

## A KOCKÁZATI TŐKE AKTIVITÁS KÜLÖNBSÉGEINEK OKAI ORSZÁGOK PÉLDÁIN KERESZTÜL

FUTÓ JUDIT EDIT

### Összefoglalás

*A kockázati tőke-befektetések jelentős hatással vannak a gazdaság növekedésére, mivel megkeresik és finanszírozzák az innovatív és gyors növekedési potenciállal rendelkező fiatal vállalkozásokat. A kockázati tőkéről szóló aktuális globális trendekből szembetűnő különbségek vonhatók le országok/régiók között. A kockázati tőke aktivitásának globális szintű megoszlása 2013-ban a következő: közel 70 százalék az Egyesült Államokban, 15 százalék Európában, és közel 11 százalék ázsiai országokban valósult meg. A tanulmány egyik célja, hogy bemutassuk milyen fejlődési utat jártak be a kiemelt területek (Egyesült Államok, Németország és Délkelet- Ázsia) kockázati tőke-piacai, és ebből keressük azokat a magyarázó tényezőket, amelyek hatással vannak az adott ország kockázati tőke aktivitására. Az összehasonlító módszer alapján meghatározó faktoroknak tekinthető például a pénzügyi rendszer fejlettségi szintje, a finanszírozási kultúra, a gazdasági és jogi környezet. A tanulmány másik célja, hogy egyrészt megvizsgáljuk, miben rejlik az amerikai kockázati tőke sikere, másrészt ezen sikertényezőket mennyire tudják alkalmazni más országokban. Az amerikai kockázati tőke-piac sikertényezőiként említhető a magvető fázisra törekvés, a hazafutás és a hozzáadott érték szemlélet.*

**Kulcsszavak:** kockázati tőke, Egyesült Államok, Németország, Ázsia, fejlődéstörténet

**JEL KÓD:** G24

### Reasons of differences of venture capital activity in regard of some countries

#### Abstract

*Venture capital investments have a significant impact on economic growth because the venture capitalists find and finance innovative and rapidly growing young enterprises. Based on current global trends about venture capital striking differences can be drawn between countries / regions. The distribution of venture capital activity at global level in 2013 was the following: nearly 70 percent in the United States, 15 percent in Europe, and nearly 11 percent in Asian countries. One aim of the study is to present the different development ways of venture capital markets in the priority areas (United States, Germany and South-East Asia), and therefore we find the explanatory factors that have an impact on a country's venture capital activity. Based on the comparative method we find out that the development level of the financial system, the financing culture, and the economic and the legal environment are the main determining factors. Another aim of the study is to examine on one hand, what is the success of the US venture capital model, on the other hand, how these success factors can be adapted to other countries. The US venture capital market's success characters include the financing of seed phase, a home run and the value-added approach.*

**Keywords:** venture capital, United State of America, Germany, Asia, genesis

## Bevezetés

A pénzügyi piacok speciális szereplői, a kockázati tőkések képesek megtalálni, és finanszírozni az innovatív, gyors növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat a gazdasági növekedés érdekében (GEHRIG - STENBACKA, 2005). Ilyen vállalkozások az Apple, e-Bay, Google és Amazon, amelyek kezdetektől fogva kockázati tőkével támogatott vállalkozások. Emellett a kockázati tőke-iparág a gazdasági növekedésnek és a munkahelyteremtésnek az egyik fontos motorját testesíti meg (GILSON, 2003), azáltal, hogy közvetítő szerepet tölt be a pénzügyi és az innovációs terület között, így tőkét szolgáltatnak olyan vállalkozások számára, amelyek nehezen jutnának finanszírozáshoz magas kockázatuk miatt. Ezen vállalkozások főbb jellemzői közé tartozik, hogy mikrovállalkozások, fiatalok, magas bizonytalansági fokkal, továbbá kevés tárgyi eszközzel rendelkeznek, és olyan piacon működnek, amely nagyon gyorsan változik, mint például IT, biotechnológia stb. (GOMPERS - LERNER, 2001).

A kockázati tőke (venture capital) a magántőke (private equity) egyik alkategóriája, amely az alternatív finanszírozási formák közé tartozik. A kockázati tőke definiálása során METRICK (2007) szerint a kockázati tőke kategóriájába sorolható minden olyan tőke, amelyre egyidejűleg teljesül, hogy azt pénzügyi közvetítő fekteti be közvetlenül a portfólióvállalkozásba, és a kockázati tőkét kizárólag csak magán vállalkozásokba fekteti be. Továbbá a kockázati tőkét biztosító befektető aktív szerepet tölt be a portfólióvállalat életében, és a kockázati tőke típusú befektetés elsődleges célja a pénzügyi hozam maximalizálása a kizárás révén, amely szorosan együtt jár a befektető jelentős üzleti kockázat vállalásával, amely jelentős hozadék elérése érdekében történik. Emellett a pénzügyi támogatás fejében tulajdonosi részesedést kap a vállalkozásban.

## Anyag és módszer

A tanulmány egyik célja, hogy bemutassuk milyen fejlődési utat jártak be a kiemelt területek (Egyesült Államok, Németország és Délkelet-Ázsia) kockázati tőke-piacai, és ebből keressük azokat a magyarázó tényezőket, amelyek hatással vannak az adott ország kockázati tőke aktivitására. Az Egyesült Államokból ered a kockázati tőke-finanszírozás, ebből adódóan ez lesz az összehasonlításunk alapja, majd két olyan térséget választottunk ki, amelyek feltételezhetően eltérőek ettől. Európai országok közül Németországra esett a választás, illetve egy távolabbi területre, Délkelet-Ázsiára. A tanulmány másik célja, hogy egyrészt megvizsgáljuk, miben rejlik az amerikai kockázati tőke sikere, másrészt ezen sikertényezőket mennyire tudják alkalmazni más országokban. A kutatási kérdések megválaszolásához a nemzetközi irodalom szintetizálásán keresztül jutunk el. Így az első részben mindhárom kiemelt területen működő kockázati tőke-iparág fejlődési útját mutatjuk be röviden, majd összevetjük azokat a különbségek kiemelése érdekében. Ezt követően irodalmi bázisra támaszkodva bemutatjuk az eltéréseket okozó tényezőket. A tanulmány végén az amerikai piac sikertényezőit is megvizsgáljuk, hogy Németországban és Délkelet-Ázsiában mennyire adaptálódtak mindezek.

## **A kiemelt térségek kockázatitőke-iparának fejlődéstörténetének, fontosabb mérföldköveinek a bemutatása**

Az Egyesült Államok kockázatitőke-iparának kialakulásával kezdjük, majd ezt követi a németországi és délkelet-ázsiai.

### ***A kockázati tőke eredetének kialakulása és sajátos jellemzői***

Az amerikai kockázatitőke-finanszírozás gyökere az 1920-as 30-as évekre tehető, amikor gazdag családtagok és tehetős magánemberek nyújtottak kezdőtőkét magvető vállalkozásoknak (BYGRAVE - TIMMONS, 1992). Ebben az időszakban a vállalkozások nem ismerték a ma ismert tőkefinanszírozási formát, így a gazdag barátokat és rokonokat tekintjük az első kockázati tőkéseknek. Annak érdekében, hogy több fiatal, innovatív vállalkozás jusson ilyen lehetőséghez George Doriot, amerikai katonatiszt felismerésére volt szükség. Intézkedései közé tartozott, hogy létrehozott egy társaságot, név szerint az American Research and Development Corporation-t (ARD), amely intézményi formában kockázati tőkét kínált. A társaság 1946-ban kezdte el működését és az első valódi kockázati tőke-társaságnak tekinthetjük. Az ARD formáját kevesen követték, mert belátták, hogy számos hátrányai vannak a zártvégű alapnak. A Doriot tábornok által bevezetett innováció nem változtatta meg egyik napról a másikra a világot. (METRICK, 2007)

A következő mérföldkövet az iparág fejlődésében az amerikai kormányzat által elfogadott törvényjavaslat jelentette. 1958-as Small Business Act lehetővé tette a kormány számára hogy közvetlenül befolyásolja a kockázati tőkét, azáltal, hogy létrehozott egy Small Business Administration-t, amely engedélyezte Small Business Investment Companies (SBICs) alapításokat. Ennek jelentősége abban állt, hogy a kormányzat közvetlen befektetőként, mint kockázati tőkés lépett a pénzügyi piacra. (METRICK, 2007)

Az olaj embargó hatására a fejlődés 1970-től 1977-ig megakadt, de az 1978-as évtől újra virágozni kezdett. A kormányzat többféle intézkedést hozott az iparág fellendítése érdekében, amelyekkel a gazdasági környezetet befektetőbaráttá alakította át. Ezen törvényhozói intézkedések közé tartozott a jövedelem megadóztatásának átalakításáról szóló törvény, továbbá engedélyezték a nyugdíjbiztosítók kockázati tőkébe való befektetését, és kis vállalkozásokba való befektetésre ösztönző törvényt hoztak, mindezek teljesen átalakították a kockázatitőke-iparágat. (BYGRAVE – TIMMONS, 1992)

1979-ben újabb fordulat állt be, amikor is a befektetési szabályokban lazulás történt, méghozzá az amerikai nyugdíjbiztosítók befektetési szokásaikkal kapcsolatban. A nyugdíjbiztosítóknak megengedték, hogy kockázati tőke típusú befektetésekbe fektessenek be. Megközelítőleg a megtakarítások felét a kockázati tőkében fektették be. A nyugdíjbiztosítók jelenléte más intézményi befektetőket is arra ösztönzött, hogy részt vegyenek a kockázatitőke-finanszírozásban. Mindezzel a modern kori kockázati tőke világa elkezdődött (METRICK, 2007). A kedvező környezet hatására megindult a kockázatitőke-iparág gyors ütemű növekedése, 1987-re közel 1729 vállalkozásba fektettek be kockázati tőkét (BYGRAVE – TIMMONS, 1992). Ez az érték folyamatosan növekedett, 2000-re az elérte a befektetések száma a 8040 darabot, amely az IT szektor

térnyeresének is köszönhető. Az ügyletek száma idővel csökkent, 2013-ra kb. 4000 befektetést valósítottak meg a befektetők. (NVCA, 2014)

Fontos összefüggés található a befektetők személye és a kockázati tőke aktivitása között. Azáltal, hogy a 80-as évektől a nyugdíjbiztosító társaságok is befektethetnek az alapokba, robbanásszerű aktivitás figyelhető meg. A kockázati tőke-alapokat továbbá a klasszikus pénzügyi intézmények és a biztosítók is finanszírozták (METRICK, 2007). A kockázati tőke-alapok befektetések során olyan vállalkozásokba fektetnek be, amelyek a vállalati életciklus modellnek megfelelően a korai fázisban vannak. Az 1980-as évek elején a kockázati tőkés elsődlegesen így a korai, magvető fázisú vállalkozásokat finanszírozták, és kis részben a már érettebb szakaszban lévőket. Az idő múlásával fokozatosan megváltozott a minta és előtérbe került azon vállalkozások finanszírozása, amelyek már a későbbi fázisban vannak. A trend fokozatosan elmozdult, a 90-es évek közepén inkább a növekedési fázisban lévőket támogatták. Összességében az látszik, hogy a kockázati tőke diverzifikálja a portfólióját. A befektetések célpontjai során nemcsak a vállalkozás életciklusa a meghatározó, hanem hogy melyik iparágban tevékenykedik. Hagyományosan az egészségügy és az informatika tekinthető kiemelt ágazatnak, mert ezen a területeken magas az innovációs hajlam, és magas a növekedési képesség. (GOMPERS – LERNER, 2001)

A következő részben bemutatásra kerülnek a bevezetésben már említett sikertényezők, amelyek jól leírják az amerikai kockázati tőke meghatározó jellegét. A kockázati tőke az amerikai kontinensről ered és világszerte tovaterjed, bár nem akkora intenzitási fokkal és akkora eredménnyel. A világ kockázati tőke-befektetései közül több mint a fele az USA-ban történik. Nem tudni pontosan, hogy az eredményesség annak köszönhető, hogy a kockázati tőke-társaságok ennyire jól működnek, vagy a környezeti adottságok teszik lehetővé a boldog vadászatot. Több vizsgálat is kutatja (GUY FRASER – SAMPSON, 2007), melyek azok a tényezők, amelyeknek a kimagasló eredmény köszönhető. A következőkben bemutatásra kerülnek a magvető fázisra való törekvés, a hazafutás szemlélet és a hozzáadott érték elemek, amelyek meghatározzák az amerikai modellt és az elemek egymásra hatása alakítja ki a kohézió egészét. A magvető fázis fogja megadni a lehetőséget a magas megtérülés elérésére és engedi meg, hogy a kockázati tőkés olyan vállalkozást építsen fel, amelyet képzelt. A magvető fázis a kutatási, tervezési, vagy a koncepció kialakítási szakaszát jelenti a vállalkozások esetében, így a legkockázatosabb időszakban lépnek a cég életébe, hogy már kezdetektől fogva segítsék a növekedést. A másik tényező a hazafutás (home runs) kifejezés azt jelenti, hogy az amerikai kockázati tőkés alacsony számú, de nagyon magas megtérülési értékeket érnek el. A harmadik tényező a hozzáadott érték, amely alatt azt a képességet kell érteni, amellyel az amerikai kockázati tőkés rendelkezik annak érdekében, hogy növelje a portfóliójába tartozó vállalkozás értékét. Lényegében arról van szó, hogy a korai fázisban lévő vállalkozásnak szüksége van gondozásra olyan tapasztalt, szakszerű befektetőtől, mint a kockázati tőkés. A hozzáadott érték definiálása során egyszerűen olyan nem pénzügyi támogatásokat értünk, amelyeket a kockázati tőkés nyújt a portfólió vállalkozása számára.

### ***A német kockázati tőke kialakulásának legfontosabb mérföldkövei és egyedi jellemzői***

A következőkben a németországi kockázati tőke-iparágban a legfontosabb mérföldköveit ismertetjük. A kockázati tőke-iparág egyre növekvő teret hódít meg globális szinten az

elmúlt évtizedekben. Ha kockázati tőkééről beszélünk, akkor egyetlen egy irányadó modellel találkozunk az irodalom alapján és ez az amerikai minta, ahol a kockázatiitőke-társaságok általában független társaságok, amelyeket nyugdíjbiztosítók és intézményi befektetők finanszíroznak. Ezzel szemben Európában a bankok leányvállalatai és vállalkozói fejlesztőtőkések biztosítják a tőkét (BOTTAZZI - DA RIN, 2005). Az Egyesült Államokon kívül is egyre nagyobb szerepet játszik a fiatal és növekedni képes vállalkozások finanszírozása, amely a gazdaság növekedését segíti. A 2000-es évek amerikai sikere mellett 2001-ben Németország lett az egyik legjobban teljesítő az európai országok között (BASCHA – WALZ, 2001). Az 1990-es évek elejétől egy nagyon gyors növekedés volt megfigyelhető, mely két okra vezethető vissza. Egyrésztől 1996-ban bevezetésre került a Neuer Markt fiatal és gyorsan növekvő vállalkozások számára, amely vonzó kiszállási módot biztosított a kockázati tőkések számára. Másrésztől az iparág gyors növekedése köszönhető a kormányzati támogatásnak és annak is, hogy állami tulajdonú ügynökségek közvetve vagy közvetlenül fektettek be a fiatal vállalkozásokba. Bővebben ismertetnénk az előzőket.

A FRANZKE et al. (2003) tanulmány alapján a német kockázatiitőke-iparág eredetének útját a következő szakaszokra oszthatjuk. Az első szakaszként az 1960-as évek tekinthetők, amikor is észlelték a kockázati tőke hiányát, és erre megoldásként létrehoztak tőke típusú befektetési társaságokat. Ilyen társaság volt a KBGs, amely hasonlóan, mint a befektetési alapok, összegyűjtötték a különböző befektetők tőkeit és befektették a társaság portfóliójába. Ezek a befektetések inkább a csendes társ konstrukcióhoz hasonlítottak, mivel a vállalkozásoknak nyújtott tőkét 5-10 év múlva visszafizették a vállalkozók. További jellemzőjük az KBGs-nek, hogy a bankok leányvállalataiként lettek alapítva. Ebből adódóan, mivel a bankok sem mertek úgy kockáztatni, ezért a KBGs társaságok is elsődlegesen már érett, közepes nagyságú vállalkozásokba fektettek be. Németország esetében a bankok szerepe domináns, míg a piac csak kisebb mértékben érvényesíti hatását. Ebből kifolyólag a német lakosság a megtakarításait a bankok által kínált betétekbe helyezik el, míg az amerikai lakosság jóval szívesebben fektet be a tőzsdén. Így a tőzsde és a tőkepiac alacsonyabb fejlettségi szinten áll Németországban, mint az USA-ban. A tőzsde fejlettségi foka hatással lesz a magántőke befektetésekre, ezen belül is a kockázatiitőke-iparágra.

A második szakasz kezdete az 1971-ben elindított kormányzati intézkedéshez kapcsolható. A programot az ERP névvel illeték és célja az volt, hogy olyan pénzügyi támogatást nyújt a KBGs társaságok számára, amely arra ösztönöz, hogy kisvállalkozásokba is nagyobb számmal fektessenek be. Az ERP program nem hozott fellendülést, emellett számos akadályozó tényezőt lehet felsorolni, amelyek visszafogják a magántőkére alapozott kockázati tőke fejlődését. Továbbá fontos megemlíteni, hogy a magántőkét kínáló nem vehettek részt a vállalkozás napi működésében, ezzel csorbította a kockázati tőke sajátosságát, az értékteremtő képességet. (FRANZKE et al., 2003)

A következő mérföldkönek az 1983-as évet tekintik, amikortól a német kockázatiitőke-piac nagyobb léptekkel növekedett a pozitív befektetői hangulatnak köszönhetően. Sorra alapították a tőketársaságokat, de fontos hangsúlyozni, hogy a bankok játszották a meghatározó szerepet az alapkezelői és a befektetői oldalon is. Emellett növekvő számban jelentek meg új befektetői forrásokat biztosítók úgymint a magánszemélyek, biztosítótársaságok. Továbbá annak érdekében, hogy a nem intézményi befektetőket is

ösztönözzék akár közvetett tőkebefektetésre a német parlament 1987-ben törvénybe iktatott egy jogszabályt a tőkefinanszírozó társaságokról. Összességében elmondható, hogy a kockázati tőke aktivitása egyre szélesebb körűvé vált. Egyrésztől az újonnan alapított kockázati tőke alapok a technológiára orientálódott vállalatokat kezdték finanszírozni méghozzá a korai szakaszban. (FRANZKE et al., 2003)

A negyedik időszak legfontosabb intézkedésének az 1997-ben bevezetésre kerülő Neuer Markt jelentette (FRANZKE et al., 2003). Ezzel megnyílt egy újabb kiszállási lehetőség a kockázati tőkés számára az eddigiek mellett, hiszen a tulajdonosi rész eladásával realizálódik a profit a kockázati tőkés számára. Az új lehetőség pedig egyedi növekedési lendületet adott a német kockázati tőke-iparágban. Szoros összefüggést találtak a téma kutatói (BLACK - GILSON, 1998) arra vonatkozóan, hogy a kockázati tőke fejlődésére hatással van-e a tőzsde illetve az első részvénykibocsátások száma (az IPO-k). Abban az esetben, ha a tőzsdei környezet nem alkalmas a megfelelő részesedés értékesítésére, akkor ez visszaveti a kockázati tőkés befektetési hajlandóságukat, mivel nincs megfelelő út a megtérülésük realizálására. Az új tőzsdei szegmens bevezetése mellett megfigyelhetővé vált a befektetési minta egyre nagyobb hasonlósága az USA mintához, vagyis a régi iparágak mellett előtérbe kerültek az új, high-tech szektorok is. 1996-2000 között megindult a növekedés a magántőke típusú befektetések körében, és egyre nagyobb mértékben fektettek be kockázati tőke-alapok is. A nagyarányú növekedésre az internet boom is hatott. Ezután erős visszaesés volt tapasztalható, amely odáig vezetett, hogy 2003-ban bezárták a Neuer Markt-ot. (FRANZKE et al., 2003)

Mind ezek hozzájárultak, hogy kialakuljon a német kockázati tőke sajátos jellemzőkkel. A következőkben ezen sajátos karaktereket sorolnánk fel. A német kockázati tőke-finanszírozási forrásaiban tükröződik a hagyományos német befektetői struktúra, amelyre a banki finanszírozás a legmeghatározóbb (DEUTSCHE BUNDESBANK, 2000). A MAYER et al. (2002) tanulmány azt vizsgálta, hogy milyen összefüggés van az adott ország kockázati tőkés befektetési mintája és az alapok forrásai között. Eredményül azt kapták Németország esetében, hogy a bankok által finanszírozott kockázati tőke-alapok inkább késői szakaszban lévő vállalkozásokba fektetnek be, mint az alapok, amelyek magánszemélyek irányítanak. Ennek magyarázatául szolgálhat a kockázati tőke fogalmi körében meglévő eltérés is és a pénzügyi rendszer bankok általi dominanciája is. Mivel a késői szakaszban lévő vállalkozásokra jellemző, hogy nem szenvednek kezdeti tőkehiányban és a kockázat tekintetében konszolidálódott a vállalkozás, így a bankok által kialakított portfólióknak megfelelnek.

Továbbá a BASCHA - WALZ (2001) tanulmányban vizsgálták a kockázati tőkés viselkedését a kiszállás módjának a megválasztása tükrében. Németországban a kedvelt kiszállási forma a visszavásárlás, amely azt jelenti, hogy a kockázati tőkés részesedését az adott vállalkozás menedzsmentje, tulajdonosai vásárolják vissza. A német vállalkozók többsége azért fogadja el ezt a formát, mert ezzel visszaszerezhetik a vállalkozásuk feletti irányítást. Azáltal, hogy bevezetésre került a Neuer Markt ezzel új lehetőségek nyíltak a kiszállásra. Az új tőzsdei szegmens adta lehetőséggel ugyan nem sokan éltek, bár megnövekedett az IPO-k száma is, de sosem érte el az amerikai szintet.

LA PORTA et al. (1998) vizsgálták a jogi rendszer hatását az optimális pénzügyi szerződés érdekében. Az eltérő jogi rendszer nagyban befolyásolja a kockázati tőke-társaságok tulajdonosi szerkezetét. Németországban a kockázati tőke-társaságok szoros

együttműködésben állnak a kormányzati intézményekkel, így a tulajdonosi szerkezetre a kettősség a jellemző. Egyik esetben a kockázati tőke-társaságok alapítói egyben a kockázati tőke-befektetők is, általában a bankok, közintézmények, vagy a második esetben független feleként csak befektetnek, de nem kapnak részesedést a kockázati tőke-társaságban. Az általános kép Németországban azt mutatja, hogy az utóbbi struktúra jóval mesterkéltőbb, mint az első forma. A német kockázati tőke-piacon meghatározó szerep jut a kormányzati szubvencióknak. Továbbá a tisztán közjogi alapon működő társaságok viselkedésének vizsgálata arra mutatott rá, hogy a közjog uralkodó teret nyert a magánkézben álló német kockázati tőke-társaságoknál is (ANTONCZYK et al., 2007).

### ***A kockázati tőke milyen formában létezik, ha létezik a délkelet ázsiai térségben?***

A tanulmányban a harmadik aspektust a Délkelet-Ázsiai országok kockázati tőke-iparágának fejlődéstörténete jelenti, amelyekről egy általános képet kívánunk adni a következő részben. A tanulmány ezen része némi forráshiányba ütközött, amely nem meglepő ebben a témában.

A globális felmérések alapján egyre több külföldi befektető célozza meg az ázsiai térséget köszönhető például a kiaknázatlan új lehetőségeknek, az olcsóbb, de jó képességű munkaerőnek is (DELOITTE, 2007). Az elkövetkezőkben azt mutatjuk be, hogy a délkelet ázsiai országokban hogyan alakult ki a kockázati tőke, és ami kialakult az tényleg a klasszikus értelemben vett kockázati tőke-e? Már az elején fontos említeni, hogy számos olyan tényező van, amelyek befolyásolják a kialakulást úgy, mint például a vállalkozások tulajdonosi szerkezete, amely mögött a kulturális akadályok állnak, vagy az intézmények hiánya. Az ázsiai vállalkozások többsége családi tulajdonban van, ebből adódóan külső befektető bevonása a vállalkozásokba nagyon ritka. Így az 1970-es években, amikor is az első külföldi kockázati tőkések megérkeztek, akkor mind az ázsiai vállalkozásoknak nehéz volt megérteni a finanszírozás lényegét, illetve a külföldi befektetők sem értették a helyi számviteli és jogi gyakorlatokat. Az 1980-as években Japán volt az első, aki kormányzati intézkedésekkel ösztönözte a kockázati tőke-finanszírozás elterjedését. Az ázsiai országok többségében a bankokat hitték kockázati tőkének, mint lehetséges befektetési formának. Ebből is látszik, hogy az információs aszimmetria jelenléte fogalmi eltéréseket okozhat. Az ázsiai kistigrisek gazdasági felemelkedésével nyilvánvalóvá vált a kockázati tőke szükségessége, így az 1990-es években egyre több ázsiai kormány tett lépéseket a külföldi és a hazai kockázati tőke-befektetések ösztönzésére. (NAQI – HETTIHEWA, 2007)

A globális trendek arra utalnak, hogy mindez jó irányba indult el, mivel 2013-re a globális kockázati tőke befektetések kb. 10%-a itt valósul meg, kicsivel elmaradva az Európai szinttől (ERNEST&YOUNG, 2014).

BRUTON – AHLSTROM – PUKY (2009) tanulmányban vizsgálták a vállalkozói környezetet, a kiválasztást, az ellenőrzést, a kiszállást és egyéb informális intézmények szerepét, amelyek mentén képet kapunk az ázsiai kockázati tőkéről. Egyértelmű eredménye a kutatásnak az, hogy az intézményi különbségek számítanak a kockázati tőke aktivitási szintjében, továbbá rávilágított arra is, hogy ennek tudatában a kockázati tőkéseknek törekedni kell arra, hogy egy ilyen környezetben is helytálljanak. Kiemelnénk a kiválasztási szakaszt, ahol a portfólióvállalatok teljeskörű átvilágításához

gyengék a szabályozási intézmények, így a kockázati tőkések közvetlen személyes kapcsolatokat építenek ki a vállalkozásokkal a megfelelő információk megszerzése érdekében. Vagy a kiszállás esetén a tőzsdéi lehetőségek korlátozottak így a stratégiai befektetőnek való értékesítés a domináns forma. A hozzáadott érték személet kevésbé érvényesül az ázsiai térségben, mint a nyugati területeken ebből adódóan a kockázati tőke klasszikus fogalmi kerete sérül (BRUTON – AHLSTROM, 2003). Ebből is látszik, hogy azon kockázati tőkések, aki hajlandóak itt befektetni azok alkalmazkodnak a helyi sajátosságokhoz.

### **Tényezők, amelyek magyarázzák az eltérést az amerikai modelltől**

Előzőekben áttekintettük a legfontosabb mérföldköveket, amelyek befolyásolták az adott piac kialakulását. A következőkben azokat a tényezőket keressük, amelyek az eltéréseket okozhatják az amerikai modelltől. A következő négy tényezőt vizsgálták FRANZKE et al. (2003) tanulmányukban az első tényező a gondolkodásmód, majd a jogi és intézményi akadályok, a harmadik az alternatív finanszírozási források megléte az alapok számára és végül a bankok szerepe. A gondolkodásmód esetén figyelembe kell venni, ha a gazdasági környezet és annak szereplői nem fogadják el adott esetben a kockázati tőkét, akkor nehézségekbe fog ütközni annak fejlődése. Az amerikai modellt nem egészében adaptálta a német pénzügyi környezet, mert hiányzott a német vállalkozói kedv és a kockázatvállalási hajlandóság továbbá a német vállalkozók sem akarják feladni a vállalkozásuk irányítása feletti jogukat. Mindez az ázsiai vállalkozásokra is igaz. Az intézmények fejlettségi szintje teljes mértékben meghatározza a kockázati tőke befogadásának képességét, így ezzel szorosan együtt jár az állami szerepvállalás magas szintje, amely az ázsiai térségben odáig jutott, hogy a kockázati tőkét újra fogalmazták (NAQI – HETTIHEWA, 2007). Továbbá Németországban sokkal erősebb a kölcsönben való eladósodottság mértéke, mert a kisebbségi részvényesi jogok nem úgy védettek, mint az eseti jogalapú rendszerben (ANTONCZK et al., 2007). A kockázati tőke-alapok finanszírozása egyedi, míg Amerikában a nyugdíjbiztosítók játsszák a legfontosabb szerepet, addig Németországban ez nem történik meg mivel a megtakarítások csak egy része jut el a tőkepiacra. Az ázsiai országokban többségében pedig államilag irányított intézmények, vállalkozások finanszírozzák az alapokat (NAQI – HETTIHEWA, 2007). Végül a negyedik tényező a bankok dominanciája, amely mind a német mind az ázsiai térségre jellemző, ez adódik a pénzügyi rendszerük egyediségéből. Ezzel kapcsolatban BLACK - GILSON (1999) tanulmánya rávilágított arra is, hogy egy valós kockázati tőke-iparág előfeltétele egy tőzsde orientált tőkepiac.

Eddigiek alapján a kockázati tőkét meghatározó karaktereket vetjük össze. Amerikában nagyobb számban jelennek meg az alapok és az alapok önmagukban is meghatározó szerepet töltenek be. Az alapok elsősorban korai fázisban lévő és magas technológiai szintet megkívánó iparágakba fektetnek be. Ezzel szemben a német és ázsiai kockázati tőke inkább a kései szakaszba és alacsonyabb technológiai fokkal rendelkező iparágakba fektet be. További eltérések vannak a kiszállás módját tekintve is, mert Németországban a tőzsdéi kiszállás háttérbe szorul és előtérbe kerül a visszavásárlási folyamat, Ázsiai térségekben a stratégiai befektetőknek való értékesítés a jellemző, míg az USA-ban az IPO az elsődleges forma.

A legfrissebb tanulmány alapján (YONG – ILAN – JING, 2014) elmondható, hogy a kockázati tőke aktivitása egyes országokban számos tényező függvénye, de a



legfontosabb a nemzeti intézmények és a kultúra. Méghozzá negatív irányú kapcsolat van közöttük, így a kockázati tőkéseknek a befektetési célállomás kiválasztásánál ezeket kell mérlegelni, hogy a nagyobb kihívást választja a nagyobb kockázat mellett.

### Konklúzió

Összegezve azon tényezőket, amelyek hatással vannak az adott térség kockázati tőke aktivitására METRICK (2007) alapján az a kiszállás, az üzleti környezet, a jog és pénzügy kapcsolata, az adott ország politikai és gazdasági helyzete, és a kultúra. Mindezek szorosan együtt járnak azzal, hogy a kiemelt három sikertényező, amely egyedivé és sikeressé teszik az amerikai modellt, részben tud és akar adaptálódni. Itt nem csak azt kell látni hogy a kockázati tőkés mit szeretne, hanem hogy mit tud kialakítani. Véleményünk szerint, nem szabad azt állítani, hogy csak az amerikai modell a jó, mivel a német modell is hatékonyan működik, csak más szabályokkal illetve más szerepet tölt be az ország gazdaságában. Az ázsiai térség kockázattőke-ipara még nagyon fiatal így folyamatos fejlődésen megy keresztül a sajátos egyedi szellemiségével együtt.

### Hivatkozott források

- [1.] Antonczyk, R. C. - Brettel, M. - Breuer, W. (2007): The Role of Venture Capital Firms' Experience, Ownership Structure, and of Direct Measures of Incentive Problems for Venture Capital Contracting in Germany. Letöltés dátuma: 2009. december 01, forrás: Social Science Research Network: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=993680](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=993680)
- [2.] Bascha, A. - Walz, U. (2001): Financing Practices in the German Venture Capital Industry an Empirical Assessment. Letöltés dátuma: 2009. november 10, forrás: <https://www.altassets.net/pdfs/financing-practices18-9-02.pdf>
- [3.] Black, B. S. - Gilson, R. J. (1998): Venture capital and the structure of capital markets. Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 243-277, 1998
- [4.] Black, B. S. - Gilson, R. J. [1999]: Does venture capital require an active stock market? *Journal of Applied Corporate Finance*, 36-48. Winter 1999
- [5.] Bottazzi, L. - Da Rin, M. (2005): Financing Entrepreneurial Firms in Europe: Facts, Issues, and Research Agenda. In: Kannianen, V.- Keuschnigg, C. (szerk.) (2005): *Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy*. The MIT Press, CESifo Seminar Series, 2005, pp.3-32. Letöltés dátuma: 2009. november 23, forrás: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=415044](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=415044)
- [6.] Bruton, G. D – Ahlstrom D (2003): An institutional view of China's venture capital industry, Explaining the differences between China and the West, *Journal of Business Venturing* 18 (2003) pp.233-259
- [7.] Bruton, G. D. – Ahlstrom D. – Puky T. (2009): Institutional Differences and the Development of Entrepreneurial Ventures: A Comparison of the Venture Capital Industries in Latin America and Asia, *Journal of International Business Studies*, Vol. 40, No.5, 2009, pp. 762-778
- [8.] Bygrave, W. D. - Timmons, J. (1992): *Venture Capital at the Crossroads*. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship. Letöltés dátuma: 2009. október 10, Forrás: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1496172>

- [9.] Deloitte (2007): Global trends in venture capital 2007 survey. Deloitte Touche Tohmastu Technology, Media&Telecommunications Industry Group, Letöltés dátuma: 2009. október 20, Forrás: [http://www.avco.at/upload/medialibrary/Global\\_Trends\\_in\\_VC\\_2007\\_%28Deloitte%29\\_2846.pdf](http://www.avco.at/upload/medialibrary/Global_Trends_in_VC_2007_%28Deloitte%29_2846.pdf)
- [10.] Deutsche Bundesbank (2000): The market for venture capital in Germany. Monthly Report, October, 2000, pp. 15-29. Letöltés dátuma: 2009. november 25, forrás: [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de): [https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly\\_Report\\_Articles/2000/2000\\_10\\_venture\\_capital.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly_Report_Articles/2000/2000_10_venture_capital.pdf?__blob=publicationFile)
- [11.] Ernest&Young (2014): Adapting and evolving. Global venture capital insights and trends report 2014, Letöltés dátuma: 2014. November 05, forrás: [www.ey.com](http://www.ey.com): [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global\\_venture\\_capital\\_insights\\_and\\_trends\\_2014/\\$FILE/EY\\_Global\\_VC\\_insights\\_and\\_trends\\_report\\_2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_venture_capital_insights_and_trends_2014/$FILE/EY_Global_VC_insights_and_trends_report_2014.pdf)
- [12.] Franzke, S.- Grohs, S. - Laux, C. (2003): Initial Public Offerings and Venture Capital in Germany. Center for Financial Studies (CFS) Working Paper, No. 2003/26 Letöltés dátuma: 2009. november 25, forrás: [econpapers.repec.org](http://econpapers.repec.org): <http://econstor.eu/bitstream/10419/25395/1/373541287.PDF>
- [13.] Gehrig, T. - Stenbacka, R. (2005): Venture Cycles: Theory and Evidence. In: Kannianen, V. - Keuschnigg, C. (szerk.) (2005): Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy. The MIT Press, CESifo Seminar Series, 2005, pp.151-177. Letöltés dátuma: 2009. november 25, forrás: [econpapers.repec.org](http://econpapers.repec.org): [http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/DocB...-02/cesifo\\_wp882.pdf](http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/DocB...-02/cesifo_wp882.pdf)
- [14.] Gilson, R. J. (2003): Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *Stanford Law Review*, Vol. 55, April 2003. Letöltés dátuma: 2009. november 25, forrás: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=353380>
- [15.] Gompers, P. - Lerner, J. (2001): The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspective*. Vol. 15, No. 2. Spring 2001, pp. 145-168.
- [16.] Guy Fraser-Sampson (2007): *Private Equity as an asset class*. John Wiley & Sons Inc., England
- [17.] La Porta, R. - Lopez-de-Silvanes, F.- Shleifer, A. - Vishny, R. W. (1998): Law and finance. *Journal of Political Economy* 106, pp. 1113-1155.
- [18.] Mayer, C. - Schoor, K. - Yafeh, Y. (2002): Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK. Forrás: [www.nber.org](http://www.nber.org): <http://www.nber.org/papers/w9645.pdf>
- [19.] Metrick, A. (2007): *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons, Inc. Part I, pp. 3-44.
- [20.] Naqi S. A. – Hettihewa S. (2007): Venture capital or private equity? The Asian experience, *Business Horizons* (2007) 50, pp.335-344
- [21.] NVCA (2014): Venture Capital Investments Q3, National Datas, forrás: [www.nvca.org](http://www.nvca.org): [http://nvca.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=344&Itemid=103](http://nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=344&Itemid=103)
- [22.] Yong, L. –Ilan B.V.- Jing, L. (2014): National distances, international experience, and venture capital investment performance, *Journal of Business Venturing* 29 (2014) pp. 471-489

**Szerző(k):**

**Futó Judit Edit**

egyetemi tanársegéd

Debreceni Egyetem Gazdaságtudományi Kar

Közgazdaságtan Intézet

4032 Debrecen, Böszörményi út 138.

[futo.judit@econ.unideb.hu](mailto:futo.judit@econ.unideb.hu)

