

Karsai Judit

A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában

Új bűvyszó terjed a hazai közgazdasági életben: a kockázati tőke. E tőkeközvetítő ágazat Amerikában és Nyugat-Európában a tőkepiac szerves részét alkotja, így hazai megjelenése és fejlődése a piacgazdaság kiépülésének természetes velejárója. A kockázati tőkét itthon persze nem kell újra „feltalálni”, hisz fogalma, funkciója, illetve jogi, adózási és intézményi kereteinek nyugati mintái könnyen megismerhetők és átvehetők. Úgy tűnik azonban, mintha a kockázati tőkéről nyilatkozó hazai szakemberek többségét ez nem befolyásolná, amikor a kockázati tőkét olyan csodaszerként aposztrofálja, amely megoldhatja a tőkehiányban szenvedő hazai vállalkozások szinte minden pénzügyi gondját.

A csodavárás paradox voltát illusztrálja, hogy az említett szakértők egy része ugyanakkor figyelmen kívül hagyja, hogy a kockázati tőke már évek óta nem elhanyagolható mértékben van jelen a magyar tőkepiacon. Az eleve ilyen célra létrehozott néhány állami cég mellett sokféle, spontán módon jelentkező piaci szereplő – külföldi befektetési alap, hazai magáncég, valamint kereskedelmi banki érdekeltség – tölti be a kockázati tőke funkcióját. (A magyar kockázati tőke-piac szereplőinek és ezek tevékenységének részletes bemutatását lásd *Karsai* [1995].)

A kockázati tőkét a nyolcvanas évek végén már egyszer meghonosítani kívánó hazai kezdeményezések (*OMFB* [1988]) kudarca után napjainkban újra *erőre kapott* e „mozgalom”. A nyilatkozatok alapján az látszik, hogy elsősorban az ipar fejlődésének zálogát jelentős részben a kis- és középvállalati szektor fejlődésében látó ipari tárca, valamint az innováció előmozdítását ugyancsak e vállalati körtől remélő Országos Műszaki Fejlesztési Bizottság szorgalmazza a kockázati tőke meghonosítását. (Lásd például *Magos* [1996], *Palugyai* [1996]). Hasonló alapállásból látja fontosnak a kockázati tőke szerepvállalását a Magyar Vállalkozásfejlesztési Alapítvány (*Várhegyi–Spéder* [1995]), a Magyar Innovációs Szövetség és a Magyar Kereskedelmi és Ipari Kamara (*Lassan térül meg...* [1996]) is. A pénzügyi tárca egyetértését jelzi a nemrégiben létrehozott miniszteri biztosi funkció a kis- és középvállalkozások fejlesztését és stabilizálását célzó program kidolgozására és végrehajtására. A miniszteri biztos tervei között a kedvezményes hitelek, illetve hitelgarancia nyújtása mellett ugyanis fontos szerepet kap a kockázati tőke-társaságok létrehozása, illetve törvényi szabályozása (*Dóczy* [1996]). A kormány szándékának komolyságát tükrözi, hogy már júniusban elhatározta, fel kell gyorsítani a kockázati tőke-társaságok működését szabályozó *törvény* kidolgozását. Az előkészítés alatt álló törvény azonban – a miniszteri biztos szerint – még nem valószínű, hogy jövőre életbe lép.

A kis- és középvállalatok forrásellátásának *elvileg* valóban *ígéretes* megoldását jelentheti a kockázati tőke-financezírozás elterjedése, a kockázati tőke-ágazat megismosodása. A

kockázatitőke-finanszírozók ideális partnerei lehetnek a tőkebefektetésre váró hazai kisebb vállalkozásoknak, mivel befektetésükkel hajlandók jelentős kockázatot vállalni, tőkéjük megtérülésében több évig türelmet tanúsítanak, s a tőkén kívül szakértelmükkel, szakmai, pénzügyi és piaci kapcsolataikkal is segítik a kiszemelt vállalkozásokat. A valószínűségben azonban, mint az az alábbiakból remélhetőleg kiderül, az ezzel kapcsolatos fokozott várakozások ellenére a kockázati tőke csak igen *kevésbé fog tudni hozzájárulni* a kis- és középvállalati szektor finanszírozási problémáinak megoldásához.

A kockázati tőke terjedését óhajtó sokféle intézmény szakértői nem feltétlenül a Nyugaton működő kockázati tőke fogalmára gondolnak, amikor ezt a kifejezést használják. Abban sincs még teljes egyetértés, hogy milyen szabályozás lenne a leginkább alkalmas a tőkepiaci szegmens kiépítésének előmozdítására. A nézetek már abban az alapkérdésben is eltérnek, hogy maga a kockázati tőke csupán az induló s különösen az innováció létrehozására vállalkozó cégek finanszírozását szolgáló tőkét jelenti-e, avagy e kategóriába sorolhatók a már expanzív szakaszban lévő cégeknek, illetve a reorganizációra szoruló vállalkozásoknak nyújtott befektetések is. A kockázati tőke fogalma egy, még ennél is szélesebb értelmezésben a derivatív ügyleteket is magában rejt.

Nyitott kérdés, hogy szükség van-e állami szerepvállalásra, pontosabban a kockázatitőke-piacon működő szervezeteknek valamiféle kedvezmények nyújtására ahhoz, hogy a kockázatitőke-ágazat megizmosodjon. Avagy elegendő csupán a kockázati tőke működésének megfelelő kereteit megteremteni, csupán a piaci folyamatokra bízva a tőkepiac e szegmensének megerősödését.

Fogalmi zűrzavar

A fogalmi tisztázatlanságot némiképp magyarázza, hogy a kockázati tőke fejlődése során maga is jelentős változáson ment keresztül. A kockázati tőke fogalma Magyarországon sokáig összekapcsolódott az ötlet, az újdonság, az új cég, azaz lényegében az *innováció* finanszírozásával, pontosabban az e területre történő kockázatos tőkebefektetéssel. Ez annyiban érthető, hogy a kockázati tőke a nyolcvanas évek elején még a fejlett piacgazdasággal rendelkező országokban is a spekulációs célú, nagyon kockázatos vállalati befektetéseket jelentette a finanszírozásra kiválasztott cégek életének korai szakaszában.

Nyugaton a nyolcvanas évek közepére a kockázati tőke fogalma azonban kezdett mindinkább *elszakadni az innovációtól* (Karsai [1995]). Változatlanul megmaradt a kockázati tőkére korábban is jellemző hosszabb távú (rész)tulajdonosi, tanácsadói és aktív ellenőrző szerepe, valamint a vállalt kockázat fejében remélt kiemelkedő megtérülése. A változás abban állt, hogy alapvetően módosult a kockázatitőke-társaságok számára kiemelkedő megtérülést ígérő cégek köre, jellege. A jelentős árfolyamnyereséggel kecsegtető 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. A nyolcvanas évek közepétől,

amikor a vezetői kivásárlások (MBO) finanszírozása különösen nyereségesnek mutatkozott, e tranzakciók is fontos szerephez jutottak a kockázati-tőke-befektetésekből.¹

A kockázati-tőke-befektetők által előnyben részesített ügyletek átrendeződését egyaránt magyarázza az egyes ügylettípusok induláskori tőkeigényének eltérő nagysága, a vállalt kockázat nagyságrendje, valamint az ügyletek megtérülésének mértéke. Egy 1995-ben végzett angol vizsgálat például kimutatta, hogy az 1980 és 1990 között finanszírozott és 1994 végéig értékesített, technológiai fejlődést hordozó, korai stádiumban megvalósított befektetések átlag 4 százalékos hozamúak voltak, míg a későbbi életciklusban sorra kerülő vezetői kivásárlások keretében zajlott befektetések hozama 23 százaléknál is magasabb volt (Murray-Lott [1995]).

A fenti kutatás tapasztalatai arra is rávilágítanak, hogy nem csupán a műszaki fejlődést jelentő ügyletek speciálisan nagy kockázata okoz problémát a finanszírozók számára. Elsősorban nem is az induláskor szükséges befektetések nagyságrendje jelenti a fő gondot. A befektetők számára ugyanis rendkívül költséges a műszaki megújulást jelentő ügyletek távlati sikerének a felbecsülése. Az ügyletek finanszírozhatóságának eldöntése tehát meglehetősen munka- és költségigényes feladat. Ahhoz, hogy a befektetők ezeket a befektetések elején felmerülő költségeket vállalni tudják, számos más, kisebb kockázattal járó, ugyanakkor biztosabb és nagyobb hozamot jelentő ügyletet kell párhuzamosan finanszírozniuk. Ehhez pedig megfelelő tőkeerővel, azaz jelentős befektetési potenciállal rendelkező kockázati-tőke-alapok kellenek.

Az európai, ezen belül pedig az angol kockázati-tőke-alapok tőkeerejének nagyságrendje sok esetben nem felel meg a műszaki fejlődést hordozó ügyletek finanszírozása által kívánt nagyságrendnek, s lényegében ez magyarázza az európai kockázati tőke amerikaiénál sokkal kisebb arányú részvételét az induló vállalkozások, ezen belül pedig a műszaki haladást képviselő ügyletek finanszírozásában. Ugyanakkor kevésbé drasztikusan, de az Egyesült Államokban is elfordultak a kockázati tőkések az induló vállalkozások finanszírozásától.

Nyugaton a korábban kifejezetten korai időszakban történő befektetésekre szakosodott alapok jelentős része diverzifikálta befektetéseit, s tevékenységi körét kiterjesztette a kockázati-tőke-befektetések teljes körére, vagy eleve csak a későbbi fázisban történő finanszírozásra állt át (Abbott-Hay [1995]). A kockázati tőke tartalmának megváltozása tulajdonképpen a kockázati-tőke-ágazat *kettészakadását* takarta a fejlett kockázati-tőke-ágazattal rendelkező országokban. Az egyik táborba kerültek azok a befektetési társaságok, amelyek továbbra is a nagy kockázattal járó, induló vállalkozásokat, különösen az új technológiára alapozó cégeket finanszírozták. A szakirodalom a fenti, vagyis a kockázati tőke kezdeti jellegzetességeit továbbra is megőrző befektetőket az úgynevezett hagyományos kockázati tőke (*classical venture capital*) elnevezéssel illeti (Abbott-Hay [1995]). E kockázati-tőke-befektetők elsősorban a technológiaintenzív, gyorsan fejlődő, több országra kiterjedő piaccal rendelkező ágazatokban lévő cégeket keresik meg.

¹ A korai stádiumban történő kockázati-tőke-finanszírozás jelentősége korábban Európában és Amerikában is sokkal nagyobb volt. Ugyanakkor az induló vállalkozásokba történő tőkebefektetéseknél az európai arányokhoz képest az amerikai kockázati-tőke-kihelyezésekben még ma is sokkal nagyobb a szerepe. A vállalatfelvásárlásoktól és a hitelből történő menedzseri kivásárlások összegétől megtisztított kockázati-tőke-kihelyezések értéke – ami lényegében a korai stádiumban történő finanszírozást foglalja magában – az Egyesült Államokban és Nagy-Britanniában is csökkent, ám a visszaesés nagyságrendje közel sem volt azonos. 1986 és 1991 között a fenti módon számolt befektetések részesedése az Egyesült Királyságban 28 százalékkal, az Egyesült Államokban pedig 10,5 százalékkal esett vissza. Ennek nyomán a korai fázisban történő kockázati-tőke-finanszírozás aránya 1991-ben az Egyesült Államokban a kockázati-tőke-befektetések értékének közel egyharmadát adta, míg az európai kockázati-tőke-ágazatban élenjáró Anglia esetében a befektetések részesedése csupán 13 százalékot ért el (Murray-Lott [1995]).

A kockázati tőke-ágazat résztvevőinek túlnyomó részét a fejlett piacgazdaságú országokban ma már azok a befektetési társaságok/alapok teszik ki, amelyek az igen kockázatos induló vállalkozások helyett inkább az expanzív szakaszban lévőket részesítik előnyben. Emellett kedvenc befektetéseik közé tartozik a *vezetői kivásárlások* finanszírozása, valamint a nehéz helyzetbe került cégek *feljavítása*. A hagyományos kockázati tőke-befektetőktől megkülönböztetve a szakirodalom a kockázati tőkének ezt a körét a fejlesztési tőke (*development capital*) elnevezéssel illeti. Valójában azonban, mivel a kockázati tőkések túlnyomó hányadát ma már ez utóbbi befektetők alkotják, a kockázati tőke elnevezés immár inkább rájuk vonatkozik. E befektetőket az innovációt finanszírozó társaiktól többnyire viszonylag nagyobb befektetési potenciáljuk különbözteti meg, valamint az, hogy portfóliócégek – azaz az érdekeltségükbe tartozó cégek – irányítása helyett sokkal inkább azok ellenőrzésére koncentrálnak.

Szakmai körökben Nyugaton is sokáig vita folyt arról, hogy vajon egyáltalán kockázati tőke-befektetésnek tekinthető-e a már jelentős üzleti múlttal rendelkező cégek finanszírozása, amelyek a befektetett tőkét expanziójukhoz, tulajdonosi körük megváltoztatásához, illetve pályamódosításukhoz veszik igénybe. Hiszen a vállalkozások későbbi életciklusának finanszírozása általában viszonylag kisebb kockázattal jár, és kevésbé igényli a befektetők részvételét a portfóliócég menedzselésében.

Úgy tűnik, a szakemberek között mára egyetértés alakult ki a kockázati tőke tartalmának szélesebb értelmezésében. Mivel a befektetések átrendeződése nyomán az induló, illetve korai stádiumban tartó vállalkozások finanszírozása a kockázati tőke-befektetések éves volumenének ma már mind kisebb hányadát teszi ki, a szakértők többsége úgy véli, nem lenne célszerű a kockázati tőkét csupán az induló, illetve az életük korai szakaszában lévő vállalkozások finanszírozására vonatkoztatni.

A nézetkülönbségek harmonizálása érdekében azonban a szakértők ma már szívesebben használják a kockázati tőke helyett a *private equity* elnevezést (Wright–Robbie [1996]). A *private* kifejezés használata a tőzsdén nem szereplő, azaz nyilvánosan nem jegyzett cégek körére, az *equity* szó pedig az alaptőke formájában, társtulajdonosi minőségben, tehát nem hitel formájában nyújtott finanszírozási megoldásra utal. Az új elnevezés tehát már egyáltalán nem tesz különbséget a finanszírozott vállalkozások életciklusának egyes szakaszai szerint változó funkciójú befektetések között. Vagyis a *kockázati tőke mai nyugati értelmezése a professzionális befektetők olyan hosszú távú, jelentős kockázattal járó tőkebefektetéseit takarja, amelyek elsődleges célja a kiszálláskori tőkejövődelem megszerzése, amit a befektetés ideje alatt kapott osztalék csak kiegészít.*

Arccal a kisvállalkozások felé?

A kockázati tőke tőkepiaci szerepét erősíteni kívánó hazai intézmények elsősorban azt szeretnék elérni, hogy az ágazat jogi helyzetének, illetve szabályozásának megváltozása nyomán főleg a kis- és középvállalatok kockázati tőkéhez jutási lehetőségei javuljanak. A kockázati tőke-ágazat szereplői által preferált befektetések nagyságrendje is azt mutatja, hogy Magyarországon pontosan ez az a részpiac, ahol a cégek tőkekereslete jóval meghaladja a kockázati tőke kínálatát. A kockázati tőke-társaságok befektetéseik során külföldön és itthon is a *közepes nagyságú* cégeket részesítik előnyben, ezek működéséről ugyanis már értékelhető adatok állnak rendelkezésre, ugyanakkor még kellő növekedési perspektíva áll előttük. Ez azt jelenti, hogy ma Magyarországon az 50 és 100 millió forint közötti alaptőkéjű és 100 milliótól 1-2 milliárd forintig terjedő árbevételű vállalkozások jönnek szóba (Adám [1996a]). A külföldi tőkével dolgozó kockázati tőke-alapok e cégek közül is előnyben részesítik a vegyes vagy külföldi tulajdonban lévő vállalatokat (Meth–Cohn [1996]).

A portfóliócégek mérete szerinti válogatás részben már a tőkealapok nagyságrendjéből is következik. Míg a kisebbnek számító, azaz félmillió dollár alatti befektetések kihelyezésére elsősorban a kevésbé tőkeerős, főként hazai tőkét kihelyező kockázati tőke-társaságok² vállalkoznak, az ágazat tőkeínálatának zömét képviselő, külföldi tőkét kezelő alapok³ eleve akkora tőkevolumennel rendelkeznek, s akkora költségekkel dolgoznak, hogy a félmillió dollárnál kisebb befektetések már nem kifizetődőek a számukra. Erre utal a Magyar Kockázati Tőke Egyesület által közel 500 millió dollár⁴ értékűre becsült kockázati tőke-ágazat tőkeerős szereplői által még *be nem fektetett* közel 150 millió dollár. (Még inkább igaz a fenti megállapítás azon rendkívül tőkeerős regionális alapokra⁵, amelyek egyidejűleg több kelet-európai országban fektetik be tőkéjüket.)

A kisebb méretű cégekkel való „pepecselés” tehát azon befektetőknek, akiknek erre ma is lenne tőkéje, nem éri meg. A tőkealapok nagyságrendje mellett a kisebb cégek ellen szól az is, hogy azok nem rendelkeznek a jövőbeli fejlődésüket valószínűsítő, megbízható múltbeli üzleti eredményekkel, sőt e cégek körében különösen nagy a csődbe jutás veszélye. Esetükben a finanszírozás kockázata tehát a már expanzív szakaszban lévő nagyobb cégekhez képest mindenképpen jóval nagyobb, a sok kisebb céggel történő egyidejű törődés pedig az alapot kezelő menedzserek számára – a kevesebb, de nagyobb befektetés finanszírozásához képest – többletmunkát jelent.

A fentiek alapján a hazai kockázati tőke-társaságok létrehozását és működési feltételeinek javítását szorgalmazó törvény-előkészítők többsége úgy véli, állami „rásegítő intézkedésekre” is szükség lenne ahhoz, hogy a kisebb cégek is kívánatos partnerekké válhassanak a kockázati tőkések szemében.

A kockázati tőkéhez kapcsolódó kedvezmények elvileg megjelenhetnek a kockázati tőkét kihelyező, avagy az azt igénybe vevő szervezetek adókönyvtésében, kedvezőbb veszteségelszámolási lehetőségének biztosításában. További elvi lehetőség a kockázati tőkét nyújtók számára adott hitelek preferálása, vagy a finanszírozáshoz kapcsolódó állami garancia vállalása. Hozzájárulhatnak a kockázati finanszírozás fellendítéséhez a tőkéjüket az alapok számára rendelkezésre bocsátó befektetőknek nyújtott különböző kedvezmények is. A befektethető kockázati tőke volumenét közvetett módon, az ügyletekből történő kiszállás megkönnyítésével növelheti a tőzsde kisvállalatokra szabott, speciális szekciójának létrehozása.

A fejlett piacgazdaságú országok gyakorlatában a fenti lehetőségek igen változatos kombinációja található meg. Az elmúlt évtizedben az érintett országokban a különböző kedvezmények hozzá is járultak a kockázati tőke-ágazat megizmosodásához, a kockázati tőkével foglalkozó szakértők számának és tudásának gyarapodásához. A kockázati tőke kisebb, induló vállalatokhoz terelését célzó intézkedések azonban csak *átmenetileg* bizonyultak hatásosnak.⁶

Amerikában például az ötvenes évek közepén beindított kisvállalati befektetési tár-

² Ezek közé sorolható például a Multinova Kft., a Covent Rt., a Venture Capital Hungary V.B., valamint az MBFB Rt. regionális fejlesztési társaságai.

³ A kockázati tőkét befektető külföldi alapok sorába tartozik például az Első Magyar Alap, a Magyar-Amerikai Vállalkozási Alap, a Hungarian Investment Company Ltd., valamint az 1994, illetve 1995-ben létrehozott Hungarian Capital Fund és Hungarian Private Equity Fund.

⁴ Ebből a kockázati tőke-alapok a becslések szerint 250 millió dollárt már kockázati tőkeként befektettek, még 100 millió dollárt nem kockázati tőkeként, hanem biztonságosabb, tőzsdei papírok vásárlására költöttek. Vagyis mintegy 150 millió dollár áll még rendelkezésre a további kockázati tőke-kihelyezésekre.

⁵ Az elmúlt két évben alakult regionális alapok közül a Central European Growth Fund, az East European Food Fund, valamint az Alliance Scan East Fund a legismertebb.

⁶ Amerikában az ún. kisvállalati befektetési társasági program (SBIC), Angliában pedig a vállalatindítási (BSS), majd az ezt felváltó vállalatfejlesztési rendszer (BES) bevezetése igyekezett előmozdítani az induló, illetve kisebb vállalkozások kockázati tőkével való ellátását.

sasági program⁷ célolta meg az új és korai fejlődési stádiumban lévő cégek létrejöttének és továbbfejlődésének előmozdítását. A program keretében létrehozott kisvállalati befektetési társaságok részben tőkebefektetéssel, részben pedig hosszú lejáratú kölcsönök nyújtásával járultak hozzá a kisvállalatok növekedéséhez, korszerűsítéséhez, miközben menedzsment tanácsadást is nyújtottak a számukra. A magánvállalkozásként működő tőkebefektető társaságok erejét többszörözte, hogy kihelyezett tőkéjük mellé a szövetségi kormányoktól kedvezményes kölcsönöket vehettek fel. Sőt, az általuk tovább folyósított hitelek kockázatát kormányzati garanciavállalás is csökkentette. A kedvezményes hiteleket igénybe vevő kisvállalati befektetési társaságok és ezek portfóliócégei idővel azonban nagyon *eladósodtak*. Így ahhoz, hogy a hitelek törlesztéséhez szükséges mind nagyobb jövedelmet kitermelhessék, a befektetési társaságok a kicsi, induló cégek helyett a tőkeerősebb, későbbi életciklusban tartó, biztosabb bevételeket ígérő cégek felé fordultak. Ráadásul az olcsó állami pénz megszerzésének reményében gyorsan szaporodó kisvállalati befektetési társaságok számával nem tudott lépést tartani a menedzselésükhöz szükséges szakemberek száma sem, így a megfelelő *szaktudás hiánya* is hozzájárult e társaságok rossz befektetési döntéseihez (Abbott–Hay [1995]).

A nyolcvanas évek közepére a program *kifulladását* és céljától való eltávolodását tehát éppen az *olcsó hitel* okozta, ami eredetileg a fő mozgatórugó volt.

Angliában a kockázatitőke-ágazat fejlődéséhez a nyolcvanas évek elején induló vállalatindítási, majd az ezt felváltó vállalatfejlesztési rendszer bevezetése járult hozzá. Ezek fontos célja volt a fiatal, induló vállalkozások kockázati tőkével való ellátása oly módon, hogy az előírt kritériumoknak megfelelő befektetők adókedvezményben részesülhettek, s módjuk nyílt veszteségeik kedvező konstrukciójú elszámolására. A program tíz éve alatt igen sok változáson ment keresztül, mivel eredeti célját az amerikaihoz hasonlóan nem sikerült megvalósítania. A kockázati befektetők ugyanis a kedvezmények ellenére idővel *elfordultak* az induló cégektől, tekintettel a cégek életciklusának korai szakaszában történő befektetések rendkívüli kockázatára, illetve az ezen magas kockázatot nem kompenzáló megtérülési mutatókra.

A fentiek alapján látható, hogy az induló vállalkozások finanszírozását célzó állami intézkedések hosszú távon sem Amerikában, sem pedig Angliában nem vezettek eredményre. Ez persze nem jelenti azt, hogy a két országban ne alakult volna ki a kockázati finanszírozás fejlett rendszere. Csupán az történt, hogy a kockázatitőke-ágazat a kínált kedvezmények ellenére *csak átmenetileg választotta az állam által preferált területeket*. Kétségtelenül fontos szerepe volt ugyanakkor a kisvállalati befektetési társaságoknak a kockázatitőke-ágazat kifejlődésében.

Úgy tűnik tehát, hogy a kockázatitőke-ágazat működésébe való központi beavatkozás hosszú távon nem vezet eredményre, s a *költségvetési keretek* nagyságától függ, hogy a „természetes állapot” mennyi idő alatt áll vissza. Az induló, korai szakaszban tartó kisvállalkozások finanszírozására a kockázati befektetők csak akkor vállalkoznak, ha ezen ügyletek megfelelő hozamot biztosítanak a számukra.

Jogi formátlanság

A fejlett kockázatitőke-ágazattal rendelkező országok jogalkotásának tanulmányozása a kockázatitőke-befektetők jogi formáját illetően is tanulságokkal szolgál. Azoknak a külföldön bejegyzett alapoknak a tevékenységét, amelyeknek csupán a kezelői magyar cégek,

⁷ A program részletes bemutatását lásd például OMFB [1988], Osman [1996].

eddig bizonyára kevésbé zavarta a kockázati tőke hiányzó jogi elismertsége és szabályozatlansága.

Annál inkább gondot jelentett a kockázati tőke jogilag nem létező kategóriája a hazai tőkét kiközvetítő, Magyarországon bejegyzett társaságok számára. Márpedig a kisebb hazai cégek kockázati tőkéhez jutása elsősorban a itthoni megtakarításokat összegyűjtő és befektető, kisebb tőkeerővel, ám nagyobb terepismerettel rendelkező hazai kockázati tőke-társaságok esetében a valószínűbb. E befektetők azonban egyelőre *nem hozhatnak létre* a kockázati tőke kihelyezését társaságiadó- (és áfa-) fizetési kötelezettség nélkül végző befektetési alapokat, mivel az érvényben lévő előírások a befektetési alapok esetében erőteljesen korlátozzák – a saját tőke 10 százalékában szabják meg – a tőzsdén nem jegyzett, illetve nem forgalmazott értékpapírok vásárlását, sőt (10 százalékban) limitálják az egy kibocsátótól származó értékpapírok arányát is.

A kockázati tőkét kihelyezőknek viszont éppen a tőzsdén még nem bizonyított cégek részvényeit kellene vásárolniuk, s a portfóliójukba választott cégek ellenőrzéséhez, avagy irányításához is általában 10 százalékot jóval meghaladó tulajdonosi hányadra van szükségük. Kifejezetten kockázati tőke-befektetésre így az érintettek eddig csak gazdasági társasági formában vállalkozhattak. Mivel a nyilvános felhívás útján történő tőkegyűjtés, valamint a későbbi tőzsdére vitel csupán a részvénytársaságok számára engedélyezett, a kockázati tőke-társaságok zöme eddig itthon ezt a jogi formát választotta. (Előfordult, hogy a cégek először kft.-ként jöttek létre, hogy az alaptőke egy-egy újabb tulajdonostárs belépése nyomán történő felemelése egyszerűbb legyen, s csak ezt követően alakultak át részvénytársaságá.)

A társaságként és nem befektetési alapként működő hazai kockázati tőkések számára szabályozási oldalról a legfőbb gondot mindeddig az jelentette, hogy a portfóliócégeiknél jelentkező esetleges veszteségeiket és nyereségeiket nem vonhatták össze. Különösen a nem valószínű nyereség megadóztatása, valamint a kockázati befektetők életében oly gyakran előforduló árfolyamvesztés, a vagyon- és értékvesztés nehézkes elszámolása, azaz a *befektetések elhatárolásának* érvényes szabályozása okozott számukra gondot. Egy olyan társaság esetében, amely kizárólag részesedések vásárlásával és eladásával, valamint portfóliója kezelésével foglalkozik, a fenti helyzet nyilvánvalóan rendkívül hátrányos.

A hazai befektetők gazdálkodását meglehetősen bonyolulttá teszi az a tény, hogy – ellentétben nyugati partnereikkel – ők általában *nem kizárólag* csak kockázati tőke kihelyezésével foglalkoznak. Gyakori megoldás, hogy a kockázati befektetések mellett olyan, nagyobb biztonságot nyújtó, számukra rövid távon is bevételt hozó tevékenységeket is folytatnak, mint a befektetési és pénzügyi tanácsadás, vagyonkezelés, felszámolás, licenc-, know-how-vásárlás, illetve szabadalmaztatás stb. Így tehát nem csupán az egyes befektetések elhatárolása, de a többféle tevékenységből származó bevétel és kiadás elkülönített kezelése és eltérő adóvonzata is rendkívül sok elszámolási bonyodalmat okoz.

A fejlett kockázati tőke-ágazattal rendelkező országokban működő kockázati tőke-alapok jogi formája a hazai részvénytársaságokhoz képest sokkal inkább megfelel a kockázati tőke természetének. Ugyanis mindenekelőtt biztosítja azt, hogy az alapba tőkét helyező az egyénileg cégekbe fektetőkhez képest *nem járnak rosszabbul* akkor, ha tőkéjüket professzionális befektetők gondjaira bízák. (Így érvényesülni tud az alapok azon előnye, hogy mérsékelni tudják a befektetők kockázatát az egyidejűleg több projekt finanszírozásával, a befektetési döntések szakmai megalapozásával, illetve a portfóliócégek működésének ellenőrzésével.) Az Egyesült Államokban és Angliában a kockázati tőke-alapok esetében elterjedt, leggyakoribb jogi forma – a *limited partnership* – sem társasági, sem pedig tőkejövedelem-adó fizetési kötelezettséggel nem rendelkezik. A bevétel,

illetve a tőkejövedelem a befektetőknél jelenik meg, azaz ők közvetlenül – egyénileg – adóznak a jövedelmük után. Így minden olyan kedvezmény is őket illeti meg, amely a kockázati befektetésekre vonatkozik.

Hiú remények

Feltételezhető, hogy a magángazdaság térnyerése, az ország gazdasági helyzetének stabilizálódása, a gazdasági növekedés megindulása, az egyre jobban kiépülő piacgazdasági feltételrendszer olyan új, kockázati tőkével rendelkező befektetők megjelenését eredményezi, akik a kockázati tőkének adott kedvezmények nélkül is jó lehetőséget látnak a Magyarországon működő vállalkozások társfinanszírozásában. A sajtóból mindenesetre egyre több külföldi és hazai, valamint a kettőt kombináló befektetési alap/társaság kockázati-tőke-ágazatba történő *belépéséről* lehet értesülni.⁸ A legtöbb kockázati tőkés elsősorban nem az új ötletek megvalósítására koncentrál, hanem olyan magáncégekre, amelyek már megvetették lábukat a piacon, s további expanziójukhoz igénylik a többlettőkét. A Magyarországon kockázati tőkét befektetni kívánó kockázati tőkések szemében különösen kíváncsiak a reorganizációra szoruló, illetve a már felszámolás alatt lévő vállalkozások.

A kockázati-tőke-ágazat rendszerváltás óta tartó – bár nem egyenletes – fejlődését igazolja a kockázati-tőke-tulajdonosok számának gyarapodása, valamint a befektethető tőke volumenének emelkedése. Az ágazat fiatalsága folytán a kihelyezhető tőkének azonban még igen kis hányadát teszi ki a korábbi befektetésekből kivont tőke, s jellemző, hogy az ágazat szereplői többségükben még nem kizárólagosan foglalkoznak kockázati-tőke-kihelyezéssel. A közvetítői hálózat fejletlensége miatt az ügyletek létrejöttében fontos szerepet játszanak a személyes kapcsolatok, hiszen a kockázati befektetők egyébként nehezen tudnak a vállalkozások teljesítményéről, piaci perspektívájáról megbízható adatokhoz jutni.

A kockázati tőkére szoruló vállalkozások menedzser-tulajdonsai közül sokan még nincsenek teljesen tisztában a kockázati tőke funkciójával és finanszírozási feltételeivel, illetve a kockázati tőkésekkel történő kapcsolatteremtés lehetőségével. A vállalkozók többségükben nem átgondolt stratégia részeként, hanem utolsó mentsvárként fordulnak a kockázati tőke felé. A potenciális befektetési lehetőségek köre a nagyszámú, alultőkésített magáncég létezése szempontjából nézve meglehetősen nagy, ám a kiemelkedő hozamot ígérni tudó vállalkozások megtalálása mégsem könnyű.

A befektetők a kockázati tőke esetében a hosszú távú befektetésekre vonatkozó várakozásokból indulnak ki. A várt hozam és az adott ügylet konkrét kockázata mellett a

⁸ Az EBRD 8,5 millió dollárral járul hozzá a Magyar-Amerikai Vállalkozási Alappal és a brit Foreign and Colonial Emerging Marketsszel létrehozandó új kockázati-tőke-társaság 40 millió dolláros alaptőkéjéhez (Matolay [1996]). Külső tőke bevonásával szintén kockázati-tőke-alap megszervezését tervezi a kockázati jellegű befektetésekkel már ma is foglalkozó, K&H érdekeltségű Kvantum Investment Bank (Ádám [1996b]). Közös befektetési bank létrehozását fontolgatja a kockázati-tőke-kihelyezésekben amúgy is igen gyakori Postabank és Dunaholding (L.G. [1996]). A reorganizációra szoruló vállalkozások társfinanszírozójaként eddig is fontos szerepet játszó MBFB Rt. több vállalkozást is létrehozott kockázati-tőke-befektetés végzésére, így a már ismert regionális fejlesztési társaságai mellett a Magyar Befektetési és Vagyonkezelő Rt. fogja végezni a bank mintegy hatvan cégének vagyonkezelését, saját kockázatra átmeneti tőkerészesedést vállalva bennük, reorganizálva őket, hogy ezáltal tegyen szert árfolyamnyereségre (Bossányi [1996]). Olvasni lehet kisebb hazai cégek kockázati-tőke-befektetéseiről is, így többek között a Timesco Rt.-ről, a Kaptár Rt.-ről, avagy az Iveco Kft.-ről és az MT-Invest Pénzügyi Tanácsadó és Szolgáltató Kft.-ről. Viszonylag új szereplők a hazai kockázati-tőke-piacon az olyan kárpótlási-jegy-hasznosító társaságok, mint a HB Westminster Rt., avagy az Arago Rt., amelyek a felhasznált kárpótlási jegyek révén megszerzett vagyont kezelve majd értékesítve forgatják tőkéjüket (Süle [1996]).

külföldi tőkét kihelyezőknak számolniuk kell az adott ország valutája leértékelődésének, valamint a politikai stabilitás fennmaradásának esélyeivel is. A hazai és külföldi tőkét befektetők nyilvánvalóan jobb jövedelmezőségre számítanak, mint a hosszú távra, megfelelő fedezet mellett nyújtott bankhitelek reálhozama. A magyar piacra befektető kockázati tőkésekkel folytatott interjúk alapján a 35-50 százalékos hozamelvárás a jellemző. Ez a szám a remélt 10-15 százalékos profit mellett 20-25 százalékos inflációs hatást, külföldiek esetében pedig 5-10 százalékos országgockázatot is magában rejt. Míg a külföldi befektetők a saját valutájukban mért hozamra számítják rá az infláció miatt elérendő többlethozamot, a hazai befektetők a jegybanki alapkamatból kiindulva kalkulálnak további 10-15 százalékos hozamot.

A befektetések hozamának számításakor összeadódik az adott portfóliócégtől a befektetés ideje alatt megszerzett osztalék és a kilépéskor elérhető árfolyamnyereség. Különösen a külföldi befektetőkre jellemző a nagyobb „türelem”, azaz az osztalék benntartása a cégben, míg az nem hoz megfelelő nyereséget. A magyar tőkét kihelyező befektetési társaságok esetében inkább jellemző a folyamatos osztalékkivonás. Ez azonban a gyakorlatban csak kisebb részben történik a portfólió cég megtermelt nyereségének terhére, inkább – főként az adózás elkerülése érdekében – költségként kerül kifizetésre a kockázati tőkét befektetőnek fizetett tanácsadói díj formájában.

A fenti „kemény” követelmények fényében már világosan látszik, hogy a kis- és középvállalati szektorból a kockázati tőke még akkor is mindig csak kevés céget, kizárólag a *rendkívüli megtérüléssel* kecsegtetőket finanszírozza, ha ehhez megfelelő tőkepotenciállal rendelkezik. Ezt is csak akkor, ha a tőkéért folyamodó vállalkozók világosan megfogalmazott, a kockázati tőkések által értelmezhető és értékelhető üzleti tervekkel készítenek. A tapasztalatok szerint azonban sok potenciális ügylet már ennél az első lépcsőfoknál elbukik. A kockázati tőke tehát lényegénél fogva *sohasem* fog általános érvényű megoldást nyújtani a bankhitelek alternatívjaként a kis- és közepes méretű vállalkozások hosszú távú finanszírozására. Ilyen értelemben valószínűsíthető, hogy a kockázati tőke működésének feltételeit javító, számára esetleges kedvezményeket is nyújtó új törvény sem fogja azt eredményezni, hogy a kis- és közepes méretű vállalkozások a jelenleginél sokkal nagyobb arányban jutnak majd olyan hosszú távú befektetésekhez, amelyek megszüntetnék e cégek bankhitelekre való jelenlegi ráutaltságát.

A kockázati tőke-finanszírozás fejlődése szempontjából elsősorban az a meghatározó, hogy hogyan alakulnak a magánvállalkozások fejlődési lehetőségeit összességében befolyásoló makrogazdasági feltételek, s csak ezután kap szerepet a kockázati tőke-befektetők megfelelő jogi formája és szabályozásának kerete. A makrogazdasági tényezők közül a kockázati tőke szemszögéből nézve különösen fontos a gazdasági növekedés ütemének emelkedése, az infláció mértékének csökkenése és kalkulálható alakulása, a vállalkozások terheinek mérséklődése.

Hivatkozások

ABBOTT, S.–HAY, M. [1995]: Investing for the Future. Pitman Publishing, London, 356 o.

ÁDÁM ZOLTÁN. [1996a]: Bizalmi üzletág. Figyelő, március 28, 40–42. o.

ÁDÁM ZOLTÁN [1996b]: Az elitbe léphetnek. Figyelő, április 8. 45–47. o.

BOSSÁNYI KATALIN [1996]: Lemondott a Magyar Fejlesztési Bank elnöke. Népszabadság, december 12.

DÓCZY LÁSZLÓ [1996]: Tízmilliárd forint a vállalkozásoknak. (Interjú Székács Annával, a kedvezményes hitelprogram miniszteri biztosával.) Üzleti7, december 16, 1–3. o.

- KARSAI JUDIT [1995]: A kockázati tőke-finanszírozás nyílt és rejtett csatornái Magyarországon. *Külvgazdaság*, 10. sz. 17–36. o.
- KARSAI JUDIT–WRIGHT, M.–FILATOCHÉV, I. [1996]: Venture Capital in Transition Economies: The Case of Hungary. Előadás a ‘Private Equity into the Next Millennium’ c. CMBOR konferencián, Nottingham University, szeptember 24–25, 27 o.
- L. G. [1996]: Házasság–külön vagyonnal. *Népszabadság*, június 21. 8. o.
- LASSAN TÉRÜL MEG... [1996]: Lassan térül meg a kockázati tőke. *Világgazdaság*, december 3.
- LOVAS JUDIT [1996]: A hosszú távú vagyonnövekményben érdekeltek. *Világgazdaság*, július 17. II. o.
- MAGOS KATALIN [1996]: Az IKM bővítésüket szorgalmazza. *Világgazdaság*, május 15.
- MATOLAY RÉKA [1996]: Hosszabbra játszanak. *Figyelő*, október 31. 49–50. o.
- METH-COHN, D.–SIMPSON, P.–PAPP BÉLA [1995]: Hopes and fears. *Business Central Europe*, február, 7–11 o.
- METH-COHN, D. [1996]: Mutual misunderstanding. *Business Central Europe*, október, 65–66 o.
- MKTE [1996]: A kockázati tőke helyzete Magyarországon. MKTE, Kézirat, május, 8. o.
- MURRAY, G.C.–LOTT, J. [1995]: Have UK venture capitalists a bias against investment in new technology-based firms? *Research Policy* 24, 283–299. o.
- OMFB [1988]: Kockázati tőke. Innovációs vállalkozások új típusú finanszírozása (Szerk.: *Jávorka Edit*), OMIKK, Budapest, 266. o.
- OSMAN PÉTER [1996]: Kockázati tőke a vállalkozás finanszírozásában. Co-Nex Könyvkiadó és Terjesztő Kft., Budapest, 347. o.
- PALUGYAI, ISTVÁN [1996]: A mostohagyerek önállósulni akar. (Interjú Bihari Istvánnal, az OMFB tanácsának elnökével.) *Népszabadság*, december 17. 9. o.
- SÜLE LÁSZLÓ [1996]: Gyűjtőszenvédély. *Figyelő*, október 17. 47–48. o.
- VADÁSZ GÁBOR [1996]: A hazai befektetési banki üzletágak nemzetközi összehasonlításban. *Bank-szemle*, XL. évf. 6. sz. 30–47. o.
- VÁRHEGYI ÉVA–SPÉDER ZSOLT [1995]: Kis- és középvállalkozások pénzügyi igényei és hitelezési helyzete. *Kutatási füzetek* 5. sz., MVA, Budapest, szeptember, 45. o.
- WRIGHT, M.–ROBBIE, K. [1996]: Venture Capital and Private Equity: A Review of the Literature. CMBOR, University of Nottingham, Nottingham, 46. o.