

**Kovácsné Antal Anita\***

## **A KOCKÁZATI TŐKE MEGJELENÉSE ÉS KÍNÁLATI OLDALÁNAK VIZSGÁLATA HAZÁNKBAN**

### **I. A KOCKÁZATI TŐKE ÁGAZAT HELYZETE MAGYARORSZÁGON**

Magyarországon a kockázati tőke ágazat kialakításának gondolata 1988-ban született. Az Országos Műszaki Fejlesztési Bizottság kezdte meg a kutatásokat, majd 1996-ban a kormány felkérésére elvállalta a kockázati tőke társaságok szabályozására vonatkozó törvénykoncepció kidolgozását. A magyar kockázati tőke piac azonban nem az 1998. április 1-jén életbe lépett törvény égisze alatt működik, mivel az túl sok korlátot állít a lehetséges befektetések elé.

1990 óta a Magyarországon aktív 76 kockázati tőkealap befektetéseinek értéke 1,8 milliárd euró, amely 600-650 vállalatban testesül meg. A két, nagyobb hullámban érkezett kockázati tőke a rendszerváltással szinte egy időben, a 90-es évek elején jelentett először alternatív vállalatfinanszírozási lehetőséget, amikor a hitelfinanszírozás nehézkes volt, a tőzsde kezdeti fejlődési szakaszát élte, a hazai magántőke pedig teljes mértékben hiányzott a piacról.

A rendszerváltás utáni időszakban a külföldi tőke szemében hazánk pozitív várakozásokra feljogosító terület volt, ekkor jött létre több kockázati tőkével foglalkozó alap. Az akkor kifejezetten a magyar piacra koncentráló országalapok a privatizációban érintett és a reorganizációra szoruló magyar vállalkozásokat finanszírozták magas, 5-10 M USD-os tranzakciókkal. A privatizációval összefüggésben (1991-92-ben) a globális alapok jelentős érdeklődése is megfigyelhető volt. A rendszerváltást követően további dollár-milliárdok segíthették volna főleg a hazai kkv-k megerősödését. Magyarország és a hazai cégek azonban túl kicsinek bizonyultak a nemzetközi intézményi befektetők számára, elenyésző volt a hazai cégfúziók és felvásárlások száma is. A tőkepiac fejletlensége mellett új tőzsdéi bevezetések sem voltak, így a befektetők profitkilátásai sem tűntek biztatóknak. Meghatározó volt a nyugati és a magyar vezetési kultúra közötti különbség, kevés volt az olyan menedzser és vállalkozó, aki együtt tudott volna működni a befektetővel. A rendszerváltást követő 5 évet az egyre mélyülő recesszió, romló makrogazdasági mutatók, az üzletértékelést is megnehezítő magas infláció jellemezte.

A második hullámot 1995-től számítjuk, amikor a tőkések nem országokra, hanem térségekre kiterjedő regionális alapokat hoztak létre (belépésük a hazai piacra 1993-tól számítható). A regionális alapok az elmúlt 15 évet tekintve 1998-ban hozták hazánkba a legtöbb kockázati tőkét. 1995-re a befektetők közel 1 Mrd USD tőkét allokáltak Magyarországra és az első jelentős exitek is az évtized közepére tehetők. A kockázati tőke finanszírozás elterjedéséhez szükséges feltételek a hazai pénzpiacon inkább a 90-es évek végére értek meg. Az infláció csökkenése, a forrást biztosító intézményeknek a megerősödése, a dinamikus gazdasági növekedés megindulása miatt 1998-ra a kockázati tőke ágazat mérete körülbelül 1,2 milliárd dolláros nagyságrendre tehető. A Deloitte & Touche felmérésében 7 új regionális alapot azonosított, amelyek egyenként 100 millió dolláros befektetéssel célozták meg többek között a Visegrádi Négyeket is. A 98-as befektetések nagy része

---

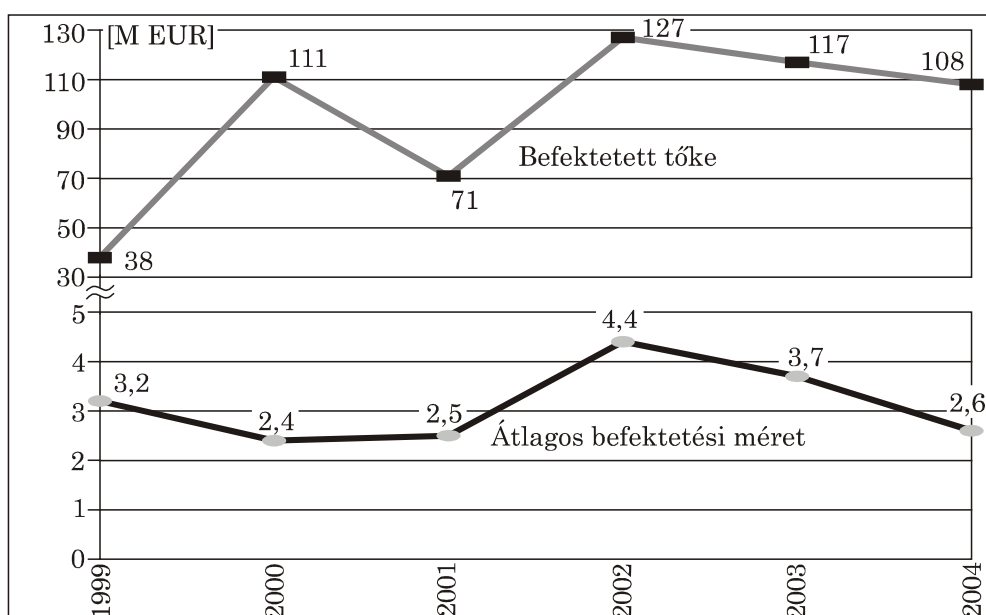
\* BGF Pénzügyi és Számviteli Főiskolai Kar Zalaegerszegi Intézete, Pénzügyi Tanszéki Osztály, főiskolai tanársegéd.

## KOVÁCSNÉ ANTAL A.: A KOCKÁZATI TŐKE MEGJELÉNÉSE...

a vállalkozásokat a fejlődésük expanzív szakaszában támogatta, ennek megfelelően a befektetések átlagos értéke 5 millió dollár felett volt, a vállalkozások több mint kétharmada 500-nál több főt alkalmazott.

### A befektetés nagyságrendje és a tranzakciók száma

A 2000-es év több szempontból is rekordnak számít. A 47 befektetés összesen mintegy 111 millió euró értékben finanszírozta a vállalkozások forráshiányát. A technológiai befektetések iránti érdeklődés a világ más piacain is megfigyelhető dotcom láznak megfelelően hazánkban is aktívnak mondható volt. A 2001-es év történései (a dotcom lufi kipukkanása valamint a globálisan érzékelhető recesszió) a hazai kockázati tőkepiacra is negatív hatást gyakoroltak. A piac szűkülése következtében a tranzakciók száma és a befektetések értéke is csökkent, ami köszönhető a 2000-es év tendenciája miatt akkorra előrehozott ügyleteknek is.

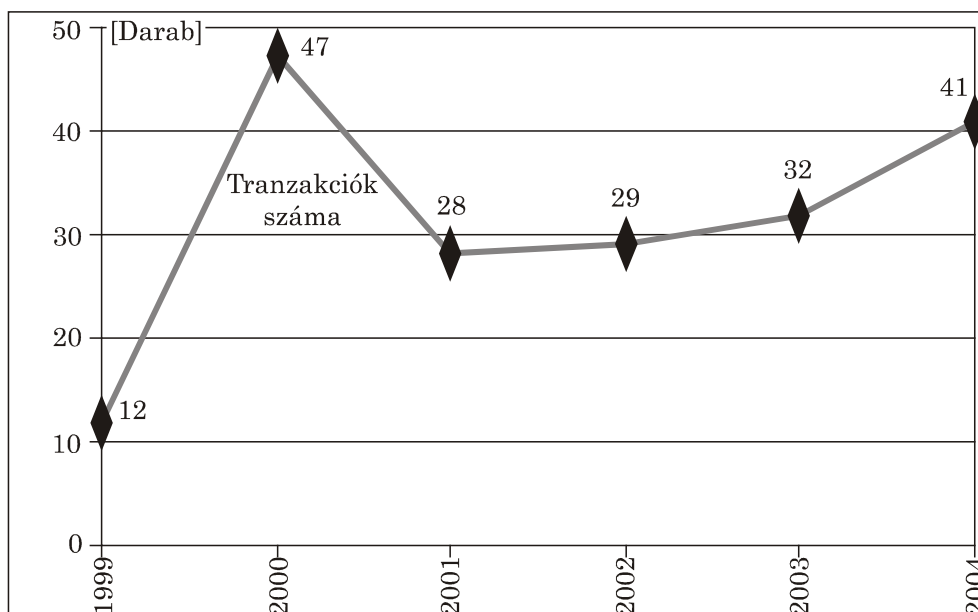


1. ábra

Tőkebefektetés és átlagos befektetés alakulása, 1999–2004

A visszaesést követően a 2002-es év a befektetett tőkét tekintve újabb csúcsot jelentett. A befektetések száma mindössze egy tranzakcióval haladta meg az előző évit, ebből a befektetett tőke mennyisége 6 nagyobb ügyletnek volt köszönhető. Az 1 millió euró alatti tételek számának illetve arányának a visszaesése (l. 1. táblázat), valamint a befektetett tőke növekedéséhez képest a tranzakció szám elenyésző növekedése miatt az átlagos befektetési méret 4,4 millió euróra nőtt. 2002-ben a 15 millió eurót meghaladó befektetések is megjelentek. A 2003-as – előző évinél alacsonyabb – kockázati befektetés növekvő számú ügyletnek kapcsolódott. Az éves befektetett tőke 100 millió euró feletti értékét 2004-ben is sikerült megőrizni, a kisebb méretű tranzakciók következtében a befektetések átlagos mérete 2,6 millió euróra csökkent.

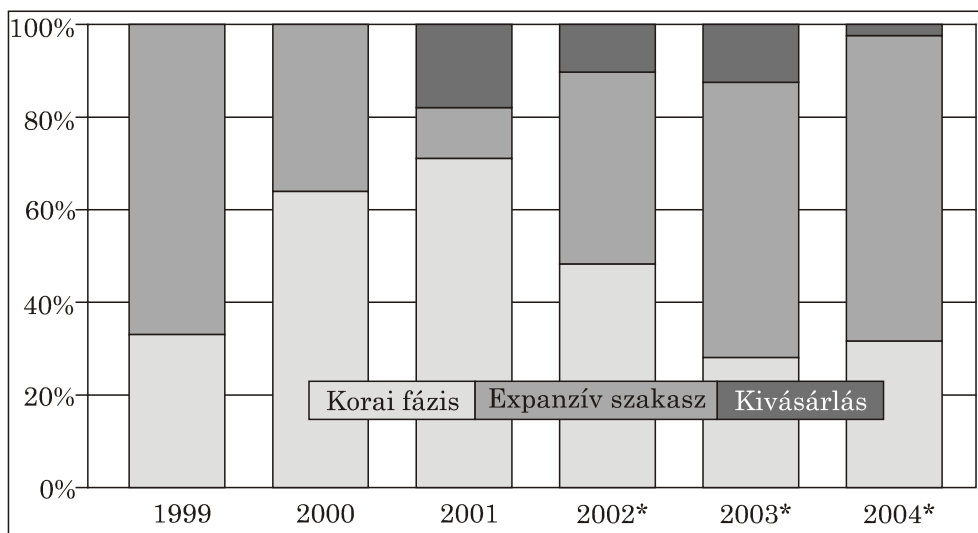
Az elmúlt 15 évben a tranzakciók számát tekintve nagyjából négyéves ciklusonkénti kiugrásokat lehetett megfigyelni. A privatizációs tevékenység miatt 1993 és 1997 emelhető ki, a 2000-es év az internet, illetve technológiai boom miatt számít jelentősnek.



2. ábra  
Tranzakciók számának alakulása, 1999–2004<sup>1</sup>

### A vállalati életciklus szerinti megoszlás

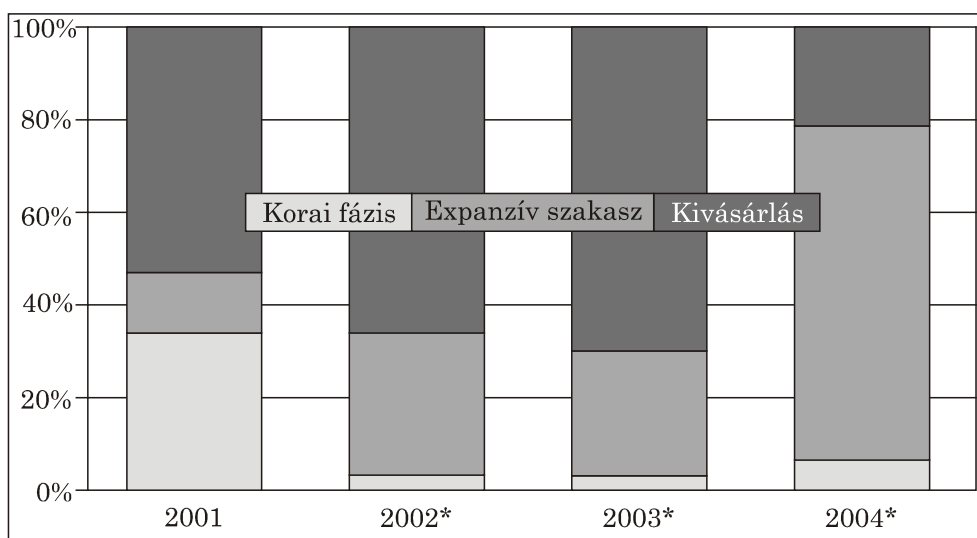
A befektetések jellege az évezred végén változott meg úgy, hogy nagyobb hangsúlyt kaptak a klasszikus, innovációt elősegítő tőkebefektetések. A technológiai boom idején az egyébként expanzív életszakaszt támogató társaságok is gyakrabban fektettek be korai fázisban lévő ígéretes cégekbe. Az induló vállalkozások pénzügyi támogatásának egyik jelentősége abban áll, hogy a gazdaság gyors növekedésének és az innovatív üzletágak fejlődésének fő bázisát képezhetik, a kockázati tőkések által erős közepes, illetve nagyvállalkozásokká válhatnak.



3. ábra  
A befektetések számának életciklus szerinti megoszlása, 1999–2004

<sup>1</sup> Forrás: MKME: A magyar kockázati és magántőke iparág fejlődése 2004 adataiból készítve.

## KOVÁCSNÉ ANTAL A.: A KOCKÁZATI TŐKE MEGJELENÉSE...



4. ábra

*A befektetések értékének életciklus szerinti megoszlása, 1999–2004<sup>2</sup>*

A dotcom-eufória idején a kisebb kockázatot jelentő expanzív fázisban történő befektetések vesztettek jelentőségükből, ezt követően azonban az ügyletek számának döntő része itt koncentrálódik. A piacról korábban hiányzó kivásárlások 2001-ben az összes ügylet 18%-át (5 darab), a befektetett érték több mint felét képviselték. Ebből 3 stratégiai befektetőnek történő eladással valósult meg, 2 pedig tőzsdén jegyzett cég kivezetését jelentette. 2002-ben a kivásárlások az összes befektetett tőke értékének már kétharmadát jelentették, többségük a távközlési illetve a média szektort célozta meg, számottevően csökkent viszont a korai fázisban lévő vállalkozások finanszírozása. A befektetés értékének több mint fele a nagyobb, 1000 főnél többet foglalkoztató cégeket érintette. 2003-ban a korai fázisba történő befektetések számukat és a befektetett összegben való részarányukat tekintve is csökkenést mutatnak. A kivásárlások jelentősége 2004-ben már valamelyest csökkent.

A 15 éves időszak folyamán a kockázati tőke döntően a vállalkozások életciklusának expanzív szakaszát finanszírozta, a tranzakciók 64%-ában a befektetések értékének 72%-át jelentette. Az induló és korai szakaszokba történő befektetések számának összes befektetésen belüli aránya 1992-ben és 2000-ben jelentős, célzott iparágai a kommunikációs és számítástechnikai ágazat. A kivásárlások szerepe 2002-től számottevő és elsősorban a kommunikációs és a fogyasztási cikkek piacát érintette. Az EU-s adatokkal összehasonlítva: az induló és korai szakaszba történő befektetés aránya hasonlóan alakul, a kivásárlások az EU-ban, az expanzív szakasz finanszírozása hazánkban bír nagyobb jelentőséggel.

### Tranzakció mérete szerinti megoszlás

A több szempontból is rekordokat mutató 2000-es év az alacsony, 1 millió euró érték alatti befektetések számának csúcspontját is jelentette. A növekedés a jól képzett vállalkozók egy új generációjának megjelenésével párhuzamosan a kifejezetten induló illetve a korai szakaszban működő vállalkozások finanszírozásával foglalkozó – akkori felmérés szerint – 9 alapnak köszönhető. A 2000-es év figyelemre méltó tendenciája a kockázatmegosztást segítő társfinanszírozás (co-investing) elterjedése (a befektetések 60%-a társbefektetővel együtt valósult meg) illetve hogy a befektetések több mint fele olyan cégek felé irányult, amelyek a hazai piac helyett regionális térségre fókuszáltak. 2003-ban kiemelkedik a kisebb összegű tételek növekedési

<sup>2</sup> Forrás: Karsai Judit: Honnan remélhetnek kockázati tőkét a magyarországi vállalkozások? *Külgazdaság*, XLVIII.évf., 2004. április, \*MKME: A magyar kockázati és magántőke iparág fejlődése 2004 adataiból számolva.

## KÜLKERESKEDELMI FŐISKOLAI FÜZETEK, 16.

üteme, amely az állam részéről beindított fejlesztési tőkeprogramok hatásának köszönhető. 16 tranzakció állami tulajdonban lévő részvénytársaságokhoz kapcsolódott, a befektetések mérete döntően 100-200 ezer euró közöttiek voltak. Az alsó méretkategóriában lévő tételek azonban mindössze a befektetett tőke értékének 4%-át képezték. 2003-ban a 15 millió euró érték feletti kategóriában végrehajtott 3 tranzakció a befektetések értékének több mint 70%-a. 2004-ben 2,5 millió euró alatti ügyletek terén történő nagyobb mozgolódásban az MFB Rt. KKV Tőkebefektetési Programja játszott kulcsszerepet. Az ügyletek értékének több mint 70%-át az 5 illetve 15 millió euró feletti ügyletek tették ki. A legmagasabb kategóriában történő befektetések száma évente 2-3 darabbal stabilizálódni látszik.

### 1. táblázat

*A kockázati tőkebefektetések darabszáma és megoszlása 1999-2004<sup>3</sup>*

Tranzakció mérete	1999		2000		2001		2002		2003		2004	
	db	%	db	%	db	%	db	%	db	%	db	%
– 1,0 M EUR	4	33%	26	55%	17	60%	14	48%	19	59%	22	54%
1,0 – 2,5 M EUR	3	25%	7	15%	5	18%	7	24%	9	28%	11	27%
2,5 – 5,0 M EUR	3	25%	7	15%	3	11%	2	8%	0	0%	1	2%
5,0 – 15,0 M EUR	2	17%	7	15%	3	11%	3	10%	1	3%	5	12%
15,0 M EUR –	0	0%	0	0%	0	0%	3	10%	3	10%	2	5%
Összesen	12	100%	47	100%	28	100%	29	100%	32	100%	41	100%

Az elmúlt 15 évet tekintve a középső szegmensben (2,5-5 millió euró) alig történik befektetés, mindez jelzi, hogy a kisebb méretű befektetéseket célzó alapok még mindig hiányoznak a piacról. Jellemző, hogy minden méretkategória döntően az expanziós szakasz finanszírozásában vett részt.

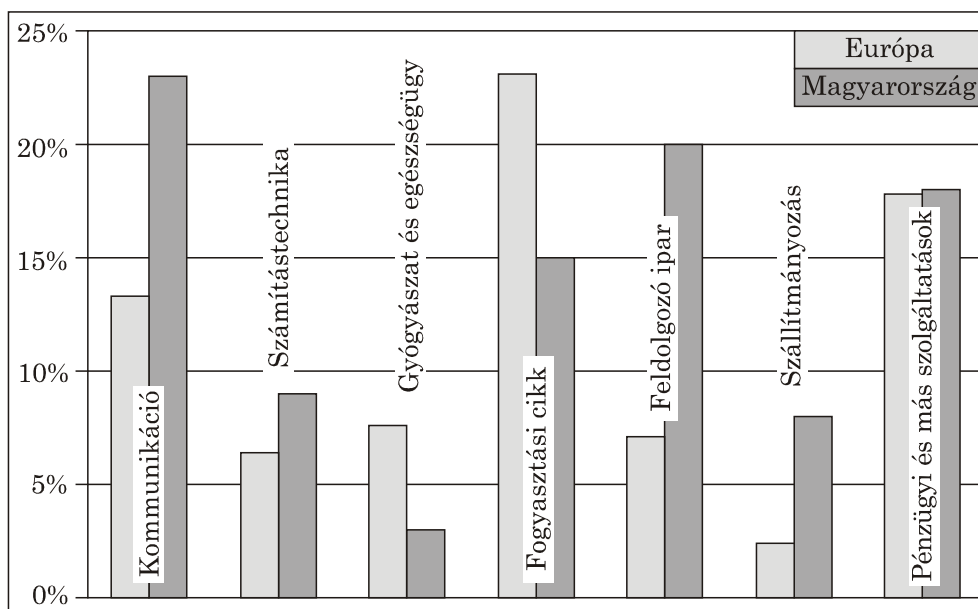
### Ágazati orientáció

A nagy körütekintés ellenére minden kockázati tőkealap rendelkezik olyan befektetéssel, amelyet csak veszteséggel tudna értékesíteni. Nehéz ugyanis megjósolni, hogy egy gyorsan fejlődő iparág és az abban tevékenykedő vállalkozás évek múlva hol fog tartani. Az elmúlt 15 évben a befektetések elsősorban a kommunikációs, a fogyasztási cikkek, a számítástechnika piacára koncentráltak, jelentős számú befektetés valósult meg a pénzügyi szolgáltatások, a feldolgozóipar és az egészségügy területén. A befektetett tőke nagyságrendjét figyelembe véve a sorrend hasonló, a számítástechnikai ágazatot kivéve, ahol a jelentős számú tranzakció összességében kisebb mértékű befektetésekből realizálódott. 2002-ben a befektetések többsége még mindig az informatikával foglalkozó vállalkozásokat célozta meg, a befektetés értékét tekintve ez azonban körülbelül 10%-ot jelentett. Még ebben az évben a szolgáltatási ágazaton belül egy nagyobb befektetésnek köszönhetően az egészségügy kapott az addigiakhoz képest nagyobb szerepet. 2003-ban a befektetések a telekommunikációs, a szolgáltató és a média szektort részesítették előnybe összesen a befektetett tőke 93,7%-a erejéig. 2004-ben az iparág összetétele az előző évekhez képest megváltozott, ennek oka a globális alapok működésének, az uniós csatlakozásnak és ennek mentén a befektetési környezet javulásának tudható be. Számát tekintve a legtöbb befektetés a számítástechnika (befektetett tőke aránya azonban csak 9%), a kommunikációs és a szolgáltatási szektorokban történt. A befektetett tőke jelentős része a feldolgozóipart illetve a fogyasztási cikkek előállító cégeket célozta meg. Az uniós tendenciákkal összehasonlítva a kommunikációs szektornak hazánkban nagyobb a jelentősége (2003-ig a befektetések 38%-a hazánkban, 13%-a az EU-ban ezt a szektort célozta meg), de ugyanez mondható el a pénzügyi szolgáltatások vonatkozásában is (hazánkban 2003-ig a befektetések 11%-a, az EU-ban a 2,5%-a került e

<sup>3</sup> Forrás: MKME: A magyar kockázati és magántőke iparág fejlődése 2004 adataiból számolva.

## KOVÁCSNÉ ANTAL A.: A KOCKÁZATI TŐKE MEGJELENÉSE...

szektorba). A fogyasztási cikket előállító szektor mindkét helyen jelentős szerepet kapott. A tendenciák a 2004-es adatokból is jól láthatók (a szolgáltatások közül a pénzügyi szolgáltatások Európában csak 4,1%-ot jelentettek), azzal a különbséggel, hogy a fogyasztási cikket előállító szektor Európában nagyobb érdeklődésre tett szert.



5. ábra

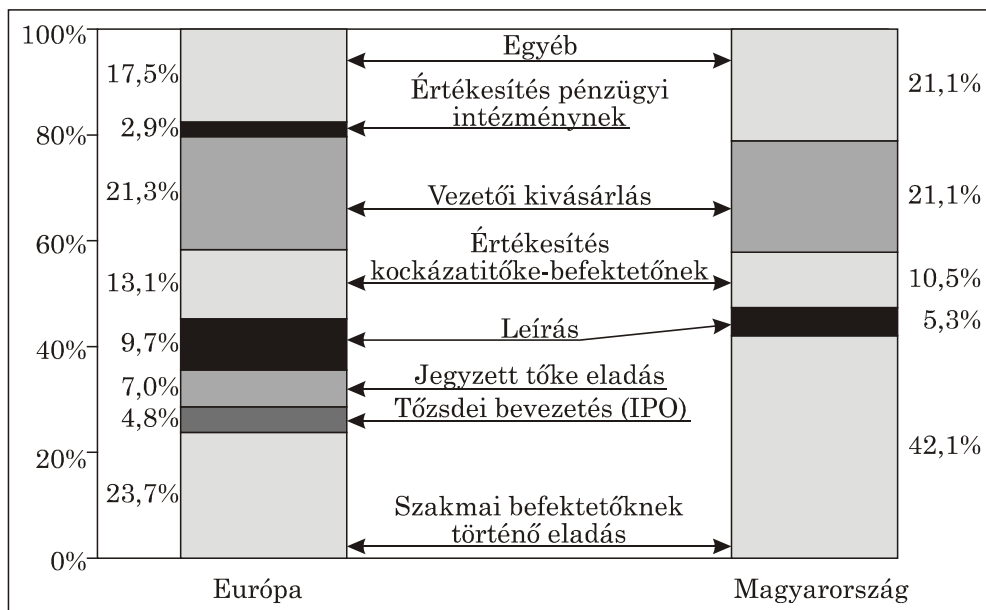
A befektetett tőke főbb iparágak szerinti összehasonlítása 2004-ben<sup>4</sup>

### Exit lehetőségek

A cég eladását általában előre rögzítik a tulajdonostársak. Az elmúlt 15 év kiszállási típusai közül a szakmai befektetőknek történő megoldás dominált. Nagyobb értékű kilépés 1999-ben történt, amelyben a tőzsdéi bevezetéseknek is jelentős szerepe volt. A kilépések nagy része 2001 és 2002-ben az Internet/technológiai szektort érintette. (A GKI Rt. 2003 áprilisi felmérése szerint 2002-ig a kockázati tőketársaságok kiszállásainak 1/3-a veszteség leírás volt.) A 2003-as kiszállások nagyrészt szintén más (szakmai) befektetőknek történő értékesítés formájában valósultak meg, tőzsdére való bevezetés nem volt, az utolsó egyébként 2000-ben történt. 2003-ban a sikeres kiszállások száma és aránya nőtt, a leírásoké csökkent. Mindez a kedvezőbb gazdasági teljesítménynek, a régiós befektetési környezet javulásának, a gazdasági szabályozás előnyös változásainak volt köszönhető. A tavalyi évi megnövekedett számú exit nagy része szakmai befektetőknek történő értékesítéssel valósult meg, de lényeges, hogy más kiszállási módok is megjelentek. A befektetés leírására egy esetben került sor. Jellemző, hogy a befektetések száma ekkor is meghaladta az exitek számát. Európát tekintve a kiszállások más technikai formában is megvalósulnak mint hazánkban. Nálunk a szakmai befektetőknek történő értékesítés nagyobb jelentőséggel bír, viszont a leírások aránya kedvezőbb képet mutat Európához képest. Fontos különbség a tőzsdéi bevezetés kapcsán van, nálunk a jelenlegi tőkepiaci viszonyok miatt egyes években ez a forma teljesen hiányzik a piacról. A vezetői kivásárlás illetve más kockázati tőke társaságnak történő értékesítés hasonló arányban történt lásd például a 2004-es évet.

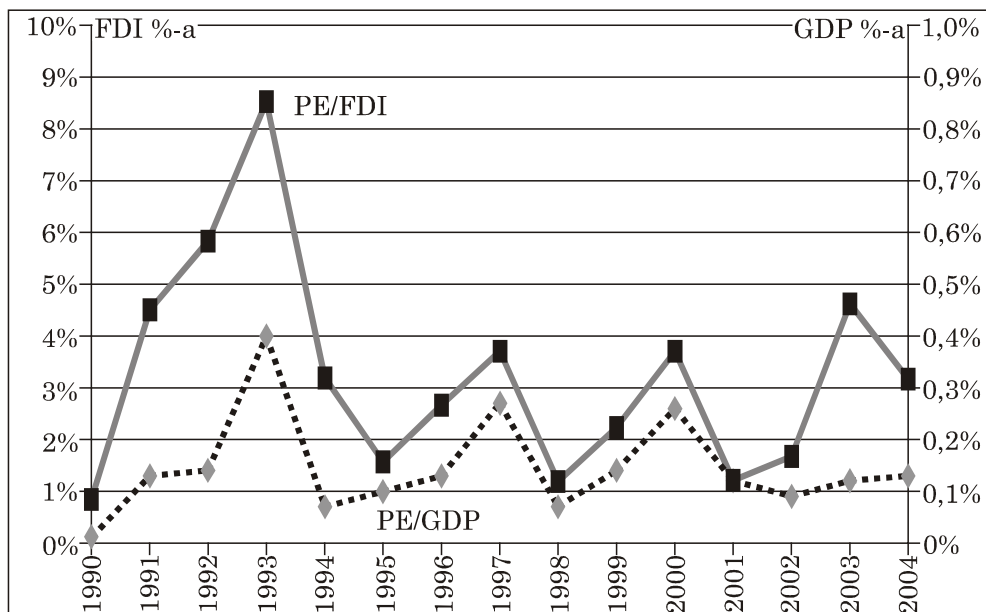
<sup>4</sup> Forrás: MKME: A magyar kockázati és magántőke iparág fejlődése 2004 és EVCA: Sectoral Distribution of Investments in 2004 adataiból számolva.

## KÜLKERESKEDELMI FŐISKOLAI FÜZETEK, 16.



6. ábra  
Kilépések értékének megoszlása a kilépés típusa szerint, 2004-ben<sup>5</sup>

### Kockázati tőke a GDP, illetve külföldi működő tőke arányában



7. ábra  
A kockázati- és magántőke-befektetések értéke a GDP és az adott évi FDI százalékában Magyarországon, 1990-2004<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Forrás: MKME: A magyar kockázati és magántőke iparág fejlődése 2004 adataiból számolva és EVCA: European Divestment at Cost 2004: 19.6 billion.

<sup>6</sup> Forrás: Dr. Karsai Judit-Baranyai Gábor: A kockázati- és magántőke-ipar fejlődése Magyarországon, 1989-2004. MKME, Budapest, 2005. november (megjelenés alatt).

## KOVÁCSNÉ ANTAL A.: A KOCKÁZATI TŐKE MEGJELÉSE...

---

A kockázati tőke évente átlagosan a külföldi működő tőke 2-4%-át jelentette, de kiemelkedik a 1991-93-as időszak, amikor a privatizáció az átlagnál nagyobb mértékben jelentett vonzó hatást. Jelentős még a 2003-as év, amikor az országba érkező FDI összege viszonylag alacsonyabb volt. Az MKME számítása szerint a kockázati- és magántőke-befektetések értéke a vizsgált 15 év alatt átlagosan a GDP értékének 0,15%-át tette ki, a 2004-ben mért 0,119 aránnyal az összes régióbeli országot Magyarország megelőzte.

### II. A KÍNÁLATI OLDAL SZEREPLŐI

Bár az összegyűjtött és kínált kockázati tőke nagysága igen tekintélyes, ezzel együtt azonban a kínálati oldal erősen szegmentált, szerkezetében hiányosságok vannak. A kockázati tőke ágazat két – informális és intézményes – szektorra bomlik. Az előbbit az úgynevezett üzleti angyalok, az utóbbit a professzionális kockázati tőke társaságok illetve alapok alkotják.

#### **Kockázati tőke társaságok, alapok**

Az MKME 2003-as felmérése alapján az aktívabb tevékenységet folytató tejes jogú tagokkal bővített listája 33 befektetőt tartalmazna. Ennek nagyobb hányada nyugat-európai és észak-amerikai kockázati tőkealap-kezelők közép-kelet-európai vállalkozásai, illetve bankok saját kockázati tőkebefektető társaságai. Többségük régiós befektetésekben gondolkodik és az expanzív, valamint a kivásárlási szakaszt finanszírozza. A 33 befektetőből kizárólag Magyarországra 12 országalap fektet be, amelyből ötben az állam is tulajdonos. Utóbbiak tőkeszerzése nehezebb illetve a tranzakciók növekvő regionális jellege korlátként jelentkezik. A 33 befektetőből a korai szakasz finanszírozását tizenegy vállalja, amelynek több mint a fele országalap. Közülük is a tőke nagy részét az állami tulajdonban lévő RFH Rt. biztosítja. A legnagyobb volumenű tőkekínálattal az MFB Rt. jelentkezik. A befektetők közül húszan 1 M USD-nál kisebb, kilencen 1-5 M USD-os, négyen 5 M USD feletti befektetést ajánlanak. Tapasztalatok szerint még a korai fázist finanszírozók sem hajlandóak 50-100 millió forintos nagyságrendű befektetéseket finanszírozni. Ennek a tőkerésnek a részbeni „betömése” egyenlőre az állam által létrehozott kockázati tőke társaságokon keresztül történik ugyanis a kisméretű ügyletek fajlagosan nagyobb ráfordításuk miatt az elsősorban külföldi tőkét kezelő, regionális szervezeteknek nem jelentenek vonzó alternatívát.

#### **Az állam szerepe a kockázati tőke piacon**

Az állam kockázati tőke-piac működésébe való beavatkozásának indoka elsősorban a tőke piaci allokációs mechanizmusának kiegészítése, korrekciója. A tőkehiány a kisebb méretű, induló vállalkozásokat érinti, így az állami beavatkozás főként a KKV szektor gazdasági szerepének növekedését hivatott elősegíteni. A kisebb méretek az intézményes kockázati tőkepiaci befektetőknek túlságosan alacsony, a kisebb befektetési kapacitással rendelkező üzleti angyaloknak viszont magas kategóriát jelentenek. A kockázati tőke piac működésébe az állam közvetett és közvetlen módon is beavatkozhat. Számszerűen mért hatást az utóbbi megoldások nyújtanak, melyek a kockázati tőke piac kínálati oldalát részben vagy egészben állami forrásokkal működő befektetési alapokkal gazdagítják. 2004-ben például a gyűjtött források 32%-a kormányzati forrásból származott. Az állami kockázati tőke társaságok működésének közös jellemzője a piacinál alacsonyabb hozamelvárás, a kisebbségi tulajdonszerzés, az ellenőrzés (az irányításban való részvétel nem), a kiszállás lehetőségének előre meghatározott időpontban történő opciós megállapodással való biztosítása.

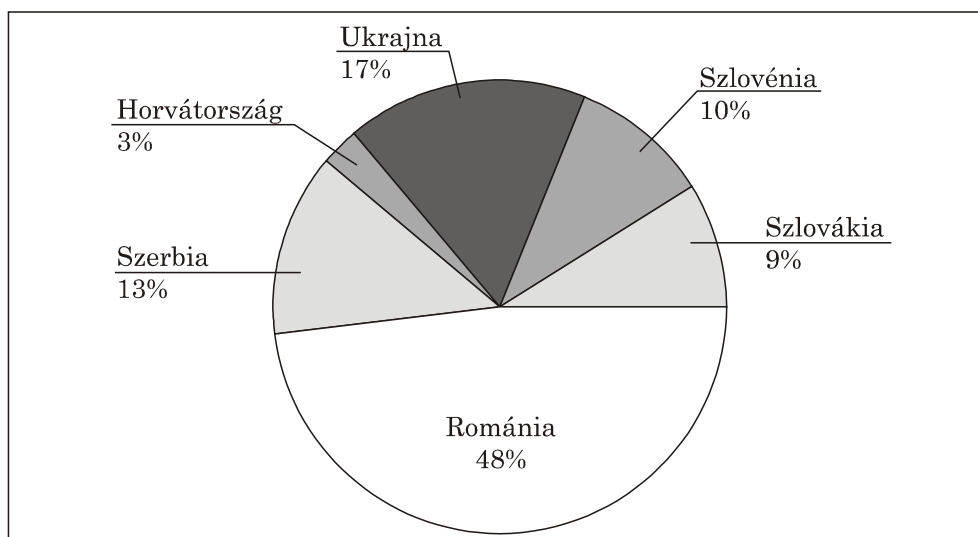
Magyarországon a rendszerváltást követő időszakban kockázati tőke típusú finanszírozással foglalkozó állami tulajdonban lévő, máig működő szervezetek közül a *Magyar Fejlesztési Bankot* említhetjük. Az akkori piaci környezethez képest magas befektetési összegekkel dolgozó bank a kisebb méretű kezdő illetve a működés korai fázisában működő vállalkozások finanszírozási helyzetét, kockázati tőkeellátottságát nagymértékben nem tudta javítani. A hiányt pótolva az MFB Rt. a kormány 2003/2003 határozatával összhangban kialakította fejlesztési tőkefinanszírozási stratégiáját, melynek megvalósítása tőkebefektetési programokkal történik. Ennek első eleme a kis- és középvállalkozások fejlesztési tőkebefektetési program 2003. július 15-től vehető igénybe 40



## KÜLKERESKEDELMI FŐISKOLAI FÜZETEK, 16.

milliárd forintos kereten belül, melyből a közvetlenül tőkeemelésre fordítható összeg mértéke vállalkozásonként 50-500 millió forint. 2005 márciusáig e program keretében az MFB Rt. 14608,1 millió forintot helyezett ki, melyből a legkisebb befektetés 60, a legnagyobb 4900 millió forintos értékű volt.

A jelenleg is működő állami tulajdonú társaságok közül egyedül az 1997-ben alapított *Corvinus Nemzetközi Befektetési Rt.* biztosít forrásokat kifejezetten külföldre, Közép-Kelet-Európába irányuló befektetésekhez. A társaság befektetési portfóliója 2004 decemberéig 10 különböző iparágból származó vállalatban 2 milliárd forintos befektetésből tevődött össze, emellett még 1,2 milliárd forint jóváhagyott befektetés állt folyósítás alatt. Befektetésük 2004/2005-ben közel 7 milliárd forintos összegben került megtervezésre.



8. ábra

*A Covinus Rt. befektetési és folyamatban lévő projektjei a befektetés iránya szerinti megoszlásban*<sup>7</sup>

A Corvinus Rt. az EU-s csatlakozást követően tőkeprogramokat dolgozott ki a KKV szektor finanszírozására. Három program keretében 10-100 millió, illetve 50-250 millió forintos értékben támogatja a vállalkozásokat. Az Rt. egyedi mérlegelés alapján a keretösszegeket meghaladó befektetési igényeket is teljesíthet, ekkor azonban a tőkebefektetés feltételeit az Európai Bizottság által előírt ún. „magánbefektetői teszt” alkalmazásával határozza meg.

2. táblázat

*A Beszállítói Befektetői Rt. befektetései főbb jellemzői 2003-2005 (millió Ft)*<sup>8</sup>

Megnevezés	2003		2004		2005	
	M Ft	szerezett részesedés	M Ft	szerezett részesedés	M Ft	szerezett részesedés
Befektetések	100 000	48,54%	240 000	48%	30 000	49,18%
	21 600	40%				
	110 000	17,63%				

A *Beszállítói Befektető Rt.* 2002. márciusában jött létre. Tapasztalatok azt mutatják, hogy a kockázati tőkések jelenleg a beszállítói ipart nem támogatják, elsősorban az alacsony realizálható hozam és a kisvállalati tőkebefektetés relatív magas költségei miatt, így a társaság elsődleges célja a beszállító, vagy beszállítóvá váló hazai kis- és középvállalkozások fejlődésének előmozdítása.

<sup>7</sup> Forrás: Corvinus Rt.: Határon átnyúló tőkeprogramok kis- és középvállalkozások számára.

<sup>8</sup> Forrás: www.beszallitoi-rt.hu adataiból készítve.

## KOVÁCSNÉ ANTAL A.: A KOCKÁZATI TŐKE MEGJELENÉSE...

Ezen vállalkozások eredményessége szorosan összekapcsolódik azzal, hogy rendelkeznek-e önálló fejlesztéssel, megjelenik-e tevékenységükben az innováció. Erre tekintettel az innovatív projektcégekbe történő tőkebefektetés is bekerült a társaság üzleti célcsoportjába, így az üzleti szereplőkkel közösen valósíthat meg inkubációs programokat.

A 88,24%-ban állami tulajdonú *Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Rt.* 2001 decemberétől működik. Csak induló vállalkozás irányításában vesz részt a befektetés kockázatának csökkentése miatt. 2005 március végéig 24 kis- és középvállalkozásba 1,527 milliárd forint került befektetésre. További 119 millióról a jelzett időpontig kedvező döntés született, illetve addig 450 millió forintnyi befektetési kérelmet vizsgált a társaság. Ezzel a tőkebefektetési állomány várhatólag rövidesen meghaladja a 2 milliárd forintot. A társaság kihelyezéseit 2005 végéig mintegy 2,5 milliárdra tervezi növelni.

Az *Informatikai Kockázati Tőkealapot* 2002 júniusában alapította meg a 100%-os állami tulajdonban lévő RFH Rt. azzal a céllal, hogy segítse az informatika és a távközlés terén tevékenykedő induló és kezdeti fejlődési szakaszukban lévő mikro-, kis és középvállalkozásokat (döntéshozó szervezetben részt vesz). Az RFH ezen leányvállalata az egyetlen, amely az 1998-as törvény szabályai szerint működik. A működés első két évében befektetésre nem került sor (hiányzott a stabil vezetés). 2004-től kezdve 1,5 milliárd forint értékben történt kihelyezés, amely az idei év végére a 2 milliárdot is elérheti.

3. táblázat  
Az állami kockázati tőke társaságok főbb jellemzői<sup>9</sup>

Megnevezés	Corvinus Rt.	Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Rt.	Beszállítói Befektető Rt.	Informatikai Kockázati Tőkealap
<b>Célcsoport</b>	Magyarországon bejegyzett vállalkozások	Magyarországon bejegyzett KKV (rt., kft.) – induló is	Magyarországon bejegyzett rt., kft. – induló is	Magyarországon bejegyzett KKV (rt., kft.) – induló is
<b>Befektetés iránya</b>	Közép-Kelet Európa	nincs	nincs	nincs
<b>Ágazati megkötések</b>	bármely kiv. a külkereskedelemben tiltott vagy engedélyköteles termékek és szolgáltatások	bármely, kiv. mezőgazdasági, pénzügyi vállalkozás	célcsoportok: feldolgozóipar, gazdasági szolgáltatások, környezetvédelmi és logisztikai ipar	informatika, távközlés
<b>Hozamelvárás</b>	Piaci alapon	3 éves befektetési periódusnál: 6 hónapos BUBOR+0%-tól 6 havi BUBOR+1,5%-ig 5 éves befektetési periódusnál: 12 hónapos BUBOR+0%-tól 12 havi BUBOR+1,5% között	min. infláció + 5-10%	5 éves ÁKK referenciahozam + 3-5% vagy 8-16% prémium
<b>Részesedés</b>	kisebbségi	max. 49%	25-49%	25-49%
<b>Befektetés időtartama</b>	3-5 év	3-5 év	3-5 év	3-7 év
<b>Befektetés mérete</b>	min. 10 M Ft max. nincs	min. 10 M Ft max. 100 M Ft	min. 20 M (10) Ft max. 250 M (50) Ft	min. 50 M Ft max. 450 M Ft

<sup>9</sup> Forrás: saját szerkesztés.

### Üzleti angyalok (angel capitalists)

Nyugaton a kockázati tőke ipar fejlődése az üzleti angyalok úttörő tevékenységére, míg az európai (főként közép-európai) kockázati tőke piac működésének indulása főként az intézményi befektetők megjelenésére épült. Az üzleti angyalok kisebb összegű befektetéssel segíthetik a vállalkozások beindítását, ezt követően a hivatásos befektetők adhatják a további fejlődéshez szükséges nagyobb összegeket. Szerepük ekkor az ötletek, ígéretes vállalkozások felkutatása. Sokszor megvalósíthatósági tanulmány, üzleti terv készítésével tehetik vonzóvá az adott vállalkozást egy kockázati tőke társaság számára.

Magyarországon a vállalkozók, cégvezetők vagy kockázati tőketársaságok vezetői képezik az üzleti angyalok körét. Körülbelül 20-50 millió forint erejéig tulajdonosként való beszálláshoz olyan nem induló cégeket keresnek, amelynek egy ötletes termék megvalósításához kis tőkére van szükségük. Az Innostart Nemzeti Üzleti és Innovációs Központ negyedévente szervez Üzleti Angyal Klubot (2000 júniusa óta), ahol a tőkésék és a vállalkozók találkozhatnak. A klub tagjai elsősorban a kockázati tőke-társaságok számára még túl alacsonynak számító 10-100 millió forintos projekteket finanszírozzák, de megfelelő feltételek mellett lehetőség van ennél nagyobb összegű támogatásra is. A Klub működésének sikerét bizonyítja, hogy a szervezők már megvalósult befektetésekről is beszámolhatnak és folyamatosan zajlanak a tárgyalások további megállapodások megkötéséről is.

### III. A KOCKÁZATI TŐKE ÁGAZAT PROBLÉMÁI ÉS JÖVŐJE

Magyarországon – kis méretéből fakadóan és strukturális adottságai miatt – a kockázati tőkésék fő célcsoportjai, a nagy növekedési képességű cégek hiányoznak a piacról. Jelentősebb a közepes és nagyobb méretű kisebb kockázatot jelentő cégek finanszírozása, ahol már csökkent a cégalapítás utáni illetve a fejlődés legkorábbi szakaszára jellemző nagy üzleti kockázat. A kis- és középvállalatoknál hiányoznak a megfelelő dokumentációk, a cégtervezés és a vállalatstruktúra alacsony színvonalú. A szakmai rátermettség és személyes elkötelezettség mellett fontos a tanulási és alkalmazkodási képesség, továbbá szükség lehet független szakértő, tanácsadó igénybevételére is. Kiemelkedő fontosságú a piacközpontú, megalapozott üzleti terv, amely számszerű adataival információt szolgáltat a vállalkozás értékéről és a várható piaci változások miatti gyors reakció képességet hivatott bizonyítani. A kisebb tőkeigényű, induló vállalkozások finanszírozásáról az üzleti angyalok is gondoskodhatnának, de kis számuk miatt tevékenységük hazánkban elenyészőnek mondható.

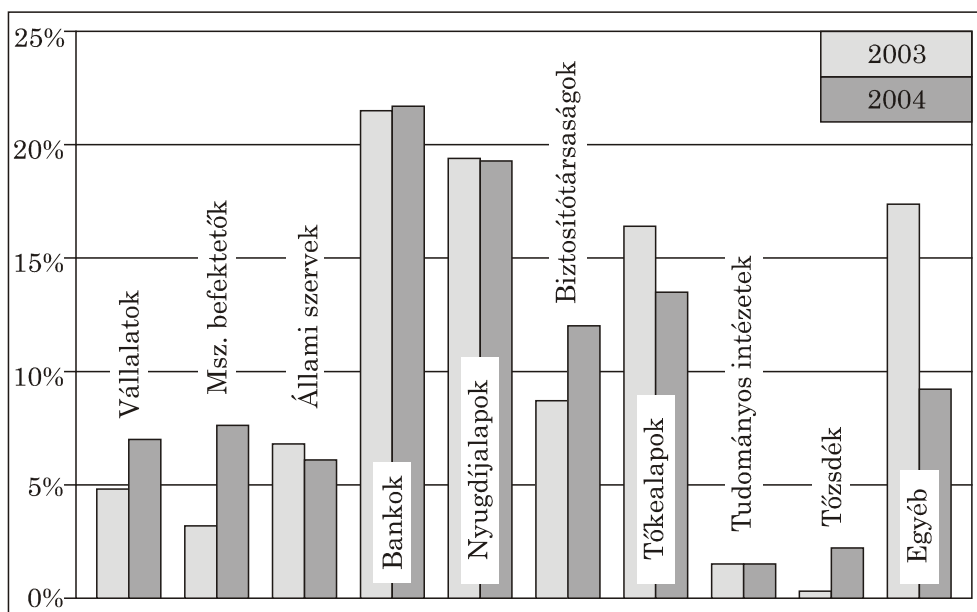
A kockázati tőke bevonás érdekében az alapok kezelőinek és a kormánynak közösen kell meggyőzniük a befektetőket, hogy a magyar gazdasági és politikai rendszer megfelelően működik. A kormány feladata, hogy jól működő keretfeltételekkel biztosítsa a demokráciát és ezzel összefüggésben a magánszektor működését. A befektetett tőkével egyenértékű fontosságú a vállalkozások fejlődéséhez való hozzájárulás a stratégiai irányítást, a pénzügyi és menedzsment információs rendszer fejlesztését, a banki és egyéb üzleti kapcsolatok kialakítását és az akvizíciós ügyleteket tekintve, mindemellett a különböző menedzsment ösztönző struktúrák hazai meghonosítása.

Az utóbbi évek kisebb összegű befektetései arányának növekedése előrevetítheti a KKV szektor finanszírozási problémáinak főleg állami kockázati tőkebefektetéseken keresztüli enyhítését. Az állami finanszírozás problémáihoz tartozik, hogy a direkt eszközök használatakor mindig felmerül a befektetések kiválasztásában a visszaélés lehetősége, illetve hogy nem menedzselik a finanszírozott vállalkozásokat, pedig ezek a kisebb, korai szakaszban lévő cégek vannak leginkább rászorulva a szakmai tanácsokra. Emellett az állam a magánbefektetők versenytársaiként olyan befektetéseket is finanszírozhat, amelyeket a magánszféra egyébként is megoldott volna (kiszorító hatás). 2005-ben a Kormány új, állami tulajdonban lévő, befektetői intézményrendszer kialakításáról döntött, melynek megszervezésére és kialakítására az MFB Rt. cégcsoporthoz tartozó Corvinus Rt-t kérte fel. A kialakítandó intézményrendszer összehangolt tevékenységet folytató vállalatcsoporttá alakítja a

## KOVÁCSNÉ ANTAL A.: A KOCKÁZATI TŐKE MEGJELENÉSE...

meglévő és újonnan létrehozandó állami befektetői társaságokat. A jelenleg egymástól függetlenül működő társaságok átalakítása során az eddigi párhuzamosságok kiküszöbölhetők illetve hatékonyabban használhatók fel a költségvetési források, az állami szerepvállalás átláthatóbbá válik. A vállalatok életciklusát alapul véve teljes körűen megvalósulhat az állam fejlesztésre vonatkozó ösztönző szerepe.

A kockázati tőke finanszírozás kiteljesedésének akadályozója a törvényi szabályozás ellentmondásossága is. Az 1998. évi XXXIV. törvény feladata e befektetési forma lehetőségeinek javítása, alkalmazásának ösztönzése burkolt céllal a kisvállalkozások felé nyitás volt. Bebizonyosodott azonban, hogy a törvény nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket, hiszen egy állami társaság működik a törvény égisze alatt. A kudarc alapvető oka, hogy a törvény rendelkezései több ponton is olyan mértékű kötelezettségeket rónak a felekre, amelyek jelentősen meghaladják a különböző kedvezmények alapján biztosított előnyöket. Az MKME törvénymódosítási javaslatot nyújtott be azzal a céllal, hogy a kockázati tőkebefektetést végző intézményeknek olyan formája jöjjön létre, amelybe intézményi befektetők is befektethetnek, magyar sajátosságnak mondható ugyanis a piac strukturális hiányossága, azaz intézményi befektetők hiánya a kockázati tőke iparágból. A jelenlegi portfólióra vonatkozó szabályozás korlátozott mértékben teszi számukra lehetővé a kockázati tőkealapokba történő befektetést, így a hosszú távú megtakarítások nagy része az államháztartást finanszírozza. Fejlődésnek tekinthető azonban, hogy 2004 elején megalakult hazánkban az első olyan kockázati tőke alap, amely magyar nyugdíjalapok befektetését is fogadni tudja. Az új alap lehetőséget teremt a magyar nyugdíjalapok portfólió-kockázatának megosztására (amit már széles körben alkalmaznak a nyugat-európai intézményi befektetők), és további forrásokkal segíti elő a magyar középvállalati szektor növekedését.



9. ábra

*A tőkebevonás befektetők szerinti megoszlása Európában, 2003–2004<sup>10</sup>*

Az MKME ősszel benyújtott törvényjavaslata alapján várható a kockázati tőke törvény hatályon kívül helyezése, a kockázati tőke alapok szabályozását a Tőkepiaci törvény tartalmazná. Az alapok befektetői dönthetnének arról, hogy milyen időtávra és milyen stratégiával hoznak létre alapot illetve az alapok forrásaihoz az intézményi befektetők limitált mértékben járulhatnak hozzá.

<sup>10</sup> Forrás: EVCA: Private Equity Funds Raised by Type of Investors in 2003, 2004.

## **KÜLKERESKEDELMI FŐISKOLAI FÜZETEK, 16.**

---

A csatlakozás utáni időszak nagy lehetőséget a közepes méretű magyar cégek számára tartogat. Az uniós csatlakozás nyomán a kockázati tőke vonzereje egy 150 milliós regionális és egy több mint 400 milliós egységes fogyasztói piac nagyságában lehet, amely már a nagyobb befektetők számára is megfogható volumen. A befektetők számára általában kisebb kockázatú lehet a magyarországi befektetés, illetve felerősödhet a piaci konszolidáció is. A nemzeti határok lebontásával adminisztratív kötöttségtől és előírástól mentesülhet a befektető, az egységes szabályozás és jogrendszer tovább erősíti a bizalmat.

### **IRODALOMJEGYZÉK**

MKME: A magyar kockázati és magántőke iparág fejlődése 2004 (2005. április)

KARSAI JUDIT: Honnan remélhetnek kockázati tőkét a magyarországi vállalkozások? *Külgazdaság*, XLVIII.évf., 2004. április

KARSAI JUDIT: Mit keres az állam a kockázati tőke-piacon? (A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon), *Közgazdasági Szemle* XLIX. évf., 2002. november

EVCA: Sectoral Distribution of Investments in 2004.

EVCA: European Divestment at Cost 2004: 19.6 billion

EVCA: Private Equity Funds Raised by Type of Investors in 2003, 2004

MFB tájékoztató a Kis- és Középvállalkozás Fejlesztési Tőkebefektetési Programról

Corvinus Rt.: Határon átnyúló tőkeprogramok kis- és középvállalkozások számára

MKME Hírlevél V. évfolyam I. szám, 2005 tavasz/nyár

GYENIS ÁGNES: Vakok vagy bátrak. Az MFB újabb kockázatai. *HVG*. 2005. április 2.

MKME évkönyvek, 1999-2004

[www.eurohirek.hu](http://www.eurohirek.hu): A kockázati tőke kedveli Magyarországot, 2004.12.02

[www.index.hu](http://www.index.hu): Szereti a kockázati tőke Magyarországot, 2005. október 10.

[www.innostart.hu](http://www.innostart.hu)

[www.beszallitoi-rt.hu](http://www.beszallitoi-rt.hu)

[www.kvfp.hu](http://www.kvfp.hu)

[www.gkm.gov.hu](http://www.gkm.gov.hu)