

KARSAI JUDIT

A KOCKÁZATI TŐKE SZEREPE A MAGYARORSZÁGI VÁLLALKOZÁSOK FINANSZÍROZÁSÁBAN

Összefoglaló

A kockázatitőke-befektetések hivatalos regisztrálásának hiányában a tanulmány – az üzleti sajtóban megjelent hírek alapján összeállított adat-bázisra támaszkodva – elsőként nyújt részletes áttekintést az 1995 és 1998 közötti magyarországi kockázatitőke-befektetések jellemzőiről. A kutatás fő következtetése, hogy a kockázatitőke-ipar globalizálódása folytán Magyar-ország immár bekerült a kockázati tőke áramlásának nemzetközi vérkeringésébe. A kockázatitőke-ágazat tőkét, piaci kapcsolatokat nyújt és hatékony tulajdonosi ellenőrzést biztosít a magyarországi cégek azon szűkebb köre számára, amely rendkívül gyors fejlődésre és kiugró jövedelmezőség elérésére képes. A tanulmány felhívja ugyanakkor a figyelmet arra az ellentmondásra, amely a befektetéseknek a nyugati piacon megszokottnál is nagyobb egy ügyletre eső tőkeértéke és azon elvárás között feszül, amely a kis- és középvállalatok tőkehiányának megoldását és az innováció előmozdítását várja a kockázati tőke elterjedésétől.

JUDIT KARSAI

THE ROLE OF VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY IN FINANCING HUNGARIAN ENTERPRISES

Abstract

Due to the lack of official registration, the paper provides the first detailed presentation of venture capital investments in Hungary based on a database of new items from the business media. In analysing the data from the survey, the research has come to the conclusion that Hungary has become a part of international flow of venture capital, as a result of the globalisation of the venture capital industry. For a select group of Hungarian firms which are capable of strong growth and outstanding profits, the venture capital industry provides capital and market connections, while simultaneously ensuring effective corporate governance. At the same time, however, the paper also points out the contradiction between amount of capital per deal – which is higher than normal for Western markets – and the expectations that SMEs have in terms of these investments being able to solve the problem of insufficient capital and to promote innovation.

TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETÉS	3
1. A KOCKÁZATI TŐKE FOGALMA	5
2. A KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK FORRÁSA ÉS KEZELÉSE	8
2.1. A befektetések forrása	8
2.2. A befektetők jogi formája	10
3. A KOCKÁZATITŐKE-ÁGAZAT GLOBALIZÁLÓDÁSA ÉS MÉRETE MAGYARORSZÁGON	12
3.1. A befektetések globalizálódása	12
3.2. A kockázatitőke-ipar mérete Magyarországon	14
3.3. A magyarországi kockázatitőke-piac szereplői	16
3.3.1. Belföldön bejegyzett befektetők	16
3.3.2. Külföldön bejegyzett finanszírozók	18
4. A MAGYARORSZÁGI KOCKÁZATITŐKE- BEFEKTETÉSEK MÉRÉSE	19
4.1. Mérési nehézségek	19
4.2. Felmérés a magyarországi kockázatitőke-befektetések jellemzőiről	20
4.3. A felmérés eredményei	22
4.3.1. A befektetések és a finanszírozott cégek nagysága	22
4.3.2. A finanszírozott cégek életciklusa	25
4.3.3. A befektetések időbeni alakulása	27
4.3.4. Az állami szerepvállalás mértéke	28
4.3.5. A befektetések szektorális alakulása	29
4.3.6. A befektetések eladása	31
5. A KOCKÁZATITŐKE-ÁGAZAT MŰKÖDÉSÉNEK EREDMÉNYESSÉGE	34
KÖVETKEZTETÉSEK	36
FELHASZNÁLT IRODALOM	38

BEVEZETÉS

Az elmúlt tíz év során a hazai vállalkozások finanszírozásához egyre nagyobb mértékben járult hozzá a kockázati tőke. A nagy növekedési képességű vállalkozások indulásához, expanziójához és reorganizációjához nemcsak tőkét, hanem szakértelmet és kapcsolati hálót is biztosító professzionális tőkebefektetők számára a magyar piac mára jelentősen felértékelődött. A tőkepiac e szegmensét alkotó befektetők száma az elmúlt években többszörösére emelkedett, ami együtt járt a rendelkezésre álló, valamint a már befektetett tőke állományának rendkívül gyors gyarapodásával. Az 1998-ban elfogadott kockázati tőke-törvény megszületésével pedig a hazai források ez irányú mobilizálására is lehetőség nyílt.

A magyar piac kelet-európai viszonylatban való kedveltségét magyarázza, hogy a kockázati tőke-befektetések a piacgazdaság bizonyos fejlettségi fokát feltételezik. Olyan gazdaságot, ahol a gazdasági növekedés lehetővé teszi a megtakarítások emelkedését, a vállalatok növekedését, a tőkepiac likviditását, valamint a befektetésekhez szükséges megfelelő szabályozási környezetet. Mindez választ ad arra, hogy sokáig a piacgazdasági átmenettel és stabilizációs feladatokkal elfoglalt Magyarországon miért a 90-es évek végétől javulnak számottevően a kockázati tőke-finanszírozás esélyei.

A kockázati tőke-befektetés a nem nyilvános, tehát tőzsdén nem szereplő cégekben átmeneti időre tulajdonossá váló professzionális befektető szervezetek részesedés-vásárlását takarja. E speciális tőkepiaci ágazatban a **hivatásszerűen tőkebefektetéssel foglalkozó szervezetek nagy haszon megszerzése céljából vásárolnak vállalati részesedéseket, jogot nyerve ez által a vállalatok irányításában való részvételre, illetve a menedzsment ellenőrzésére.** Mivel e szervezetek célja a részvényeken elérhető árfolyam-nyereség maximalizálása, azaz tulajdonostársként a finanszírozott vállalkozások piaci értékének növelésében érdekeltek, ezért nemcsak tőkéjüket, hanem tapasztalataikat, piaci kapcsolat rendszerüket is a vállalkozások rendelkezésére bocsátják.

Aszerint, hogy a finanszírozott cégek életciklusuk mely fázisában jutnak hozzá a professzionális finanszírozóktól kapott tőkéhez, a szakirodalom a kockázati tőke-befektetések **két jelentős csoportját** különbözteti meg. Az első csoportot a nagy kockázattal járó induló vállalkozások, ezen belül is

elsősorban az új technológián alapuló cégek finanszírozása alkotja. A kockázati-tőke-befektetések túlnyomó részét azonban azoknak a jelentős üzleti múlttal rendelkező cégeknek a finanszírozása teszi ki, amelyek expanziójukhoz, tulajdonosi körük megváltoztatásához, avagy pálya-módosításukhoz veszik igénybe a befektetett tőkét.

A szakirodalom tanúsága szerint mindinkább terjed a kockázati-tőke-befektetések pozitív gazdasági hatásának felismerése. A többnyire kockázati-tőke-szövetségek támogatásával folyó felmérések^{ugyanis} kiderítették, hogy a professzionális befektetők által finanszírozott cégek gyors növekedést mutatnak mind az árbevétel, mind pedig a foglalkoztatottak számának emelkedése terén. Nagyarányú beruházásokat hajtanak végre a K+F és a termelő beruházások terén, s igen erőteljes export-orientáció jellemzi őket. Az Európai Kockázati Tőke Szövetség e cégeket egyenesen a "gazdaság motorjainak" nevezte. A kockázati tőke kínálatának növelését sok ország-ban célzó kormányzati beavatkozás a kockázati-tőke-befektetések és a gazdaság fejlődése közötti, fentiekben leírt pozitív hatás feltételezésén alapul.

A kockázati-tőke-befektetéseket tárgyaló szakirodalom az **innováció** téma-körét az állami szerepvállalástól függetlenül is kiemelt kérdésékként kezeli. Mivel a kockázati tőke által támogatott cégek jelentős hányada a műszaki fejlődést hordozó szektorokban található, bebizonyosodott, hogy a kockázati tőke közvetlen és szignifikáns szerepet játszik az innováció, a fejlett technológián alapuló fejlődés folyamatának előmozdításában. A 90-es években bekövetkezett fejlődés azt mutatja, hogy Amerikában változatlan a klasszikus kockázati tőke prosperálása¹, ugyanakkor számottevően megemelkedett az induló vállalkozásokba történő tőkebefektetések átlagos nagysága². Ezzel szemben az Egyesült Királyságban és több fejlett nyugat-európai országban az innovációk számára meghatározó magvető vagy korai stádiumú ügyletek finanszírozása kevésbé megoldott³. Mindez az informális tőkebefektetők, azaz az ún. "üzleti angyalok" szerepére hívja fel a figyelmet a kockázati-tőke-alapok számára túl kicsinek bizonyuló ügyletek finanszírozásánál⁴.

¹ *Timmons és Bygrave* [1997]

² *Business Week* [1998]

³ *Murray* [1995]

⁴ *Vö: Harrison és Mason* [1996]

Az innováció előmozdítása mellett a kockázati finanszírozás mint tőkefunkció további két szempontból is fontos hozzájárulást jelenthet a piacgazdaság fejlesztésében az átalakuló országok, így Magyarország számára. Miközben e finanszírozási ágazat maga is hozzájárul a gazdaság fejlődéséhez, egyidejűleg valósítja meg a befektetésre érdemes cégek hatékony kiválasztását és e vállalkozások szoros tulajdonosi ellenőrzését. Feltételezhető, hogy a kelet-középeurópai – s ezen belül a magyar – kockázati tőkepiacok működése sok hasonlósága mellett számos sajátossággal rendelkezik a fejlett piacgazdaságokban tapasztalt tendenciákhoz képest, e hasonlóságok és eltérések tudományos feltárására azonban még igen kevés kísérlet történt.

Tekintettel arra, hogy Magyarországon a kockázati tőke elsősorban a kis- és középvállalatok (KKV) finanszírozásánál jelentkező rés betöltése kapcsán került előtérbe, különösen érdekes a kockázati tőke-befektetésekkel kapcsolatos eddigi tapasztalatok összegzése. A kockázati tőke-befektetések hazai gazdasági jelentőségét emellett aláhúzza, hogy a privatizáció lezárulásával e finanszírozási forma a zöldmezős beruházások, valamint a szakmai befektetők általi vállalat-felvásárlások mellett a közvetlen külföldi tőkebefektetések egyre jelentősebb szegmensét képezi.

A tanulmány az 1996 és 1999 között a hazai kockázati tőke-ágazatban OTKA finanszírozással folytatott kutatás eredményeit mutatja be. **A kutatás a kockázati tőke-finanszírozást mint speciális tőkepiaci szegmenst vizsgálva arra keresi a választ, hogy a fejlett piacgazdasággal rendelkező országokhoz képest a Magyarországon végrehajtott kockázati tőke-befektetések milyen sajátosságokkal rendelkeznek.** Ennek tisztázásához a tanulmány a kockázati tőke definiálását követően először a kockázati finanszírozás jogi környezetével ismerteti meg, majd bemutatja a Magyarországon kockázati tőke befektetésére vállalkozó szervezetek fő típusait. Mivel a kutatás megkezdésekor a hazai kockázati tőke-befektetésekről még semmiféle hivatalos nyilvántartás nem állt rendelkezésre, a kutatás keretében először egy olyan **adatbankot** kellett kialakítani, amely az 1995–98 közötti kockázati befektetések adatait tartalmazza az üzleti sajtóban megjelent hírek alapján. Az adatbázisba bekerült ügyletek jellemzőit vizsgálva azután már mód nyílik a befektetések jellemzőinek tanulmányozására. Az adatokból kiderül, hogy a kockázati tőke Magyarországon is egyre jelentősebb szerepet játszik a vállalkozások finanszírozásában. A kockázati tőke nyújtotta lehetőségekkel azonban az innovatív, induló szakaszban

lévő, kisebb méretű cégeknek a fejlett országokban tapasztalt mértéknél sokkal kisebb eséllyel tudnak élni.

1. A KOCKÁZATI TŐKE FOGALMA

A piacgazdaság kiépülésének Magyarországon is természetes velejárója a "kockázati tőke" megjelenése, ám e fogalom viszonylagos ismeretlensége ma még itthon sok félreértésre ad okot. A közvéleményben még az a téves hiedelem él, hogy a kockázati tőke csupán kockázatos vállalkozások finanszírozására szolgáló tőke, s mint ilyen, alkalmas lehet sok tőkehiányban szenvedő hazai vállalkozás pénzügyi gondjainak megoldására.

A kockázati tőke természete jelentősen eltér a vállalatok belső forrásain alapuló, illetve a hitel jellegű finanszírozási megoldásoktól. A fő különbség az, hogy a kockázati tőke-finanszírozás tulajdonosi jogokkal párosul. Általában olyan vállalkozások finanszírozására irányul, amelyek tőzsdei forgalomban nem szerepelnek, s többnyire feltételezik a befektető aktív részvételét a cég menedzselésében. A kockázati tőke fontos megkülönböztető ismérve más befektetési formákhoz képest a rendkívül magas hozamkövetelmény, amely a tőketulajdonosok kockázatvállalásának jutalma. A kockázati befektetőket pénzük és szakértelmük vagyoni biztosítékok nélkül történő "kölcsonadására" ugyanis a résztulajdonukban levő, s aktív részvételükkel értékesebbé tett cégek **vételi és eladáskori árfolyamának különbözeteként** megszerezhető kiemelkedően magas nyereség motiválja.

Bár a kockázati tőkéről az utóbbi években – részben a kockázati tőke-törvény előkészítési munkálatai kapcsán – igen sok írás jelent meg, ezekből kitűnik, hogy még **a szakmai közvélemény sem teljesen egységes tartalommal használja a kockázati tőke elnevezést.** Az értelmezések közötti különbség a fogalom ismeretlenségén és a nyelvi problémákon kívül abból is fakad, hogy a kockázati tőke kifejezés hol a befektetésre kerülő tőkét, hol a tőkét befektető szervezetet, hol pedig a finanszírozott cégnél betöltött funkciót takarja.

A fogalmi zűrzavaron csöppet sem enyhít, inkább csak tükrözi azt, hogy a kockázati tőke szinonimájaként több elnevezés is forgalomba került. Például sokan a fejlesztő tőke elnevezés használatát szorgalmazzák, ám

használatos még a vállalkozói tőke, továbbá a résztvevő tőke elnevezés is. Hogy a kép még cifrább legyen – az angol elnevezés nyomán – esetenként felbukkan a kockázati tőke helyett a magántőke befektetés is.

A sokféle elnevezésből egyrészt az látszik, hogy egy viszonylag **új fogalomról van szó**, másrészt az, hogy a kockázati tőke, mint tőkepiaci kategória angolszász nyelvterületen fejlődött ki. A különböző elnevezések a kockázati tőke **más-más sajátosságát** emelik ki. Maga a kockázati tőke elnevezés a befektetések kockázatosságát, a fejlesztő tőke a cégek expanziójához nyújtott segítséget hangsúlyozza, míg a vállalkozói tőke és a résztvevő tőke kifejezés inkább a befektető tulajdonostársá válására helyezi a hangsúlyt. A magántőke befektetés az angol "private equity" szolgai fordításával került a hazai szakirodalomba. (Nyugaton egyébként leginkább ezt használják a kockázati tőke szinonimájaként.) Ez az elnevezés azt emeli ki, hogy kockázati tőkével a nem nyilvános, tehát tőzsdén nem szereplő cégeket finanszírozzák. Angolul ugyanis a "private" szó nemcsak a magántulajdonban lévő vállalatokat különbözteti meg a "public", azaz köztulajdonban lévő cégek körétől, hanem azt is jelenti, hogy egy cég részvényei a nyilvánosság számára nem hozzáférhetők, azaz nem szerepelnek a tőzsdén. Esetükben tehát tőkefinanszírozásra csak zárt körben kerülhet sor. Az "equity" szó az alaptőke formájában, társtulajdonosi minőségben, tehát nem hitel formájában nyújtott finanszírozási megoldásra utal.

Félreértésekre adhat okot, hogy a kockázati tőke nem csak aszerint csoportosítható, hogy milyen céllal helyezik ki a vállalkozásokhoz, hanem aszerint is, hogy ki biztosítja azt. Így kockázati tőkét adhat egy gazdag személy vagy család, s megteheti ezt egy professzionális szervezet is, azaz olyan alap vagy társaság, amely kifejezetten ilyen tevékenység végzésére szakosodott. A szakzsargonban **a magánemberként** – azaz nem intézményesen – **befektetőket "üzleti angyaloknak" (business angel) nevezik**, a kockázati befektető kifejezést pedig inkább csak a profi finanszírozók esetében használják. Némileg az üzleti angyallal rokon kifejezés a "csendestárs", amely az olyan a befektetők körére vonatkozik, akik úgy fektetnek tőkét valamely cégbe, hogy annak életébe többnyire nem szólnak bele.

Sok félreértés származik abból is, hogy kockázati tőkés alatt hol az e céllal létrehozott megtakarításokat gyűjtő alapokat, társaságokat értik, hol pedig az ő megbízásuk alapján dolgozó – azok tőkéjét kezelő – szervezeteket. Végül az is nehézséget okoz a fogalom egységes használatánál, hogy még a

kockázati tőke befektetésével intézményesen foglalkozó cégek körében is vannak olyan szervezetek, amelyek nem kizárólag e tevékenységre szakosodnak. Vannak tehát az ágazatnak olyan szereplői, akik csak "mellékesen" végzik az ilyen jellegű finanszírozást anélkül, hogy bárhol is ekként regisztráltatnák magukat, míg másokat hivatalosan is így neveznek.

A kockázati tőkének a vállalkozások életében betöltött szerepe szerint sem egységes a kockázati tőke tartalmának értelmezése. Vannak, akik csupán valamilyen új termék, eljárás – azaz a szűken vett innováció – finanszírozására vállalkozó tőkét, illetve az induló cégeknek nyújtott pénzt sorolják a kockázati tőke fogalomkörébe, míg mások a nehéz helyzetbe került cégek talpra állítására szolgáló összegeket is e körbe tartozónak vélik. Nagyjából egyetértés van abban, hogy a kockázati tőke **csak a tőzsdén nem szereplő cégek tőkével való ellátására szolgál**, ám az már vitatott, hogy a tönkrement tőzsdei cégek megvásárlására fordított összeg hová sorolható. E felfogásbeli különbségek részben arra vezethetők vissza, hogy a kockázati tőke ágazat maga is sokat változott az elmúlt évtized folyamán.

A kockázati tőke fogalma ugyanis sokáig összekapcsolódott az ötlet, az újdonság, az új cég, azaz lényegében az **innováció** finanszírozásával, pontosabban az e területre történő kockázatos tőkebefektetéssel. A kockázati tőke a nyolcvanas évek elején még a fejlett piacgazdaságokban is a nagyon kockázatos vállalati befektetéseket jelentette a finanszírozásra kiválasztott cégek életének korai szakaszában. A nyolcvanas évek közepére azonban a kockázati tőke fogalma kezdett mindinkább elszakadni az innovációtól. Változatlanul megmaradt a kockázati tőkére korábban is jellemző hosszabb távú (rész)tulajdonosi, tanácsadói és aktív ellenőrző szerep, valamint a vállalt kockázat fejében remélt kiemelkedő megtérülés. A változás abban állt, hogy alapvetően módosult a kockázati tőke-befektetők számára kiemelkedő megtérülést ígérő cégek köre, jellege. A jelentős árfolyamnyereséget ígérő vállalkozások között ugyanis jelentősen visszaesett az újdonsággal jelentkező, illetve fejlődésének korai szakaszában tartó cégek aránya, s megnőtt a már biztosabb bevételekkel rendelkező, terjeszkedni és továbbfejlődni akarók súlya. Ennek nyomán a korábban kifejezetten korai időszakban történő befektetésekre szakosodott alapok jelentős része **diverzifikálta befektetéseit**, azaz tevékenységét kiterjesztette a kockázati tőke-befektetések teljes körére, vagy eleve csak a későbbi fázisba tartozó ügyletek finanszírozására állt át. Míg az USA-ban változatlanul dominál a kockázati tőke innovációhoz kapcsolódó funkciója,

Nyugat-Európában a kockázati tőke-ágazat résztvevőinek túlnyomó részét azok a befektetési társaságok/alapok teszik ki, amelyek az igen kockázatos **induló** vállalkozások helyett inkább az **expanzív** szakaszban lévőket preferálják. Emellett kedvenc befektetéseik közé tartozik a **vezetői kivásárlások** finanszírozása, valamint a **nehéz helyzetbe került** cégek feljavítása. A kilencvenes évek végén azonban ismét fordult a kocka, s az információ technológia területén lezajló forradalom nyomán a nyugat-európai finanszírozók figyelme is egyre inkább a – főként az internethez, e-business-hez kapcsolódó – **új** vállalkozások felé fordul.

Ha a kockázati tőkét **definiálni** akarjuk, akkor azt csak egy igen hosszú, körülményes meghatározással tehetjük meg. **A kockázati tőke nagy haszon megszerzése céljából, tőzsdén nem jegyzett vállalatokban, átmeneti időre tulajdonossá váló, professzionális szervezetek részesedés vásárlásra fordított tőkéje.** A kockázati tőke "természetének" megismeréséhez a fenti körülményes megfogalmazás minden egyes részletét érdemes megnézni.

A **nagy haszon** a kiemelkedő kockázat vállalásának jutalma, hiszen a tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokban történő tulajdonrész vásárlás viszonylag sokkal kockázatosabb, mint például a tőzsdei cégek papírjainak megvásárlása, az állampapírok vásárlásáról vagy bankbetétekről nem is szólva. A tőkésüket hosszabb ideig (3–5–7 évig) kockázatos vállalkozások értékpapírjaiban tartó tőkebefektetők tehát kifejezetten a kiemelkedő megtérülés reményében vállalkoznak ilyen tranzakciókra.

A **tulajdonrész vásárlása** azt jelenti, hogy a kockázati finanszírozó nem hitelt nyújt, azaz megfelelő fedezet kikötésével bebiztosítva adja kölcsön a pénzt a kiszemelt vállalatnak, hanem befektetésével bekerül a cég tulajdonosai közé. Így – részesedésének nagyságától függően – jogot nyer a vállalat irányításába való részvételre, illetve a menedzsment ellenőrzésére. Ha jól döntött és sikeres lesz a vállalkozás, akkor nyer rajta, ha nem, akkor veszít.

A kockázati tőke meghatározásának ugyancsak fontos eleme a "**professzionális**" kifejezés. Ez az elnevezés arra utal, hogy a részesedések vásárlásával foglalkozó kockázati befektetők kifejezetten e tevékenységre specializálódott szervezetek, tehát nem csak esetenként vesznek vállalati részvényeket, s nem is olyan magánemberek, akik megtakarításaikkal ismerőseik üzletébe olykor-olykor beszállnak. A hivatásszerűen kockázati befektetéssel foglalkozó szervezetek tevékenységük során nagy

szakértelemre tesznek szert, továbbá olyan szakértői hálózattal állnak folyamatos kapcsolatban, amely a megvásárolt cégek menedzselésének, értékelésének és eladásának minden területen segítségükre szolgál. Amikor tehát a kockázati befektetők részesedést szereznek a kiszemelt vállalkozásokban, a cégek felvirágoztatása érdekében mozgósítják a kockázati tőke kihelyezése kapcsán nyert tapasztalataikat, szakértelmüket és piaci kapcsolat-rendszerüket. Ez természetes is, hiszen kifejezetten e cégek érték-növekedésének elérése érdekében teszik kockára tőkájüket.

A tulajdonrész-vásárlás azonban eleve csak **átmeneti időre** szól. A kockázati tőkések már a tulajdonrész vásárlásakor tisztában vannak azzal, hogy bizonyos idő – néhány év – elteltével el fogják adni részesedésüket. Az így felszabaduló forrásokból majd újabb vállalati részesedéseket szereznek, amelyeken majd ismét túladnak. Mivel céljuk a minél nagyobb profit – azaz a részvényeken elérhető árfolyamnyereség – elérése, részvényeiket illetve üzletrészüket akkor igyekeznek eladni, amikor úgy ítélik meg, hogy a birtokukban lévő vállalkozás értéke tovább már nem növelhető, vagy ehhez olyan újabb tőkebefektetésre lenne szükség, amit ők már nem tudnak vagy akarnak vállalni.

Fontos elem, hogy a kockázati tőkések "**türelmes**" tulajdonosok. Fő céljuk a részesedésük eladásakor elérhető tőkenyereség. Ezért addig, amíg a szóban forgó cég még a tulajdonukban van, nem törekednek gyors profitszerzésre. E hozzáállásból következően rendszerint az időközben keletkező nyereség osztalékra fordítható részére a futamidő első felében nem feltétlenül tartanak igényt, azt is visszaforgatják a cégbe, hogy a vállalat minél értékesebb legyen. A tőkehiányos vállalkozások számára tehát a kockázati tőke abból a szempontból előnyösebb a bankhitelnél, hogy az a tőke használatát átmeneti ideig mindenfajta tőke kivonás nélkül teszi lehetővé, szemben a bankhitel felvétele esetén gyorsan jelentkező kamatfizetési és törlesztési kötelezettségekkel.

2. A KOCKÁZATI TŐKE-BEFEKTETÉSEK FORRÁSA ÉS KEZELÉSE

2.1. A befektetések forrása

A kockázati célú megtakarítások kihelyezésével professzionálisan foglalkozó szervezetek mások megtakarításait helyezik ki. A

megtakarítások egy része közvetlenül kerül e szervezetekhez, másik – sokkal jelentősebb része – különböző intézmények közvetítése nyomán. Eszerint a megtakarítók lehetnek **egyének és mások megtakarításait gyűjtő un. intézményi befektetők**. Az utóbbiak, azaz az intézményi befektetők fő profilja a "pénzforogtatás". Feladatuk, hogy a rájuk bízott tőkét különböző értékpapírokban elhelyezve fialtassák, s átvállalják a megtakarítóktól a befektetések ellenőrzését.

A kockázati befektetéseket gyűjtő szervezetek aszerint is csoportosíthatók, hogy **milyen jogi formában** működnek. Működhetnek alapként és gazdasági társaságként, s kezelhetik tőkéjüket önállóan, vagy megbízhatnak e tevékenységgel szervezetileg különálló vagyonkezelő cégeket.

A kockázati tőke elsősorban azokban az országokban fejlődhetett ki, amelyekben az egy lakosra jutó magas GDP-színvonal erőteljes és hosszú távú megtakarítási hajlandósággal párosul. Ez utóbbinak nagy lendületet adott a korszerű előtakarékossági formák és intézmények (például nyugdíjalapok) kialakulása. A hivatásos befektetési szakemberekkel működő, a gazdaság reálszférájába befektető kockázati tőke forrása csak végső soron az egyéni megtakarítás, **a közvetlen forrásokat elsősorban intézmények** – bankok, nyugdíjalapok, egyetemek, alapítványok, tőkealapok, állami szervezetek és multinacionális cégek – **adják**.

A kockázati tőke-alapok forrásainak jelentős részét az USA-ban és a nyugat-európai országokban egyaránt az említett intézményi befektetők biztosítják. Az **intézményi befektetők megtakarításának súlya** azonban országonként, s különösen kontinensenként igen **eltérő**. Míg az USA-ban a kockázati befektetésre szánt tőke túlnyomó része a nyugdíjalapoktól és a biztosítóktól származik, Európában a tőke nagyobb részét bankok adják, a nyugdíjalapok és biztosító intézetek befektetései sorrendben csak ezután következnek. Az egyes országok közötti különbségek egy kontinensen belül is igen nagyok, így például Anglia sokkal közelebb áll az amerikai modellhez, mivel itt a nyugdíjalapok és biztosítók részesedése az USA-hoz hasonlóan 50 százalék feletti. Ugyanakkor Németországban vagy Hollandiában a bankok a legnagyobb kockázati befektetők. Nagy a különbség az egyes országok között aszerint, hogy mekkora a súlya az állami szektornak a kockázati finanszírozásban. Az állami szervezetek részesedése Spanyolországban viszonylag jelentős a források biztosításában, Angliában vagy Hollandiában elenyésző.

Általában törvények szabják meg, hogy az intézményi befektetők éves bevételük **hány százalékát fektethetik be** kockázati tőkeként. Tekintve azonban, hogy a fejlett országokban e megtakarítások volumene jelentősen megnövekedett, az intézményi befektetők a felgyűlt tőke igen kis hányadával is **jelentős erőt** képviselnek.

A **nagyvállalatok**, illetve ezek kockázati célú befektetések megvalósítására létrehozott leányvállalatai esetében gyakran az informálódás és a működési területen születő új kutatási-fejlesztési eredmények megszerzése a cél, esetleg piacszerzés, diverzifikáció biztosítása, illetve költség-megtakarítás. E szempontok érvényesítése esetenként fontosabb lehet, mint a befektetés értékesítésével elérhető hozam. Hasonlóképp a nyereségérdekeltség rovására történő tőkekihelyezések jellemzik sok esetben az **állami szervek, közületek** által alapított társaságokat. Fejlesztési programokhoz történő kapcsolódás, bizonyos vállalati méretek előnyben részesítése, esetleg regionális fejlesztési célok követése állhat a kormányzati, közületi finanszírozás célrendszerének fókuszában.

Az Európai Kockázati Tőke Szövetség⁵ (EVCA) 17 fejlett piacgazdaságú európai országra vonatkozó adatai szerint 1994–98 közötti öt év átlagában a kockázati tőke célú befektetések **forrása** legnagyobb arányban a bankoktól származott, a források biztosításában a bankokat a nyugdíjalapok követték, jelentőségét tekintve harmadik helyen a biztosítók álltak, s a negyedik legfontosabb tőkeforrást a korábbi ügyletekből szerzett és ismételt befektetésre szánt tőkenyereség jelentette. (Lásd az 1. sz. táblázatot!)

1. sz. táblázat

A kockázati célú megtakarítások 1994–98 közötti átlagának megoszlása
Nyugat-Európában a megtakarítások forrása szerint (százalék)

A megtakarítások forrása	1994–98
Vállalatok	9,1
Magánszemélyek	5,5
Kormányzat	3,3

⁵ Az Európai Kockázati Tőke Szövetség (European Venture Capital Association, EVCA) évente összesíti 17 fejlett piacgazdasággal rendelkező európai ország kockázati tőke-ágazatának adatait. Az EVCA kiadványainak összeállításához a kockázati tőke-befektetőktől kér adatokat az ágazatba érkező új tőkéről, valamint az általuk adott évben végrehajtott befektetésekről és kiszállásokról.

Bankok	27,3
Nyugdíjalapok	23,9
Biztosító társaságok	12,3
Tudományos intézmények	0,6
Egyéb	7,3
Korábbi befektetésekből visszaforgatott tőkejövedelem	10,7
Összesen	100,0

Forrás: EVCA, 1999.

2.2. A befektetők jogi formája

A források gyűjtésével foglalkozó szervezetek a fejlett piacgazdaságokban **kétféle jogi formában működnek: gazdasági társaságként vagy alapként.** A magyar szabályozás eddig csak a társasági formára nyújtott lehetőséget, az 1998 márciusában elfogadott kockázattőke-törvény életbe lépése már lehetővé teszi kockázattőke-alapok létrehozását is. A kétféle szervezeti megoldás közötti határvonal egyébként nem éles, mivel a nyugati kockázattőke-alapok gyakran társasági formában működnek, míg a nálunk bevezetésre kerülő alapok olyan, jogilag önálló vagyontömeget fognak jelenteni, amelyek társasági formában működő kezelőik nélkül nem tudnak üzemelni.

A két szervezeti forma között csak jogi szempontból van különbség, hiszen e szervezetek egyaránt kizárólag kockázati tőke befektetése céljából jönnek létre. Míg azonban a kockázattőke-társaság saját alaptőkéjét fekteti be, addig a kockázattőke-alap "csak" egy befektetésre váró – jogi személyiséggel rendelkező – vagyontömeg, amelynek felhasználásáról (működtetéséről) egy **másik szervezet** gondoskodik. A fő különbség tehát az, hogy míg a kockázattőke-társaság saját döntéshozó és végrehajtó szerveit illeti a befektetési döntések meghozatalának, kivitelezésének és ellenőrzésének joga, a kockázattőke-alapnak nincsenek ilyen döntéshozó és végrehajtó szervei. Egy különálló szervezet, a kockázattőke-alap **kezelője** látja el e feladatokat. (Ennek jogi fogalmát nálunk szintén az említett törvény teremti meg.)

A forrásokat gyűjtő szervezetek jogi formája két szempontból lényeges. A jogi forma egyrészt eldönti, hogy **kell-e a szervezetnek** a tevékenységéből származó jövedelem után **adóznia**, avagy az adófizetési kötelezettség

csupán a megtakarítóknál jelentkezik. Másrészt a jogi forma meghatározza a **megtakarítások kezelésének ellenőrzési lehetőségét**.

A fejlett piacgazdaságokban a kockázati megtakarítások gyűjtésével foglalkozó szervezetek többnyire olyan jogi formában működnek, amelyek **adózási szempontból "transzparenszek"**, azaz csak a megtakarítóknál keletkező – tehát a már nekik szétosztott – jövedelem jár adófizetési kötelezettséggel. A befektetési alapként működő szervezetek nem is tartoznak a társasági adó hatálya alá, míg a társasági formák közül a legelterjedtebben alkalmazott megoldás az ún. **limited partnership forma** ugyancsak lehetővé teszi az adófizetés elkerülését. (A limited partnership a betéti társaságokhoz hasonlóan bel- és kültagokkal rendelkezik, akik az általuk viselt általános, illetve korlátozott felelősség tekintetében különböznek egymástól. Az általános felelősséggel rendelkező ún. "general partner"-ek – azaz a beltágok – a kockázati tőkét kezelő menedzserek. A korlátozott felelősségű ún. "limited partner"-ek – azaz a kültágok – a kockázati tőkét kezelésre átadó befektetők. Ők a cég tevékenységéért csak befektetett tőkéjük mértékéig felelnek.)

A kockázati tőkegyűjtő szervezetek **adófizetés alóli mentesülésének** egyszerű a magyarázata. Ezen intézmények csupán **közvetítő szerepet** látnak el a megtakarítók és a befektetésre váró cégek között, s ha bekapcsolódásukból a megtakarítóknak hátránya származna, akkor nyilván nem rajtuk keresztül, hanem közvetlenül fektetnék be tőkéjüket a vállalkozásokba. A hazai szabályozás a kockázati tőke-törvényben lényegében a nyugati mintát követi, amikor a kockázati befektetésekre szakosodó alapok és társaságok esetében 0 kulcsos társasági adó fizetését írja elő. (Így csak azoknak a megtakarítást gyűjtő szervezeteknek kell majd visszamenőleg a "normál" társasági adót lerónia, amelyek valamilyen módon megsértik a kockázati tőke gyűjtésével és befektetésével kapcsolatos előírásokat.) A jogi forma adózásra gyakorolt hatásának súlyát azonban némileg tompítja, hogy az előírások megkerülhetők. Így ha valamely országban nem állnak rendelkezésre megfelelően "transzparens" megoldások, akkor a kockázati tőkét gyűjtő szervezeteket nem ott, hanem **más országokban jegyzik be**. Erre a magyar gyakorlatban is több példa akadt.

A jogi forma másik aspektusa a tulajdonosok – azaz a megtakarításaikat "kölcsonadók" – által gyakorolható **ellenőrzés** lehetőségét érinti a megtakarításokat gyűjtő szervezet működése, illetve a felhalmozódott vagyon kezelése felett. A tulajdonosi jogok gyakorlását illetően a külföldi

és a hazai megoldások között nincs lényegi eltérés a társasági formában működő kockázatitőke-gyűjtő szervezeteknél, az alapok esetében azonban van.

A kockázati tőkét gyűjtő nyugati alapoknak és társaságoknak **saját döntéshozó és végrehajtó szerveik vannak**, amelyek jogosultak a befektetésekre vonatkozó döntések meghozatalára, végrehajtására és ellenőrzésére. (Egy-egy nagyobb, esetleg több országba is befektető alap esetében befektetési tanácsadókból álló bizottságok illetve regionális menedzserek vesznek részt a befektetések stratégiai szintű ellenőrzésében.)

A fejlett kockázatitőke-ágazattal rendelkező országokban általános gyakorlat, hogy az alapként és a társaságként működő kockázati tőkét gyűjtő szervezetek **elkülönült kezelőt** bíznak meg a náluk összegyűlt tőke kezelésével. Az alapkezelők tehát újabb láncszemként ékelődnek a finanszírozott cégek és a megtakarításaikat befektetők közé. Tekintve azonban, hogy a kockázatitőke-befektetés különleges szakmai ismereteket és jártasságot igényel az alapkezelőktől, **a vagyon kezelésének szakértőkre bízása** ma már teljesen **természetes**. A kezelő megbízása egyúttal annak a kiterjedt szakértői hálózatnak az igénybevételét is lehetővé teszi, amellyel az alapkezelők hagyományosan kapcsolatban vannak. Előfordul, hogy a nagyobb tőkét összegyűjtő alapok kezelését egyidejűleg több szervezet között osztják meg, s az is lehetséges, hogy időközben felbontják valamely alapkezelővel a szerződést, ha annak munkájával nem elégedettek.

Az alapkezelők érdekeltségét és ellenőrzésének lehetőségét az alapok tulajdonosai ma már kifinomult mechanizmusok működtetésével biztosítják. A mechanizmus fontos része az **alapkezelők megfelelő érdekeltségi rendszerének és ellenőrzésének kialakítása**. Általános gyakorlat, hogy az alapkezelők érdekeltségét teljesítményhez kötöten állapítják meg. A teljesítményhez kötött ösztönzési rendszer három komponensű. Első eleme a kezelők által az alapba fektetett szimbolikus (bár nem jelentéktelen) összeg, mely rendszerint a teljes kezelt vagyon 1 százaléka. A második elem a vagyonkezelők számára a kezelt vagyon százalékában megállapított kezelési díj. Ez a gyakorlatban általában 2,5 százalékos körüli arány. A harmadik elem a sikeres értékesítések hasznából való részesedés, azaz sikerdíj. Ez az összeg igen jelentős, jellemzően az árfolyamnyereség körülbelül 20 százalékát éri el. Az érdekeltségi rendszer komponensei azt célozzák, hogy a megtakarításokat gyűjtő szervezetek és a

nevükben eljáró vagyongazdálkodók "szövetségesek" legyenek, azaz érdekeik találkozzanak⁶.

A kezelők munkájának ellenőrzése érdekében szerepel az alapkezelőkkel kötött szerződésben bizonyos tevékenységek megtiltása, a befektetések nagyságának limitálása, a szerződés időtartamának korlátozása, a megtakarítóknak történő hozamfizetés körülményeinek meghatározása, az alap eszközeiből történő kifizetések ellenőrzése, valamint az alapkezelőktől rendszeres adatszolgáltatás megkövetelése⁷.

A nálunk alakuló kockázati tőke-társaságok és vagyongazdálkodók viszonya hasonló lesz a fejlett országokban kialakult rendszerhez. A kockázati tőke-alapok azonban – illeszkedve a befektetési alapoknál már eddig is megszokott hazai gyakorlathoz – ún. "**passzív alapok**" lesznek, amelyeknél a befektetőknek nincs lehetőségük arra, hogy folyamatosan ellenőrizzék az alapkezelők munkáját. A kockázati befektetésre szakosodó hazai alapok létrehozását már eleve az alapkezelők fogják kezdeményezni, s működtetésükről is ők fognak gondoskodni. A megtakarítók az alapkezelők által elkészített befektetési szabályzat alapján fogják eldönteni, hogy beteszik-e pénzüket a kezelő által szervezendő alapba, vagy sem. A vagyongazdálkodó szervezetek megjelenése a fejlett piac-gazdaságokban is természetes. Azonban míg ott a vagyongazdálkodók az alapok ellenőrzése alatt tevékenykednek, nálunk az alapkezelők működését az fogja minősíteni, ha újabb alapok létrehozásánál a korábbi befektetők és más megtakarítók (ismét) őket választják. Az ellenőrzést tehát a piac **utólagosan** fogja biztosítani.

A sajtóban megjelent publikációk szerint 1999 végéig mindössze két cég folyamodott Magyarországon "hivatalos" kockázati tőke-alapkezelő státuszért.⁸ Az első, mely egy másfél milliárd forintos kockázati tőke-alap létrehozását tervezi, elsősorban intézményi befektetők tőkéjére számít. Az 1999 végén még szervezés alatt álló alap 20–150 millió forintos egyedi befektetéseket szándékozik majd vállalni főként technológiai alapú cégekben (*Papp*, [1999]). A másik kockázati tőke-alap felállítása a Magyar Fejlesztési Bank (MFB) tervei között szerepel. A tervek szerint az MFB Északkelet-magyarországi Kockázati Tőkealapja félmilliárd forintos

⁶ Vö: *Barry* [1994]

⁷ *Sahlman* [1990]

⁸ A Magyar Kockázati Tőke Egyesület tagjai körében 1998 májusában végzett kérdőíves felmérés eredménye szerint egyetlen szervezet sem tervezte, hogy a törvény hatálya alá helyezi társaságát (*Borsi–Hunek–Schannen*, [1998]).

kormányzati, esetleg további önkormányzati, kamarai pénzek mellett elsősorban a Phare program forrásaira támaszkodna (*Becsei–Horváth*, [1998]), (*G.T.I.*, [1998]), (*Papp*, [1999]). Az utóbbi kockázati-tőke-alap 50–150 millió forintos kihelyezéseket is megengedhet majd magának, ennyiben "lepipálná" a bank túlnyomórészt többségi tulajdonában lévő, ma is részben kockázati finanszírozással foglalkozó, magyarországi régiókra szabott kockázati-tőke-társaságait.

3. A KOCKÁZATI-TŐKE-IPAR GLOBALIZÁLÓDÁSA ÉS MÉRETE MAGYARORSZÁGON

3.1. A befektetések globalizálódása

A kockázati tőkeágazat akkor prosperál, ha az emelkedő hozamok láttán a tőketulajdonosok megtakarításaik egyre nagyobb hányadát akarják kockázati tőke formájában fialtatni. **A kilencvenes évek végén** ez a tendencia jól megfigyelhető. Az ilyen céllal összegyűjtött, valamint a ténylegesen befektetett **kockázati tőke volumene rekord szintet ért el** a fejlett kockázati-tőke-ágazattal rendelkező piacokon. Óriási összegek vándoroltak a kockázati-tőke-ágazatba a kockázati finanszírozás őshazájának tekinthető Amerikai Egyesült Államokban. 1998-ban a kockázati-tőke-befektetések értéke egy év alatt 8,7-ről 14,3 milliárd dollárra emelkedett (*Financial Times*, [1999]). Az ügyletek átlagos mérete 16 százalékkal, 5 millió dollárra nőtt. Nyugat-Európában 1998-ban 20,3 milliárd ECU értékű friss tőke került egyetlen év alatt az ágazatba. A fenti összegből 14,5 milliárd ECU-t fektettek be 1998-ban, ami az 1997-es 9,7 milliárdos összeghez képest közel 50 százalékos emelkedést jelentett. Az európai rekord értékű részesedés-vásárlások **az egy befektetésre jutó összeg növekedésével is együtt jártak**. Az egy cégre eső befektetés átlagos összege 1998-ban már 2,3 millió ECU nagyságot ért el Nyugat-Európában (*EVCA*, [1999]).

Az ágazatba áramló megtakarítások mellett a befektetők és a befektetések globalizálódása is a kockázati-tőke-ágazat fejlődését jelzi. A huszadik század végére **a "kockázati-tőke-ipar" globálissá vált**, alig van olyan szeglete a világnak, ahol jóformán teljesen hiányzik e tőkepiaci szegmens. Inkább csak olyan országokat lehet említeni, ahol a gazdasági fejlettséghez képest viszonylag kisebb a kockázati tőke jelentősége a tőkefinanszírozáson belül. E speciális tőkepiaci szegmens először

Amerikában fejlődött ki, de a 80-as évek elejére a kockázatitőke-ágazat már fejletté vált Európa nagy részén és Kanadában is. A 80-as évek végére Ausztráliában és Új-Zélandon, a 90-es évek elejére pedig Nyugat-Európa azon országaiban is kifejlődött a kockázatitőke-ágazat, ahol korábban e finanszírozási módnak nem voltak hagyományai. Ma már erős és egyre fejlődő kockázatitőke-ágazat található Ázsiában is, ahol a kockázatitőke-állomány 1997-re közel 40 milliárd dollárra emelkedett (*Asia Venture Capital Journal*, [1998]).

A kockázatitőke-ágazat "érésével" jól megfigyelhető tendencia, hogy **a ténylegesen elérhető hozamok csökkenni kezdenek**. Az ágazat öregedésével a befektetéseken elérhető hozam azért csökken, mert megnő a kockázati tőke kínálata, a kedvező lehetőségeket látva ugyanis mind több befektető jelenik meg a piacon. Ugyanakkor egyre nehezebb olyan befektetési lehetőségekre bukkanni, amelyeket mások még nem fedeztek fel, s amelyek kiugró hozamokat ígérnek. Ez egyben azt is jelenti, hogy a kockázati tőkére számító vállalkozások alkuereje megnő a kockázati tőkéséssel szemben, a maguk számára jobb feltételeket tudnak kiharcolni. Mindezek hatására jól megfigyelhető jelenség **a kockázati tőke "vándorlása"**. A kockázati célú befektetésekre szolgáló tőke először Amerikából az európai kontinens fejlettebb felébe vándorolt, s **most a közép-kelet-európai régió került sorra**.

A befektetések globalizálódása megfigyelhető az amerikai kockázatitőke-alapok magatartásán keresztül is. Az amerikai befektetők készek a nemzetközi tőkepiacon elhelyezni tőkéjüket s ennek előnyeit Közép-Európa is kezdi már érezni (*Karsai és társai*, [1999]). A kockázati tőkét hagyományosan belföldön kihelyező amerikai alapok azért fordulnak egyre inkább külföldi befektetési lehetőségek felé, mert **a hazai piacon elérhető hozamok csökkennek**. 1997-ben még nagy feltűnést keltettek az amerikai kockázatitőke-alapok nyugat-európai kihelyezései⁹, 1998-ban a befektetési hullám már a kontinens keleti felét is elérte (*Világgazdaság*, [1998]), (*Figyelő*, [1999b]), (*L. J.-O. P.*, [1998]). Míg korábban a térségben működő alapok általában egy-egy országra korlátozták működésüket, ami jelentősen behatárolta lehetőségeiket, ma már a

⁹ A Soros Private Equity Partners kockázatitőke-befektetésekre szakosodott alapja már nem az első volt, amely Londonban irodát nyitott, s amely korábban kizárólag Észak-Amerikára korlátozta tevékenységét. Őt már megelőzte a *Kohlberg, Kravis and Roberts* (KKR), a *Carlyle Group* és a *Hicks Muse*, arra építve, hogy az európai piacon számos alulértékelt vállalat kínálkozik felvásárlási célpontként (*Figyelő*, 1999b).

nyugdíjalapok és biztosítótársaságok olyan **főként nagy, regionális alapokba fektetnek be**, amelyek Kelet-Európa szerte jelen vannak, hogy diverzifikálják kockázatukat.¹⁰ Természetesen a kockázatitőke-ipar globalizálódása a kelet-európai országok számára igen örvendetes, hiszen ezzel **a külföldi tőkebefektetések beáramlásának újabb csatornája nyílt meg** számukra.

3.2. A kockázatitőke-ipar mérete Magyarországon

Becslések szerint Kelet-Európában az egy főre eső legnagyobb összegű kockázatitőke-befektetés Magyarországra került, ami azt jelzi, hogy **a kockázati tőke működése számára itt alakultak ki a legkedvezőbb feltételek** a közép-kelet-európai régióban (*Karsai*, [1998a]). A térségben ugyancsak itt született meg elsőként a kockázatitőke-befektetések jogi fogalmát megteremtő kockázati tőke törvény. A kockázati tőke Magyarország iránt mutatott kiemelkedő érdeklődése nem véletlen, hiszen az ország már a külföldi tőkebefektetések egészét illetően is éllovas volt a térségben. A kilencvenes évek első felében Magyarország súlya a régióba fektetett külföldi tőkéből közel 50 százalék volt, s az utóbbi 2–3 évben is csak a jóval nagyobb, privatizációját nemrégiben felgyorsító Lengyel-ország előzte meg. Az egy főre jutó több mint 2000 dolláros működőtőke állomány azonban ma is messze Magyarországon a legmagasabb Közép-Kelet Európában.

Az 1998 végéig összegyűlt közel 20 milliárd dollár értékű magyarországi működőtőke állomány nagyságából nehezen állapítható meg, hogy ebből mekkora a kockázati tőkeként befektetett tőkeállomány volumene, hiszen erre vonatkozóan semmilyen hivatalos adatgyűjtés nem folyik. Nem tudható tehát, hogy az évi 1,5–2 milliárdos működőtőke-behozatalnak, amely a GDP 3–4 százalékára rúg, mekkora hányada érkezik kockázati tőkésektől, illetve más pénzügyi, vagy szakmai befektetőktől. A rendelkezésre álló nagyvonalú **becslések** értelmezését is megnehezíti, hogy azok **nem teljes körűek**¹¹. Nem egységesen kezelik a nemzetközi

¹⁰ Jól példázzák ezt a *Barings Private Equity Partners*, az *AIG Biztosítócsoport*, valamint az *Advent* új kelet-európai alapjai. (*Világgazdaság*, [1998]). Még újabb fejlemény a *Prudential* amerikai biztosítótársaság ARGUS nevű, kifejezetten kelet-európai tőkebefektetések céljára alapított leányvállalata (*Figyelő*, 1999b]).

¹¹ A kockázatitőke-ágazat lényegében két "halmazból" áll: az ilyen jellegű befektetésekre elkülönített (odaígért) tőkéből és a már ténylegesen (lehívott) befektetett összegből. Természetesen évente változik mindkét állomány nagysága. Állandóan új alapok kerülnek felállításra, míg más alapok élete véget ér, azaz tőkéje

szervezetek kockázati tőkebefektetéseit, azaz hol kiszűrjük, hol pedig nem azokat az átfedéseket, amikor e szervezetek nem cégeket, hanem más kockázati tőke-alapokat finanszíroznak. Nem egyértelmű, hogy csak az adott országra szakosodott kockázati tőke-alapok tőkét nézzük, avagy kalkulálnak a regionális szinten működő alapok tőkét is. Figyelembe vesszük-e a külföldi kockázati befektetők mellett az adott országban bejegyzett, nem alapként működő kockázati tőke-befektetők forrásait is, illetve a kereskedelmi bankok vállalati részvényekben megtestesülő kockázati tőkét. További kérdés, hogy hogyan kalkulálnak a kockázati tőkék tőzsdei cégekben megtestesülő tőkét is.

A kockázati tőke-ágazat fejlődésének igen erőteljes dinamikája mindazonáltal világosan kirajzolódik még a fenti problémákkal terhelt becslések adataiból is. A 90-es évek közepe óta a kockázati tőke-befektetések hazai nagyságrendjének becslésére eddig két kísérlet történt, s mindkettő a fejlett piacgazdasággal rendelkező országok gyakorlatát követve a kockázati befektetők zömét tömörítő egyesület – a Magyar Kockázati Tőke Egyesület (MKTE) – segítségével készült. Az MKTE 1996-ban a Magyarországon befektetett kockázati tőkét – függetlenül annak származási országától, s így értelemszerűen a hazai forrásokból történt befektetésekkel együtt egy, **a kilencvenes évek közepén** készült felmérésében¹² **250 millió dollár** értékűre becsülte. Emellett – a fenti becslés szerint – a befektetők további 150 millió dollár kihelyezésére vállaltak kötelezettséget (*A Kockázati Tőke Üzletága*, [1996]).¹³

Az MKTE 1999 tavaszán megjelenő évkönyvében publikált adatok¹⁴ szerint 1998 végén már 1,2 milliárd dollár volt a Magyarországra allokált

felosztásra kerül a tulajdonosok között. Az aktív, már meglévő alapok tőkét vagy új befektetést keres, vagy már abban fekszik, vagy pedig épp felszabadul egy korábbi befektetésből.

¹² A tanulmány az EVCA hét országra vonatkozó "Közép- és Kelet-európai Kockázati Tőke Befektetés Támogatási Program"-jának keretében készült az Európai Bizottság Phare Programjának pénzügyi támogatásával.

¹³ Valójában a kockázati tőke-befektetések összege Magyarországon a fenti összegnél magasabb volt, mivel a felmérés nem tartalmazta sem a kereskedelmi bankok tőzsdén nem jegyzett társaságokban közvetve vagy közvetlenül birtokolt hozzávetőlegesen 100-150 millió dolláros részesedéseit, sem az EBRD 270 millió dolláros magyarországi tőkebefektetéseinek kockázati tőkeként kihelyezett részét. Hiányzott továbbá a becslésből a regionális alapok Magyarországon befektethető kockázati tőkét is.

¹⁴ A kockázati tőke ágazat iránti felfokozott érdeklődést az is jelzi, hogy az MKTE tagjainak száma egyetlen év alatt 21-ről 47-re nőtt. A szövetségben így taggá vált

kockázati tőke mennyisége (*MKTE*, [1999]). Ebből 440 millió dollárnyi kockázatitőke-befektetésre szánt tőke keresett új befektetési lehetőségeket. Következésképpen **a már befektetésre került kockázati tőke volumene 1998 végén Magyarországon meghaladta a 700 millió dollárt**. A fenti összeg közel fele, azaz 350 millió dollár mintegy 20 aktívan működő – külföldi tőkét kezelő – kockázati tőkealap befektetéseihez kapcsolódott, s hasonló volumen esett a fejlesztési bankok (EBRD, MFB) befektetéseiére. Az ágazatba érkező **új források** szinte teljes egészében a kelet-európai régió egészére specializálódó, un. **regionális alapoknak voltak köszönhetőek**. Az évkönyvből kiderül, hogy ezek az alapok további 300–500 millió dollár befektetést terveztek Magyarországon. Látható tehát, hogy bár a kockázati tőke állománya 1998 végén a teljes külföldi működőtőke állományból még nem volt túl magas – közel 7 százalékot képviselt –, szerepe azonban egyre inkább felértékelődik. A 300–500 millió dolláros kockázatitőke-finanszírozás a **külföldi közvetlen tőke-bevonásnak akár az ötödét is elérheti**, feltételezve, hogy az éves működőtőke behozatal változatlanul 1,5–2 milliárd dolláros szinten marad.

Első pillanatra némileg furcsának tűnik, hogy a magyarországi kockázatitőke-ágazat eddigi befektetéseiire becslést készítő **felmérések gyenge pontját** épp a hazai forrásokból, **ittthon bejegyzett szervezetek által végrehajtott befektetések összesítése jelenti**. Míg a külföldi bejegyzésű alapok befektetésre rendelkezésre álló tőkéje, valamint már befektetett tőkevolumene az alapok közlése nyomán viszonylag pontosan becsülhető, addig a hazai bejegyzésű szervezeteknél e volumen összesítését egyrészt megnehezíti a befektetők nem egyértelmű beazonosíthatósága, másrészt adatszolgáltatásának sok hiányossága. Az ilyen típusú befektetésekkel foglalkozó hazai szervezetek ugyanis rendszerint **vegyes profilúak**, hazai szóhasználatul "sok lábbon állóak". Vagyis egyidejűleg más típusú tevékenységeket is végeznek, s így mérlegadataikból nem derül ki egyértelműen, hogy eredményeik mennyiben kapcsolódnak a kockázati tőkebefektetési tevékenységhez, avagy egyéb profiljaikhoz. Még a deklaráltan kockázatitőke-befektetések nyújtása céljából felállított szervezetek is végeznek más tevékenységeket. A hazai bejegyzésű kockázati tőketársaságok közül szinte mindegyik vállal vagyongazdálkodást, de nem ritka a vállalati illetve befektetési tanácsadás, befektetés szervezés, projekttervezés, vállalatértékelés. Elterjedt megoldás körükben a pénzügyi

annak a mintegy 25-30 professzionális tőkebefektetőnek a túlnyomó része, akik hivatásszerűen foglalkoznak zártkörű társaságokba történő tőkebefektetéssel. A tagság többi részét a kockázati tőke ágazatot kiszolgáló vállalati tanácsadók, befektetési társaságok, ügyvédi irodák és szakértők teszik ki.

szolgáltatások nyújtása, így például tagi kölcsön biztosítása, vagy lízing tevékenység folytatása, előfordul továbbá iparjogvédelmi, licenc és szabadalmi ügyek intézése is.

A hazai bejegyzésű kockázati befektetők **profiltisztasága**, ami a befektetések pontos felmérését lehetővé tenné, s ami a kockázati tőke törvény előírásai között is szerepel, egyelőre **nehezen biztosítható**. Ahhoz, hogy e kockázati befektetők megfeleljenek az új törvény előírásainak – eltekintve a minimálisan előírt tőke követelményétől – legalábbis több részre kellene szakadniuk, vagy fel kellene függeszteniük a biztos és folyamatos jövedelmet hozó egyéb profiljaikat. A profiltisztaság követelménye ezért az egyik alapvető akadálya annak, hogy a piacon már működő cégek "átjelentkezzenek" a törvény hatálya alá. Emellett problémát jelent a hazai finanszírozók számára a törvény számos más, a befektetések időzítését és relatív nagyságát érintő előírás betartása is. A törvény előírásait vállaló szervezetek számára megnyíló kedvezményes adózási lehetőségek **kihasználása** a külföldön, rendszerint adóparadicsomokban bejegyzett befektetők számára ugyanakkor kevés vonzerőt jelent. Nem meglepő tehát, hogy az 1998 nyarán elfogadott **kockázati tőke törvény eddig igen kevés hatást gyakorolt a magyar kockázati tőke piacra**, azaz nem rendezte át annak szereplőit.

3.3. A magyarországi kockázati tőke-piac szereplői

3.1.1. Belföldön bejegyzett befektetők

A Magyarországon kockázati tőkét befektető szervezetek között hazai és külföldi bejegyzésűek egyaránt találhatók. A magyarországi kockázati tőke-ágazat itthon regisztrált résztvevői kizárólag **gazdasági társasági formában** működve vesznek részt a magyar vállalkozások finanszírozásában. A jogi formájukat tekintve egyelőre egységes hazai kockázati finanszírozó szervezetek ugyanakkor számos szempontból **különböznek**. A **tőkebevonás módja** szerint van közöttük nyilvános és zárt társaság¹⁵. Különbség van közöttük abban is, hogy **független** szervezetként működnek-e, avagy intézményi befektetők **érdekeltségébe**

¹⁵ A hazai befektetők közül évekig csak a Dunaholding Rt. szerepelt a tőzsdén, őt most követi az Arago Rt. Az első nyilvános részvénykibocsátással alapított, ám tőzsdére nem bevezetett kockázati tőketársaság a Kaptár Rt. volt. A hazai bejegyzésű kockázati tőke-társaságok túlnyomó része azonban mindmáig zárt társaság.

tartoznak-e.¹⁶ A hazai kockázattőke-befektetők viselkedésére azonban elsősorban az van hatással, hogy **állami** vagy **magántulajdonban** vannak-e. Egy 1997-ben végzett felmérés kimutatta, hogy az állami pénzeket kihelyező szervezeteknél az állami elvárások befolyásolják a befektetési célpontok kiválasztását, a döntéshozatal időigényét, a mérlegelt információk körét, a portfólió cégek ellenőrzését, valamint a kiszállási módok megválasztását (Karsai, [1997a]).

Az állami beavatkozás fő terepét eddig a Magyar Fejlesztési Bank Rt. (MFB) útján megvalósított kockázattőke-finanszírozás jelentette Magyarországon¹⁷, bár az 1998. évi kormányváltást követően e téren jelentős **stratégiai váltás** figyelhető meg. A kormány MFB-vel kapcsolatos új elképzelése szerint a korábbi reorganizációs szerepkörből a bankot az infrastruktúra fejlesztéseit finanszírozó pénzintézeté kell átalakítani (Binder, 1999]), (Csabai, 1999]), (Dombi, 1999]), (Gyenis, 1999]). A cél tehát a projektek befejezése és a lehető legkevesebb reorganizációs feladat vállalása. A kormány szándékának megfelelően a későbbiekben csak néhány cég vagyonkezelése maradna az MFB-nél, az ilyen feladatok zömét inkább az állami vagyonkezelő szervezetre (ÁPV Rt.) bíznák.

A kormányzati elképzelések szerint ugyanakkor a kockázati finanszírozás szempontjából **előtérbe kerülhetnek az MFB kockázattőke-alapjai**, amelyek elindításában nagy szerep hárulhat a Corvinus Nemzetközi

¹⁶ Az MFB regionális fejlesztési társaságai, illetve az ABN Amro Bank kockázati tőkealapja nyilvánvalóan a nem független kockázati finanszírozók táborába tartoznak.

¹⁷ Az MFB szerepvállalása több szálon is átszövi a hazai kockázati tőkeágazatot, összességében igen tetemes befektetéseivel a bank az egyik legfontosabb szereplője a hazai kockázati tőke piacnak. Az ágazat fellendülését az MFB-n keresztül eredményező állami kezdeményező lépések közé tartozik többek között a bank feltőkésítésének módja, amikor annak portfóliójába cégek részvényei kerültek. Annak lehetővé tétele, hogy a bank és adóskonzolidáció keretében újabb vállalati részesedéseket vehessen igen jutányos áron. Végül a bank portfóliójának átrendezése a kormányzati döntésekkel előírt állami vagyonkezelővel történő vagyonszere révén. A kockázati finanszírozás része volt a bank által felvásárolt lejárt vállalati követelések tőkerészesedéssé alakítása. Szintén a kockázati tőkeágazat körébe tartozik annak a regionális hálózatnak a kialakítása, amely vállalati részesedés vásárlásokra létrehozott kisméretű befektetési társaságokból áll, s amelyekben a bank többnyire többségi tulajdonosként vesz részt. Végül az MFB állami segédlettel hozott létre elsőként olyan befektetési társaságot, amely a határon túli kockázati befektetésekben vállalt hazai cégek mellett szerepet. Az új, törvényi szabályozás előírásai szerinti kockázati tőkealap felállítása tehát beleillik az eddigi sorba (Karsai, [1995]).

Befektetési Rt-re, mely szintén a bank tulajdonában álló kockázati finanszírozóként a határon túli magyar befektetéseket szervezte eddig (Csabai, [1999]). A bank profilváltása annak **regionális fejlesztési társaságait**¹⁸ is erőteljesen érinti majd. Ezek elsődleges feladata ezen túl a bank fejlesztési politikájának megvalósítása lesz. Elvárja tőlük, hogy biztosítsák önálló tőkekihelyezéseik megtérülését és ellenőrizzék a finanszírozott vállalkozásokat. A bank kockázati-tőke-befektetéseinek koordinálása is részben e társaságokra hárul, a mikro- és kisvállalati fejlesztések finanszírozására e részvénytársaságok hoznak majd létre kockázati tőkealapokat (Dombi, [1999]).

Amennyiben kormányzati részvétellel létrejön az **MFB** észak-magyarországi **kockázati-tőke-alapja**, úgy az a kockázati tőkepiacon **az állami szerepvállalásnak egy új formáját fogja képviselni** Magyarországon (G.T.I., [1998]), (Becsei–Horváth, [1998]), (Papp, [1999]), (M.K., 1999a), (M.K., 1999b). Korábban hasonló célt szolgált maga az MFB, valamint ennek több regionális tőketársasága, továbbá az innovációs célú befektetések előmozdítására szánt két kockázati tőketársaság (Karsai, [1995])¹⁹. A fenti formációk közös jellemzője, hogy elsősorban a kis- és középvállalatok finanszírozási helyzetén igyekeznek javítani azáltal, hogy kifejezetten e vállalati kör finanszírozására hoznak létre új befektetőket.

A magántőkét kihelyező – hazai bejegyzésű – kockázati befektető társaságok zömére a koncentrált menedzseri tulajdon jellemző²⁰. Ilyen értelemben tehát **független** piaci szereplőknek tekinthetők. Az intézményi befektetők érdekeltségébe tartozó, tehát **függő** helyzetű, külön szervezeti formában működő kockázati befektető szervezetek első fecskéi²¹, a kereskedelmi bankok kockázati-tőke-részlegei még csak most kezdenek felbukkanni a piacon.

¹⁸ Megmaradna tehát annak az MFB résztulajdonában lévő regionális befektetési alapokból álló körnek a szerepe, amely egyenként 600 millió és 1,2 milliárd forint közötti jegyzett tőkével rendelkezik (G. Á., [1998]).

¹⁹ További hasonló indíttatású terv egy olyan nonprofit alapon működő **beszállítói kockázati-tőke-alap** felállítása, amely a beszállítói célprogram részeként fogalmazódott meg a vállalkozásfejlesztési alapítványok részéről. A tervek szerint e kockázati-tőke-alaphoz hozzájáruló nagyvállalatok adó- és más kedvezményekben részesülnének (Baka, 1999).

²⁰ Lásd például Bankár Holding Rt., Altus Befektetési és Vagyonkezelő Rt., Arago Befektetési Holding Rt.

²¹ Lásd például az ABN Amro Capital (Hungary) kezelésében álló kockázati tőkealapot (Figyelő, [1999a]).

A magántulajdonban lévő, független befektetési társaságok jellemzően két irányban fejlődtek. Egy részük egyre inkább **vagyonkezelő funkcióra szűkíti tevékenységét** valamely tőkeerős külföldön bejegyzett alap oldalán²². Más részük – főként azok a befektetési holdingok, amelyek eredetileg vállalati, privatizációs tanácsadással, követelések felvásárlásával és felszámolások lebonyolításával foglalkoztak – a portfólió megtisztításával **most kezd hozzá egy professzionálisabb befektetési politika megvalósításához**, tisztázva a számára fontos piaci rést²³. Ennek kapcsán egyre inkább elválik a kisebb vállalkozásokba fektetni kívánó, illetve a már tőzsdén lévő cégek ellenőrzését átvevő hazai kockázati finanszírozók köre. Sajátos hazai szereplői a kockázati tőke-piacnak a zömmel 1994 táján eredetileg kárpótlási jegyek begyűjtésére létrejött cégek, amelyek immár a kockázati tőke-ágazat érdemi résztvevői.²⁴

3.1.2. Külföldön bejegyzett befektetők

A hazai bejegyzésű, gazdasági társaságként működő kockázati befektetők mellett a magyar piacon **két olyan jelentős befektetői kör** található, amelyek **külföldi bejegyzésű** szervezetekként – alap vagy társasági formában – működve fektetnek be tőkét hazai vállalkozásokba. Ezek a Magyarországra szakosodott un. országalapok valamint a Kelet-Közép Európa egészében működő un. regionális alapok.

A rendszerváltás idején, illetve a 90-es évek közepe táján megjelenő **országalapok**²⁵ a gazdasági visszaesés közepette is **viszonylag sikeresen működtek**, s lényegében igazodási pontot jelentettek a többi szervezet számára a hazai piacon még új befektetési kultúra megismertetésében. A piaci sajátosságokat jól megismerő, eleve korlátozott időre – 10–12 éves időtartamra – létrehozott alapok kezelői a kockázati befektetésben változatlanul igen nagy fantáziát látnak, mivel több új, szintén Magyarországra, valamint a régió egészére koncentráló alapot hoztak létre az elmúlt 1–2 évben.²⁶

²² Lásd például Bankár Holding Rt-t, avagy Ventura Pénzügyi Befektetési Rt-t.

²³ Lásd például a Dunaholding Rt-t, avagy az Altus Befektetési és Vagyonkezelő Rt-t.

²⁴ Lásd például az Arago Befektetési Holding Rt-t, illetve a HB Westminster Kárpótlási jegy-hasznosító Rt-t.

²⁵ Lásd például: Első Magyar Alap, Magyar Amerikai Vállalkozási Alap, Euroventures Hungary B.V., Venture Capital Hungary B.V., Hungarian Private Equity Fund, Hungarian Capital Fund.

²⁶ Ezek közé tartozik az Első Magyar Alap által jelenleg szerveződő Second Hungary Venture Fund, a Magyar Amerikai Vállalkozási Alap (MAVA) által felállított

A célországként kizárólag Magyarországra irányuló kockázatitőke-befektetést finanszírozó országalapok mellett a régióban igen jelentős nagyságú tőke akkumulálódott a regionális alapokban. A **regionális alapok** megjelenése főként 1994–95-re tehető²⁷, ám számuk meredeken emelkedik a 90-es évek vége felé²⁸. Ezen alapok általában meghatározott országcsoportra terjesztik ki működésüket, előfordul, hogy keretszámokat állítanak fel a befektetések országok közötti tervezett megoszlására, ám nem ritka az sem, hogy a nyugat-európai központú alapok több kelet-európai alapot is létrehoznak, amelyek a régió egészében, illetve egy-egy országra vonatkozóan működnek. Vannak alapok, amelyek előre rögzítik a tőzsdéi és a tőzsdén kívüli befektetések arányait, illetve van olyan regionális alap is, amely a befektetések által megcélzott iparágat is kiválasztja. Mivel ezek az alapok nagyságrendileg nagyobb tőkeerőt képviselnek, mint a piac többi szereplője²⁹, **fellépésük jelentős változást eredményezett** a hazai kockázatitőke-ágazat szempontjából. Egyrészt erőteljesen megnőtt a kockázati tőke kínálata, másrészt a kifejezetten nagy cégek felé tolódott el a finanszírozásra kiszemelt vállalatok köre.

A több kelet-európai országban is irodákat nyitó regionális alapok új korszakot nyitottak a hazai kockázatitőke-ipar fejlődésében, hiszen az új tőkeforrások jóformán mind ezeknél az alapoknál jelentkeznek. Ezen alapok iparági specializációjuk során képesek érvényesíteni a méretgazdaságossági előnyöket, ugyanakkor kihívást jelent számukra a régió különböző adottságú országaiban történő hatékony megjelenés. **A regionális alapok megjelenésével lényegében a magyar piac is bekerült a kockázatitőke-befektetések nemzetközi áramkörébe**, ami a tőkekínálat megnövekedése mellett a fejlett piacgazdaságokban érvényesülő befektetési kultúrához és infrastruktúrához való igazodást is elősegítette.

Hungarian Equity Partners, valamint szintén a MAVÁ által szervezett Hungarian Innovative Technologies Fund (Magyar Technológiai Innovációs Alap) (M.R.M., [1999]), (Tevan, [1999]).

²⁷ Ekkor jelent meg a hazai piacon többek között a Central European Growth Fund, az Advent Private Equity Fund Central Europe, valamint az East European Food Fund.

²⁸ A nemrégiben – 1997-től – felbukkanó regionális alapok közé tartozik a Riverside Central Europe Fund, a Baring's Central European Investments, a Croesus Central European Restructuring Fund, a Bank-America Equity Partners, az Advent II. Central and Eastern Europe, és az AIG New Europe Fund.

²⁹ A regionális alapok minimális befektetési volumene 2–5 millió dollár, de előfordul a 10 millió dolláros alsó befektetési limit is, míg az egy befektetésre fordítható maximális tőke elérheti akár a 30–50 millió dollárt is.

4. A MAGYARORSZÁGI KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK MÉRÉSE

4.1. Mérési nehézségek

A kockázatitőke-befektetések nagyarányú fellendülése ellenére **konkrétan igen keveset lehet tudni** a kockázatitőke-ágazat hazai működéséről. Elsősorban az olyan jellegű információ hiányzik, amelynek segítségével lemérhető lenne az ágazat működésének eredményessége. Ahhoz, hogy képet lehessen alkotni a kockázati befektetések egyes vállalkozások fejlődésére, a nemzetgazdaság egészére, valamint a befektetők megtakarításainak értékére gyakorolt hatásáról, alapvető információkkal kellene rendelkezni arról, hogy a kockázati finanszírozóktól mely cégek, mekkora tőkét és milyen feltételek mellett kaptak. A nagyfokú információhiány elsősorban az ágazat "természetéből" következik, hiszen az egyes vállalkozások más cégekben megvásárolt részesedéseiről általában **nem folyik központi adatgyűjtés**. Sőt a vállalatok, részlegek felvásárlása tipikusan olyan terület, ahol a részvények vételi árfolyama rendszerint **üzleti titoknak** minősül. Ilyen feltételek közepette az ágazat tevékenységéről csak közvetett módon lehet információhoz jutni.

Megkönnyíti a tájékozódást, ha a részesedések vásárlására a **privatizáció** kapcsán kerül sor, mivel sok esetben az állami vagyon értékesítése nyilvános feltételekkel történik. A fejlett kockázatitőke-ágazattal rendelkező országokban ennél is gyakoribb információs forrást jelent azon cégek **tőzsdére vitele** kapcsán nyújtott tájékoztatás, amelyek korábban kockázati finanszírozásban részesültek. Mivel a befektetők szempontjából ez a legkedvezőbb tőke kivonási csatorna, a gyakorlatban igen sok finanszírozási ügylet részletei ismerhetők meg a nyilvánossá váló cégek nyújtotta információk segítségével. Nem véletlen, hogy a kockázatitőke-ágazat működésének hatékonyságát elemző kutatások túlnyomó része erre az információs bázisra építve készül. Az ágazatról szóló ismeretek megszerzésének egy további módja az **információk bekérése** maguktól a befektetőktől. Mivel az ágazatban a finanszírozásra szakosodott szervezetek között igen éles verseny folyik, a befektetők annak érdekében, hogy képet kapjanak a többiek működéséről, vállalják adataik egy részének nyilvánosságra hozatalát. Az ilyen jellegű adatokat rendszerint e tevékenységre szakosodott információs ügynökségek, vállalati tanácsadó cégek, illetve az egyes országok kockázatitőke-szövetségei

gyűjtik össze és dolgozzák fel. A kockázati befektetők által lebonyolított ügyletek adatai esetenként fizetett hirdetések formájában is megjelennek, az információk nyilvánosságra hozása ebben az esetben a befektető cégek hírnevének emelését szolgálja.

A **hazai viszonyok** egyelőre nem kedveznek a kockázati tőke-ágazat működésére vonatkozó **információk nyilvánosságra kerülésének** . A privatizáció keretében történő vállalat-eladások árfolyama rendszerint üzleti titoknak minősül, a tőzsdei értékesítések között pedig elenyésző volt a kockázati tőkével finanszírozott cégek száma. Nem működik az országban olyan szervezet sem, amely rendszeresen bekérné a befektetők kockázati tőke ügyleteire vonatkozó adatait. Az **eddigi felmérések** ³⁰ tapasztalatai azt mutatják, hogy a hazai piacon működő befektetők többsége nem szívesen ad információt befektetéseiről, nem használja ki az ebből eredő többletinformáció-szerzés, illetve hírnév-javítás lehetőségét. Inkább csak a nagy regionális alapok, nemzetközi szervezetek esetében fordul elő az információk hirdetés formájában történő nyilvánosságra hozatala. Mivel a kockázati tőke-törvény előírásai szerint még egyetlen kockázati tőke-alap illetve társaság sem kezdte meg működését, az Állami Pénz és Tőkepiaci Felügyelethez sem érkezhettek a kockázati finanszírozásra vonatkozó információk. Jószerevel a befektetők körének beazonosítása sem egyszerű dolog, hiszen nincs olyan "hivatalos" lista, amely az összes kockázati finanszírozással (is) professzionálisan foglalkozó hazai és külföldi bejegyzésű befektetőt feltüntetné. Bár az MKTE tagjainak száma az utóbbi 1–2 évben örvendetesen megemelkedett, a hazai befektetőket összefogó szakmai egyesület sorába nem minden kockázati finanszírozó kérte felvételét.

4.2. Felmérés a magyarországi kockázati tőke-befektetések jellemzőiről

Az MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpontja annak érdekében, hogy a hazai kockázati tőke-befektetésekre irányuló elemzéseikhez a hazai és külföldi bejegyzésű befektetők tevékenységére egyaránt kiterjedő adatbázissal rendelkezzen, **összegyűjtötte a hazai üzleti sajtóban megjelent azon híreket, amelyek vállalati részesedések kockázati**

³⁰ A befektetési portfólió adatait a hazai bejegyzésű finanszírozók rendszerint nem, a külföldi alapok többsége pedig csak aggregát módon közli. Így nem véletlen, hogy a befektetések felmérése rendszerint csak a nagyobb kockázati tőkealapokra terjed ki. (Lásd például a Deloitte and Touche vizsgálatát (*Becsei-Horváth*, [1998]), (*MKTE*, [1999]).)

befektetők általi megvásárlásáról és eladásáról tudósítottak. Részben a befektetők, részben pedig az érintett vállalatok sajtóbeli közlése nyomán létrejött egy olyan **adatbázis**, amely 1995 és 1998 között 99 befektetési és 35 kilépési ügylet közzétett adatait regisztrálja.³¹ Az ügyletekben érintett 23 finanszírozó feltehetőleg lefedi a magyar piacon aktív befektetők teljes körét. Nem szerepelnek ugyanakkor az adatbázisban az elsősorban nem kockázati finanszírozásra szakosodott nemzetközi szervezetek – az EBRD, az IFC – közvetlen vállalati befektetései. Mivel becslések szerint a hazai kockázati tőke-ágazatban 1998 végéig mintegy 400–450 vállalkozás részesült kockázati finanszírozásban³², a jelenlegi adatbázisba bekerült mintegy 100 cég (88 vállalatra vonatkozó befektetési és további 10 vállalat eladási ügylete) az **összes érintett vállalat negyedét bizonyosan lefedi. S** mivel a jelentősebb finanszírozási akciók nagyobb valószínűséggel szerepelnek a sajtóban, feltételezhető, hogy a feldolgozott ügyletek a kockázati befektetések értékének ennél is magasabb hányadát reprezentálják. Mivel a kockázati tőkebefektetések 1998 végi kumulált értéke 760 millió dollárra becsülhető³³, azaz megközelítőleg 170 milliárd forint, az adatbázisba bekerült befektetések névértéke pedig közel 85 milliárd forint³⁴, látható hogy **a felmérés keretében számba vett investíciók értékben legalább a felét képviselik az ágazatban végrehajtott befektetéseknek.** (Különösen igaz ez annak a fényében, ha a 170 milliárdból levonjuk a jelen felmérés által figyelmen kívül hagyott, nemzetközi szervezetek által végrehajtott befektetéseket.)

A **nyilvántartásból kiolvasható**, hogy mely befektetők, mikor, mely cégekben, mekkora részesedést vásároltak, ezt milyen jellegű ügylet keretében szerezték meg, s az ügylet által érintett részesedésnek mekkora volt a névértéke. Ha időközben eladták a részvényeiket, azt hány év után, milyen típusú vevőnek és milyen technikát alkalmazva tették meg, s mekkora részt tartottak meg maguknak. Természetesen az adatbázisból az

³¹ Hasonló adatbázis készül az 1999-ben közzétett kockázati tőkebefektetések és kivonások adatairól.

³² Vö.: *N.I.*, [1998]

³³ Az MKTE becslése szerint 1998 végén 1,2 milliárd dollár volt a Magyarországra allokált kockázati tőke mennyisége (*MKTE*, [1999]). Ebből 440 millió dollárnyi kockázati tőke keres új befektetési lehetőségeket, következésképpen a már befektetésre került kockázati tőke volumene 1998 végén mintegy 760 millió dollárra becsülhető.

³⁴ A megfigyelt négy év során a befektetők mintegy 75 milliárd forint névértékű részesedést vásároltak meg. Ezen felül további, több mint 10 milliárd forint névértékű olyan részesedéstől váltak meg 1995 és 98 között, amelyet még 1995 előtt vásároltak.

is kiderül, hogy az egyes években milyen jellegű befektetők voltak aktívak a hazai piacon, a kockázati finanszírozók érdeklődését milyen ágazatokba tartozó cégek keltették fel, jellemzően mekkora cégek részesedéseinek felvásárlására került sor, illetve, hogy a finanszírozáshoz e vállalatok életciklusuk mely fázisában jutottak hozzá. Az eladások kapcsán megállapítható, hogy a kockázati tőkések mely csoportjai tudtak vagy akartak eddig túladni a portfóliójukba tartozó cégeken, s hogy elsősorban milyen cégek esetében nyílik alkalom a tőzsde útján történő eladásra, illetve melyeknél bukkannak fel szakmai befektetők, avagy a korábbi társtulajdonosok. A vállalatrészek adásvételének nyomon követése kapcsán a befektetők között valamiféle "munkamegosztás" képe bontakozik ki a magyar piacon, amely az információk kicserélésétől, az együttes befektetésen át az egymástól történő vásárlásig terjed.

A szükségmegoldásként összeállított **adatbázisnak** – bár igen széleskörű elemzésre biztosít lehetőséget – az alkalmazott technikából adódóan **számos hiányossága van**. Az adatgyűjtés módszere folytán a feldolgozásban csak azon ügyletek adatai szerepelnek, amelyeket az érintett kockázati befektető vagy a finanszírozásban részesített vállalkozás a sajtó tudomására hozott. Így feltételezhető, hogy a befektetések között a valóságosnál **alacsonyabb számban szerepelnek a kisebb** tőkeértéket képviselő, illetve az induló cégeket finanszírozó **ügyletek**, míg a kiszállásoknál **a veszteséggel végződött akciók** az alulreprezentáltak.

Az adatbázis használhatósága szempontjából a legnagyobb problémát az okozza, hogy rendkívül sok akciónál **hiányoznak az üzleti titokként** kezelt vételi/eladási árfolyamok, azaz a ténylegesen befektetett tőkeérték illetve az értékesítésért kapott összeg. Mivel az árfolyam adatok pótlása nem volt megoldható, ezért az adatbázisban az **értékadatok helyett** – ahol legalább ez az információ megszerezhető volt – a finanszírozott cégekben szerzett illetve eladott **részesedések névértékének adatai szerepelnek**. (A névérték a megvett tulajdoni hányad és az alaptőke – jegyzett tőke/törzstőke – szorzataként számolható ki.) Az érintett cégekre vonatkozó egyéb adatok (létszám, árbevétel, alap/törzstőke) pótlása az esetek nagy többségében nyilvános adattárak felhasználásával megoldható volt. Azon ügyletek esetében, ahol a tényleges vételi-eladási árak hozzáférhetőek voltak, mód nyílt a névértékkel történő összehasonlításra.

A valódi értékadatok névértékkel történő helyettesítése nyilvánvalóan csökkenti az adatbázis használhatóságát, s torzítja a nemzetközi felmérésekben szereplő adatokkal való összehasonlítást, amelyekben

rendszerint a befektetők által közölt bekerülési költség (ráfordítási) adatai képezik az ügyletek érték adatait. Pontosabb adatok híján azonban **az adatbázis** az említett korlátok ellenére is **alkalmas arra, hogy bemutassa a hazai kockázatitőke-ágazatban érvényesülő fő tendenciákat és rávilágítson néhány lényeges összefüggésre.**

4.3. A felmérés eredményei

A felmérés összességében 84 milliárd forint névértékű vállalati részesedés sorsát követte nyomon. Az 1995 és 1998 között megvett 73,6 milliárd forint értékű részvényből 14,3 milliárd forint értékű részesedésen a kockázati finanszírozók a vizsgált időszakban túl is adtak, ám szerepelt a felmérésben további olyan 10,4 milliárd forint értékű vállalati részvény eladása is, amelyet kockázati befektetők még 1995 előtt vettek meg.³⁵ Az ügyletek névértéke 87 befektetési és 28 eladási akció esetében állt rendelkezésre, így a felmérésben szereplő érték adatok kizárólag ezen ügyletekre vonatkoznak. Ezen felül a felmérésbe bekerült további 12 befektetési és 7 kilépési ügylet névértéken kívüli egyéb adata.

4.3.1. A befektetések és a finanszírozott cégek nagysága

A felmérésben számos adat támasztja alá a magyarországi kockázatitőke-befektetések egyik sajátos jellemzőjét, a nemzetközi méretekben mérve viszonylag magas értékű egyedi befektetéseket. Egyaránt erre utal az egy ügyletre eső viszonylag magas tőkeérték, a finanszírozott cégek között a nagyméretű vállalkozások kiemelkedő aránya, valamint az expanzív életszakaszban tartó cégek dominanciája.

³⁵ A sajtóban megjelent 87 befektetési ügyletből 36-nál szerepelt a tényleges vételár. Ezen akcióknál összevetve a kivásárolt vállalati részesedés névértékét a tényleges vételárral az derült ki, hogy a kockázati tőkések Magyarországon átlagosan **82 százalékos névértéken jutottak hozzá** a vállalati részesedésekhez. E tekintetben a hazai és a külföldi bejegyzésű befektetők között összességében nem volt számottevő eltérés, ugyanakkor az államtól történő vásárlás esetében az átlagnál alacsonyabb, a magánszektorban történő kivásárlások esetében pedig átlag feletti árfolyamok alakultak ki. A négy év során megvalósult 28 kiszállási ügylet közül mindössze 10 esetben váltak ismertté a tényleges eladási árfolyamok. Ezek alapján a kockázati befektetők átlagosan **146 százalékos árfolyamon adtak túl** érdekeltségeiken. E tekintetben a hazai bejegyzésű szervezetek messze átlag alatti (78 %), míg a külföldi országalapok átlagot meghaladó (290 %) árfolyamot produkáltak.

A kockázati tőke-ágazat viselkedését a portfolió cégekről tudósító publikációk alapján vizsgáló felmérés szerint 1995 és 1998 között a kockázati befektetők **évente átlagosan 22 ügyletet finanszíroztak** Magyarországon. Ennek során 18,4 milliárd forint névértékű vállalati részesedést szereztek, azaz az egy befektetésre jutó tőke értéke átlagosan 0,8 milliárd forintot tett ki. A befektetési ügyletek átlagos értékét korrigálva azon akciók 80 százaléka körüli árfolyamával, ahol ismert a tényleges vételár, nagyjából **650 millió forintos átlagos befektetési érték** jön ki. A kockázati tőkések a négy év átlagában a cégek 53 százalékos tulajdonosává váltak. A fenti részesedések megvásárlására jellemzően olyan vállalkozásoknál került sor, amelyek átlagosan 780 főt foglalkoztatva, 1,9 milliárd forintos alaptőkével 4,8 milliárd forint nettó árbevételre értek el.

A vizsgált időszakban a kockázati tőkések **évi átlagban 7 ügylet** során 6,2 milliárd forint névértékű részesedést **adtak el** Magyarországon, az egy ügyletre eső átlagos tőkeérték 0,9 milliárd forint volt. Portfolió cégekben a kockázati finanszírozók korábban átlagosan 63 százalékos tulajdoni hányaddal rendelkeztek. Az eladott vállalkozások átlagosan 1,9 milliárd forintos alaptőkével működtek, éves forgalmuk 5 milliárd forintot ért el, s a foglalkoztatottak száma átlag 690 fő volt.

A kockázati finanszírozásban mind a hazai, mind pedig a külföldi bejegyzésű befektetők fontos szerepet játszottak. **Itthoni** befektetők finanszírozták a kockázati tőkeügyletek darabszámának 72, névértékének pedig 56 százalékát. Ezen belül kiemelkedő szerepet vállalt a kockázati tőkefinanszírozásban az MFB, amely egymaga bonyolította le az ügyletek darabszámának 40, névértékének pedig 32 százalékát. (Lásd a 4. sz. táblázatot!)

A befektetések számának 28, névértékének pedig 44 százalékát képviselő **külföldi** bejegyzésű kockázati tőkealapok közül különösen a regionális alapok befektetései voltak impozánsak. Az általuk befektetett tőke képviselte a befektetések számának 13, névértékének pedig 33 százalékát. Esetükben az egy ügyletre eső 2,2 milliárd forintos tőkeérték több mint háromszor akkora volt, mint az összes többi befektetői kategóriában átlagosan megfigyelt 600–700 millió forint.

4. sz. táblázat

A magyarországi kockázatitőke-befektetések darabszámának és névértékének megoszlása a befektetők típusa szerint, 1995–98 (százalék)

A befektető típusa	Darab	Névérték
Hazai befektetők összesen	72	56
Ebből:		
állami (MFB)	40	32
magán	32	24
Külföldi befektetők összesen	28	44
Ebből:		
országalapok	15	11
regionális alapok	13	33
Összes befektető	100	100

Forrás: KTK felmérés

A magyarországi kockázati tőkebefektetések erőteljesen különböznek a nyugati mintától a finanszírozásban részesített cégek létszámát illetően. Magyarországon a vizsgált négy év mindegyikében a befektetések számának több mint fele, értékének pedig több mint 60 százaléka irányult az **500 főnél nagyobb** létszámú cégekbe. (Lásd az 5. sz. táblázatot!)

5. sz. táblázat

A magyarországi kockázatitőke-befektetések darabszámának és névértékének megoszlása a finanszírozott cégek mérete szerint, 1995–98 (százalék)

A cég mérete (fő)	darab				névérték			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
0–99	10	16	4	14	3	23	5	6
100–499	33	31	37	14	37	13	20	2
500+	57	53	59	72	60	64	75	92
Összesen	100	100	100	100	100	100	100	100

Forrás: KTK felmérés

A nyugat-európai országokban ugyanakkor a befektetések számának maximum 12, értékének pedig kevesebb mint a fele áramlott e cégekhez. Míg Nyugat-Európában a **100 fő alatti** vállalkozások körét érintette a befektetések számának 60–70 százaléka, addig nálunk a vizsgált négy évben a befektetések számának maximum 16 százaléka irányult e vállalati körre. Méginkább kirajzolódik a különbség a befektetések értékét tekintve.

Míg Nyugaton a 100 főnél kevesebb dolgozót foglalkoztató cégek kapták a befektetések értékének 20–30 százalékát, addig nálunk hasonló érték csak egyetlen egyszer – 1996-ban – fordult elő, ezt követően az adott évi befektetések mindössze 5–6 százaléka került e cégekhez. (Lásd a 6. sz. táblázatot!)

6. sz. táblázat

A nyugat-európai kockázati tőke-befektetések darabszámának és értékének megoszlása a finanszírozott cégek mérete szerint, 1996–97 (százalék)

A cég mérete (fő)	darab				névérték			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
0–99	73	61	61	68	38	22	21	30
100–499	21	28	27	21	46	38	32	27
500+	6	11	12	11	16	40	47	43
Összesen	100	100	100	100	100	100	100	100

Forrás: KTK felmérés, valamint EVCA, 1999

Átszámolva forintra az egy ügyletre eső átlagos tőkeértéket, 1996-ban közel **200 millió forint**, 1997-ben pedig mintegy **400 millió forint** értékű átlagos kockázati tőkebefektetésre került sor Nyugat-Európában. Ezzel szemben Magyarországon 1996-ban a kockázati tőkéektől a portfólió cégek átlagosan **500 millió forint**, 1997-ben pedig **1 milliárd forint** körüli befektetéshez jutottak. (Lásd a 7. sz. táblázatot!) Figyelembe véve a névérték és a tényleges vételár eltérését, a magyarországi befektetések átlagosan **kétszer akkora értékűek voltak**, mint a nyugat-európai finanszírozási akciók. Nyugaton tehát a kisebb cégek jobb esélyeit a kockázati tőkéhez jutásnál mind az egy ügyletre eső számottevően alacsonyabb átlagos tőkeérték, mind pedig a befektetések között a kisebb cégek nagyobb előfordulási aránya jelzi.

7. sz. táblázat

A kockázati tőke-befektetések átlagos értéke
Magyarországon és Nyugat-Európában
1996–97 (millió forint)

Év	Magyarország	Nyugat-Európa
1996	496	194*
1997	1070	381**

Forrás: KTK felmérés, valamint EVCA, 1998

* 191 Ft/EKU időszaki átlag devizaárfolyammal számolva

**211 Ft/EKU időszaki átlag devizaárfolyammal számolva

Feltételezhető, hogy a befektetők számára a **térség választásával eleve vállalt magasabb kockázat a biztonságosabbnak vélt cégek finanszírozásával valamelyest kompenzálható.** A kockázati tőke-befektetők tehát azért választják Magyarországon a nagyméretű cégeket, mert úgy vélik, a már bizonyított múlttal rendelkező cégek megvételekor kisebb a befektetés kockázata, mint a bizonytalan kimenetelű induló vállalkozások esetében. Hasonló a szerepe annak, hogy a befektetők az esetek zömében igyekeznek többségi tulajdoni hányadhoz jutni a portfóliójukba választott cégekben. A kockázati finanszírozók terveinek végrehajtása ugyanis nagyobb valószínűséggel oldható meg sikeresen, ha ők rendelkeznek a részvényekhez kapcsolódó szavazatok többségével a finanszírozott cégekben. A nagyobb befektetések vállalása mögött egyúttal az a megfontolás is meghúzódik, hogy csak a nagyobb jelentőségű vállalkozásoktól várható akkora hozam, ami a befektetés gazdaságos megtérülését biztosíthatja.

A fentiek alapján a magyarországi befektetések között a kisebb vállalkozások térnyerése elsősorban attól várható, ha általánosságban **csökken a régió kockázatosága**, s ennek nyomán jelentősen megnő a kockázati tőke érdeklődése a térség iránt. A már sikerre vitt vállalkozásokkal hírnevet és befektetői bizalmat szerző helyi menedzserek által kezdeményezett ügyletek nagyobb bizalmat keltenek a befektetők körében. Növeli a kockázati finanszírozók kisebb cégek felé fordulásának valószínűségét az is, ha nagyobb számban jelennek meg a piacon olyan kisebb méretű, technológiai haladást hozó vállalkozások csírái, amelyek globális méretekben képesek termékeikkel piacot hódítani. Kétségesnek látszik azonban a sajtóban már közzétett azon elképzelések megvalósításának hosszú távú életképessége, amelyek a kisebb vállalkozásokat **állami kockázati tőke-alapok** segítségével igyekeznek előnyhöz juttatni. A magánbefektetőknél kevésbé szigorú hozamigénnyel fellépő, tisztázatlan érdekeltségi rendszerű állami alapok esetében nehezen biztosítható, hogy e szervezetek tevékenysége ne vezessen az állami pénzek elherdálásához, valamint személyi illetve politikai összefonódásokhoz.

4.3.2. A finanszírozott cégek életciklusa

A cégek **életciklusát** tekintve a hazai befektetések leginkább a **magvető és induló** vállalkozások igen alacsony előfordulási arányában különböznek a nyugati mintától, noha a nyugat-európai átlag is messze elmarad az amerikai arányoktól. Sajnos a hazai felmérés ezen vállalati kör adatait tudta legkevésbé megragadni, amit az adatbázisba bekerült induló cégek esetében a szinte kivétel nélkül hiányzó névérték adat jelez. (Lásd a 8. sz. táblázatot!)

A kockázati befektetők Magyarországon zömmel olyan cégekben vásároltak részesedést, amelyek **expanziójukhoz igényelték a többlet tőkét**. Magyarországon ezen akciók képviselték a felmérésben értékadattal szereplő befektetések 90 százalékát. A nyugat-európai befektetések öt éves átlagos értékének közel 40 százalékát képviselő expanzív ügyletek így nálunk jóval magasabb arányban fordultak elő.

8. sz. táblázat

Az 1995–98 közötti magyarországi és az 1993–97 közötti nyugat-európai kockázati tőke-befektetések névértékének megoszlása a finanszírozott cégek életciklusa szerint (százalék)

Életciklus	Magyarország	Nyugat-Európa
Korai szakasz	–	6
Expanzív	90	40
<i>Ebből:</i>		
<i>Turnaround</i>	15	NA
MBO	4	46
Tőkekiváltás	6	8
Összesen	100	100

Forrás: KTK felmérés

Az expanzív ügyleteken belül célszerű külön is kiemelni a nehéz helyzetbe jutott cégek vásárlását. (Mivel ezen akciókat a nyugati statisztika nem tünteti fel külön, így nagyságrendjük összehasonlítására nincs mód.) Ezen un. **turnaround** ügyletek közé sorolható a négy év során lebonyolított magyarországi ügyletek számának közel ötöde, névértékének pedig 15 százaléka. Átfordító finanszírozásra a jelek szerint főleg a magyarországi viszonyokat jobban ismerő hazai bejegyzésű befektetők vállalkoztak, abban a regionális alapok egyáltalán nem vettek részt, s az országalapok súlya sem volt meghatározó. Ezen ügyletek névértékének 44 százaléka az MFB, 45 százaléka egyéb hazai befektetők tevékenységéhez kapcsolódott.

Ugyanakkor a Nyugat-Európában oly népszerű **vezetői kivásárlások**, amelyek ott értékben a befektetések felét adták, nálunk rendkívül alacsony arányban – a befektetések értékének mindössze 4 százalékában – fordultak elő. A vállalatátvételek piacán különösen az Egyesült Királyságban népszerű MBO eleve jelentős vállalati koncentrációt, illetve generáció-váltás előtt álló családi vállalkozások létét feltételezi. Magyarországon a privatizáció keretében jó néhány alkalmazotti és vezetői kivásárlásra sor került, ám zömmel a **vizsgált időszakot megelőzően** (*Karsai és Wright, [1994]*). Ekkor a főként hazai bejegyzésű kockázati tőkések több esetben a piaci árnál jóval magasabb névértéken beszámított kárpótlási jegyekkel vettek részt a tulajdonosváltás érdekében nagy hitelterheket vállaló cégekben. Részben épp e hitelek felvétele miatt vált több alkalmazotti és vezetői tulajdonba került vállalkozás 1995 és 1998 között kockázati tőkések felvásárlásának célpontjává.

A vezetői kivásárlásoknál némileg magasabb volt Magyarországon a **tőke kiváltás** jegyében végrehajtott azon akciók aránya, amikor mind eladóként, mind pedig vevőként kockázati tőkések szerepeltek. Ezen ügyletek névértékének 6 százalékos előfordulási aránya nagyjából megegyezik a nyugat-európai országokban öt év alatt tapasztalt aránnyal. Mivel a kockázati tőkések rotációja mögött általában a korábbinál nagyobb tőkeigényű finanszírozási feladatok ellátásának igénye áll, nem véletlen, hogy ezen ügyleteknél a legnagyobb tőkeerővel rendelkező regionális alapok játszották Magyarországon a főszerepet, a befektetések névértékét tekintve 43 százalékos részesedéssel.

4.3.3. A befektetések időbeli alakulása

A magyarországi kockázati tőke-befektetések fontos jellemzője az ágazat nagyfokú kiszolgáltatottsága a nemzetközi tőkepiaci folyamatok alakulásának. A tapasztalatok szerint ugyanis a nemzetközi tőkeáramlások hullámváltozásai igen erőteljesen lecsapódnak az éves befektetések és kiszállások ingadozásában. Főként ennek tulajdonítható, hogy az egyes években igen különböző volt a kockázati tőkések aktivitása Magyarországon (lásd a 9. sz. táblázatot).

9. sz. táblázat

A magyarországi kockázati tőke-befektetések és kiszállások
évenkénti megoszlása az ügyletek névértéke alapján
1995–98 (százalék)

Év	befektetések	kiszállások
1995	14	8
1996	10	17
1997	54	58
1998	22	17
Összesen	100	100

Forrás: KTK felmérés

A vizsgált négy év közül messze kiugrik az **1997-es év**, mivel a négy év alatt összesen finanszírozásra fordított tőke 54 százalékát ebben az egy évben fektették be, s az összes eladott részesedés értékének 58 százalékán ebben az évben adtak túl a kockázati tőkések. A gazdasági növekedés felgyorsulása, valamint a Budapesti Értéktőzsde felfutása felkeltette a kelet-európai régió iránt érdeklődő regionális alapok figyelmét, amelyek korábbi befektetéseik értékét ebben az évben megtízszerezték. Hasonlóképpen megemelte a befektetési állományt 1997-ben az MFB kiugró szereplése. Államigazgatási döntés nyomán az MFB a korábbi évekhez képest kiemelkedő értékű portfólió-állományhoz jutott az állami vagyonkezelővel lebonyolított portfólió csere eredményeként. (Lásd a 10. sz. táblázatot!)

10. sz. táblázat

A Magyar Fejlesztési Bank Rt. és a külföldi regionális alapok évenkénti részesedése a magyarországi kockázati tőkebefektetésekből az ügyletek névértéke alapján, 1995–98 (százalék)

Év	MFB	Regionális alapok
1995	45	0
1996	29	5
1997	34	55
1998	19	40
Összesen	32	33

Forrás: KTK felmérés

A tőzsdét megviselő ázsiai és a gazdaság több szektorára is erőteljes hatást gyakoroló orosz válság nyomán a magyar kockázati tőke-ágazat fellendülése a következő, **1998-as év** derekán megtorpant. Új befektetők a válság láttán a régió egészét igyekeztek elkerülni, míg a már itt lévőknek

gondot okozott számos kockázati tőkével finanszírozott cég gazdálkodásának az orosz piac elvesztése miatti megrendülése. A szervezett értékpapírpiacra kialakuló nyomott árfolyamok következtében a befektetésekből történő 1998-ra tervezett kiszállást a kockázati tőkések több esetben is a következő évre halasztották, így a piacon otthonosan mozgó befektetők sem tudták tőkéjüket új cégekhez átirányítani. Ezt tükrözi az előző évhez képest 70 százalékkal visszaeső 1998. évi eladások névértéke, amelyet szinte kizárólag az üzleti klímával kevésbé törődő MFB eladásai tettek ki.

4.3.4. Az állami szerepvállalás mértéke

A magyarországi kockázatitőke-befektetések fontos jellemzője az állam erőteljes jelenléte a kockázatitőke-piacon. Annak ellenére, hogy a befektetési ügyletek felmérésére öt évvel a rendszerváltás után került sor, nemzetközi összehasonlításban **igen magas** a finanszírozásra kiválasztott cégek között **az állami tulajdonból kivásárolt vállalkozások aránya.** Az állam jelenléte erőteljesen érződik **a költségvetési forrásokból feltőkésített, kizárólagos állami tulajdonban lévő Magyar Fejlesztési Bank kiemelkedő szerepvállalásában** is a kockázatitőke-befektetések terén. Ugyancsak tettenérhető az állami ráhatás abban, ahogy esetenként állami döntések befolyásolták az MFB által választható kiszállási útvonalakat.

A privatizáció jelentőségét mutatja a magyarországi kockázatitőke-piacon, hogy négy év átlagában majdnem ugyanannyi befektetési akció fordult elő az **állami** és a **magán** szektorban. (Lásd a *11. sz. táblázatot!*) Ugyanakkor a befektetett tőke névértékét nézve az állami kézben lévő társaságokban történő tulajdonszerzés vezetett. Ez utóbbi ügyletek képviselték a négy év során megvásárolt részesedések névértékének 58 százalékát.

11. sz. táblázat

A magyarországi kockázatitőke-befektetések darabszámának és névértékének megoszlása a finanszírozott vállalkozások eredeti tulajdonosa szerint, 1995–98 (százalék)

Szektor	darab	névérték
Állami	47	58
Magán	53	42
Összesen	100	100

Forrás: KTK felmérés

Bár a privatizációban nem csupán hazai bejegyzésű kockázati befektetők vettek részt, az **MFB** különösen nagy szerepet játszott az állami tulajdonban lévő vállalkozások kockázati tőkéhez juttatásában. E szervezet befektetései az állami tulajdonból való részesedés-szerzések névértékének 38 százalékát képviselik. Az MFB-hez részben az állami privatizációs szervezettől portfólió csere keretében kerültek részesedések, kisebb részben pedig maga is vásárolt az állami tulajdonból a privatizáció során.

4.3.5. A befektetések szektorális alakulása

A magyarországi kockázati tőke-befektetéseket a portfólió cégek ágazati megoszlása szerint vizsgálva kitűnik, hogy a finanszírozás túlnyomó része a hagyományos szektorokba tartozó cégekbe irányul, míg a technológiai haladást hordozó vállalkozások elenyésző hányadban jutnak Magyarországon kockázati tőkéhez. A finanszírozásra kiválasztott cégek ágazati hovatartozására az ország földrajzi adottságai, illetve hagyományos orosz élelmiszerexport-pozíciói mellett hatást gyakorol az állami döntéseket közvetítő MFB jelentős részvétele is a kockázati befektetésekből.

A befektetések ágazati megoszlásának nemzetközi összehasonlítását elsősorban a **rendeltetés szerinti** ágazati megoszlás bemutatása teszi lehetővé. A hazai befektetések szektorális megoszlása a nyugat-európai átlaggal 1995 és 1997 közötti három évben vethető egybe. A befektetők konzervativizmusát az un. **technológiai szektorok** befektetésekből való alacsony részesedése mutatja a legvilágosabban. Mindhárom évre igaz, hogy a nyugat-európai befektetések minimum 20 százaléka az un. **technológiai ágazatok** felé – kommunikáció, számítástechnika, elektronika, bioelektronika, gyógyászat – irányult. Sőt 1997-ben az európai tőkekihelyezés értékének már negyedét adták e felsorolt ágazatok. Ezzel szemben a magyarországi befektetések csak egyetlen évben, 1996-ban értek el számottevő mértéket a technológiailag fejlett ágazatokban. Ekkor az adott évi befektetések névértékének 11 százaléka került a fenti ágazatokba. Ezen ágazatok részaránya az elemzett négy év során az ügyletek számát tekintve 7, értékét nézve pedig 3 százalékot ért el Magyarországon. A befektetések összehasonlítását azonban az innováció-érzékeny szektorokban erőteljesen torzítja a hazai felmérés választott módszere. Az eleve viszonylag kevésbé publikált, technológiai

fejlődést hordozó kisebb cégek finanszírozásának értéadatai még az ismertté vált esetek zömében is hiányoztak.

A kockázatitőke-befektetések súlypontja a nyugat-európai ügyletekhez hasonlóan Magyarországon is a **fogyasztási cikkek előállítására** esik. Több év átlagát tekintve mind Nyugat-Európában, mind nálunk az ezen ágazatokba irányuló tőkebefektetések nagyságrendje vezet. (Lásd a 12. sz. táblázatot!)

12. sz. táblázat

Az 1995–98 közötti magyarországi, valamint az 1993–97 közötti nyugat-európai kockázatitőke-befektetések értékének megoszlása a felhasználói szektorok szerint (százalék)

Szektorok	Magyarország	Nyugat-Európa
Kommunikáció	–	4
Computertechnika	1	6
Egyéb elektronika	1	4
Biotechnológia	–	2
Gyógyászat	1	4
Energetika	15	1
Fogyasztási cikk	18	21
Ipari termék és szolg.	6	14
Vegyipari termék és ag.	5	3
Ipari automatika	–	1
Szállítás	18	5
Pénzügyi szolgáltatás	6	4
Egyéb szolgáltatás	6	11
Egyéb feldolgozó-ipar	8	10
Mezőgazdaság	–	2
Építőipar	5	4
Egyéb	10	4
Összesen	100	100

Forrás: KTK felmérés, valamint EVCA, 1996, 1997, 1998

A fenti táblázatból az is kitűnik, hogy az **ipari termékek és szolgáltatások** területén, amely a beszállítói hálózatok kiépültségét is jelzi, a hazai ügyletek aránya még a felét sem éri el a nyugat-európainak. Ott ez a szektor képviseli a kockázati finanszírozás értékben számolt második legfontosabb területét. Az energetikánál és a szállításnál ugyanakkor fordított a helyzet, azaz a nyugati befektetések részesedése meg sem közelíti a hazai átlagot.

A kockázati befektetők Magyarországon a legnagyobb számban (a négy év alatt előfordult összes ügylet 31 százalékában) a fogyasztással kapcsolatos területeken fektettek be tőkét, a második legnagyobb számú ügyletre pedig (az akciók 12 százalékában) az un. egyéb szolgáltatások területén került sor. A befektetések értékét tekintve a fogyasztással kapcsolatos befektetések valamint a szállítás területén vásárolt részesedések egyforma súllyal szerepelnek (18 %), míg a harmadik helyen a nagy egyedi befektetésekkel rendelkező energia szektor finanszírozása áll (15 %).

A rendeltetés szerinti szektorokhoz képest pontosabb kép alakítható ki a Magyarországra irányuló kockázati tőkebefektetések szerkezetéről az **előállítás szerinti** ágazati besorolást elemezve. Az adatokból kitűnik, hogy a kockázati tőke mindenekelőtt a tervgazdaság idején "hátrányos helyzetű" **szolgáltatások** kiépüléséhez, valamint a rendszerváltással egyidejűleg teljes struktúraváltásra kényszerülő **gépipar** talpra állításához járult hozzá. A befektetők igyekeztek profitálni a hagyományosan jó piacokkal rendelkező **élelmiszeripar** fejlesztéséből is, ám a keleti piacok bedugulása miatt ez csak átmeneti ideig volt sikeres.

1995 és 1998 között az összes befektetés névértékét tekintve Magyarországon a szolgáltatás és a gépipar vezet, míg az ugyanezen időszak alatt előforduló befektetési akciók számát illetően a **gépipar** és az **élelmiszeripar** áll az első helyen. Évenként vizsgálva a tőkekihelyezés értékét, 1995-ben a textilipari, 1997-ben a gépipari, 1996-ban és 1998-ban pedig a szolgáltatások területén megvalósított befektetések produkálták a legmagasabb arányt.

Az egyes ágazatok a hazai és külföldi befektetők számára nem egyformán voltak vonzóak. (Lásd a *13. sz. táblázatot!*) Erre utal, hogy míg a **hazai** bejegyzésű szervezetek által végrehajtott befektetési ügyletekre legnagyobb arányban a gépiparban, a kereskedelemben és a szolgáltatásoknál került sor, addig a külföldi bejegyzésű befektetők főként az élelmiszeripar és a gépipar iránt érdeklődtek. A kohászat és fémfeldolgozás, valamint az építőipar kizárólag hazai befektetők érdeklődését keltette fel Magyarországon, ezzel szemben az informatika és az energetika finanszírozása jóformán csak a **külföldi** finanszírozóknak volt köszönhető.

A hazai és a külföldi bejegyzésű kockázati tőke-befektetők Magyarországon
lebonyolított ügyletei darabszámának
megoszlása ágazatok szerint, 1995–98 (százalék)

Ágazatok	Hazai befektetők	Külföldi befektetők
Mezőgazdaság	1	–
Élelmiszeripar	6	41
Textilipar	8	3
Fa-, papír-, nyomda-, bútoripar	6	6
Vegyipar	5	3
Nem-fém ásványi anyag	11	6
Kohászat, fémfeldolgozás	8	–
Gépipar	20	29
Építőipar	6	–
Kereskedelem	15	6
Szolgáltatások	14	3
Energetika	–	3
Összesen	100	100

Forrás: KTK felmérés

A négy év alatt lebonyolított finanszírozási akciók számának 40, névértékének 32 százalékát kitevő **MFB** szerepét külön is szemügyre véve kitűnik, hogy az e szervezettől jövő tőke különösen az építőipar, a kohászat és a textilipar területén volt meghatározó. Nagyjából tehát éppen azon szektorokban, ahol a hazai befektetők szerepe eltért a külföldiekétől, ami arra utal, hogy a kizárólagos állami tulajdonban lévő MFB befektetési célpontjainak megválasztásánál feltehetőleg **nem a piaci szempontok domináltak**, míg más hazai bejegyzésű befektetők esetében a külföldi alapokhoz hasonló megfontolások játszottak szerepet.

4.3.6. A befektetések eladása

A magyarországi befektetésekből történő kiszállások³⁶ fő jellemzője a nyugati tapasztalatokhoz viszonyítva a tőzsde rendkívül korlátozott szerepe az érdekeltségek eladásánál, amit az un. egyéb kiszállási útvonalak nagyobb arányú igénybevétele kompenzál.

Az első **tőzsdei** kiszállásokra Magyarországon a kockázati tőkével finanszírozott ügyleteknél 1997-ben került sor, ám a kedvező tapasztalatok ellenére a folyamat az 1998 nyarán bekövetkezett orosz válság miatt elakadt, s az "úttörő" ügyleteket már csak 1999-ben követték újabbak. A tőzsdei kiszállások közül a Budapesti Értéktőzsdén keresztül lebonyolított részvényeladások – az intézményi befektetőknek közvetlenül a tőzsdei megjelenés előtt eladott részesedések nélkül – a felmérés eredményei szerint a négy év során eladott névérték 3 százalékát, az ügyletek számának pedig 7 százalékát teszik ki. E nagyságrendhez azonban még hozzá kell számítani annak a néhány kiszállási akciónak³⁷ a – felméréskor rendelkezésre nem álló – adatait, amikor a hazai piacon befektető kockázati tőkések cégeikkel **külföldi tőzsdéken** jelentek meg. (Lásd a 14. sz. táblázatot!)

A **szakmai befektetők** súlya a hazai befektetések esetében az eladott névérték arányát tekintve a vizsgált időszak egészét nézve nagyjából megegyezik a nyugat-európai arányokkal. Sajnos a hazai befektetések esetében nem ismert a csődbe jutott vállalkozásoknál kényszerűen alkalmazott **"leírások"** nagyságrendje, amely Nyugat-Európában a befektetők közlése szerint a kiszállások értékének 10 százalékát reprezentálja.

14. sz. táblázat

A magyarországi és nyugat-európai kockázati tőke-befektetésekből történő kiszállások értékének és darabszámának megoszlása a kiszállás módja szerint, 1995–98 (százalék)

³⁶ A kockázati tőkések magyarországi befektetésekből történő kiszállása csak korlátozottan vehető egybe a nyugati piacokon tapasztalt tendenciákkal. Elsősorban azért, mert a rendszerváltáskor meginduló befektetések jó része a 90-es évek fordulóján még nem érett meg a tőke kivonására, így a vizsgált négy év közül elsősorban az utolsó kettő alkalmas a folyamatok bemutatására. (A számbavétel módja maga is torzít, hiszen a tönkrement vállalkozások a dolog természetéből adódóan viszonylag kis publicitást kapnak.)

³⁷ Az Euronet bank-automatákat működtető céget az elektronikus amerikai tőzsdére (NASDAQ), az E-Pub software fejlesztő céget pedig a bécsi tőzsdére vezették be.

Kiszállási mód	Magyarország		Nyugat-Európa	
	névérték	darab	érték	darab
Veszteség leírása	–	–	10	19
Szakmai befekt.	45	57	48	27
Tőzsdei eladás	3	7	20	13
Egyéb	52	36	22	41
Összes	100	100	100	100

Forrás: KTK felmérés, valamint EVCA, 1996, 1997, 1998, 1999

A vizsgált négy évben a tőzsde és a szakmai befektetők melletti un. **egyéb kiszállási módok** képviselték a hazai eladások értékének mintegy felét, az eladási akcióknak pedig valamivel több mint egyharmadát. Míg a nyugati "egyéb" akciók megoszlásáról nincsenek adatok, addig a hazai ügyletekről a felmérés alapján kiderül, hogy legnagyobb számban a **társtulajdonosok-nak** illetve újabb **kockázati tőkéseknek** történő részesedés-eladások alkotják ezen ügyleteket. Az eladások 14 százalékában a korábbi társtulajdonosok vették meg az eladásra kínált vállalati részesedéseket, azonban értékben ezek a kiszállásoknak csak 6 százalékát képviselték. A társtulajdonosok vásárlóereje nyilván határt szabott ezen ügyleteknek, amit az is jelez, hogy a társtulajdonosoknak átlagosan eladott 360 millió forintos névértékű részvényérték messze elmaradt a szakmai befektetők mintegy 700 millió forintos átlagos értékétől, nem is beszélve a pénzügyi befektetőknek illetve a kockázati tőkéseknek eladott részvényérték 1 milliárd forint körüli átlagos nagyságától. (Lásd a 15. sz. táblázatot!)

Az un "egyéb" kiszállási útvonalak között a társtulajdonosoknak történő értékesítés mellett fontos szerepe volt Magyarországon az **államnak** történő eladásnak. Ez a speciális kiszállási útvonal csak kevés céget érintett, ám a szóban forgó cégek magas tőkeértéke miatt mégis domináns szerepet kapott. Az állami jelenlét ellenére a kockázati tőkepiac fejlettségére utal Magyarországon, hogy a kockázati befektetők eladásainak darabszámban 11, névértékben pedig 14 százalékát az újabb **kockázati befektetők** vásárlásai tették ki. Ezen értékesítések főként az MFB és egy országalap gyakorlatában fordultak elő.

15. sz. táblázat

A magyarországi kockázatitőke-befektetések eladáskori átlagos névértékének alakulása a kiszállás módja szerint, 1995–98 (milliárd forint)

Kiszállási mód	Átlagos névérték
Szakmai befektető	0,7
Tőzsdei értékesítés	0,4
Egyéb	1,3
Ebből:	
<i>társtulajdonos</i>	0,4
<i>állami vagyonkezelő</i>	5,8
<i>pénzügyi befektető</i>	1,0
<i>kockázati tőkés</i>	1,1
Összesen	0,9

Forrás: KTK felmérés

A magyarországi kockázati tőkebefektetésekből történő tőkekivonást a finanszírozók származása szerint szemlélve kitűnik, hogy a kiszállások között meghatározó a **hazai** bejegyzésű kockázati finanszírozók szerepe, mivel e szervezetek képviselik az összes eladás több mint 80 százalékát. A **külföldi** bejegyzésű kockázati tőkealapok közül a vizsgált négy évben csak az országalapoknál fordult elő kiszállás, a regionális alapoknál 1998 végéig erre nem került sor.

A **kiszállások** ágazati szerkezetét áttekintve a legtöbb eladási ügylet a **gép- és élelmiszeripari** ágazatban fordult elő. Az eladott részesedések névértékét tekintve a gépiparban váltak meg a négy év alatt eladott összes részvény névértékének 44 százalékától, míg az élelmiszeripari kilépések az összes eladás 18 százalékával a második helyen szerepelnek. Harmadik helyen a vegyipari részesedés eladások állnak 11 százalékkal.

Az eladási akciók 46 százalékában résztvevő és az összes eladott részesedés névértékének 65 százalékát képviselő **MFB** szerepe – a befektetésekhez hasonlóan – az eladások között több ágazatban is meghatározó volt. Az összes eladott részesedés névértékének 100 százalékát az MFB értékesítette például az építőiparban, a fa- papír- és nyomdaiparban, valamint a kohászat- és fémfeldolgozó iparban. Szerepe ugyancsak dominált az élelmiszeripari és gépipari eladásoknál, ahol a kockázati befektetések eladott névértékének 80 százalékát e szervezet képviselte.

A magyarországi vállalkozásokban érdekeltséget szerző kockázati befektetők a **portfolió cégek megtartásának időtartama** szerint jellemzően két csoportra oszthatók. Egyrészt igen magas az **egy év alatt**, illetve maximum **egy évig** megtartott cégek, másrészt a nagyjából **négy-öt évig** megtartott, jellemzően több fordulóban is finanszírozott vállalkozások névértékének aránya. Az előbbieket alkotják az összes eladás számának 46, az utóbbiak pedig 25 százalékát.

A hosszabb ideig finanszírozott, komoly átstrukturálást igénylő hazai cégek magas aránya nem meglepő a kilépéseknél. Magyarázatra szorul azonban a csak viszonylag rövid ideig birtokolt részesedések kiugró aránya. E cégek körébe Magyarországon egyrészt azok a vállalkozások sorolhatók, amelyek jövedelmező gazdálkodását korábban jelentős adósság takarta el, amelyet a kockázati befektetők vagy átvállaltak, vagy a korábbiaknál kedvezőbb feltételekkel megújítottak. Az így "tisztába rakott" cégek azután már kívánatos felvásárlási célponttá váltak a szakmai befektetők szemében. A rövid ideig birtokolt vállalkozások másik körét azok a vállalkozások alkották, amelyek csupán a privatizációra vonatkozó szigorú előírások kikerülése érdekében kerültek átmenetileg kockázati tőkebefektetőhöz.

5. A KOCKÁZATITŐKE-ÁGAZAT MŰKÖDÉSÉNEK EREDMÉNYESSÉGE

A kockázati befektetők működésének **hatását sokféle szinten lehet mérni**. Vizsgálható, hogy azok a cégek, amelyeket egy kockázati tőke-befektető finanszírozott, hogyan fejlődtek a pótlólagos befektetés után, illetve amikor már a befektető túladott a cégen. A szóban forgó vállalatok gazdasági teljesítménye összevethető olyan hasonló nagyságú vagy ágazatú vállalkozások eredményeivel, amelyek más módon jutottak hosszú távú forrásokhoz. Elemezhető a kockázati befektetés eredményessége a befektetésre vállalkozó szervezet, azaz a megtakarítók szemszögéből is. A kérdés ekkor inkább az, hogy a tőkésüket átmeneti ideig kockázati finanszírozásra fordítók mennyire jártak jól, amikor tőkésüket kockázatos vállalkozásokba fektették. Viszonyítási alapként ekkor a más megtakarítási formák biztosította tőkejövendelmek szolgálnak. Mindkét szemléletű elemzés elvégezhető az egyes nemzetgazdaságok szintjén, sőt akár kontinensnyi méretben.

A Coopers and Lybrand cég Franciaországra és az Amerikai Egyesült Államokra vonatkozóan még 1993-ban végzett **felmérést** annak érdekében, hogy feltárja a kockázati tőke-ágazat működésének hatását az **egyed-országok gazdaságának** fejlődésére (*White Paper*, [1997]). A francia vizsgálat 224 kockázati tőkével finanszírozott cég adatait feldolgozva arra a következtetésre jutott, hogy az 1989 és 1993 között eltelt négy év alatt a kockázati tőkével dolgozó vállalkozások foglalkoztatottainak száma átlag 34 százalékkal, árbevétele 42 százalékkal emelkedett, míg ugyanezen cégek exportjának értéke 80 százalékkal nőtt, beruházásaik pedig megkétszereződtek. A kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások minden egyes fenti mutató esetében **háromszor akkora értéket értek el**, mint a vizsgálatba bevont hasonló paraméterekkel jellemezhető jóval nagyobb elemszámú kontrollcsoport. A megkérdezett cégek – melyek fejlődését kockázati tőke segítette – háromnegyed része úgy nyilatkozott, hogy a kockázati tőkék **valódi partnerként** viselkedtek, s a kockázati tőke részvétele nélkül e cégek vagy nem is jöttek volna létre, vagy csak sokkal lassabb növekedésre lettek volna képesek. A francia eredmények az Egyesült Királyságban és Hollandiában korábban végzett felmérések eredményeivel teljesen összecsengtek.

Az Amerikai Egyesült Államokban 500 kockázati tőkével finanszírozott vállalkozás eredményeit hasonlították össze a Fortune 500 – azaz az 500 legjelentősebb amerikai cég – mutatóival, szintén az 1989 és 1993 közötti időszakra vonatkozóan. Az itt kapott eredmények is a kockázati tőke **rendkívül pozitív hatásáról** tanúskodtak a finanszírozásra kiszemelt cégek életére. A foglalkoztatottak száma átlagosan 25 százalékkal emelkedett a vizsgált időszak folyamán, szemben a top 500 cég 3 százalékos létszámcsökkenésével. A kockázati tőkében részesülő cégek dolgozóiból 59 százalék mérnök, kutató és vezető beosztásban dolgozott, míg a top 500 vállalatnál a fenti körben foglalkoztatottak aránya csupán 15 százalékos volt. A kutatás eredményei szerint a kockázati tőkével dolgozó cégek fennállásának első öt évében a foglalkoztatottak száma évente majdnem 90 százalékkal emelkedett. A K+F beruházások négyszer gyorsabban, 35 százalékkal emelkedtek a vizsgált időszakban a kockázati tőkével finanszírozott cégeknél, mint a top 500 vállalatnál, sőt az egy főre eső kutatás-fejlesztési beruházások értéke is kétszerese volt a kontroll csoporténak.

Hasonló szemléletű elemzést készült néhány évvel később egész Európára vonatkozóan, melynek eredményeit az Európai Kockázati Tőke Szövetség és a Coopers and Lybrand Corporate Finance tette közzé (*Coopers and*

Lybrand, [1996]). A felmérésben 500 olyan kockázati finanszírozásban részesülő vállalat vett részt, amelyik válaszolt a közel 2200 cégnek kiküldött kérdőívre, s amelynek ágazati megoszlása megfelelt az európai kockázati befektetések megoszlásának a vizsgált 12 európai országban. A felmérés az 1991–95-ös években elért eredményeket összegezte, s hasonlította össze az 500 legjelentősebb európai vállalatról rendelkezésre álló adatokkal. A vizsgálat a kockázati finanszírozásban részesült cégek gazdasági és pénzügyi eredményeit azért vetette össze a top 500 vállalat hasonló adataival, hogy lemérje, milyen hatással volt a kockázati tőke **Európa egész gazdaságának** fejlődésére.

A mintába bekerült cégek majdnem fele 5 évnél is fiatalabb volt, három-negyede 10 évnél rövidebb ideje működött. A vállalatok háromnegyede foglalkoztatott 10 és 500 fő közötti dolgozót, azaz tartozott a kis- és középvállalati kategóriába, ezen belül az 50 és 500 fő közötti létszámú cégek tették ki majdnem felét a teljes válaszadói körnek. A megkérdezett vállalkozások életkorából és méretéből adódóan a válaszadóknak csak 3 százaléka szerepelt a megkérdezés időpontjában a tőzsdén, a fennmaradók háromnegyede azonban szintén tervbe vette a tőzsdei megjelenést.³⁸

A vizsgálat alátámasztotta, hogy **a kockázati finanszírozásban részesült cégek 1991 és 1995 között rendkívül erőteljesen fejlődtek**. Az éves átlagos növekedés legfontosabb mutatóinál egyaránt lekörözték a top 500 vállalatot. Különösen szembetűnő volt az eltérés a foglalkoztatottak számának növekedésében. A kockázati tőkével finanszírozott cégek ugyanis évi átlagban 15 százalékkal növelték dolgozóik létszámát, ami hétszerese volt a top 500 hasonló mutatójának.

A beruházások értéke a vizsgált vállalatoknál évente átlag 25 százalékkal emelkedett. Ezen belül a K+F kiadások az éves árbevétel 8,6 százalékát

³⁸ A kiválasztott 500 cég tulajdonosi körében a legnagyobb arányt a kockázati befektetők tették ki (46 %), akik a cégek 40 százalékában rendelkeztek tulajdonosi többséggel. A második legnagyobb arányú tulajdoni részesedéssel a cégalapítók illetve családjaik (37 %) szerepeltek. Az összes vizsgált cég 90 százaléka olyan volt, ahol a kockázati befektetők még a felmérés időpontjában is a tulajdonosok között szerepeltek. A kockázati tőkésektől kapott hozzájárulás a cégek 39 százalékánál az expanziót, 35 százalékánál a vezetői kivásárlás végrehajtását, s 26 százalékánál a vállalkozás indulását, illetve korai szakaszát finanszírozta. Az egyes cégek által kapott kockázati tőke nagysága 6 és 483 millió ECU között mozgott. A cégek túlnyomó része (71 %) 5 millió ECU-nél kevesebb tőkét kapott, az 1 millió ECU-nél is kisebb befektetések aránya 42 százalék volt.

érték el 1995-ben, míg a toplista cégeinél ez az arány mindössze 1,3 százalék volt. A kutatás-fejlesztési ráfordítások nagyságrendje mellett a nemzetközi versenyképesség kiemelkedő javulását jelzi az export árbevétel évi átlagos 30 százalékos növekedési üteme is.

A felmérés igyekezett arról is képet adni, milyen szerepet játszottak a kockázati befektetők a vizsgált vállalatok életében. Pontosabban azt, hogy csak a pénzük volt a fontos a cégeknek, vagy a szakértelmük, menedzsment tudásuk is hozzájárult a sikeres fejlődéshez. A megkérdezett vállalkozások többsége (52 %) úgy vélte, hogy a kockázati befektető a szó igazi értelmében **"partner"** volt, azaz nem csupán a tőkéje volt fontos a vállalkozás számára. A három legfontosabbnak tartott terület, amivel a kockázati tőkések hozzájárultak a vállalkozások sikeréhez illetve fejlődéséhez, az a **pénzügyi tanácsadás** (44 %), a **vállalati stratégia kidolgozása** (43 %) és az **új elképzelések felkarolása** (41 %) volt. A válaszadók 72 százaléka úgy vélte, a kockázati tőke részvétele élet-fontosságú (38 %) vagy fontos (34 %) volt a cég fejlődéséhez. Különösen a gyors növekedést produkáló cégeknél volt magas a kockázati tőkét fontosnak találók aránya. A válaszadók közel 60 százaléka vélte úgy, hogy cégénél a foglalkoztatottak száma, illetve a beruházások volumene a kockázati tőke bevonása nélkül egyértelműen alacsonyabb lett volna. Negyven százalékek szerint a kockázati tőke elősegítette a kutatás-fejlesztési kiadások növekedését, 31 százalékek szerint pedig az export emelkedését.

A kockázati tőkések szerepének általános megítélése rendkívül pozitív volt. A válaszadók túlnyomó többsége (81 %) úgy vélte, hogy a cége vagy nem is létezhetett volna (43 %) a kockázati tőke nélkül, vagy kevésbé gyorsan fejlődött volna (38 %). A kockázati tőke különösen a vezetői kivásárlások és az induló vállalkozások esetében volt életfontosságú (az előbbi cégek 59, míg az utóbbiak 55 százaléka jelezte, hogy kockázati tőke nélkül a cége nem is létezne).

Sajnos a hazai cégek esetében még nem készült felmérés a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások teljesítményének összevetésére más vállalkozások mutatóival. Ez a kockázati tőke-ágazat fiatal kora, illetve az érintett vállalkozások kis aránya mellett érthető. A kockázati befektetések elterjedésével és a befektetők hivatalos regisztrálásával (adatszolgáltatásának megszervezésével) azonban néhány éven belül nálunk is készülhet hasonló elemzés. Ez minden bizonnyal hasonlóan **impozáns eredményeket** fog mutatni, hisz a kiválasztás szempontjai a

befektetőknél igen szigorúak, eleve csak a ragyogó perspektíva előtt álló cégek számíthatnak kockázati tőke bevonására, s a válaszadók között nyilván már nem fognak szerepelni az időközben tönkrement cégek.

KÖVETKEZTETÉSEK

A kockázattőke-ágazat rendszerváltás óta tartó – bár nem egyenletes – fejlődését igazolja a kockázattőke-befektetések sajtóban megjelent híreire alapozott felmérés, mely arról tanúskodik, hogy jelentős volumenű tőke, jó néhány közvetítő szervezet részvételével már eddig is igen sok cég fejlődését segítette elő. Magyarországon is kialakult tehát a tőzsdén nem szereplő vállalkozások számára külső részvénytőke (equity) bevonását biztosító tőkepiaci szegmens.

Annak ellenére, hogy a magyarországi kockázattőke-ágazatban a megfigyelt időszakban az állami szerepvállalás még igen jelentős volt, ezen eleve átlagon felül kockázatosnak tartott térségben lévő országban az ágazat tőkeellátása erőteljesen ki volt szolgáltatva a nemzetközi tőkepiaci eseményeknek. A kockázattőke-befektetések Magyarországon elsősorban a nagyméretű, életük expanzív szakaszában tartó cégeket juttatták jobb pozícióba, s a finanszírozók konzervatív módon a hagyományos ágazatokban működő vállalkozásokat részesítették előnyben. A befektetők a portfólió cégekbeli érdekeltségeik eladásánál viszonylag ritkán vették igénybe a szervezett tőkepiac nyújtotta lehetőségeket, ám a szakmai befektetőknek történő részvényeladásokon kívül más megoldásokat is szép számmal alkalmaztak.

Miután semmiféle konkrét adat nem áll rendelkezésre a magyarországi kockázati tőkepiac befektetők szempontjából mért eredményességéről, kizárólag ennek alapján nehéz minősíteni ezen üzletág működését. A befektetések és kiszállások azonban világosan jelzik, hogy **a magyar gazdaság már bekerült a kockázati tőke áramlásának nemzetközi vérkeringésébe**. A piacgazdaság részeként kialakult és megizmosodott egy új tőkepiaci ágazat, amely funkciójában, szereplőinek viselkedésében természetes módon illeszkedik a nemzetközi trendekhez.

A magyarországi kockázattőke-befektetések azonban még magukon viselik a tervgazdaságból átalakuló gazdaság nyomait. Ezek közül a befektetési célpontként kiválasztott cégek volt tulajdonosaként domináló

államot, valamint a költségvetési forrásokból kockázati tőkebefektetéseket megvalósító állami tulajdonban lévő befektetők fontos szerepét lehet kiemelni. Ide sorolható továbbá a kelet-európai országokkal jelentős felvevőpiacként számoló üzleti elképzelések nagyfokú **sebezhetősége** a régiót sújtó válság kialakulása esetén. Végül fontos momentum a régióban fejlettnek tekinthető hazai **értéktőzsde** korlátozott felvevőképessége, amely különösen a hazai piacon még kevésbé elfogadott high-tech cégek megjelentetését a külföldi tőzsdék felé tolja el.

A kockázati tőke-ágazat nyugati összehasonlításban vett viszonylagos fejletlensége ellenére már ma is fontos szerepet lát el a magyar gazdaság fejlesztésében, s jelentősége az elkövetkező években valószínűsíthetően tovább nő. Feltételezhető, hogy a privatizáció befejeződésével a kockázati tőke a közvetlen külföldi tőkebefektetések egyik fő csatornájává válva elő fogja segíteni, hogy a gazdaság továbbra is jelentős külső forrásokhoz jusson. A vállalkozások között erőteljesen szelektálva tőkét, piaci kapcsolatokat, szakmai ismereteket nyújt, valamint hatékony tulajdonosi ellenőrzést biztosít a magyarországi cégek azon köre számára, amelyek kiugró jövedelmezőségre és rendkívül gyors fejlődésre képesek.

Feltételezhető, hogy a volt szocialista országok közül a legfejlettebb kockázati tőke-ágazattal rendelkező magyar gazdaságban tapasztalt jellemzők a régió más országaiban is hasonlóan alakulnak majd. Különösen fontos tanulság az az **ellentmondás**, amely a befektetéseknek a nyugati piacokon megszokottnál is nagyobb egy ügyletre jutó tőkeértéke és azon elvárások között feszül, amely a rendszerváltás után létrejött, illetve magánkézbe került nagyszámú kis- és középvállalat tőkehiányának megoldását várja a kockázati tőke-befektetések elterjedésétől. A technológiai alapú ágazatokba tartozó, induló vállalkozások helyett elsősorban a már komoly múlttal rendelkező, főként fogyasztási cikkek gyártó ágazatokba sorolható cégekbe befektető kockázati tőkések úgy tűnik egyelőre annak a várakozásnak sem felelnek meg, amely az innováció előmozdítását reméli e tőkepiaci szektor kiépülésétől.

A vizsgálat lezárása óta tapasztalt fejlemények arra utalnak, hogy kockázati tőke-ágazat működése Magyarországon **egyre jobban közelít** a fejlett piacgazdaságokban megismert mintához. Bár a hazai intézményi befektetők számottevő szerepvállalására az ágazat finanszírozásában még néhány évig várni kell, ezt kompenzálja, hogy a külföldi intézményi befektetők egyre nagyobb tőkevolumennel kívánnak beszállni – többnyire regionálisan szervezett alapokon keresztül – a magyarországi

tőkebefektetésekbe. Határozottan nő a kockázati tőke kínálata, ami javítja a tőkéhez hozzájutni kívánó vállalkozások pozícióját. A befektetők között folyó verseny hatására a hazai bejegyzésű szereplők között a kockázati finanszírozással főtevékenységként foglalkozó, jövedelmezőségi szempontok szerint működő, magántulajdonban lévő szereplők válnak dominánssá, míg az állami forrásokat kockázati finanszírozásba fektető szervezetek szerepe egyelőre nem látszik tisztán. Jelen vannak már a magyar piacon a kockázati tőkések tevékenységét segítő olyan szakértő illetve tanácsadó szervezetek is, amelyek az ügyletek lebonyolításához szükséges nemzetközi jártasság mellett helyi – piaci és jogi – ismeretekkel is rendelkeznek. A legutolsó egy-másfél évben érzékelhetően nőtt a technológiai alapú, világviszonylatban újdonsággal jelentkező, életciklusának induló fázisában tartó cégek iránti érdeklődés, a magyar piacon megjelenő újabb kockázati befektetők, különösen pedig a már korábban itt dolgozó kockázati befektetők által újonnan szervezett alapok körében.³⁹ A privatizációban való részvétel, illetve a nehéz helyzetbe jutott vállalkozások feljavításának időszakát a hatékony piaci működést biztosító vállalati koncentráció előkészítése váltja fel.⁴⁰ Néhány sikeres akció nyomán immár egyre több kockázati finanszírozó tervezi magyarországi port-folió cégéből a kiszállást a budapesti illetve külföldi tőzsdére vitel útján.

Az ágazat működésének hatékonysága nyilvánvalóan nem választható el a vállalkozások prosperálását biztosító magyar gazdaság fejlődésének ütemétől, a piacgazdasági intézményrendszer kiépülésének folytatódásától. Az eddigi magyarországi tapasztalatok azt jelzik, hogy a kockázati tőke-ágazat működésének külön törvénnyel történő előmozdítása kevesebb hasznot hoz, mint ami a gazdaság szereplőinek mozgásterét, jogbiztonságát általánosságban javító intézkedésekkel elérhető. Feltételezhető, hogy az Európai Unióhoz történő csatlakozás érdekében a harmonizációt elősegítő további intézkedések a kockázati tőke-ágazat működését is mind jobban közelíteni fogják a nyugati mintához.

³⁹ V.ö. *Karsai*, [1999].

⁴⁰ V.ö. *Tóth*, [1999].

FELHASZNÁLT IRODALOM

- A Kockázati Tőke Üzletága Magyarországon [1996]: EVCA–HVCA, Zaventem.
- Abbott, S.–Hay, M. [1995]: *Investing for the Future*. Pitman Publishing, London, p. 356.
- Asia Venture Capital Journal [1998]: Guide to Venture Capital in Asia. Hong Kong, Dec.
- Baka Zoltán [1999]: Évente néhány száz vállalkozással bővíthet a multik partnerköre. *Napi Gazdaság*, márc. 20, 3. o.
- Bannock, G. and Partners [1996]: The Economic Impact of Venture Capital in the UK. London, British Venture Capital Association.
- Barry, Ch. B. [1994]: New Directions in Research on Venture Capital Finance. *Financial Management*, Vol. 23, 3. sz., 3–15. o.
- Becsei András–Horváth Éva [1998]: Kifundálhatják. *Figyelő*, dec. 17. 49–50. o.
- Binder István [1999]: A vártnál is súlyosabb veszteség. *Világgazdaság*, ápr. 13. 1, 15. o.
- Borsi, B.–Hunek, M.–Schannen, F. [1998]: Kockázati tőke: Törvényi keretek és gazdasági háttér, TDK szakdolgozat, BKKE, Budapest, 75 o.
- Business Week [1998]: No slacking in Silicon Valley. *Business Week*, 24 August, pp. 46–48.
- Coopers and Lybrand/VentureOne [1996]: Seventh Annual Economic Impact of Venture Capital Study. Arlington, VA, National Venture Capital Association.
- Csabai Károly [1999]: Tulajdon szemükkel. *Figyelő*, febr. 11., 39–40. o.
- Dombi Margit [1999]: Előtérben a fejlesztési hitelek és a kockázati tőke. *Napi Gazdaság*, febr. 22, 1 és 5. o.
- EVCA [1996, 1997, 1998, 1999]: Yearbook, EVCA, Zaventem.
- Figyelő [1999a]: Az ABN AMRO kockázati tőke-alapja. *Figyelő*, febr. 11. 8. o.
- Figyelő [1999b]: Európa meghódítása. *Figyelő*, ápr. 15., 10. o.
- Financial Market Trends [1996]: Special Features. Venture Capital in OECD Countries. *Financial Market Trends*, OECD, Vol. 63, 15–39. pp.
- Financial Times [1999]: Investments in US up 24% to record \$14.3bn. *Financial Times*, febr. 16.
- G. Á. [1998]: Eddig egymilliárd dollár érkezett. *Napi Gazdaság*, nov. 25.
- G. T. I. [1998]: Kockázati tőkealapok indulnak. *Magyar Hírlap*, dec. 5.

- Gyenis Ágnes [1999]: Be- vagy elfektető? *Heti Világgazdaság*, júl. 10. 112–115. o.
- Harrison, R. T. and Mason, C. M. (eds) [1996]: *Informal Venture Capital: Evaluating the Impact of Business Introduction Services*. Hemel Hempstead, Prentice Hall.
- Karsai, J.–Wright, M. [1994]: Accountability, Governance and Finance in Hungarian Buyouts. *Europe-Asia Studies*, 46(6), pp. 997–1016.
- Karsai Judit [1995]: A kockázati tőke-finanszírozás nyílt és rejtett csatornái Magyarországon. *Külgazdaság*, 10. sz. 17–36.
- Karsai, J., Wright, M., Filatochev, I. [1996]: Venture Capital in Transition Economies: The Case of Hungary. Előadás a Private Equity into the Next Millenium c. konferencián, Nottingham, szeptember 24–25, 27 old.
- Karsai Judit [1997a]: A kockázati tőkét befektető alapok és társaságok befektetési magatartása Magyarországon. *Külgazdaság*, 9. sz. 26–36. o.
- Karsai Judit [1997b]: A kockázati tőke lehetőségei a kis- és közép-vállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle*, 2. sz. 17–36. o.
- Karsai, J., Wright, M., Dudzinski, Z., Morovic. [1997]: Transition, Active investors and Finance: Venture Capital in Hungary, Poland and Slovakia. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 21, No. 4, Summer, pp. 93–110.
- Karsai Judit [1998]: *A kockázati tőkéről befektetőknek és vállalkozóknak*. Módszertani Füzetek III., MBV Rt, Budapest.
- Karsai, J., Wright, M., Dudzinski, Z., Morovic, J. [1998]: Screening and valuing venture capital investments: evidence from Hungary, Poland and Slovakia. *Entrepreneurship and Regional Development*, 10, pp. 203–224.
- Karsai Judit [1999]: Magvetők. *Piac és Profit*, 4. sz. ápr. 92. o.
- Karsai, J. Wright, M., Dudzinski, Z., Morovic, J. [1999]: Venture capital in transition economies: the cases of Hungary, Poland and Slovakia. In: *Management Buy-outs and Venture Capital*, (Eds.) Wright, M., Robbie, K., Edward Elgar, Cheltenham, UK., 81-114.
- L. J.–O. P. [1998]: Indulhat az első kockázati alap. *Világgazdaság*, nov. 2. 1, 7. o.
- Ludányi, A.–Várhegyi, É. [1997]: Kockázati tőke a magyar vállalkozó-sokban, Pénzügykutató Rt., Budapest, szeptember, 87 o.
- M. K. [1999a]: Bővülő garanciarendszer. *Világgazdaság*, márc. 29. 1, 3. o.
- M. K. [1999b]: Parkolópályán a stratégia. *Világgazdaság*, máj. 26. 1. o.

- M. R. M. [1999]: Még egyszereplős az alapkezelői piac. *Világgazdaság*, jan. 27. III. o.
- MKTE [1997,1998, 1999]: Évkönyv, Magyar Kockázati Tőke Egyesület, Budapest. Füzesi Zoltán (szerk.), Magyar Kockázati Tőke Egyesület, Budapest.
- Murray, G. [1995]: Evolution and change: an analysis of the first decade of the UK venture capital industry. *Journal of Business Finance and Accounting*, 22, pp. 1077–1107.
- N. I. [1998]: Regionális kockázati tőkealap indul. *Világgazdaság*, dec. 1.
- Osman Péter [1997]: A kockázati tőke-cégek megítélése. *Bankszemle*, 11. sz. 27–46. o.
- Osman Péter [1998]: *Az üzleti angyalok tevékenysége és befektetések szerepe a kis- és kisebb közép vállalatok létrehozásában, fejlesztésében.* OMFB, Budapest, december, 60 o.
- Papp Emília [1999]: Kockázatos tőkések. *Cégvezetés*, május, 133–136. o.
- Sahlman, W. [1990]: The structure and governance of venture capital organizations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 473–521.
- Tevan Imre [1999]: Játék hatályok nélkül. *Heti Világgazdaság*, febr. 13. 127–129. o.
- Timmons, J. és Bygrave, W. D. [1997]: Venture capital: reflections and projections. In D. L. Sexton and R. W. Smilor (eds.) *Entrepreneurship 2000*. Chicago, Upstart, pp. 29–46.
- Tóth Katalin [1999]: Növekszik a vállalatfelvásárlások száma Közép-Európában. *Napi Gazdaság*, ápr. 30. 7. o.
- Varga, Gy. [1997]: A kockázati tőkéről – illúziók nélkül. *Világgazdaság*, június 11, 12. o.
- White Paper [1997]: Boosting Europe's growing companies. EVCA, Zaventem, 26 o.
- Világgazdaság [1998]: Vonzóak a keleti kockázati tőke-alapok. *Világ-gazdaság*, febr. 25., 10. o.
- Wright, M. és Robbie, K. [1996]: Venture capitalists, unquoted equity investment appraisal and the role of accounting information. *Accounting and Business Research*, Vol. 26, No. 2, pp. 153–168.