpha < 10\%$ ($\alpha < 10\%$)
V20* [†]	Prototípus már rendelkezésre áll.	H = 9,63; (H = 9,65) p = 0,008; (p = 0,022)	$\alpha < 1\%$ ($\alpha < 5\%$)
V22*	Múltbeli cash flow-ja stabil.	H = 5,42; p = 0,067	$\alpha < 10\%$
V29 [†]	A projektben az átlagosnál magasabb hozampotenciál rejlik.	(H = 6,24); (p = 0,1)	($\alpha = 10\%$)

*Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti eredeti csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám: N_{SE} = 3, N_{SU} = 7, N_{LS} = 3; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők

[†] Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti korrigált csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 3; p, H és szignifikancia értékek zárójelben találhatóak; mintaelemszám: N_{SE} = 3, N_{SU} = 5, N_{LS} = 3, N_{ST} = 2; ahol ST = állami háttérű befektetők

Azoknál a változóknál, ahol mind a *, mind a [†] szimbólumok megtalálhatók szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti eredeti és korrigált csoportosítás szerint is.

Forrás: Saját kutatás

A részletes átvilágítás legfontosabb mozzanatai közé a menedzsmenttel folytatott interjúk, a külső szakértők bevonása, a projekt kulcsembereire vonatkozó referenciák feltárása, a meglévő és potenciális szállítókkal és vevőkkel történő egyeztetések tartoznak. Az átvilágítás típusai jogi, pénzügyi, számviteli, adózási és speciális esetben technológiai területet egyaránt érintenek. Az állami háttérű befektetők speciális finanszírozási modellje az átvilágítási szakaszban is megmutatkozik, hiszen a potenciális exit lehetőségek azonosításának kisebb a jelentősége, a hangsúly pedig a társtulajdonosok által, a befektetés futamidejének végén végrehajtandó kivásárlás megvalósíthatóságát befolyásoló pénzügyi tényezők vizsgálatára helyeződik. A korai fázisú befektetőknel a **szabadalom kérdése** ismét előtérbe került, vagyis ennek az értékelési szempontnak a jelentősége **végigkíséri a befektetési folyamatot, a szűréstől kezdve egészen az átvilágításig (3. táblázat).**

A vevői és szállítói partnerek vizsgálata esetében a kutatás a start-up és az érett vállalati életfázisra koncentráló kockázattípusok-befektetők között tárt fel szignifikáns különbséget. Ez a tevékenység a start-up befektetők részletes átvilágítási gyakorlata során fordult elő a legkevésbé, ami azzal magyarázható, hogy mivel a céltársaság itt még korai fázisban van, így nem biztos, hogy rendelkezésre állnak olyan stabil partnerségi kapcsolatok, melyeket fel lehetne használni a vállalkozás értékeléséhez. Ezzel szemben viszont az érett életfázist preferáló

befektetőknek ez egy teljesen járható út a releváns információk megszerzéséhez, hiszen az általuk vizsgált cégek a szakmai múltjukból adódóan már valószínű, hogy felépítettek több erős, esetleg stratégiai partnerségi megállapodást. A klaszteranalízisek lefuttatása során, a korai fázisú befektetőknel új vizsgálati pontként jelent meg **az igényelt befektetési összeg felülvizsgálata és módosítása**, melyre valószínűleg azért van szükség, mert a korai fázisban aktív befektetők – befektetési tapasztalatuknak köszönhetően – pontosabban meg tudják ítélni egy-egy induló fázisban lévő projekt befektetési igényét. Ezen kívül, **a korai fázisú ügyleteknél előfordulhat, hogy az igényelt befektetési összeg olyan kicsi, hogy annak kihelyezése a befektető számára már nem lenne hatékony**. Ilyenkor a befektető javasolhatja egy hosszabb növekedési pálya megfinanszírozását, melynek állomásait néhány mérföldkő kijelöléséhez köti.

3. táblázat: Részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenységek, melyeknél szignifikáns különbség áll fenn a finanszírozásnál eltérő preferenciájú kockázatitőke-befektetők között

Változó száma	A részletes átvilágítás során végrehajtott tevékenység megnevezése	H-statisztika és p-érték	Szign.
V37*	Az elérhető vagy már meglévő vevők, szállítók, partnerek felkeresése.	H = 5,21; p = 0,074	$\alpha < 10\%$
V44*†	A szabadalmi védettség vagy a védettség megszerzhetőségének ellenőrzése.	H = 8,57; (H = 8,65) p = 0,014; (p = 0,034)	$\alpha < 5\%$ ($\alpha < 5\%$)

*Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti eredeti csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám: N_{SE} = 3, N_{SU} = 7, N_{LS} = 3; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők

† Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti korrigált csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 3; p, H és szignifikancia értékek zárójelben találhatóak; mintaelemszám: N_{SE} = 3, N_{SU} = 5, N_{LS} = 3, N_{ST} = 2; ahol ST = állami háttérű befektetők

Azoknál a változóknál, ahol mind a *, mind a † szimbólumok megtalálhatók szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti eredeti és korrigált csoportosítás szerint is.

Forrás: Saját kutatás

A felméréseimben szereplő befektetők által, a cégértékelések során használt módszerek megfelelnek a vállalatértékelési sztenderdeknek, illetve a szakirodalomban említett jellemzően előforduló eljárásoknak. **A relatív értékelés jelentősége és népszerűsége ugyanakkor növekedett a magyarországi befektetők körében, melyet a magyarországi kockázatitőke ágazat fejlődésével magyarázok. Ez alatt azt értem, hogy a befektetési tapasztalat növekedésével az itteni befektetők is egyre jobban elsajátították a fejlett piacokon már alkalmazott projektértékelési módszereket.** Ehhez járult még hozzá az M&A piac növekedése is, melyből adódóan egyre több cégfelvásárlási tranzakcióra került sor, melyek árazását – ha azok nyilvánosak voltak – a kockázatitőke-befektetők is alapul tudták venni értékeléseikhez.

Az értékeléshez használt módszereket és a projektektől elvárt hozamot befolyásoló tényezőket illetően, az eltérő vállalati életciklus preferenciával rendelkező befektetők közötti szignifikáns különbségek a 4. táblázatban megjelölt változóknál álltak fenn. A múltbeli EBITDA-n vagy EBIT-en alapuló szorzószámú értékelés esetében a **magvető tőkealapok** különültek el szignifikánsan a start-up befektetőktől, a kivásárlási alapoktól, majd az állami háttérű befektetőktől is. A Likert-skálás kérdőív eredményeiből kiderült, hogy a magvető szakaszra koncentrálnak befektetők sokkal kevésbé alkalmazzák ezt az értékelési eljárást a projektek vizsgálatakor, ami azzal magyarázható, hogy **döntően olyan projektekkel találkoznak, ahol gyakran még a vállalkozás megalapítása sem történt meg, vagy ha mégis, akkor az nem rendelkezik értékelhető múlttal vagy eredményességgel.** Éppen ezért a múltbeli adatokra alapozott értékelési eljárások nem lehetnek relevánsak. Ami az árfolyam-nyereség rátával történő relatív értékelést illeti, a tesztek csak a magvető és az érett vállalati életfázisban befektető tőkealapok között tártak fel szignifikáns különbséget, jöllehet az utóbbi befektetői csoport majdnem elkülönült a start-up befektetőktől is. A csoportok közötti különbség oka, hogy a P/E rátán alapuló értékelést inkább az érett vállalati életszakaszt preferáló kockázatitőke-befektetők

alkalmazzák, mivel az általuk vizsgált céltársaságok már elérték azt a méretet, mely alkalmassá teheti őket arra, hogy értéküket a tőzsdei cégeknél használatos P/E ráta alapján becsüljék meg.

4. táblázat: Projektértékelési módszerek és a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők, melyeknél szignifikáns különbség áll fenn a finanszírozásnál eltérő preferenciájú kockázatitőke-befektetők között

Változó száma	A projektek értékeléséhez használt módszerek és a projekttől elvárt megtérülési rátát befolyásoló tényezők megnevezése	H-statisztika és p-érték	Szign.
V47 [†]	Diszkontált cash flow alapú értékelési modellek	(H = 7,48) (p = 0,058)	($\alpha < 10\%$)
V52* [†]	Múltbeli EBITDA vagy EBIT értéken alapuló szorzószámok értékelés	H = 7,19; (H = 7,49) p = 0,027; (p = 0,058)	$\alpha < 5\%$ ($\alpha < 10\%$)
V53*	Árfolyam/nyereség (P/E) rátán alapuló szorzószámok értékelés	H = 5,38; p = 0,068	$\alpha < 10\%$
V58*	A befektetés várható futamideje	H = 5,55; p = 0,062	$\alpha < 10\%$
V64* [†]	A projekt szakágazati hovatartozása	H = 5,91; (H = 6,93) p = 0,052; (p = 0,074)	$\alpha < 10\%$ ($\alpha < 10\%$)

*Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti eredeti csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám: N_{SE} = 3, N_{SU} = 7, N_{LS} = 3; ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők

[†] Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti korrigált csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 3; p, H és szignifikancia értékek zárójelben találhatóak; mintaelemszám: N_{SE} = 3, N_{SU} = 5, N_{LS} = 3, N_{ST} = 2; ahol ST = állami háttérű befektetők

Azoknál a változóknál, ahol mind a *, mind a [†] szimbólumok megtalálhatók szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti eredeti és korrigált csoportosítás szerint is.

Forrás: Saját kutatás

A befektetői hozamelvárás mértékét több tényező is befolyásolja, melyek közé a befektetés futamideje, a projekt technológiai jellemzői, a vállalkozás életciklusa, az általános makrogazdasági helyzet, valamint a befektető tulajdonosi háttere egyaránt beletartozik. Igazolódott, hogy a korai fázisú ügyletekben rejlő magasabb kockázat miatt a korai fázisú befektetők hozamelvárása is nagyobb, ami kutatásom szerint a 30-45%-os sávban mozog. **A korai fázisú ügyletek finanszírozásával járó magasabb kockázat egyik fontos befolyásoló tényezője a befektetés várható futamideje**, melyre mind a magvető, mind a start-up befektetők nagy figyelmet fordítanak. **A legmagasabb hozamelvárással a magánháttérű befektetők működnek, míg a hibrid tőkealap-kezelők és az állami háttérű befektetők alacsonyabb hozamszintekkel is megelégednek.** A hibrid tőkealap-kezelők esetében az alacsonyabb hozamelvárás a Jeremie program feltételeivel függ össze. Egyrészt, a kezelt alapok forrásának nagy része közösségi és kormányzati eredetű, ami miatt a befektetők csak kisebb részben kockáztatnak tisztán magáneredetű forrást. Másfelől a program, ösztönzési célból a magánbefektetők javára hozameltérítést, illetve a veszteségek nagyobb részének állami befektetők általi átvállalását biztosítja, tovább csökkentve ezzel a magánbefektetők által vállalt kockázatot. **A kivásárlási alapok hozamelvárása inkább a 20-30%-os tartományban mozog, a tényleges hozamkövetelményt ugyanakkor befolyásolja a biztosított tőke típusa is**, mezzanine jellegű, hibrid finanszírozásnál például 20% alatti hozamigény is előfordulhat.

Az állami háttérű befektetőknél sajátos árazás modell működik, melynél a hozam alapját valamilyen referenciakamat vagy –hozam jelenti, és ehhez adódik hozzá egy felár, melynek mértéke a projekt kockázatosságának megítélésétől függ. A befektetők több kockázati kategóriát is elkülönítenek, melyek mindegyikéhez hozzárendelnek egy-egy adott nagyságú hozamfelarat, így sokszor a hozamelvárás felár komponense is előre meghatározottnak tekinthető. **A céltársaság kockázati besorolásának megállapítása egyfajta minősítésként is felfogható, ami miatt az állami befektetők hozamkalkulációja inkább a hitelező bankok**

árazási rendszerére hasonlít. A hozamelvárás konkrét mértéke ugyanakkor meglehetősen alacsony, jellemzően évi 20% alatti. **Az alacsony hozamelvárás nincs összhangban az állami befektetők korai növekedési fázist preferáló finanszírozási stratégiájával,** mely a hasonló fókuszú hibrid tőkealap-kezelők és magánbefektetők oldaláról magasabb hozamelvárást indokolna.

Ami az ügyletstrukturálást illeti, mivel a felméréseimben szereplő befektetők által alkalmazott tranzakció strukturálási technikák megfelelnek a nemzetközi szakirodalomban is megjelenő gyakorlatnak, így megállapítható, hogy **a Magyarországon működő kockázatitőke-befektetők nagyrészt adaptálni tudták a fejlettebb nyugat-európai országok és az Egyesült Államok kockázatitőke-befektetőinek ügyletstrukturálási módszereit.** Ezek közé tartozik a befektetőket megillető elsőbbségi jogokat megtestesítő értékpapírok alkalmazása, a stratégiai kérdéseket érintő vétőjogok kikötése, a hozamelsőbbség, az exitet segítő speciális jogok és a különféle kontroll jogok előírása, valamint a befektetési összeg mérföldkövekhez kötött szakaszos folyósítása. Magyarországra jellemző sajátosság, hogy a részvények helyett a befektetők inkább üzletrészeket birtokolnak, melyeknél ugyanakkor nehezebb érvényesíteni bizonyos, a fejlett kockázatitőke-piacca rendelkező országok befektetőinél jól működő, de elsőbbségi részvényfinanszírozásra specializált klauzulákat. A befektető által birtokolt részesedés mértéke a befektetők életciklus preferenciájával függ össze, a korai fázisú befektetők sokszor megelégednek a kisebbségi pozícióval, míg a kivásárlási alapok általában a többséghez ragaszkodnak. A szakaszos finanszírozás – a korai fázisú ügyletekben rejlő jelentős kockázati szintből adódóan – valóban a korai fázisú befektetők sajátossága, viszont a nyugat-európai és amerikai start-up finanszírozásban elterjedt „*vesting*” konstrukció alkalmazása, vagyis az eredeti alapítók részesedésének meghatározott időközönként történő fokozatos visszajuttatása a megkérdozett korai fázisú befektetőknél már nem jellemző. Az érett életfázisban a befektetők egy összegben bocsátják rendelkezésre a tőkét, gyakran bankhitel igénybevétele mellett. **Az ügylet kockázatának csökkentése érdekében ugyanakkor, a vételár egy része (10-25%-a) jellemzően visszatartásra kerül egy ún. zárolt számlán („*escrow account*”), melynek feloldása és ezen keresztül az adott összeg céltársaságba történő befektetése csak bizonyos teljesítménycélok elérése esetén következik be.** Ami a megcélzott tulajdoni részesedést illeti, az érett vállalati életszakasz finanszírozásában aktív befektetők jellemzően a többségi pozíció megszerzésére törekednek, mely általában érvényes az igazgatóságban elfoglalt helyek számára is. Azon tranzakció strukturálási jellemzőket, melyeknél az eltérő vállalati életciklus preferenciával rendelkező befektetői csoportok között szignifikáns különbségek jöttek létre az 5. táblázat mutatja.

5. táblázat: Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások, melyeknél szignifikáns különbség áll fenn a finanszírozásnál eltérő preferenciájú kockázatitőke-befektetők között

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások megnevezése	H-statisztika és p-érték	Szign.
V67 [†]	Bankhitel bevonása.	(H = 7,7) (p = 0,053)	($\alpha < 10\%$)
V72 [†]	Életbiztosítás előírása a projekt kulcsembereinek.	(H = 6,24) (p = 0,1)	($\alpha = 10\%$)
V74 [†]	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	(H = 9,94) (p = 0,019)	($\alpha < 5\%$)

[†] Szignifikáns különbség áll fenn a preferált életciklus szerinti korrigált csoportosítás alapján; Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 3; p, H és szignifikancia értékek zárójelben található; mintaelemszám: N_{SE} = 3, N_{SU} = 5, N_{LS} = 3, N_{ST} = 2; ahol ahol SE = magvető tőkealapokat kezelő befektetők, SU = start-up befektetők, LS = érett vállalati életszakaszt preferáló befektetők, ST = állami háttérű befektetők

Forrás: Saját kutatás

Ami a befektetők eltérő tulajdonosi hátterét illeti, a kutatás egyik nagyon fontos újszerű eredménye annak megállapítása volt, hogy az állami hátterű befektetők zárt finanszírozási rendszert alkalmaznak, mely a tőkeági és a hitelfinanszírozás jegyeit egyaránt magában hordozza. Ez azt jelenti, hogy az állami befektetők már a szándéknyilatkozatban előre meghatározzák a befektetés futamidejét, a befektetéstől várható hozam mértékét, az exit időpontját, sőt még a kiszállás módját is, nevezetesen, hogy az exit a befektető részesedésének eredeti tulajdonosok általi visszavásárlásával kell, hogy megtörténjen. Ennek a sajátos modellnek az ismertetőjegyei azonban a döntési folyamat más részeinél is megjelennek. Ide tartozik például a tranzakciók árazásánál tapasztalt referenciahozamok és felárak előre történő rögzítése, vagy a részletes átvilágítás során annak vizsgálata, hogy a céltársaság eredeti tulajdonosai ki tudják-e majd vásárolni az állami befektetőt a futamidő végén. A konstrukció bankhitelre emlékeztető jellegét erősíti, hogy egyes állami befektetők még biztosítékokat is kérnek a céltársaságtól, melynek formája lehet készfizető kezesség, jelzálogjog vagy opciós jog a befektető kivásárlásának előírására. Az állami befektetőkre jellemző zárt finanszírozási konstrukciót a nemparaméteres próbák is alátámasztották, ugyanis az előre meghatározott futamidő és exit, valamint az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása, mint a kiszállás egyetlen módja mind olyan változó volt, melyeknél az állami hátterű befektetők és a többi befektetői csoport között szignifikáns különbség állt fenn (6. táblázat).

6. táblázat: Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások, melyeknél szignifikáns különbség áll fenn az eltérő tulajdonosi hátterű kockázati tőke-befektetők között*

Változó száma	Ügyletstrukturálással kapcsolatos állítások megnevezése	H-statisztika és p-érték	Szign.
V70	Előre meghatározott befektetési futamidő előírása.	H = 5,53; p = 0,063	$\alpha < 10\%$
V74	A befektetési összeg csepegtetése mérföldkövek teljesítéséhez kötve.	H = 6,27; p = 0,044	$\alpha < 5\%$
V89	Az eredeti tulajdonosok általi visszavásárlás előírása exitként.	H = 6,95; p = 0,031	$\alpha < 5\%$
V90	Az exit időpontjának meghatározása.	H = 5,34; p = 0,069	$\alpha < 10\%$

*Kruskal-Wallis H-teszt; szabadságfok (df) = 2; mintaelemszám: $N_{ST} = 2$, $N_{JE} = 6$, $N_{PR} = 5$; ahol ST = állami hátterű befektetők, JE = hibrid tőkealapokat kezelő befektetők, PR = magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők

Forrás: Saját kutatás

A több befektető közreműködésével végrehajtott, szindikált befektetések nem jellemzőek Magyarországon, a megkérdezett befektetők közül egyedül a kivásárlási alapok számoltak be arról, hogy részt vettek már ilyen ügyletekben. Ezekben az esetekben a szindikálásra vagy a tranzakció mérete miatt került sor vagy amiatt mert a tranzakcióban résztvevő befektetők finanszírozási konstrukciói ugyan eltérőek voltak, de jól ki tudták egészíteni egymást. **Korai szakaszú ügyleteknél viszont csak nagyon ritkán fordult elő szindikálás**, holott az angolszász területeken, az ilyen típusú ügyletek finanszírozása is sokszor több befektetővel egyszerre történik meg. A szindikálás kisebb jelentőségét egyrészt magyarázhatja, hogy **kevesebb a valóban értékes projekt**, így a befektetők, ha rátalálnak egyre, akkor annak finanszírozását inkább saját maguk akarják megoldani. **Korlátozó tényező lehet az alaplánc is**, mely a magyarországi befektetők esetében számottevően kisebb, mint a fejlett kockázati tőke-piacokon. **A kisebb alaplánc miatt a befektetők nem tudnak annyi projektben részt venni, hiszen kizárólagos projektjeikbe is több körben kell investálniuk**. Így viszont kevesebb lehetőségük nyílik arra, hogy az alap forrásából szindikált ügyletek megvalósítására is elkülönítsenek. További akadályozó tényező lehet, ha **a projektben nincsen akkora növekedési potenciál, mely biztosítani tudná azt, hogy a finanszírozásban résztvevő mindegyik befektető elérje a számára elvárt megtérülést**.

4. ÚJ ÉS ÚJSZERŰ TUDOMÁNYOS EREDMÉNYEK

Kutatásaim alapján, az alábbi új és újszerű eredményekkel egészíthetők ki a kockázatitőke-befektetők befektetési döntési folyamatáról eddig rendelkezésre álló ismeretek:

- 1. A Magyarországon működő kockázatitőke-befektetők befektetési döntési folyamata hasonló struktúrát követ és hasonló döntési szakaszokat tartalmaz (ügyletgenerálás, előszűrés, szándéknyilatkozat, részletes átvilágítás, ügyletstrukturálás), mint a fejlettebb kockázatitőke-ágazattal rendelkező országok befektetőinek döntési folyamata. Érdemes ugyanakkor a befektetőket differenciálni tulajdonosi háttérük és vállalati életciklus preferenciájuk szerint, mivel mindkét megközelítés alapján az egyes csoportokra jellemző működési sajátosságok tárhatók fel.**

A teljes befektetési döntési folyamat formalizáltságát elsősorban a befektető szervezeti mérete és tulajdonosi háttere határozza meg. Az állami háttérű befektetők, a többi befektetői csoporthoz képest egy adminisztratívabb, formálisabb döntési folyamatot követnek, melyet akár három döntési szint és döntési kör is jellemezhet. A projektek értékelését előre elkészített, egységes kinézetű adatlapok és nyomtatványok, illetve saját készítésű pénzügyi modell alapján végzik egységesen minden projektre vonatkozóan. A magáneredetű forrásokat kihelyező kockázatitőke-befektetőkön belül, az érett vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetők sokkal nagyobb szerepet szánnak a külső tanácsadóknak és közvetítőknek a befektetési döntési folyamat egésze során, mint a korai vagy a magvető fázis finanszírozására szakosodott befektetők vagy, mint az állami háttérű befektetők. A közvetítők és tanácsadók nemcsak az átvilágításban, de az ügyletgenerálásban, az ügyletstrukturálásban és az exitben is aktívan részt vesznek. A kivásárlási alapoknál az ügyletgenerálás sajátos fórumai a nyilvános aukciók, de olyan alapkezelő is van, mely külön az ügyletgenerálásra létrehozott originátor csapatot működtet szervezetén belül.

- 2. Az állami tulajdonosi háttérű kockázatitőke-befektetők sajátos pozíciót foglalnak el a magyarországi kockázatitőke-piacon, mely elsősorban zárt, hitel- és tőketípusú finanszírozási motívumokat egyaránt tartalmazó befektetési konstrukciójukkal magyarázható.**

Az állami háttérű befektetők zárt finanszírozási konstrukciója az elvárt hozam, a befektetési futamidő, valamint a kiszállás módjának előre történő rögzítéséből adódik. Hozamfeltételeik alacsonyak, mellyel a hagyományos ágazatokban működő, alacsonyabb növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások számára is elérhetővé teszik ezt a fajta finanszírozást. A hozamelvárás kialakítása a banki gyakorlathoz hasonlít, referenciahozam és egy felár egyaránt megállapításra kerül, utóbbi komponens mértékét gyakran a céltársaság minősítésével határozzák meg. Banki biztosítékok előírására is sor kerülhet, a megcélzott tulajdoni részesedés pedig mindig kisebbségi. Összességében a konstrukcióról elmondható, hogy feltételrendszere alapján nem feleltethető meg a klasszikus értelemben vett kockázatitőke-befektetéseknek, a finanszírozási döntéseket nem tisztán üzleti-piaci szempontok, hanem regionális fejlesztési és gazdaságpolitikai célok határozzák meg.

- 3. A befektetési lehetőségek értékelésénél – függetlenül a kockázatitőke-befektetők tulajdonosi háttérétől és a finanszírozásnál preferált vállalati életciklustól – a Magyarországon működő kockázatitőke-befektetők ugyanazokat az általános értékelési kritériumokat tartják fontosnak, mint a fejlett kockázatitőke-piaccal rendelkező országok befektetői. Ezek közé a kritériumok közé a menedzsment, a célpiac növekedési potenciálja, valamint az exit és hozampotenciál tartozik. A projekt szakágazati hovatartozása ugyanakkor nem releváns kritérium, ami arra utal, hogy a magyarországi**

kockázati tőke-befektetők generalista szemléletet követnek. Az értékelésnél figyelembe vett szempontokat a befektetők eltérő tulajdonosi háttere és életciklus preferenciája egyaránt befolyásolja.

A menedzsment esetében a befektetők a többtagú csapatokat preferálják, a csapat tagjainak megítélése pedig pozitív hozzáállásuk, korábbi vállalkozói-piaci tapasztalatuk és funkcionális diverzifikáltságuk alapján történik. A korai vállalati életfázist preferáló befektetők számára, a projektek értékelésénél – beleértve az előszűrést és a részletes átvilágítást is –, a szabadalmi védettség megléte vagy megszerezhetősége, a prototípus rendelkezésre állása, és a menedzsment által korábban megszerzett vállalkozói tapasztalat számít fontos értékelési kritériumoknak. A korai fázisú befektetők az egyedi csúcstechnológiát képviselő projekteket keresik, a prototípusfejlesztésre ugyanakkor csak a magvető fázisú befektetők vállalkoznak, a start-up befektetők nem. Az érett vállalati életszakasz finanszírozására szakosodott befektetőknél a céltársaság mérete (árbevétel vagy EBITDA alapján), múltbeli cash flow termelő képességének stabilitása, tőkeszerkezete, valamint egy adott piaci résben betöltött piacvezető szerepe vagy annak rövid távú elérhetősége jelentik a legfontosabb értékelési szempontokat. A menedzsment értékelése során fontos, hogy a fontosabb funkcionális területek lefedettsége biztosított legyen, illetve, hogy a csapat a tulajdonosi körtől független emberekből álljon.

- 4. A projektek becsült piaci értékének megállapításához, a Magyarországon működő kockázati tőke-befektetők a vállalatértékelési sztenderdeknek megfelelő módszereket használják. Az értékelési módszereken belül, a relatív vagy szorzószámú értékelés egyre nagyobb népszerűségnek örvend, ami illeszkedik a fejlettebb kockázati tőke-ágazattal rendelkező országok befektetőinek értékelési gyakorlatához. Egy-egy befektető általában több értékelési módszert is használ egyszerre, azonban a befektetők életciklus preferenciája hatással van arra, hogy a befektető végül melyik eljárást tekinti dominánsnak.**

A magvető tőkealapok elsősorban a diszkontált cash flow (DCF) alapú értékelési modellt használják, melynek során a projektfejlesztési költségekből kiindulva építik fel azt a pénzáram előrejelzést, mely a befektetésük megtérülését biztosítani tudja. A start-up befektetők ezzel szemben már a relatív értékelést preferálják, ami egyrészt arra utal, hogy már a korai fázisú kockázati tőke-befektetők is el tudták sajátítani a módszer alkalmazásának lépéseit, másrészt pedig rendelkezésre állnak olyan korai fázist érintő tranzakció árazási adatok, melyeket fel lehet használni az értékelés során. Ez egyben a magyarországi akvizíciós, cégértékesítési és tőkebevonási piac elmúlt két és féltizedet érintő fejlődését is fémjelzi. Az érett vállalati életszakasz finanszírozását preferáló befektetők szintén a relatív értékelési eljárást használják elsősorban, ezen belül pedig a jövőbeli eredményen alapuló szorzószámú értékelést preferálják azzal a kiegészítéssel, hogy az EBIT és EBITDA szorzók mellett, a tőzsdei adatokat igénylő P/E ráta szerinti értékelésre is gyakran támaszkodnak.

- 5. A Magyarországon (is) működő, magáneredetű forrásokat kezelő kockázati tőke-befektetők az általuk preferált vállalati életciklussal összhangban határozzák meg hozamelvárásukat, melynek mértéke megfelel a fejlettebb kockázati tőke-ágazattal rendelkező országokban működő befektetők általános hozamelvárásának. A hibrid tőkealap-kezelőknél és az állami háttérű befektetőknél ugyanakkor inkonzisztencia áll fenn az elvárt hozam és az életciklus preferencia között, ami a piacinál puhább hozamfeltételekben mutatkozik meg.**

A kockázati tőke-befektetők hozamelvárását a stratégiájukban lefektetett életciklus preferencia lapvetően meghatározza. A korai fázisú ügyletekhez magasabb finanszírozási kockázat

tartozik, így az ilyen típusú ügyletek hozamelvárása a legmagasabb. A kockázati tényezők közé a befektetési futamidő és a projekt felfuttatásához szükséges tőkeszükséglet bizonytalansága, valamint különféle projekt-specifikus tényezők tartoznak. A hibrid tőkealapkezelők és az állami háttérű befektetők a piacinál alacsonyabb mértékű hozammal is megelégednek, mely így ellentmondásos helyzetet teremt az életciklus preferenciából adódó finanszírozási kockázat és az ahhoz kapcsolódó tényleges hozamelvárás között. Az ellentmondást egyrészt az oldja fel, hogy mindkét befektetői csoportnál, a befektethető forrás költsége is alacsonyabb, a Jeremie programban résztvevő alapkezelők pedig csak az alap tőkéjének magáneredetű hányadát kockáztatják.

6. A Magyarországon működő kockázatitőke-befektetők ügyletstrukturálási gyakorlata tartalmazza azokat a szerződéses eszközöket, melyek a fejlett kockázatitőke-piacal rendelkező országok befektetői is alkalmaznak. A befektetők tulajdonosi háttere és életciklus preferenciája hatással van a tranzakciók szerződéses feltételeire.

A nyugat-európai és angolszász területek kockázatitőke-befektetői gyakorlatában már ismert elsőbbségi jogokat, a kiszállást segítő speciális jogokat, a vállalati működés stratégiai kérdéseibe történő beavatkozást lehetővé tevő vétőjogokat a felmérésekben résztvevő befektetők is alkalmazzák. A befektetést követő monitoring is hasonló eszközökkel történik, melyek körébe a rendszeres jelentési kötelezettség, illetve a vezető testületekben való képviselési jog előírása is beletartozik. Az eltérő vállalati életciklus preferenciából adódóan, a korai fázisú befektetők a mérföldkövekhez kötött szakaszos folyósítással oldják meg a finanszírozást, többségi részesedés megszerzésére pedig nem törekednek. A kivásárlási alapok ezzel szemben egy összegben helyezik ki a tőkét, többségi részesedést szereznek a céltársaságban, a tranzakció finanszírozását pedig kiegészítik bankhitelek igénybevételével is.

Az értekezés bevezetőjében felállított hipotéziseim értékelését a 7. táblázat mutatja a kutatással érintett főbb témacsoportok szerint.

7. táblázat: A doktori értekezésben bemutatott hipotézisek értékelése

Hipotézis azonosítója	Témacsoport	Vizsgálat módszere	Hipotézisvizsgálat eredménye
H1-H2	Befektetési döntési folyamat	Döntési folyamat feltárása nyitott kérdésekkel	IGAZOLVA
H3	Projektértékelési kritériumok	Nemparaméteres próbák, klaszteranalízis	IGAZOLVA
H4	Projektértékelési kritériumok	Nemparaméteres próbák, klaszteranalízis	RÉSZBEN IGAZOLVA
H5	Projektetek üzleti értékének becslési módszerei	Nemparaméteres próbák, klaszteranalízis, varianciaanalízis	RÉSZBEN IGAZOLVA
H6	Ügyletstrukturálás	Nemparaméteres próbák, klaszteranalízis, varianciaanalízis	IGAZOLVA

Forrás: Saját szerkesztés

A felállított hipotézisek többségét kutatásom igazolta. A H1-es és a H2-es hipotézisek vizsgálata a kockázatitőke-befektetési döntési folyamat tanulmányozásával történt, az erre vonatkozó nyitott kérdések megfogalmazásával, majd az azokra adott válaszok feldolgozásával. A H3-H6-os hipotézisek többnyire a Likert-skálás kérdőívvel érintett főbb témacsoportokra vonatkoznak, melyek kiértékelése nemparaméteres próbák és klaszteranalízisek lefuttatásával történt. A H4-es és H5-ös hipotéziseket részben tekintem igazoltnak.

5. KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK

A befektetési döntési folyamat tanulmányozása rámutatott arra, hogy a Magyarországon működő kockázatitőke-befektetők döntési mechanizmusa nagyon hasonlít a nemzetközi kutatásokban feltárt, fejlettebb kockázatitőke-piaccaal rendelkező országokban működő befektetők döntési gyakorlatára. A döntési struktúrát ugyanazok a szakaszok alkotják, az előszűrést, az előzetes értékelést, a részletes átvilágítást és az ügyletstrukturálást hasonló befektetői tevékenységek szövik át sőt, a felek között létrejövő előzetes befektetői megállapodásokban is megtalálhatók azok a tartalmi elemek, melyeket a nyugat-európai vagy angolszász befektetők is használnak. Mindebből arra lehet következtetni, hogy **a kockázatitőke-ágazat fejlődésével a magyarországi befektetők adaptálni tudták a fejlett piacokra jellemző befektetési döntési gyakorlatot.** Az ágazat fejlődésére utal az is, hogy a felméréseimben résztvevő befektetők között van olyan, amelyik stabil pozíciót tudott kiépíteni magának a befektetői piacon, rendelkezik értékelhető múlttal, sőt több sikeres, nagy hozamot produkáló exitet is fel tud mutatni. **A referenciáikon alapuló reputációjuk megerősödésével ezeknek a befektetőknek nincs szüksége aktív ügyletgenerálási tevékenységre annak érdekében, hogy megfelelő volumenű új projektet tudjanak magukhoz vonzani.** Az ügyletgenerálás aktivitása ehelyett inkább függ attól, hogy a befektető új szereplőnek minősül-e a piacon, illetve, hogy az általa kezelt alap futamideje korai szakaszban van-e még. A befektetési lehetőségek közötti szűrés során figyelembe vett szempontokat a befektetők tulajdonosi háttere, a kezelt források eredete és az alapkezelő befektetési stratégiája – beleértve a vállalati életciklus preferenciát is – egyaránt befolyásolja. **A szakágazati hovatartozás ugyanakkor nem releváns tényező, ami arra utal, hogy a magyarországi kockázatitőke-befektetők alapvetően generalista szemléletet követnek,** befektetési portfóliójukat pedig nagyfokú iparági változatosság jellemzi.

A projektek és vállalkozások üzleti értékének megállapítása során, **a Magyarországon működő kockázatitőke-befektetők is a nemzetközi vállalatértékelési sztenderdeknek megfelelő módszereket használják.** A diszkontált cash flow alapú és a relatív értékelés egyaránt megjelenik, a befektetők ugyanazt a projektet több eljárással is értékelik, ám a döntési gyakorlatuktól függően egy-egy módszernek nagyobb hangsúlyt adhatnak. Kutatásom szerint **a relatív értékelés egyre népszerűbb a magyarországi kockázatitőke-befektetők körében,** ami ismét összefüggésbe hozható a fejlett piacokon működő befektetők értékelési technikájának adaptálásával és a befektetők finanszírozási tapasztalatának növekedésével. A finanszírozás biztosítása főleg elsőbbségi jogokkal felruházott üzletrészeken keresztül történik, de az angolszász kockázatitőke-piacon domináns elsőbbségi részvényeknek is egyre nagyobb a jelentősége. Ezt azért fontos megemlíteni, mert **az angolszász országok befektetőinek ügyletstrukturálási gyakorlata részvénytípusú finanszírozásra lett specializálva, így az általuk alkalmazott strukturálási technikák adaptációját és működését megkönnyíti, ha a magyarországi befektetők is részvényekkel oldják meg a tőkebefektetést.** A befektető és a céltársaság által köttetett jogi dokumentumokban megjelennek a kiszállást segítő speciális jogok (tag-along és drag-along), viszont az alapítók részesedésének fokozatos visszajuttatását lehetővé tevő és a befektetői részesedés hígulása ellen védelmet nyújtó klauzulák („vesting” és antidilution provision”) használata még nem terjedt el annyira. Kutatásom szerint **a befektetőknek nincs feltétlenül szükségük arra, hogy portfóliócégekben többségi tulajdoni részesedést szerezzenek,** ehelyett megelégednek a kisebbségi részesedéssel is. A befektetők tehát biztonságban érezhetik magukat akkor is, ha kisebbségi pozícióban vannak, mert érvényesíteni tudják az őket megillető speciális elsőbbségi jogokat.

A projektek vizsgálata során, a magyarországi kockázatitőke-befektetők is ugyanazoknak a kritériumoknak adják a legnagyobb hangsúlyt, mint a fejlett piacokon működő társaik. Ennek megfelelően **a menedzsmenttel, a célpiaccal, illetve a projektben rejlő exit- és hozampotenciállal kapcsolatos szempontok kapják a legnagyobb befektetői figyelmet.**

Felmérésem rámutatott arra, hogy a befektetési stratégia, azon belül is a befektetők életciklus preferenciája hatással van a projektértékelésre, az általánosan fontosnak tartott kritériumok mellett ugyanis a korai fázisú befektetőket teljesen más szempontok érdeklik, mint a kivásárlási alapokat. **A korai fázisú befektetők például előnyben részesítik azokat a projekteket, melyek valamilyen egyedi csúcstechnológiát képviselnek**, törekednek az innováció szabadalmi védettségének biztosítására és nagyobb bizalmat szavaznak meg azoknak a menedzsment tagoknak, akik vállalkozói múlttal rendelkeznek. **A korai szakaszon belül, a start-up befektetők nem hajlandók vállalni a prototípusfejlesztéssel járó kockázatot**, így elsősorban olyan lehetőségeket keresnek, melyeknél már van működő termék vagy szolgáltatás. A magvető alapok ezzel szemben finanszírozzák a prototípusfejlesztést, problémát jelent viszont, hogy ezekből az alapokból kevés van a piacon. **Fontos lenne, ha a kockázatitőke-piaci szereplők végig tudnák követni a vállalkozások életpályáját és mindegyik életciklusban elegendő számú befektető lenne elérhető.** A korai szakaszban lévő ügyleteknél **a befektetés várható futamideje nagyon fontos kockázati tényező**, hiszen nehezen mondható meg előre, hogy a befektetőnek egyrészt mennyi ideig kell a céltársaságban maradnia ahhoz, hogy a kiszállást megfelelő hozammal meg tudja valósítani, ahogy azt is nehéz megítélni, hogy ehhez a befektetőnek hány finanszírozási kört kell biztosítania. Az állami háttérű befektetők és a hibrid tőkealap-kezelők kivételével, a felméréseimben résztvevő kockázatitőke-befektetők hozamelvárása igazodott az életciklus preferenciájukkal járó kockázathoz, így ennek megfelelően a korai fázisú befektetőknél magasabb hozamigényt tapasztaltam, mint a kivásárlási alapoknál.

A kivásárlási alapok befektetési döntési folyamatának elemzéséből megállapítható, hogy a döntési szakaszok közül a befektetők **kiemelt figyelmet fordítanak az ügyletgenerálásra, melynek sajátos fóruma a nyilvános aukció**, ahol a befektetők egymással versenyeznek a projektekért. Bár a nyilvános aukciók kifejezetten a kivásárlási alapok színterei, árfelhajtó hatásuk miatt a befektetők inkább **azokat a befektetési lehetőségeket keresik, ahol kizárólagos finanszírozási pozíciót élvezhetnek, s így kedvezőbb értékelés mellett szállhatnak be.** Nagy szerep jut továbbá a külső vállalati pénzügyi és tranzakciós tanácsadási cégeknek, illetve befektetési bankoknak, az ügyletgeneráláson át a részletes átvilágításon keresztül egészen az exit lebonyolításáig. **A befektetési lehetőségek szűrésénél a céltársaság mérete döntő szempont**, a befektetők fókuszában pedig a stabil cash flow-t termelő, egészséges tőkeszerkezettel rendelkező vállalatok állnak, melyek menedzsmentje független a tulajdonosoktól, célpiacon pozíciójuk pedig meghatározó. Mivel a portfóliócégek értékének növelése sokszor újabb vállalati felvásárlások megvalósításával történik, így **a kivásárlási alapok az iparágakban rejlő konszolidációs lehetőségek vizsgálatára is kiemelt figyelmet fordítanak.** Mivel a tranzakciók a céltársaság tulajdonosi szerkezetének alapvető megváltoztatásával járnak és a befektető a beszállást követően reorganizálja a vállalati működést, a tranzakció strukturálása során a többségi tulajdoni részesedés megszerzése fontos feltétel.

A magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők **döntési folyamat modelljének felépítését, a döntési szakaszokat jellemző tevékenységeket és az értékelésnél figyelembe vett kritériumokat a befektetők életciklus preferenciája határozza meg.** A korai fázisú tőkealapok döntési folyamata egyszerűbb struktúrát követ, sőt a magvető alapoknál előfordul, hogy még formális döntéshozói fórum sem működik. A felmérés szerint, **a tisztán magáneredetű forrásokat kezelő befektetőknek a legmagasabb a hozamelvárása**, ami azzal magyarázható, hogy ezeknek az alapkezelőknek egyrészt hozamot kell biztosítaniuk az alapok végbefektetői felé is, másrészt **a tevékenységgel együtt járó veszteségeket nem fedezi harmadik fél (pl.: állam).** Így a portfóliót olyan cégekkel is fel kell tölteniük, melyek sikeres működése esetén az exitből akkora hozam realizálható, hogy az kompenzálni tudja a veszteséges ügyletekből adódó leírásokat is. Harmadrészt az alapkezelők ösztönzési rendszere

is úgy épül fel, hogy kiszállás esetén az exitérték adott százaléka az alapkezelőket illeti, így ők is a portfóliócég minél magasabb értéken történő eladásában érdekeltek.

Relatív új szereplőknek minősülnek a magyarországi kockázatitőke-piacon a Jeremie program elindulásával megjelenő **hibrid tőkealap-kezelők**, melyek **döntési modellje egyfajta átmenetet mutat az állami háttérű és a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők között**. Ez azt jelenti, hogy döntési gyakorlatuk nem annyira adminisztratív, mint ami az állami befektetőknél megfigyelhető, de mégis formálisabb, mint mondjuk a korai fázisú, magáneredetű forrásokat kihelyező alapkezelőknél. A Jeremie feltételek miatt a hibrid tőkealap-kezelőknek **a befektetési lehetőségek értékelésekor figyelembe kell venniük ún. program-specifikus szempontokat is**, melyek ugyanakkor nem mindig igazodnak a kockázatitőke-piac működési sajátosságaihoz. Ilyen kritériumnak számít például **a céltársaság földrajzi elhelyezkedése**, mely a Jeremie program keretében felállított alapok többségénél a közép-magyarországi régió kívüli területen kell, hogy legyen. A földrajzi megkötés több szempontból is problémát jelent. Egyrészt nem életszerű, mert **a magyarországi kockázatitőke-piac a közép-magyarországi térségre koncentrálódik**, a start-up és innovációs aktivitás itt a legnagyobb, a megfelelő képzettségű szakemberkínálat pedig szintén ebben a régióban a legszélesebb. Másfelől a megkötés az **alapkezelők működését is hátráltatja azáltal, hogy adminisztrációs terheket ró rájuk**, hiszen a befektetők a jó projekteket nem a földrajzi hovatartozás alapján ítélik meg, így megtalálják a módját annak, hogy a feltételeknek is megfeleljenek, de a jó projekteket se engedjék el. **A befektetési értékhatárral és a vállalkozások múltbeli működési idejével kapcsolatos előírások szintén nehezítik a hatékony tőkeallokációt**. A kutatás szerint, **a hibrid tőkealap-kezelők hozamvárása nincs teljesen összhangban életciklus preferenciájukkal, megtérülési követelményük ugyanis alatta van a hasonló életfázisok finanszírozására szakosodott magánbefektetők hozamvárásának**. Az eltérés okai a program konstrukciós feltételeiből adódnak, melyek ugyan racionális ösztönzési eszközök ahhoz, hogy a befektetők figyelmét a program a korai fázisú ügyletek felé terelje, ugyanakkor **felmerül a kérdés, hogy ezek az ösztönzők nem okozhatnak-e kontraproduktivitást a finanszírozásban**.

A kockázatitőke-befektetők tulajdonosi háttér szerinti csoportosítást tekintve a kutatás egyik legfontosabb eredménye **az állami háttérű befektetők sajátos működési modelljének feltárása** volt. Az állami befektetők döntési folyamata egy formális, adminisztratív struktúrát követ, melyet több döntési kör és szint, hivatalos döntési fórum és a projektek vizsgálatánál használt saját készítésű dokumentációs csomag jellemez. **A projektek értékelésekor nemcsak az üzleti szempontok dominálnak**, a befektetők gazdaságpolitikai célokat, valamint támogatási irányelveket is figyelembe vesznek, hiszen az általuk kezelt tőke vagy kormányzati, vagy Európai Unió forrásból származik. Kiemelt gazdaságpolitikai célnak számít az elmaradottabb régiók fejlesztése, valamint az új munkahelyek teremtése a KKV-szektor tőkeellátottságának javításán keresztül. **A projektek földrajzi elhelyezkedése nem számít, a befektetők törekvése az, hogy finanszírozásukat lehetőleg az ország összes régiójában elérhetővé tudják tenni**. Életciklus orientáltság szempontjából **inkább a korai fázisú ügyleteket preferálják**, mely illeszkedik az általuk követett gazdaságpolitikai célokhoz. Ezen belül azonban teljesen induló szakaszban lévő projektekkal ritkán foglalkoznak, ehelyett érdeklődési körük inkább a korai növekedési fázisra tehető. Mivel **az egyedi technológia megléte nem fontos számukra és a szabadalmi védettséggel kapcsolatos álláspontjuk is ellentmondásos**, így arra lehet következtetni, hogy befektetési stratégiájukba a **hagyományos iparágakba történő kihelyezések** is beletartoznak. A **finanszírozási feltételek puhábbak**, mint a magáneredetű forrásokat kihelyező befektetők esetében, ami ugyanakkor ennél a befektetői csoportnál is ellentmond az életciklus preferenciának. A tranzakciók strukturálása során **az állami háttérű befektetők előre definiálják a kiszállás időpontját, pontosan meghatározva ezzel a befektetés futamidejét, valamint az elvárt hozam mértékét is**, mely általában egy referenciahozamból és egy felárból tevődik össze.

6. AZ ÉRTEKEZÉS TÉMÁJÁBAN MEGJELENT PUBLIKÁCIÓK

Folyóiratcikkek magyar nyelven:

1. *Konecsny Jenő – Csernák József (2013):* Vállalati eredményesség és jövedelmezőség vizsgálat az iparági hovatartozás kontextusában. *Acta Carolus Robertus*, 3. évfolyam, 2. szám, 2013. augusztus, Károly Róbert Főiskola, Gyöngyös, 95-104. pp. ISSN: 2062-8269
2. *Konecsny Jenő – Havay Dóra (2012):* A magyarországi részvénykockázati prémium becslése különféle eljárásokkal. *Gazdaság és Társadalom folyóirat különszám*, 4. évfolyam, 2012. május, Nyugat-magyarországi Egyetem Kiadó, Sopron, 26-53. pp. ISSN: 0865 7823.
3. *Konecsny Jenő – Havay Dóra (2011):* A kockázati tőke-befektetések jelentősége Magyarországon a statisztikai adatok tükrében. *Gazdaság és Társadalom folyóirat különszám*, 3. évfolyam, 2011. március, Nyugat-magyarországi Egyetem Kiadó, Sopron, 62-84. pp. ISSN: 0865 7823.

Folyóiratcikkek idegen nyelven:

1. *Jeno Konecsny – Jozsef Csernak (2013):* Private equity investments in Hungary and the financial crisis. *International Journal of Economics and Finance Studies*, Vol. 5., No. 1, 2013. The Social Sciences Research Society, 202-212. pp. ISSN: 1309-8055.
2. *Jeno Konecsny – Dora Havay (2012):* Venture capital and private equity investments in Hungary – characteristics and prospects. *International Journal of Business and Management Studies*, Vol. 4, No. 2, 2012. The Social Sciences Research Society, 91-100. pp. ISSN: 1309-8047.
3. *Jeno Konecsny – Dora Havay – Szilard Hegedus (2012):* Venture capital and private equity investments in the Central-Eastern European region. *Journal of International Scientific Publications, Economy & Business*, Volume 6, 2012, Science & Education Foundation, 211-220. pp. ISSN: 1313-2555.
4. *Jeno Konecsny – Dora Havay (2011):* The importance of state's role in the Hungarian venture capital market. *International Journal of Economics and Finance Studies*, Vol. 3, No. 2, 2011. The Social Sciences Research Society, 159-168. pp. ISSN: 1309-8055.

Konferencia kiadványban megjelent cikkek magyar nyelven:

1. Konecsny Jenő (2017): A 2009-2016-os magyarországi JEREMIE kockázati tőkeprogram vizsgálata regionális szinten. 97-110. pp. In: Takács István (szerk.): *Az együttműködési attitűdök gazdasági-társadalmi hatótényezői az Észak-Magyarországi régióban működő kkv-kban*. Gyöngyös, 190. pp. ISBN: 978-963-12-8815-5
2. Konecsny Jenő (2016): A Jeremie program Magyarországon – Tények a kockázati tőke-befektetési program eddigi teljesítményéről és preferenciák a befektetői oldalról. XV. Nemzetközi Tudományos Napok. Innovációs kihívások és lehetőségek 2014-2020 között. Károly Róbert Főiskola, Gyöngyös, 2016. március 30-31. 877-885. pp. ISBN: 978-963-9941-92-2.

3. *Konecsny Jenő – Végh Klaudia (2013): A kockázati tőke-befektetések vizsgálata a makrogazdasági helyzet tükrében Magyarországon. Innováció – hatékonyság – munkahelyteremtés – A gazdasági fejlődés fő hajtóerői, Nemzetközi Tudományos Konferencia, Nyugat-magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar, Sopron, 2012. november 12. 1116-1131 pp. ISBN: 978-963-359-000-3.*
4. *Végh Klaudia – Konecsny Jenő (2013): A pénzügyi-gazdasági válság hatásai a magyarországi megtakarításoknál. Innováció – hatékonyság – munkahelyteremtés – A gazdasági fejlődés fő hajtóerői, Nemzetközi Tudományos Konferencia, Nyugat-magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar, Sopron, 2012. november 12. 1116-1131 pp. ISBN: 978-963-359-000-3.*
5. *Konecsny Jenő – Havay Dóra (2011): Új állami kezdeményezés a magyarországi kockázati tőke-piacon – a JEREMIE-program. Erdei Ferenc VI. Tudományos Konferencia, Kecskeméti Főiskola, Konferencia kiadvány, I. kötet, 2011. augusztus 25-26, Kecskemét, 66-70. pp. ISBN: 978-963-7294-99-0.*

Konferencia kiadványban megjelent cikkek idegen nyelven:

1. *Jeno Konecsny – Szilard Hegedus (2013): Comparative analysis between the European and United States' venture capital market. Proceedings of the 4th International Conference on Economic Sciences, Kaposvár University, 9-10 May, 2013. 471-477 pp. ISBN: 978-963-9821-62-0.*