

# A kockázati tőke szerepe a hazai kis- és középvállalkozások finanszírozásában

Szerző: Ácsné Danyi Ilona

Év: 2004

Konzultációs tanár: Prof. Dr.Bácskai Tamás

## TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETÉS	4
1. A KOCKÁZATITŐKE TERMÉSZETE	7
1.1. A kockázatitőke definiálása	7
1.2. A kockázatitőke, mint alternatív finanszírozási eszköz jellegzetességei	8
1.3. A kockázatitőke szerepe a gazdaság fejlődésében	10
1.3.1. Az Egyesült Államok és Európa reálgazdasága, mint befektetési célpont	11
1.3.2. A kockázatitőke szerepe a magyar gazdaságban	11
2. KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETŐK	13
2.1. Intézményi befektetők:	13
2.2. Magán befektetők:	13
2.3. Vállalkozói fejlesztést végző vállalkozások:	14
2.4. Az üzleti angyal finanszírozás extra hozadékai	14
2.4.1. A motiváció szerepe az üzleti angyal döntésében	14
2.4.2. Az informális befektetés finanszírozás-ösztönző szerepe	15
2.4.3. Az informális és intézményesült tőke szinergikus hatása	16
3. HOGYAN ILLESZKEDIK A KOCKÁZATITŐKE- BEFEKTETÉS (PRIVATE EQUITY) AZ EURÓPAI UNIÓ VÁLLALKOZÁSFEJLESZTÉSI PROGRAMJAIBA?	17
3.1. Tudásalapú tevékenységek prioritása	18
3.2. K+F +I tőkevonása	19
3.2.1. Barcelonai cél	19
3.2.2. Befektetési trend az EU piacon	20
3.2.3. High-tech szektor tőkevonása	21
3.3. Vállalkozásfejlesztési Programok	22
3.3.1. Vállalkozásfejlesztő pénzügyi-programok	23
3.3.2. Kockázatitőke-programok:	23
3.3.3. Üzleti angyalok különleges megítélése	24
4. A HAZAI VÁLLALKOZÁSOK KOCKÁZATITŐKE-ABSZORPCIÓS KÉPESSÉGE	25
4.1. Befektetői elvárások	25
4.2. Vállalkozói önvizsgálat	26
4.3. Versenyképesség – innováció	27
4.3.1. A versenyképesség EU megítélése	27
4.3.2. A termelékenység	27
4.3.3. Kutatás-fejlesztés-innováció	29
4.4. Gazdasági teljesítmény	35
4.4.1. Árbevétel	36
4.4.2. Jövedelmezőség	36
4.4.3. Tőkeellátottság, tőkehatékonyság	36
4.4.4. Cash Flow	37
4.4.5. Beruházások	37
5. KOCKÁZATITŐKE KERESLET-KÍNÁLAT A HAZAI PIACON	37
5.1. A kínálati piac szereplői, intézményi befektetők	38
5.2. Informális kockázatitőke- piac és fejlődési problémái	41
5.2.1. A hazai üzleti angyal kör jellemzése	43
5.2.3. Vállalkozói fejlesztő tőke	48

5.3.	Állami beavatkozás	48
5.3.1.	Közvetett beavatkozás	49
5.3.2.	Közvetlen beavatkozás	50
5.4.	Kit szorít ki az állam a kockázati tőke piacról?	54
6.	HOGYAN TÁMOGATHATJA AZ ÁLLAM A HATÉKONY INFORMÁLIS TŐKEPIAC KIALAKULÁSÁT	56
6.1.	A kínálati oldal lehetséges ösztönzése:	57
6.2.	Keresleti oldal ösztönzése	58
6.3.	Az üzleti angyal hálózatról -néhány mondatban-	59
6.3.1.	Hálózat-típusok	60
6.3.2.	Finanszírozás	60
6.3.3.	Az EU „üzleti angyal hálózat-politika”-ja	61
6.4.	Benchmark minták az EU tagállamok gyakorlatából	62
	ÖSSZEGZÉS	64

## BEVEZETÉS

A magyar gazdaság szereplői számára az utóbbi években egyre erősebb kényszerként jelentkezik versenyképességük javítása. Egyenes következménye ez a hazai piac liberalizálásának és az Európai Unió integrációjával járó versenyhelyzet élesedésének. Noha nem várható, hogy 2004. május 1-ét, a csatlakozás időpontját követően ugrásszerűen nő a külpiaci<sup>1</sup> megmértetést vállaló társaságok száma, a még meglévő kereskedelem–technikai akadályok eltűnésével és az infrastruktúra fejlődésével nyilvánvalóan egyre több új versenytárs jelenik meg a honi piacokért folyó versenyben is.

A versenyképesség növeléséhez, a vállalkozások fejlesztéséhez szükséges anyagi erőforrások megszerzése és hatékony működtetése komoly erőpróbát jelent a hazai cégek számára. Különösen nehéz helyzetben vannak a – gyakran a „gazdaság motorja”-ként aposztrofált - induló kis- és középvállalkozások (továbbiakban KKV-k)<sup>2</sup>, akik többségében alultőkésítettek, jelzálagra alkalmas ingó-, ingatlan vagyonnal nem rendelkeznek, következésképpen banki hitelforrások megszerzésében kedvezőtlen alkupozícióban vannak<sup>3</sup>. Ezért a saját felhalmozott jövedelem és a hitel mellett alternatív finanszírozási lehetőséget jelenthetnek a kockázati-és magántőke befektetők forrásai. Kiemelt figyelmet érdemelnek e tekintetben az üzleti angyalok, akik nemcsak a finanszírozási-, hanem a vállalkozói ismeretek hiányából fakadó tudás-szakadékot is képesek kitölteni.

De valójában játszik-e, játszhat-e releváns szerepet a kockázati-tőke-befektetési forma a mai Magyarországon a kis- és középvállalkozói körben? Rendelkeznek-e ezek a vállalkozások megfelelő innovációs- és jövedelemtermelő képességgel, azzal a vállalkozási kultúrával, ami a tulajdonosi- és irányítói jogkörök megosztását és hatékony, kooperatív gyakorlását igényli, továbbá mindazokkal a menedzseri kvalitásokkal, amit egy kockázati tőkés saját érdekében elvárhat?

---

<sup>1</sup> A „külpiaci” ebben az értelemben az EU egységes piacának a hazai, nemzethatáron kívüli része.

<sup>2</sup> Kis- és középvállalkozásnak tekintem a jelenleg hatályos 1999 évi XCV.sz. Tv .szerinti entitásokat

<sup>3</sup> Az elmúlt évtized banki hitelezési gyakorlatában a nagy vállalatok privilegizálása mérséklődött.

Látványos nyitás történt a KKV-k felé, de ezen vállalkozások érdekérvényesítő képessége a pénzüntézetekkel szemben nagyon korlátozott.

A dolgozat ezt a kérdéskört próbálja meg körüljárni azzal a szándékkal, hogy a helyzetkép bemutatásán túl olyan gazdaságpolitikai eszközöket is felvázoljon, amelyek a jelenlegi kínálati piacon pótlólagos tőke keresletet generálhatnak, illetőleg segíthetik a hatékonyabb kommunikációt a befektetők és vállalkozók között.

Az első két fejezet definitív jelleggel szól a kockázati tőkefinanszírozás jellemzőiről és gazdasági jelentőségéről az Európai Unióban és Magyarországon. Bemutatja a hazai piacon működő formális- és informális befektetőket, tágabb teret szánva az üzleti angyaloknak, amelyek potenciálisan nagyobb szerepet tölthetnek be a kis méretű-, illetőleg induló vállalkozások életében.

A magyar gazdaságpolitika már az előcsatlakozás éveiben folyamatosan vette át és adaptálta az EU közösségi vállalkozásfejlesztési politikájának elemeit, és az EU alapszerződéseinek, direktíváinak megfelelően harmonizálta a hazai jogrend vonatkozó részeit. Szinte teljes körűen kiépült a meghirdetett programok intézményi háttere. A következő fejezet rövid áttekintést ad az EU vállalkozásfejlesztési programjainak azon részeiről, amelyek direkt vagy implicit módon kapcsolódnak a dolgozat témájához.

Célvizsgálatok és szakmai vélemények a hazai befektetési céllal akkumulált kockázati- és magántőke jelentős túlkínálatát jelzik. Nyitottak-e a KKV-k a kockázati-tőke, mint alternatív forrás befogadására? Milyen abszorpciós képességgel bírnak, és milyen ösztönzőkkel lehetne élénkíteni a kockázati-tőke-finanszírozást? Ezekre e kérdésekre kísérel meg választ adni a 4-5. fejezet.

A dolgozat utolsó része az informális tőkepiac állami támogatásának lehetőségeit elemzi néhány Uniós tagállam gyakorlatából vett benchmark példával. A befejezés a dolgozat megállapításait összegzi.

Alapvetések:

- Az Európai Unióval kapcsolatos hivatkozásokban egységesen EU szerepel függetlenül a közösség említett időszakban alkalmazott megnevezésétől.
- Az általános jellemzésen túl nem témája a dolgozatnak a vállalkozási fejlesztőtőke hazai helyzetének ismertetése, mivel az alapvetően eltér a klasszikus értelemben vett kockázati-és magántőke befektetési konstrukcióktól.
- A szakirodalom gyakran szinonimaként alkalmazza a kockázati-tőke kifejezést mind „venture capital”, mind a „private equity” fogalmakra. A dolgozatban az

általánosságban használt „kockázatitőke” alatt a private equity-t értem, melynek tartalmát a későbbiekben részletesen ismertetem.

- A dolgozat tárgya a cím szerint minden, a hatályos törvénynek megfelelő kis-és közép vállalkozásra, mint potenciális célvállalkozásra kiterjed. A kockázatitőke jogbiztonságra való törekvése miatt a „KKv” gyűjtő kategóriát mindenekelőtt az Rt és Kft gazdasági formákra értem.

## 1. A KOCKÁZATITŐKE TERMÉSZETE

### 1.1. A kockázatitőke definiálása

A kockázatitőke a legáltalánosabb definíció szerint általában új, tőzsdén nem jegyzett vállalkozások számára nyújtott tőkebefektetést jelent azzal a céllal, hogy elindítsa a vállalkozást, illetve, hogy azok működését javítsa, támogassa.<sup>4</sup>

A kockázatitőke befektetési forma Észak Amerikában, a kifejezetten innovatív, életpályájuk korai szakaszában lévő kisvállalkozások finanszírozására jött létre. E „klasszikus” befektetési forma mellett a 80-as évektől erős diverzifikáció indult mind a tevékenységet, mind a tőkepiac szereplőit illetően. A figyelem kezdett a növekvő számú, életciklusuk növekedési szakaszában lévő cégek fejlesztése, valamint a vezetői kivásárlások finanszírozása irányába fordulni.<sup>5</sup> Megjelentek és ma már egyre nagyobb jelentőséggel bírnak a vállalkozási finanszírozások.

Napjainkban a befektetési formák komplexitására való utalással a tevékenységet a szakirodalom kockázatitőke iparágként nevezi, szinonim fogalomként használva a „venture capital” és „private equity” kifejezést. Tartalmi eltérés a két kifejezés jelentésében, hogy a „private equity” egységesen a tőzsdén kívüli befektetésekre utal és magában foglalja a magántőke-befektetéseket, az intézményi forrásból származó kockázatitőke azaz „venture capital” befektetéseket, valamint a vállalkozási fejlesztőtőke investíciót.

Részletes kifejtést a 2. fejezet tartalmaz, ezért itt csak a legáltalánosabb eltérést jegyzem meg, ami a befektetés céljában mutatkozik. A venture capital kifejezetten profit maximalizálásra törekszik, a másik két befektetési formánál a hozamszerzés mellett egyéb motivációs tényezők is fontos szerepet játszanak. A venture capital

---

<sup>4</sup> Dr.Szirmai Péter: Egy kockázatos iparág... , 1998. 9.o.

<sup>5</sup> A vállalkozások növekedése és finanszírozása szempontjából a korai szakasz (early stage) stádiumai a magvető (seed), induló (start-up) és korai stádium. A magvető tőke az ötletek megvalósíthatóságának elemzését, piaci elemzést, termékfejlesztési tanulmányok elkészítését finanszírozza. Az induló tőke a termékfejlesztés, prototípus előállítás, termék-és technológia fejlesztés, valamint marketing tevékenységek forrását biztosítja. A korai stádiumban investált tőke jellemzően a termelés beindítása, a termék bevezetése költségeinek fedezetét adja. A későbbi, terjeszkedési szakasz (later/expansion stage) általánosságban a piaci részesedés növelését, a kapacitások bővítését, a technológia korszerűsítését, a termék fejlesztését, diverzifikációját foglalja magában. Ide tartozik továbbá a tőzsdei bevezetés ún. áthidaló (bridge) finanszírozása is, valamint a veszteséges vállalkozást feljavítását célzó visszafordító (turnaround) finanszírozás is. A Manager Buy Out, valamint Manager Buy In finanszírozást a dolgozat szempontjából nem tekintem kockázati tőke befektetésnek, mivel azok a portfólió vállalkozás tőke-erejét nem növelik, pusztán tulajdonosok közötti tranzakciók.

befektetés jellemzően a nagy növekedési potenciállal bíró, technológiai vállalkozásokat preferálja. További jellemzője, hogy az egyedi ügyletek kockázatának mérséklése érdekében kis- és középvállalkozásokat céloz meg és befektetéseiből portfóliót alkotva optimalizálja likviditását<sup>6</sup>.

A kockázati tőke-befektetés értelmezésére nincs nemzetközileg egységes definíció. A nagy gazdasági térségek, Európa, Egyesült Államok, Távol-Kelet finanszírozási gyakorlatában eltér a kockázati tőke-befektetési tranzakciók köre, különösen az expanziós szakasz tartalmát illetően.

Európában a „klasszikus kockázati tőke-befektetések kategóriájába tartoznak a korai szakasz (early-stage), valamint az expanzív szakasz tőke ügyletei a későbbi életciklusra jellemző áthidaló finanszírozás és a kivásárlások (MBO, MBI) nélkül. Amerikában ez a kör gyakorlatilag a teljes kockázati tőke-befektetési ipart lefedi. (Karsai Judit, 2003).

## **1.2. A kockázati tőke, mint alternatív finanszírozási eszköz jellegzetességei**

Amerikában és Európa angolszász területein a gazdaság finanszírozásában a magán- és intézményi kockázati tőke szerepe lényegesen nagyobb, mint az európai kontinensen. Volumenét tekintve a tőkefinanszírozás többszöröse az EU-ban a célra befektetett összegeknek. A szakma egyes prominens képviselőinek véleménye szerint Európában az erős másodlagos tőkepiac hiánya akadályozza meg azt, hogy nagy intézményi befektetők nőjenek fel (Osman Péter, 1996), rugalmasabb és hatékonyabb finanszírozási gyakorlatot honosítva meg.

Magyarországon, az Európai Unió tagállamok gazdaságaihoz hasonlóan, a vállalkozások működéséhez szükséges forrásokat tradicionálisan a bank szféra biztosítja. A hitelkonstrukciókkal szemben a kockázati tőke-befektetés mind céljában, mind eszközeit tekintve sajátos képet mutat. A klasszikus kockázati tőke-befektetési célcsoportot az innovatív, de értékelhető gazdálkodási múlttal még nem rendelkező, vagy életciklusuknak a korai szakaszában lévő kis- és középvállalkozások képezik. Ez az ügyfélkör a kereskedelmi bankok (és egyéb

---

<sup>6</sup>Terminológiai eltérés van a vállalkozási kategóriákban a nemzetközi és a hazai viszonylatban. Itt a kis-, középvállalkozási kategória mind létszám, mind pénzügyi teljesítmény tekintetében a hazai nagyvállalkozásoknak felel meg.

pénzüntézetek) által nem kedvelt az irracionálisan magas hitelezési kockázat és relatíve magas tranzakciós költség miatt. A bankoktól ugyanis a betétesek prudens magatartást, betéteik hozamát nem veszélyeztető hitelezési politikát várnak el, szigorú állami kontroll mellett. Az intézményi kockázattőke szintén jobban preferálja a már néhány éve jól prosperáló, méretgazdaságossági előnyökkel bíró közepes vállalkozásokat. Esetükben azonban a likviditási kockázat mérséklése és a kockázatterítéssel összefüggő portfólió-technikai megfontolások mentén szelektálódik ki az optimális vállalkozási méret.

A kialakuló finanszírozási rés (szinonim kifejezés: finanszírozási-, vagy tőke szakadék) megszüntetésében a nemzetközi-, így különösen az angolszász gyakorlat szerint a magántőke-befektetéseknek van óriási szerepe. Ezt felismerve az Európai Unió gazdaságirányításában egységes politikai akaratként jelenik meg a kis- és középvállalkozások kockázattőke-finanszírozásának támogatása (bővebben lásd a 3. fejezet alatt).

A kockázattőke-finanszírozás jellegzetességei, eltérések a hitelfinanszírozás paramétereitől:

- a befektetés ellentételezéseként a befektető tőkearányos tulajdonrészt, vagy arra szóló opciót kap
- a befektető érdekeltsége elsősorban a tőkenyereség maximalizálásához, azaz a vállalkozás értékének növekedéséhez kötődik ellentétben a beruházási/fejlesztési hitelekkel, amelyeknél a cél a futamidő alatt a teljes megtérülés realizálása
- a tőkerészesedések alacsony likviditása és a magas üzleti kockázat miatt a befektetői hozamelvárás az átlagos hosszúlejáratú hitelkamatoknak többszöröse, általában 30-40 %
- a tőkeinvestíció mellett általában jellemző a vállalkozás menedzselésében való szerepvállalás is, Magyarországon a mindenkor hatályos társasági törvény, vagy egyedi megállapodás szerinti szavazati jogok gyakorlásával
- az általános banki finanszírozási feltételekkel szemben a bevont forrásra nincs visszafizetési kötelezettség és a vállalkozásnak nem kell jogi biztosítékot prezentálnia (jelzálogjog, óvadék, garancia, árbevétel

engedményezés, stb.) a befektetés megtérülésére. A portfólió cég a kamat- és tőketörlesztésnek megfelelő összeggel így likviditását növelheti.

- a kockázatitőke működése az adott vállalkozásban átmeneti jellegű, amikor a vállalkozás részvényesi-, vagy üzletrész értéke a megcélzott tőkenyereséget eléri, a befektető a saját tulajdon részét a piacon értékesíti
- a befektetési döntéseknél a tőkenyereség mellett a vállalkozásból való kiszállás várható körülményei a meghatározóak. A kockázatitőke befektető üzletviteléhez elengedhetetlen, hogy a futamidő lejártakor tőkerészesedése a prognosztizált hozammal együtt likvidálható és újra befektethető legyen. Az intézményi befektetők számára a tőkekivonás időbelisége kardinális kérdés, hiszen ezek a társaságok többnyire zárt végű tőkealapokkal gazdálkodnak.<sup>7</sup>

### **1.3. A kockázatitőke szerepe a gazdaság fejlődésében**

Magyarország Európai Unióba történő integrálódásával olyan makrogazdasági környezetbe került, amelynek versenyképessége a világgazdaságban mérettetik meg.

„Az EU számára a versenyképesség problémája az USA-hoz, valamint Japánhoz és Távol-Kelethez viszonyítottan jelenik meg, vagyis az EU legfőbb célja a versenyképesség közösségi szintű erősítése...”<sup>8</sup>

Ismeretes a tőkefinanszírozás pénzügyi instrumentumokkal szembeni dominanciája az USA gazdasági fejlődésében, továbbá az a mértékadó szakvéleményekkel alátámasztott tény is, hogy a fejlett másodlagos tőkepiac katalizáló hatású a kockázatitőke működésében. Kézenfekvőnek látszik tehát, hogy az EU kockázatitőke-befektetéseket támogató gazdaságpolitikájában az USA benchmarker szerepet töltsön be annak ellenére, hogy a pénz-és tőkepiaci intézményi alapok és a vállalkozói kultúra jelentősen eltérő tradíciókon nyugszanak.

---

<sup>7</sup> Tipikus tőkekivonási formák: tőzsdei értékesítés, eladás stratégiai-, vagy pénzügyi befektetőnek, többi tulajdonos által történő kivásárlás.

<sup>8</sup> Pitti Zoltán: A versenyképesség, mint napjaink legújabb kihívása, Vezetéstudomány XXIII.évf.2002.különszám 14.o.

### 1.3.1. Az USA és Európa reálgazdasága, mint befektetési célpiacok

Néhány összehasonlító adat a két nagy térgazdaság teljesítményéről az European Venture Capital Association (továbbiakban: EVCA), PricewaterhouseCoopers és más nemzetközi tanácsadó cég 2000 és 2001 évi kutatási eredményei alapján:<sup>9</sup>

A globális gazdaságban a '90-es évek közepétől a kockázatitőke-finanszírozási céllal akkumulált összeg átlagosan évi 40 %-kal növekedett és 2000-ben elérte a 225 Mrd USD-t (a világ GDP 0,62 %-át). Az európai befektetések összege ebből mindössze 31 Mrd USD, alig harmada az USA-ban történt investícióknak,<sup>10</sup> míg a világ egyéb területein 44 Mrd USD volt az adott évi kihelyezés. (Ebben a rangsorban Magyarország a 36. helyet foglalja el.)

A GDP arányos kockázatitőke-befektetéseket illetően is nagyon látványos az USA fölénye. 0,971 %-os befektetési arányát az EU tagországok közül (ideértve a 2004-ben csatlakozó államokat is) mindössze Svédország (0,924 %), UK (0,859 %) és Lettország (0,831 %) közelíti meg, a többi országot jellemző átlagos érték 0,224 % (számtani átlag).

A kockázatitőke-befektetések jelentősége az innováció finanszírozásában, különösen a vállalkozások korai életciklusában, az egyéb források kockázatkerülése miatt elvitathatatlan. A korai szakaszba történő befektetések aránya az USA-ban a teljes befektetett állomány 23%-át adta, míg ez az érték az EU-ban csak 19 % volt.

### 1.3.2. A kockázatitőke szerepe a magyar gazdaságban

Az első kockázatitőke-befektetők a rendszerváltást követően jelentek meg a hazai gazdaságban, jellemzően fejlesztőtőke befektetésekkel. Az új iparág relatíve gyorsan fejlődött és a '90-es évek végére Magyarországon regionális összehasonlításban fejlett kockázatitőke piac jött létre, derül ki a Magyar

---

<sup>9</sup> A kutatási eredmények ismertetése: Karsai Judit: A kockázati tőke alkalmazásának lehetőségei és hatása a versenyképességre c. GKI tanulmány /Európai Tükör Műhelytanulmányok 93. szám 114-123 o. jelent meg. A kutatás 40 ország statisztikai adataira terjedt ki, az EU tagállamai közül összesen 19 szerepel a vizsgálati körben, beleértve a 2004-ben csatlakozó országokat is.

<sup>10</sup> A befektetések aránya tükrözi a két nagy térgazdaságba vetett megtakarítói bizalmat is, amely a gyűjtött tőke 70%-át az USA és mindössze 20 %-át az EU felé szánta.

Kockázati és Magántőke Egyesület (a továbbiakban: MKME) 2000-ben végzett felméréseiből.<sup>11</sup>

A befektetések szerkezete az elmúlt években alapvetően megváltozott. A kezdeti nagy összegű privatizációs investíciókat felváltotta a nagy számú és alacsony összegű (1-3 M €), az induló-, vagy korai fázisban lévő, elsődlegesen a dot-com vállalkozásokba irányuló befektetés (Tzvetkov Julián, 2003). Az MKME becslése szerint 2001 végére a hazai intézményi kockázattőke kínálati volumene meghaladta a 3 Mrd USD-t, amiből a hazai cégek finanszírozására 2001-ig mintegy 1,1 Mrd USD-t allokáltak.<sup>12</sup> Az arányokban jelentős változást az elmúlt három év nem produkált. A 2001 évi átmeneti visszaesés után a befektetések ismét erősödő dinamikát mutatnak, de a 2000 évi rekordteljesítményt eddig nem sikerült megismételni.

A kockázattőke-, mint alternatív finanszírozás nagyobb mértékű térnyerésében pillanatnyilag a szűk keresztmetszetet a megfelelő növekedési képességgel bíró vállalkozások jelentik. A nagy tőke-kapitalizációjú befektetők célcsoportja az európai trendnek megfelelően mindenekelőtt a közepes méretű, nagy növekedési potenciállal bíró társaságok, amelyek a hazai méretkategorizálás szerint elsősorban a nagyvállalkozói körből kerülnek ki.<sup>13</sup> Számos intézményi befektető azonban nyitott a kis-és középvállalkozások, mint rés piac felé is, és hasonló módon a KKv szektort preferálják a magán befektetők is.

---

<sup>11</sup> Az EVCA és más nemzetközi tanácsadó szervezetek kockázattőke iparági értékelésével szemben a dolgozat a MKME által készített elemzéseket helyezi előtérbe az adatgyűjtés hatékonysága és ebből eredően az értékelés pontossága, valamint a vizsgálatok szélesebb terjedelmére való tekintettel.

<sup>12</sup> Karsai Judit: A kockázati tőke alkalmazásának lehetőségei és hatása a versenyképességre c. GKI tanulmány /Európai Tükör Műhelytanulmányok 93. szám 2003 november, 124, 126.o.

<sup>13</sup> Az uniós vállalkozások méretkategorizálása a 96/280 EK ajánlásnak megfelelően 2005. január 1-ig lesz érvényben Eszerint a KKv körbe tartozó vállalkozások paraméterei: foglalkoztatottak száma: 0-249 fő, éves nettó árbevétel maximum: 10,489 Mrd HUF, éves mérleg főösszeg maximum: 7,08 Mrd HUF. Ugyanezen értékek a kisvállalkozóknál: 0-49 fő, 1,8 Mrd HUF árbevétel, 1,5 Mrd HUF mérleg főösszeg. Mikro vállalkozások esetében csak a létszám maximált 9 főben. ( 2005 január elsején új szabályozás lép életbe amely szerint az árbevétel és a mérleg főösszeg felső határa az egyes kategóriáknál eltérő módon, de minimálisan 20 %-kal emelkedik). A hazai méret kategorizálásról 2004. április 30-a után a fenti ajánlásnak megfelelően módosított kisvállalkozói törvény rendelkezik.

## **2. KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETŐK**

A private equity befektetések piacán alapvetően háromféle befektetői csoport működik: intézményi befektetők, magán befektetők, valamint vállalkozói finanszírozásban résztvevő befektető vállalkozások.

### **2.1. Intézményi befektetők:**

Rendszerint lakossági betéteket gyűjtenek és fektetnek alternatív finanszírozást folytató tőkealapokba és ez által koncentrált keresletet generálnak a pénzügyi befektetéseik iránt. A tipikus intézményi befektetők a bankok, biztosító intézetek, amelyek, mint kockázati tőke alapok működnek (Tzvetkov Julián, 2003).

Magyarországon a MKME tömöríti a hazai piaci befektetésekből érdekelt jogi- és magánszemélyeket.

### **2.2. Magán befektetők:**

A kockázati tőke-piac sajátos, nem intézményesült szegmensét magánszemélyek, üzleti angyalok képezik, akik láthatatlanul, anonim módon vesznek részt a finanszírozásban. Anyagi- és szellemi tőkét (vállalkozói ismeret, tudást, kapcsolati tőkét) fektetnek be olyan vállalkozásba, amely tőzsdén nem jegyzett, és amellyel a befektetést megelőzően nem álltak kapcsolatban (EC 2003, Mason-Harrison , 1995 1996).

Más megfogalmazásban az üzleti angyalok a kockázati tőkéhez hasonló vállalkozásfinanszírozó- és fejlesztő tevékenységet ellátó magánszemélyek (Osman Péter, 1999).

Szerepük nagyon fontos. A nemzetközi szakirodalom egybehangzóan a vállalkozás-központú gazdaság kialakulásának kulcstényezőiként emlegeti az üzleti angyalokat. Ez a befektetői kör képes nagyban hozzájárulni a KKV-k, azon belül is az innovatív kisvállalkozások tőkehiányának enyhítéséhez, a magán- és baráti források, valamint a banki- és intézményi kockázati tőke közti finanszírozási szakadék áthidalásához.

A két csoportot gyakran, mint a formális és informális kockázati tőkepiaci szereplőket aposztrofálják. Piaci működésük általában nem független egymástól. Zavartalan információs környezetben számos együttműködési formát alkalmazhatnak, kihasználva egyedi előnyeik szinergikus hatását.

### **2.3. Vállalatközi fejlesztést végző vállalkozások:**

Vállalatközi fejlesztőtőke befektetéssel kisebb vállalkozások kapnak kockázati tőke típusú finanszírozást nagyobb cégektől. Ebben a néhány éve indult és egyre népszerűbb finanszírozási formában a partner vállalkozások függetlenségük megtartása mellett stratégiai erősségeiket egyesítik. Mind vertikális, mind horizontális piaci relációban lévő cégek esetében működhet.

Tanulmányok sokasága foglalkozott a Kkv-k finanszírozási kérdéseivel és jutott arra a következtetésre, hogy esetükben a leghatékonyabb módon az informális tőke képes a finanszírozási szakadékot áthidalni, és ez által hozzájárulni sikeres működésükhöz. Nemzetgazdasági szinten ez azt is jelenti, hogy a hatékonyan működő informális tőkepiaccal rendelkező országokban a tőkeszakadék problémája sokkal kisebb mértékben jelentkezik.

Az informális tőkepiacok méretét a befektetők láthatatlansága és anonimitása révén nagyon nehéz kvantifikálni. Több, egymástól független becslés azt támasztja alá, hogy azokban az államokban, ahol aktív kockázati tőkepiac működik, az üzleti angyalok befektetései többszörösen meghaladják a kockázati alapok teljesítményét.<sup>14</sup>

### **2.4. Az üzleti angyal finanszírozás extra hozadécai**

#### **2.4.1. A motiváció szerepe az üzleti angyal döntésében**

A korábbi alfejezetekben már történt utalás arra, hogy a formális befektetőkkel szemben az üzleti angyalok számára nem feltétlenül és nem kizárólagosan extra

---

<sup>14</sup> Van Osnabrugge (2000) szerint az Egyesült Királyságban és az Egyesült Államokban az üzleti angyalok 3-5-ször többet fektetnek be, mint a kockázati tőke alapok. Egy másik elemző, Gatson (1989) felmérése alapján ez az arány 4-10-szeres (Kosztopoulos A - Makra Zs., 2004). 2001-ben a Global Entrepreneurship Monitor szerzői megállapították, hogy a kutatásaikban résztvevő országokban átlagosan a GDP 1,13 %-ának megfelelő összeget fektettek be informálisan. A finanszírozott vállalkozások számát tekintve még nagyobb az eltérés, az üzleti angyalok alacsonyabb egyedi ügylet értékéből adódóan. Az erre vonatkozó becslült arány az üzleti angyali- és kockázati tőke-befektetés között 30-40:1 közé tehető.

tőkenyeresség elérése a cél, de természetesen a pénzügyi reálhozamokat meghaladó jövedelem részükről is elvárás. Mint ahogy a megtérülési idő, a vállalkozás képességei, növekedési lehetőségei is fontos döntési szempontok. Az egyéb motivációs tényezők az intellektuális sajátosságokból eredeztethetőek, amelyeket a szakirodalom leggyakrabban a hedonista és altruista viselkedési kategóriákba sorol. Míg az előbbi kategóriába tartozó befektetőket a kedvtelés, a szakmai kihívás inspirálja, addig az utóbbiak táborába tartozókat emberbaráti cselekedet irányítja a társadalom, a szűkebb környezet fejlődése érdekében.

A magán személyek ezért „toleránsabb” befektetők, mint intézményi társaik. A kiszállás időtávjában lényegesen rugalmasabbak, és számos olyan addicionális, személyes tőkét is bevisznek a vállalkozásba, amelyek a portfóliókezelésre szakosodott intézményi befektetők számára egy-egy tranzakcióhoz kapcsolódóan nem profitábilis. Ezekre, a vállalkozás számára járulékos haszon elemekre egyes fejezetek érintőlegesen, és az 5. fejezet a hazai kutatási adatok eredményeire támaszkodva részletesen is kitér.

#### 2.4.2. Az informális befektetés finanszírozás-ösztönző szerepe

A forrás biztosítás mellett az üzleti angyalok részt vesznek a vállalkozás operatív irányításában is. Ebben a szerepkörben a befektető a kedvezményezett vállalkozás sikere érdekében felhasználja korábbi szakmai ismereteit, piaci- és társadalmi kapcsolatait.

Reputációja révén képes a vállalkozás felé irányuló bizalmat erősíteni, és további pénzcatornákat megnyitni.

A fejlett kockázati tőke-piaccaal rendelkező országok tapasztalatai alapján az intézményi befektetők számára az üzleti angyalok jelenléte vonzóbbá teszi a vállalkozást és párhuzamosan társfinanszírozóként, vagy a következő életciklusban önálló befektetőként lépnek fel ugyanannál a gazdasági társaságnál.

A magántőke hitelképesebbé teheti a vállalkozást (Osman Péter, 1995) és növelheti a bankok és egyéb pénzügyi intézetek hitelezési aktivitását. A befektető személyes garanciavállalása pedig további hitelforrások elérhetőségét teszi lehetővé.

### 2.4.3. Az informális és intézményesült tőke szinergikus hatása

A Kkv-k finanszírozásában jellemző szakadék jelenlétét az alultőkésítettség, az értékelhető gazdálkodási múlt hiánya, és a nem meggyőző üzleti terv generálja. Számos esetben az előbbi két objektív paraméter szinte blokkolja egy sikeres jövőkép megalkotását, életképes ötletek felszínre törését, amelyek megvalósítása csak biztonsággal elérhető, hosszú távú finanszírozás mellett lehetséges.

A kezdeti finanszírozást vállaló üzleti angyalok részben anyagi-, részben személyes indíttatásból abban érdekeltek, hogy a szponzorált vállalkozást az intézményi befektetők számára is vonzóvá tegyék. A formális befektetők finanszírozási hajlandósága biztosíthatja számukra a kiszálláskori tőkejövédelmet és a vállalkozás további növekedéséhez szükséges tőkét, illetőleg a későbbiekben a társfinanszírozóként való együttműködést.

Számos komplementáris és kooperációs technika alakult ki a formális és informális befektetők között, amelyek szinergikus hatása kulcstényezővé válhat a vállalkozások növekedésében. Ugyanakkor az együttes fellépés a befektetők számára is kölcsönös előnyöket hordozhat:

- A vállalkozások forrásigénye életszakaszonként eltérő. Az üzleti angyal befektetések a korai, kritikus szakaszt finanszírozzák és miután a cég kellő növekedési potenciállal rendelkezik, akkor lép be az intézményi befektető.
- Egymással párhuzamosan, társfinanszírozási formában fektet be a formális- és informális tőke. Ebben a konstrukcióban az intézményi befektető hasznosítja az üzleti angyal speciális műszaki-technológiai, vállalkozási ismereteit és a portfólió cég intenzív ellenőrzése helyett kihasználja az magán befektető aktív közreműködését.<sup>15</sup> Az üzleti angyal számára az előnyt a jobb minőségű, alacsonyabb kockázati faktorú befektetésekhez való hozzáférés jelenti.

---

<sup>15</sup> A szakirodalom szerint a V2C ( Venture-to-Capital), a „vállalkozást a tőkéhez” modell eszköz lehet a nagyon korai életszakaszba történő befektetés ösztönzésére. A modell arra a hipotézisre épül, hogy a magvető és induló szakasz végén lévő vállalkozások egy része alkalmassá tehető arra, hogy 2-3 év után valamely kockázatitőke-szervezet számára vonzóvá váljon. A befektető intézmény fejlesztési specialistája teszi alkalmassá erre a vállalkozást, amiért ellentételezés formája jellemzően tulajdonjogszerzés, vagy tőke-transzfer. A specialista olyan üzleti angyal, amely kockázatitőke intézménnyel kapcsolatban állva aktív szerepet vállal a „tudásszakadék” áthidalásában ( Kosztópulosz A. – Makra Zs., 2004).

- A komplementaritás speciális területe az információ megosztása, átadása a formális- és informális befektetők között, amely a rendelkezésre álló források szektor-, életciklus-, befektetési nagyságrend szerinti hatékonyabb allokálását segíti.
- A kockázati tőke társaságok klasszikus forrásgyűjtési módszere magánszemélyek befektetéseiből történő pénzalap képzése. Az üzleti angyalok ebben a formában a befektetéseiket szindikálják oly módon, hogy a kockázatmegosztás mellett a tőketársaság szakmai felkészültségéből is profitálnak. A vállalkozások számára e befektetési kooperáció előnye, hogy az önálló üzleti angyalokként szerepet nem vállaló magánszemélyek megtakarításai nem szorulnak ki a tőke kínálati piacról (Kosztopolosz A.-Makra Zs., 2004).

A kockázattőke egy speciális fajtája<sup>16</sup> az angolszász országokban régóta ismert Public Private Partnership (továbbiakban PPP), amelynek hazai gyakorlatba való bevezetése, jogi háttérének kidolgozása napjainkban zajlik. Nagy összegű állami beruházásokhoz (pl. bérlakás program), csőd közeli intézmények reorganizációjához (pl. kórházak, egyéb szociális ellátó intézmények) és további működtetéséhez kapcsolódik oly módon, hogy a magán befektető részvétele a tervezés-kivitelezés-üzemeltetés-üzemfenntartás folyamatban az állammal kötött szerződés alapján számos variációban lehetséges.

### **3. HOGYAN ILLESZKEDIK A KOCKÁZATTŐKE- BEFEKTETÉS (PRIVATE EQUITY) AZ EURÓPAI UNIÓ VÁLLALKOZÁSFEJLESZTÉSI PROGRAMJAIBA?**

Az elmúlt évtizedek gazdasági folyamatai világszerte rávilágítottak a kis-és középvállalkozások stratégiai jelentőségére a nemzetgazdaságok egészséges fejlődésében. Különösen nagy figyelmet igényelnek az innováció-és technológia orientált induló- és kisvállalkozások, amelyek a foglalkoztatás növelésének fontos bázisát adják, emellett innovációs eredményeik a gazdaságban multiplikátor hatással bírnak. Ugyanakkor világszerte probléma, hogy ezek a nagy növekedési

---

<sup>16</sup> A PPP nem tartozik a fent ismertetett private equity kategóriába, de várható jövőbeli szerepe miatt érdemesnek tartom megemlíteni.

képességű KKV-k életciklusuk korai szakaszában sokkal kevésbé jutnak hozzá a külső forrásokhoz, mint azt a fejlődési potenciáljuk igényli.

E felismerések tükröződnek az Európai Unió vállalkozáspolitikájában, amelyben a '80-as évek közepétől fokozatosan növekvő szerepet kapnak a kis- és középvállalkozások fejlesztésére irányuló programok.

A vállalkozásfejlesztési politika megvalósításának jogszabályi alapját a Maastrichti Szerződés iparpolitikai fejezetében szereplő 157 cikkely adja. Ezzel együtt, mint önálló közösségi politika szerepel az EU intézmény-rendszerében. Az iparpolitikai dokumentum az „európai ipar gerince”-ként aposztrofálja a kis- és középvállalkozásokat, amelyek a foglalkoztatottak 2/3-át és a hozzáadott érték 60%-át adják az Unióban. Rámutat egyben e szektor gyenge pontjaira is (Botos Balázs, 2003). A Szerződés 157. cikkelye értelmében az EU kötelezettsége a kis- és középvállalkozások, az ipar és az innováció fejlődésének segítése, amelynek előmozdítására a közösség és a tagállamok megteremtik a versenyképesség növekedéséhez szükséges feltételeket.

Az EU szigorú versenypolitikája nem zárja ki e vállalkozói szektor állami támogatását, mivel gazdasági potenciáljuk lévén ezen entitások nem képesek a piacot torzítani. Nyilvánvaló ugyanakkor, hogy a kedvezményezett státusz a KKV-k esetében szorosan összefügg szociálpolitikai megfontolásokkal is.

### **3.1. Tudásalapú tevékenységek prioritása**

A korábbi többéves vállalkozásfejlesztési programok is tartalmaztak tudásalapú, innovatív tevékenységeket támogató közvetlen pénzügyi programokat és közvetett állami támogatásokat (üzleti környezet fejlesztése, adó-és adminisztratív terhek mérséklése, stb) az igazi áttörést azonban e tekintetben a 2000 márciusában tartott Lisszaboni -, majd a 2002 márciusi Barcelonai Csúcstalálkozó deklarált céljai jelentették.

A Lisszaboni célkitűzés az, hogy 2010-ig az EU a világ legdinamikusabb gazdaságává váljon. E stratégiai elképzelés megvalósítását célozta a 2001-2005 közötti időszakra meghirdetett Negyedik Többéves Vállalkozásfejlesztési Program, amelynek az időszak végére meg kell teremtenie a tudáson és

innováción alapuló, fenntartható gazdasági fejlődés kereteit (Schifner Marianna, 2003). A Lisszaboni stratégiai cél egyik pilléréként a kis-és középvállalkozások erősítését jelölték ki.

A Lisszaboni Csúcstalálkozót követően az Európai Tanács elfogadta az Európai Kisvállalkozási Chartát (Feira, 2000 június), amely újra megerősítette a KKV-k kiemelt szerepét az innováció, foglalkoztatás, a társadalmi és gazdasági integráció tekintetében. A Lisszaboni céloknak megfelelően meghatározta a tagállamok felé azokat az ösztönzőket, amelyekkel képesek lehetnek a területükön működő vállalkozásokat fejleszteni, miközben a fejlődés iránya az integrációt erősíti. Így kiemelt szerepet kap a szakmai-és vállalkozói ismeretek fejlesztése, korszerűsítése; a KKV-k technológiai fejlesztése és ennek érdekében a technológiai együttműködés és hálózatépítés; az információ-technológiát alkalmazó vállalkozások európai együttműködése; az információhoz való hozzáférés erősítése. E feladatok finanszírozására a Charta célul tűzte ki a pénzügyi szolgáltatások és a kockázati tőke aktivitását akadályozó tényezők megszüntetését.

Magyarország a többi Közép-Kelet-Európai csatlakozó országgal együtt 2002 áprilisában, Mariborban írta alá az Európai Kisvállalkozási Charta elfogadásáról szóló szándéknyilatkozatot. A Chartában foglalt alapelvek betartását a 2126/2002 sz. Kormányhatározat rendeli el az érintett minisztereknek.

## **3.2. K+F +I tőkevonása**

### **3.2.1. Barcelonai cél**

A Barcelonai Csúcstalálkozón a tagállamok kormányfői azt a stratégiai célt jelölték meg az Unió fejlődésében, hogy 2010-ig a kutatás-fejlesztési támogatásoknak a 2001 évi 1,9 %-os szintről el kell érni a GDP 3 %-át. E cél szellemében kidolgozott 6. Kutatási Keretprogram (2002-2006) a IV.2.1. Általános Vállalkozásfejlesztési Programmal párhuzamosan számos KKV támogatási eszközt jelöl meg és finanszíroz. A program végrehajtásához rendelkezésre álló 17.5 Mrd € (az EU költségvetésének 5 %-a) keretből 2,2 Mrd € támogatja a KKV-k technológiai kapacitásának növelését és bekapcsolódásukat a kiemelt kutatási programokba (Schifner Marianna, 2003).

Magyarország és többi Kelet-Közép-Európai állam az egyes kutatási programba már a csatlakozás előtt bekapcsolódhatott.

### 3.2.2. Befektetési trend az EU piacán

A kockázati tőke piacon a '80-as évek közepétől kétfajta trend figyelhető meg.

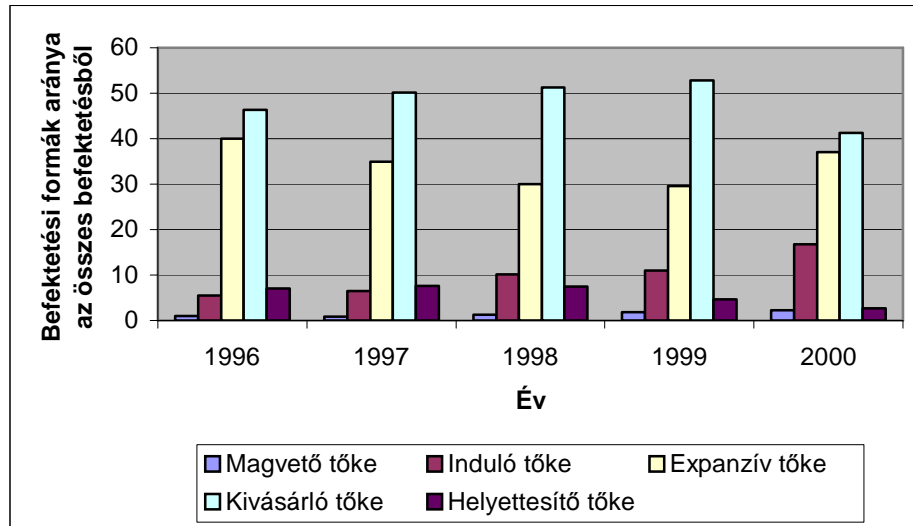
Az első tízéves periódusban az intézményesült kockázati tőke a tranzakciós költségek leszorítása és az egyedi ügyletek kockázatának mérséklése érdekében elfordult a korai szakaszban lévő társaságoktól és az expanziós szakaszba jutó vállalkozások finanszírozását helyezte előtérbe. E folyamatot erősítette, hogy a '90-es évek második felében rekord összegű megtakarítások áramlottak a kockázati tőke alapokba, ami a minimális befektetési nagyságra felhajtó hatást gyakorolt.

A '90-es évek második felétől a világ tendenciával párhuzamosan a nyugat-európai statisztikák a korai szakasz finanszírozásának erődödését mutatták (Karsai Judit, 2003). Az EVCA felmérései szerint a jellemzően innovációs életszakaszban (magvető és induló) 1996-2000 között a finanszírozási arány a teljes kockázati tőke befektetések töredéke volt, de imponáló növekedést mutatott. Az egyes befektetési formák arányait az 1. diagram mutatja.

A kockázati tőkének a K+F finanszírozásában mutatkozó növekvő szerepe egyértelmű. Az életciklus vizsgálatok azonban rámutatnak arra, hogy a befektetések az induló és azt követő stádiumokban történnek, míg az innováció kezdeti, magvető szakasza sokkal kevésbé vonzó a befektetők számára. Az EU számos tagállamában ezért a kormányzat lép a külső finanszírozók helyébe és regionális alapok (seed funds) működtetésével, adókedvezménnyel és inkubációs házak rendelkezésre bocsátásával támogatják az életképes ötletek megvalósításának kezdeti finanszírozási igényét (Benchmarking enterprise policy, 2003).

## 1. diagram

Az összes európai kockázati tőke befektetés megoszlása 1996-2000 között



Forrás: Karsai Judit : A kockázati tőke alkalmazásának lehetőségei és hatása a versenyképességre, 2003, GKI műhelytanulmány

### 3.2.3. High-tech szektor tőkevonzása

Nemzetközi vizsgálatok sokasága igazolta azt, hogy a legfejlettebb technikát hordozó high-tech szektor bír a legnagyobb innovációs képességgel, azaz azok a cégek, amelyek az IT (információtechnológia), vagy ICT (információ- és kommunikáció technológia), kommunikáció, elektronika, biotechnológia, gyógyászat területén prosperálnak. A kockázati tőke innováció finanszírozásban betöltött jelentős szerepe sem kérdőjelezhető meg e szakterületek fejlődésében, noha a közöttük lévő korreláció nem tartozik a szélesen kutatott területek közé.<sup>17</sup>

Az EVCA felmérése szerint Nyugat Európában a kockázati tőke-befektetések szerkezete jelentősen és kedvezőtlen irányban tér el az USA és egyéb nagy gazdaságok jellemzőitől. Európában a tőke-befektetések volumenének 30%-a kerül a csúcstechnológiai szektorba, ami nemzetközi összehasonlításban rendkívül

<sup>17</sup> Karsai Judit 2003 évi műhelytanulmányában mutatja be az egyetlen ismert kutatási eredményt az innováció és a kockázati tőke közötti kapcsolat szorosság megállapítására. A kutatók, Kortum és Lerner (2000) azt állapították meg, hogy az USA-ban 1983 és 1992 között a K+F kiadások 3%-ának megfelelő összegű tőkebefektetés az ipari innovációk több mint 8 %-os arányát eredményezték.

alacsony arány.<sup>18</sup> A finanszírozott csúcstechnológiai cégek számát tekintve minden második kockázatitőke-tranzakció e körben bonyolódott<sup>19</sup> (Karsai Judit, 2003). A hagyományos, mindenekelőtt a feldolgozóipar részesedik a tőke volumen 2/3 részéből és mindez a támogatott vállalkozások felét erősíti.

Az adatok mély strukturális különbségre mutatnak Európa és fő riválisa, az Amerikai Egyesült Államok gazdaságfinanszírozási gyakorlatában. Nem kétséges, hogy a kockázatitőke befektetések nagyságrendje és orientációja kulcs tényező az USA nagyobb fejlődési potenciáljában. E hátrány csökkentésére irányuló erőfeszítések húzódnak meg az EU azon törekvésében, hogy minél több forrást irányítson a kutatás-fejlesztési programokba és az eredmények gazdaságba történő transzportálására.

Vélelmezhető, hogy mindazon stratégiai célok, amelyeket az EU a versenyképessége növelése érdekében kitűzött, így a tudásalapú gazdaság megteremtése, innovációs készségek fejlesztése, a K+F támogatások radikális növelése, valamint horizontálisan a kis- és középvállalkozások támogatása és a kapcsolódó pénzügyi ösztönzők a kockázatitőke-befektetések további növekedését eredményezik ebben a szektorban.

### **3.3. Vállalkozásfejlesztési Programok**

Ezen alfejezet a nagyszámú uniós gazdaságfejlesztő program közül azokat veszi sorra -mintegy felsorolás jelleggel- amelyek specifikusan a KKV-k kockázatitőke-finanszírozásában közvetlenül, vagy közvetett módon érintettek.

A napjainkban futó Negyedik Többéves Vállalkozásfejlesztési Program a Chartában foglalt célok tagállami megvalósítását segíti.

A programban a tudásalapú gazdaságban működő vállalkozások versenyképességének, innovációs képességének, piaci alkalmazkodó-képességének növelése, továbbá új innovációs- és kommunikációs technológiák elterjesztése kapott prioritást.

---

<sup>18</sup> Legmagasabb arányt a Közel-Kelet, Közép- és Dél Amerika, valamint az Egyesült Államok képviseli, >70 %-os értékkel. A Távol Keleti régióra jellemző érték: 50 %.

<sup>19</sup> Összehasonlításként az USA-ban ez az érték 1999-ben meghaladta a 90 %-ot. Egy-egy tranzakció ügylet-értéke átlagosan hatszorosa az európainak.

Pénzügyi oldalon új vállalkozásfinanszírozási formák bevezetése, a kockázatitőke finanszírozás ösztönzése, különösen az üzleti angyal hálózatok kialakítása, valamint specifikus garanciakonstrukciók élveznek elsőbbséget.

### 3.3.1. Vállalkozásfejlesztő pénzügyi-programok

- Európai Befektetési Alap (EIF) garancia- és kockázatitőke- programjai: tőkebefektetés ösztönzése kis- és középvállalkozásokba, azok transz-európai hálózataiba, innovációs fejlesztéseikbe a hitelezési kockázat csökkentése révén, nemzeti pénzügyi közvetítőkön keresztül.
- Kis- és középvállalkozási garancia-program (SME Guarantee Facility) :
  - hitelgarancia-program legfeljebb 100 fős, gyors növekedésű vállalkozások finanszírozására
  - tőkegarancia-program, amely viszontgaranciát nyújt a legfeljebb 250 fős vállalkozásokba befektető társaságok garancia konstrukcióihoz
  - ICT hitelgarancia-program 50 fő alatti vállalkozások részére.
- Kis- és középvállalkozási pénzügyi-program (SME Finance Facility): a programban résztvevő pénzintézetek hiteleket és tőkerészesedéseket kínálnak kis- és középvállalkozásoknak.

### 3.3.2. Kockázatitőke-programok:

- technológiai indulótőke-program (ETF Start-up): Az EIF alapú co-finanszírozás kis- és újonnan alakuló, regionális hatókörű, vagy innovációs parkhoz kötődő kockázatitőke-társaságok részére
- seed –program (Seed Capital Action): nagy növekedési potenciállal bíró vállalkozások tőkefinanszírozásának ösztönzése EIF forrásból tőkealapok és inkubátorházak támogatásával
- Gate2Growth-program: befektetési lehetőségek integrált adatbázisának kiépítését támogatja. Az I-TecNet-hálózat segíti az innovatív kis- és középvállalkozások és a kockázati tőke egymásra találását, és befektetési szolgáltatásokat nyújt.<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> A vállalkozásfejlesztési programok egységes szerkezetben Schifner Marianna: Vállalkozásfejlesztés az Európai Unióban, Európai Füzetek 10.szám.

### 3.3.3. Üzleti angyalok különleges megítélése

A korábbiakban többféle kontextusban szerepelt az állítás, hogy az innovatív kis- és középvállalkozások alternatív finanszírozási forrását elsősorban az üzleti angyalok pénze jelentheti. A vállalkozások és a potenciális befektetők egymásra találása az üzletág bizalmi jellegéből adódóan, továbbá az információs csatornák fejletlensége miatt az európai piacon nem kielégítő. Számos tanulmány és a szakma képviselőitől származó nyilatkozatok jelzik, hogy a becsült befektetések összegének többszöröse áll rendelkezésre, azonban azok kihelyezése a keresés magas költség- és időigénye miatt meghiúsul.

Az Európa Tanács 2000-ben elfogadott többéves vállalkozásfejlesztési programja a kis- és középvállalkozások forrásokhoz való hozzáféréseinek javításában már kiemeli az üzleti angyalok hálózatának fejlesztését.

2003-ban az Európai Bizottság a program értékelése és elemzése alapján ajánlásokat adott ki az európai informális kockázatitőke-befektetések szerepének növelésére (EC 2003). A javasolt eszközök döntően az üzleti angyal hálózatok fejlesztése irányába mutatnak:

- hosszú ideig fenntartott promóciókkal kellene megismertetni ezen alternatív finanszírozási módszer előnyeit a potenciális befektetőkkel és vállalkozókkal a tagállamokban és a kandidáló országokban
- a megalapozott döntésekhez több információt kellene összegyűjteni az üzleti angyalokról
- európai szintű üzleti angyal fórumot kellene szervezni, ahol tapasztalat-és eszmecserére van lehetőség az üzleti angyalok közösségét érintő témákban
- közpénzeket kellene rendelkezésre bocsátani az üzleti angyal hálózatok működésének finanszírozására, a szubszidiaritás szellemében helyi-, vagy regionális forrásokból
- elő kellene segíteni a szigorú etikai követelmények megalkotását és betartását a hálózaton belül, amelyhez nélkülözhetetlen a transzparencia és egy magatartási kódex megalkotása (Kosztópulosz A.- Makra Zs., 2004).

#### **4. A HAZAI VÁLLALKOZÁSOK KOCKÁZATITŐKE-ABSZORBCIÓS KÉPESSÉGE**

Az elmúlt években szinte szlogené vált, hogy a kis- és középvállalkozások a gazdasági fejlődés motorjai, mert olyan innovációs képességgel rendelkeznek, amivel gyorsan és hatékonyan tudnak alkalmazkodni a gazdasági környezet változásaihoz.

A kockázatitőke-befektetők e piaci szegmensre specializálódott csoportja ezeket az innovatív vállalkozásokat keresik kihelyezéseikhez.

Hogyan találkozik-e a Kkv-k felkészültsége a befektetők elvárásaival és milyenek a vállalkozói képességek, adottságok, a vállalkozói kultúra?

##### **4.1. Befektetői elvárások**

A kockázatitőke-befektetés természetéből eredően más igényeket támaszt a portfólió céggel szemben, mint az a banki hitelezési gyakorlatban szokványos. A hitel bírálat során az üzleti terv mellett jelentős döntési súlyt képvisel a gazdálkodói múlt. A kockázatitőke-befektető nem ex post elemez, hanem a jövőbeli potenciális fejlődést mérlegeli a vállalkozás kondíciói alapján.

Mindazonáltal a hazai befektetői körökben pozitívként értékelik, ha egy vállalkozás képes évi 20-30%-os forgalommnövekedést és évről-évre emelkedő, pozitív cash flow-t produkálni<sup>21</sup>.

Az alapvető elvárásokban nincs számottevő különbség a formális és informális befektetők között. Ezek a kívánalmak a tőkére aspiráló vállalkozásokkal szemben:

- nagy növekedési potenciál
- piaci kihívásokat kedvelő és kezelni képes team
- ambiciózus, kiváló szakmai jártassággal bíró menedzsment,
- tisztas tőkenyereséggel való kiszállás lehetősége.

A vállalati stratégia készítés egyik alap momentuma, hogy a vállalkozás pozicionálni tudja magát a releváns piacon. Egyéb más módszerek mellett a legáltalánosabban alkalmazott SWOT analízissel feltárhatók a vállalkozás

---

<sup>21</sup> Személyes konzultáció alkalmával ezt az elvárást erősítette meg Bruckner Zoltán, a Primus Capital Partners ügyvezetője is.

erősségei, gyengeségei, lehetőségei és korlátjai, amely a fenti kritérium rendszernek való megfelelésre is jórészt választ ad a menedzsment számára. Szakmai vélemények szerint érdemes a vállalkozásnak a tőke-finanszírozás specifikus elemeire mélyebb vizsgálatot végezni, a befektető keresését megelőzően.<sup>22</sup>

#### **4.2. Vállalkozói önvizsgálat**

Az IVCA (Ireland Venture Capital Association) internetes honlapján vállalkozóknak összeállított Venture Capital guide-line gyakorlatias megközelítésben tartalmaz információkat, egyebek mellett egy ajánlott önvizsgálati kérdéssort a következő elemekkel:

- rendelkezik-e a vállalkozás olyan sikertényezővel és elszánt, agilis csapattal, amely kiemelkedően gyors növekedésre vezethet
- rendelkezik-e a társaság releváns verseny előnnyel, vagy különleges eladási pozícióval
- le vannak-e védve a cég szellemi termékei
- rendelkeznek-e megfelelő iparági tapasztalattal
- képes-e a cég saját körben értékelhető üzleti tervet készíteni
- képes-e a cégvezetés/tulajdonos a tulajdonjog és irányítási jogok megosztására
- van-e realitása a befektető megfelelő időben történő kilépésének
- fel van-e készülve a cégvezetés/tulajdonosi kör arra, hogy az investor el akarja mozdítani őket a helyükről.

Értelemszerűen van még számos olyan speciális körülmény, amelyet egy befektető vizsgál mérlegelése során. Ilyen fontos terület lehet például, hogy képes-e a vállalkozás megfelelő kompetenciákkal bíró személyi állományt biztosítani az elvárt fejlődési ütemnek megfelelően annak érdekében, hogy képzési költségek ne terheljék az investált tőke összegét.

---

<sup>22</sup> A keresés, mint arról korábban érintőlegesen említés történt a hazai KKV-k esetében mindenekelőtt az üzleti angyalokkal való kapcsolatfelvételre irányul. Természetesen nem zárható ki a kockázati tőke alapok, vagy közvetítő tanácsadók megkeresése sem, ami a nyilvánosság miatt lényegesen egyszerűbb. A méretgazdaságossági problémák és a tanácsadói szolgáltatások magas tarifái miatt azonban a kisebb vállalkozások lehetőségei e körben korlátozottak.

### 4.3. Versenyképesség – innováció

#### 4.3.1. A versenyképesség EU megítélése

A '90-es évek második felében az EU feldolgozóiparának termelékenység növekedése jelentősen elmaradt az USA teljesítményétől. A versenyképességbeli elmaradás fő okai az innovációs tevékenységek elégtelen volta és az ICT technológiák nem kielégítő elterjedtsége, állapítja meg az EC 2002 versenyképességi jelentése (Botos Balázs, 2003). A Lisszaboni cél, hogy 2010-re az Európai Unió a világ legversenyképesebb és legdinamikusabb tudás-bázisú gazdaságává váljon. Ennek érdekében fokozottabb hangsúlyt kapnak a különféle iparpolitikai elemek - a K+F ráfordítások növelése, a termelékenység- és hatékonyság fokozása, továbbá az innovációs kapacitások bővítése- közötti szinergia hatások kihasználása.

#### 4.3.2. A termelékenység

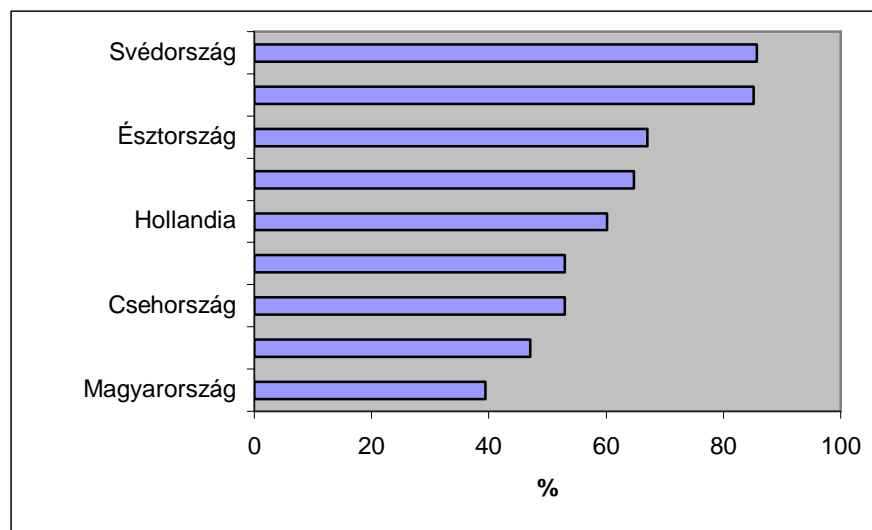
Amikor a befektető a vállalkozás korai szakaszába kíván befektetni, az életciklustól függően finanszíroznia kell minden folyamatot, ami az ötlettől a piacképes termék előállításáig felmerül. Szélsőséges esetben a szervezetépítéstől a piac elemzésén, a technológia kialakításán, termékfejlesztésen keresztül számos vállalkozási funkciót. Amennyiben az expanzív szakaszban fejleszt, a termelési kapacitás bővítését, új piacok megdolgozását, termékfejlesztést. A közös nevező, ami biztosíthatja a befektetéseik megtérülését, a versenyképes piaci termék. A versenyképesség fő meghatározója a termelékenység megfelelő színvonala.

A '90-es évek második felében a Magyarországra beáramló nagy arányú külföldi működő tőke jelentősen hozzájárult a termelékenység színvonalának átlagos emelkedéséhez, korszerű technológiák, modern vezetési technikák, hatékonyabb marketing eszközök meghonosításához. Ezek az investíciók 90%-ot meghaladó mértékben a nagy vállalatokhoz áramlottak (MGI 2002 Jelentés), számottevően növelve azok termelékenységét. Sajnálatos módon olyan másodlagos tényezőhatás jelei nem észlelhetők, amelyek a kisvállalkozások prosperitását is növelték volna.

A gyenge transzferálási képességre utal a 2. diagram, amely néhány uniós tagállam feldolgozóiparának jellemzőit hasonlítja össze.<sup>23</sup>

## 2. diagram

A hazai tulajdonú vállalatok termelékenysége (egy foglalkoztatottra jutó GDP) a külföldi tulajdonú vállalatok termelékenységének arányában



Forrás: Román Zoltán: A termelékenység növekedésének forrásai a magyar gazdaságban, *Development & Finance* 2003/3, 38-39.o. statisztikai adatai alapján saját szerkesztés

A Kkv-k versenypozíciójának a fenti diagram alapján történő összehasonlítására az a hipotézis ad alapot, hogy a transznacionális tőke beépülése a gazdaságba minden országban dominánsan a nagyvállalati struktúra erősítésével ment végbe. A „hazai tulajdonú vállalatok” kategória ezért jó közelítéssel a kis- és középvállalkozói kört fedti le a vizsgált gazdaságokban.

A összehasonlító adatok arra a fontos momentumra hívják fel a figyelmet, hogy a magyar kis- és középvállalkozásokban az egy főre jutó hozzáadott érték átlagosan az uniós tagállami-, és ezen belül a kevésbé fejlett régióban működő versenytársakétól is elmarad. Ez pedig a regionálisan mobilis tőkealapokat és üzleti angyalokat átterelheti a versenyképesebb külföldi cégek felé.

<sup>23</sup> A diagram eltérő időpontokban történt felmérés adataiból készült, de vélelmezhetően az érintett- és azt követő időszak gazdasági eseményei nem okoznak jelentős negatív torzulást a magyar Kkv-k pozíciójának fenti adatokból történő meghatározásában. Az uniós tagállamok adatai 1997-ben, a 2004-ben csatlakozó államoké 1998-ben, a magyarországi 2000-ben készült vizsgálatok eredményeit mutatják.

A külföldi tulajdonú vállalatok magasabb termelékenységének átvételére az uniós tagországokban a szakirodalom követendő példaként Írországot állítja, ellenpéldaként a görög Kkv-k gyenge transzfer képességét szokás említeni.

A nagy növekedési potenciál kulcskérdése, hogy milyen hozzáadott értéket képes a vállalkozás a termékeiben megjeleníteni, milyen egyedi és a piac által akceptált többlet értékkel képes termékeit folyamatosan bővíteni, illetőleg képes-e az uralt piacon teljesen újszerű termékkel időre-időre megjelenni.

Kiemelkedően magas hozzáadott érték és nyereségtartalom realizálásához olyan innovációs képességen keresztül vezet az út, amely képessé teszi a vállalkozást a mindenkori piaci igényekhez való rugalmas alkalmazkodásra. Ehhez a saját tevékenységi körben, illetőleg transzfer útján beépülő kutatási-, fejlesztési eredmények teremthetik meg az alapokat.<sup>24</sup>

#### 4.3.3. Kutatás – fejlesztés - innováció

Empirikus adatok azt igazolják, hogy szignifikáns különbség van a K+F tevékenységet végző- és arra kisebb hangsúlyt fektető vállalkozások termelékenységének alakulásában.

Amerikai és európai 10 éves időtartam adatait felölelő nagymintás vizsgálat azt bizonyította, hogy a K+F tevékenységet végző társaságok termelékenysége 3,3-4,3 % közötti értékekkel, az európaiak esetében 1,1-2,7 %-kal volt magasabb, mint egyéb társaiké (Román Zoltán, 2003). További elemzések implicit módon bizonyították, hogy azon országok rendelkeznek magasabb kockázatitőke befektetés / GDP aránnyal, ahol a K+F transzfer szint magasabb.<sup>25</sup>

A K+F tevékenységek végzése, vagy az eredmények transzfere és innovációs hasznosítására való képessége tehát kulcs eleme a vállalkozások kockázati tőke vonzásának és abszorbeálásának. E tekintetben a hazai vállalkozások, és ezen belül a feldolgozóipari Kkv-k pozícióját néhány uniós tagállam adataival történő összehasonlításban a 3. diagram mutatja.

---

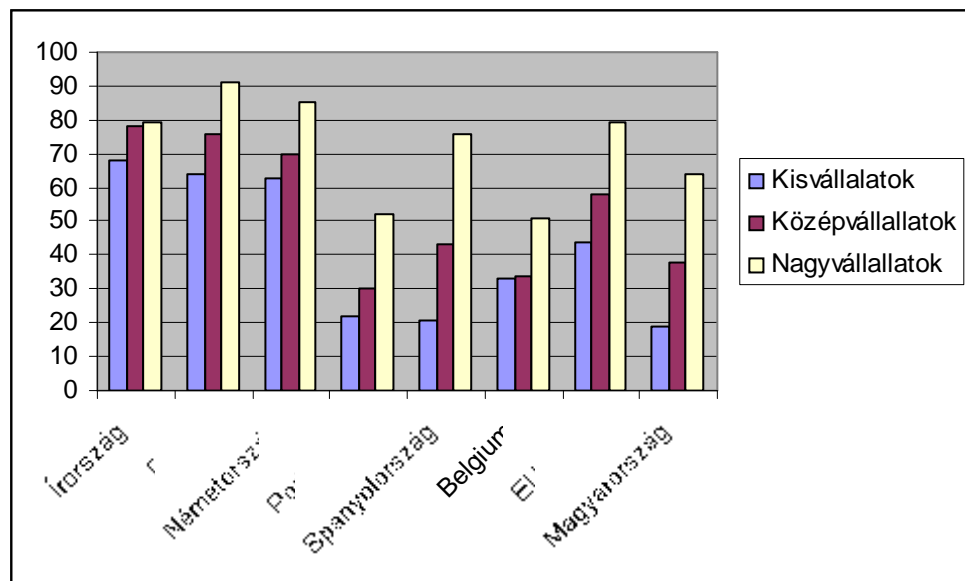
<sup>24</sup> Magyarországon a saját fejlesztésű és adaptált technológiák továbbfejlesztése az elmúlt években több kormányzati cikluson át alacsonyabb maradt az egyes években vártnál (Nyitrai Ferencné, 2003).

<sup>25</sup> A Babson Collage és a London Business School által 2001-ben végzett GEM vizsgálat eredménye. Az innováció és kockázatitőke-befektetés közötti kapcsolat szorosság a 3.2.3 pont alatt már említésre került (Karsai Judit, 2003).

Magyarországon a high-tech vállalkozások az importon keresztül történő technológia transzfer révén élen járnak az új eljárások bevezetésében, ezért pozícióik nemzetközi összehasonlításban is jobbak.

### 3. diagram

A termék- és eljárás innovációkat bevezető vállalatok aránya (%) a feldolgozóiparban



Forrás: Román Zoltán: A termelékenység növekedésének forrásai a magyar gazdaságban, Development & Finance 2003/3, 39.o.

A statisztikai adatok jól mutatják a hazai vállalkozások és különösen a KKV-k innovációs készségének hiányosságait. A magyar kis-és középvállalkozások az Európai Unió tagállamai közül csak a leggyengébb mutatókkal bíró belga-, spanyol- és portugál vállalkozások innovatív készségét közelítik meg.

A vállalkozások innovativitását mutatják az új termékek bevezetésnek gyakoriságai is. A GKI elmúlt évtizedben végzett felmérései alapján a gyártók harmada kezdte meg érdemben újnak minősülő termék gyártását<sup>26</sup> és mintegy fele kísérletezett új technológiák bevezetésével, 10%-ot meghaladó siker faktorról. Ezek az adatok arra hívják fel a figyelmet, hogy a tudásdiffúzió még mindig nem

<sup>26</sup> Ezeknek mindössze 10%-áról ismert, hogy piaci bevezetést nyert.

elégleges a vállalkozásoknál és az innovációs képességük fejlesztésére továbbra is nagy erőfeszítéseket kell tenniük.

További mutatót képezhetnének a szabadalmak, azonban a hazai bonyolult és költséges eljárások, továbbá a bizalomhiány miatt sokan tartózkodnak találmányuk bejegyeztetésétől, így a statisztikai adatok megbízhatósága erősen kétséges.

A GKI Rt 2000 és 2002 évi felmérései szerint a belföldi magántulajdonú, jellemzően kis- és közepes cégek kevesebb, mint fele versenyképes a nemzetközi piacon.<sup>27</sup> Kis fejlesztéssel 30% pozíciója lenne javítható annyira, hogy nemzetközi porondja lépjen. Ugyanebből a vizsgált sokaságból a külföldi tulajdonú, döntően nagyvállalatok több mint 80%-a képes a világpiacon is versenyképes termékekkel megjelenni (Papanek Gábor, 2003).

#### 4.3.3.1. Az innovációs képességet befolyásoló kulcstényezők

Az innovációs képesség fejlesztésének lehetőségeinek számbavételéhez meg kell vizsgálni, mik azok kardinális problémák, amelyek a jelenlegi elégtelen színvonalat eredményezik. „A magyar vállalatok az innovációs tudást legtöbbször vagy saját maguk állítják elő, vagy más termelő vállalatoktól –például az anyacégüktől- szerzik be” (Papanek Gábor: *Az európai paradoxon a magyar K+F szférában*, Development & Finance 2003/4, 43.o.).

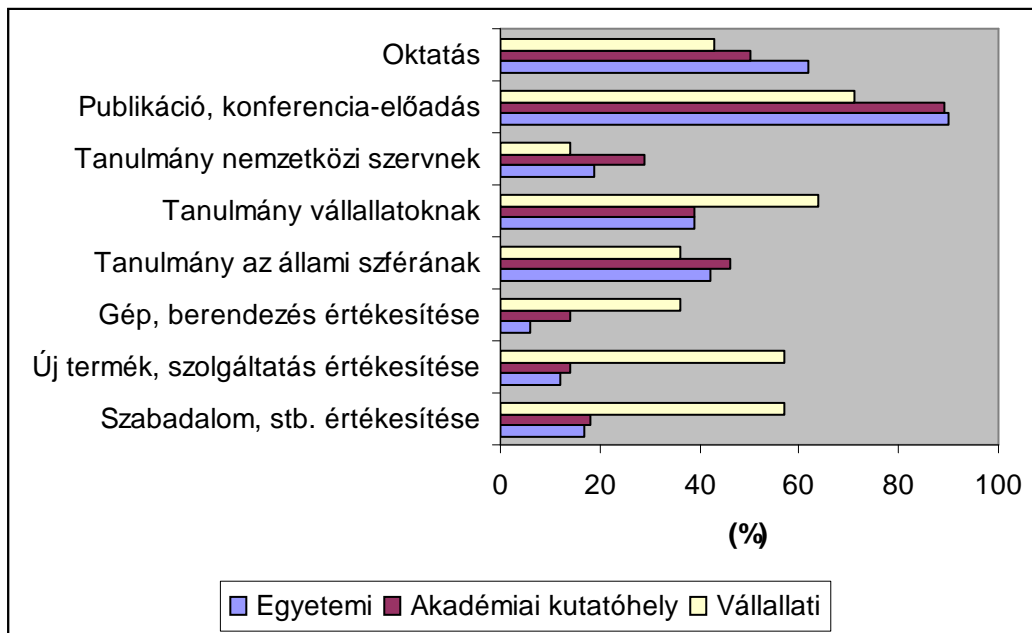
Ebben komoly szerepe van annak, hogy a változás kedvező jelei ellenére a tudomány és a gyakorlat közötti „szakadék”-ot évtizedek óta nem sikerül felszámolni. Az eredményeknek a K+F kutatóhelyekről gazdaságba történő diffúziója nehézkes, mivel a kutatások orientációja az esetek jelentős részében nem a gazdasági hasznosítás felé hat. Erről tanúskodnak a BME HFI és a GKI Rt 2002 tavaszi felmérésének a 4. diagram-ba szerkesztett adatai. Az olyan spin-off vállalkozások továbbá, amelyek hatékonyan képesek közvetíteni a „tudás”-t a gazdaság felé, számos jogi szabályozási probléma miatt nem tudnak nagy számban kialakulni, és a meglévők nem tudnak hatékonyan működni.

---

<sup>27</sup> Mint azt korábban is, itt is vélelmezhetjük, hogy a hazai KKV-k ebből a vállalkozói szegmensből és az átlagot alulról közelítő sokaságból kerülnek ki.

#### 4. diagram

A kutatási eredményeket tovább adó kutatóhelyek részaránya (%)



Forrás: Papanek Gábor: Az európai paradoxon a magyar K+F szférában, Development & Finance 2003/4.

Vállalati oldalról a szakértők az innovációk szükségességére utaló kereslethiányt és az alultőkésítettséget jelölik meg a vállalkozás növekedésének legfontosabb gátjaiként. Ez utóbbi tényező a KKV-k esetében kritikus, hiszen a látványos növekedést lehetővé tevő finanszírozási igény az alacsony tőke-felhalmozás, az elégtelen hitelképesség, valamint a fejletlen üzleti angyal és intézményi kockázati tőke-piac miatt nehezen elégíthető ki.

Az innovációs képesség javításának alapelemei, úgy, mint a saját K+F tevékenység, szabadalom-vásárlás, technológiai transzfer még mindig nem kapnak megfelelő hangsúlyt a vállalkozásoknak a versenyképesség javítását célzó stratégiai céljaik között, és mint azt az alábbi, 1. táblázat mutatja, az innovációs erőfeszítések középpontjában az értékesítési csatornák fejlesztése és a marketing tevékenység hatékonyságának javítása áll.

## 1. táblázat

Versenyképessége javítására adott akciót előirányzó cégek részaránya (%)

Stratégiai cél megvalósítását segítő akciók	Vállalkozás [fő]		
	21-50	51-250	251-
Saját kutatás	15	6	12
Külső K+F megbízás	5	4	4
Licenc-, szabadalom vásárlás	1	4	4
Gép-, műszer beruházás	56	66	68
Intenzív piackutatás	49	44	28
Értékesítési hálózat fejlesztés	51	57	40
Erőtéljes reklám, PR tevékenység	31	27	32

Forrás: Papanek Gábor: Az Európai paradoxon a magyar gazdaságban, Development & Finance 2003/4 42 o.

### 4.3.3.2. Az innovációs képességet támogató eszközök

Az előző alfejezet elemzése alapján összességében a következő megállapítások tehetők:

- A Kkv-k tőke hiányában nem rendelkeznek megfelelő K+F háttérrel és hasonlóképpen nem képesek a transzferek, licencek, szabadalmak megvásárlását sem finanszírozni a kívánt mértékben.<sup>28</sup>
- Stratégiájukban, mint azt az 1. táblázat adatai mutatják, prioritást kapnak a piac megdolgozásának közvetlen elemei. A marketing akciók könnyebben kontrollálhatók, rugalmasabban kezelhetőek, mint az innováció.
- Elégtelen K+F tevékenység. A hazai multinacionális vállalatok kis mértékben hoztak létre kutató-fejlesztő bázisokat (Nyitrai Ferencné, 2003). Magyarországon a K+F projektek fő finanszírozója az állam és mint az a korábbi adatokból látható, az állami intézményekben végzett projektek nem eléggé gyakorlat-orientáltak.

<sup>28</sup> Az alacsony saját forrás mellett elgondolkodtató az adat, hogy a Kkv-k mindössze 10%-a használt hitelforrást a gazdálkodásához 2001-ben. (GKI éves jelentés 2002).

- A kereslet nem ösztönzi a vállalkozásokat intenzív termékfejlesztésre, innovatív eljárások bevezetésére.<sup>29</sup>

Az innovációs képesség látványos javulása a fentiek alapján akkor várható, ha a gazdasági környezet kellő ösztönzést ad a vállalkozásoknak. Ez részben az intézményi- és vállalati munkamegosztás átstrukturálásával, részben a finanszírozási feltételek kedvezőbbé válásával látszik megvalósíthatónak.

Számos OECD országban és így az EU tagállamaiban is az ezredforduló végére olyan folyamatok indultak meg, amelyek az innovációs rendszert hatékonyabbá tették.

A változások eredményeképpen:

- jelentősen nőtt a gyártó-és értékesítő vállalatok közös finanszírozású K+F tevékenysége,
- a KKV-k és az egyetemek kutatóbázisai egyre nagyobb mértékben vesznek részt a K+F tevékenységben. Egyre gyakoribb, hogy a KKV-k fajlagos kutatási költségeik csökkentésére az egyetemi tudásbázist igénybe véve fejlesztenek (erre hazai gyakorlatot láthattunk a BME szolgáltatásai között is),
- a nemzetközi kooperáció nyitottabbá vált a kutatási projektekben,
- rugalmasabbá vált a kormányzati K+F politika amely a köz-és magánszektor együttes kutatásaira épít (Nyitrai Ferencné, 2003),
- a korábbi nagyvállalati kutatóbázisok mellett egyre gyakoribbak a korszerű technológiát alkalmazó KKV-k is, amelyek értékesítési céllal fejlesztenek önállóan, vagy partneri kapcsolatban.

A vállalozási stratégiák egyre inkább saját K+F tevékenységre épülnek, amelyben probléma-orientált, a piaci igényekre támaszkodó, saját finanszírozású projektek kerültek előtérbe.

A K+F tevékenységek növekvő tőkeigényét, különösen a leginkább tőke-intenzív csúcstechnológiai ágazatokban –és mindenekelőtt a nagy növekedési képességű

---

<sup>29</sup> A szerző megjegyzése: a kereslet hatékony elemzésére sok cég nem fordít kellő figyelmet, ezért nem képesek venni azokat a látens igényeket, amelyekkel az import termékek nagy része már gazdagítva érkezik, és ez által képes újabb és újabb piaci résekbe betörni.

kisvállalkozásokban- a külföldi tőke elégítette ki. Jellemző, hogy a külföldi tőke megjelenése a hazai magántőkére katalizátorként hatott, és a ma leginnovatívabb országok között számon tartott területeken, pl. Írországbán, Finnországbán a Kkv-k jelentős megerősödését eredményezte.

Több OECD országnak van olyan kormányprogramja, amely kifejezetten a kis- és középvállalkozások kutatás-fejlesztési potenciáljának fejlesztésére irányul. A programok legáltalánosabb ösztönzői a különféle adókedvezmények, melyek közül a leggyakoribbak:

- K+F folyó költségei adómentesek,
- K+F ráfordítás növekményére vetített adókedvezmény,
- K+F beruházások gyorsított amortizációja,
- regionális és szelektív adóösztönzők,
- tőkebevonásra adott adókedvezmény, például Németországban a magántőke beruházásokat támogatják (Nyitrai Ferencné, 2003).

A pozitív változások jelei már a hazai gazdaságban is mutatkoznak. Megítélésem szerint a hazai Kkv-k innovációs képessége növelésének két sarkalatos pontja a tudásbázis koncentrációja és a finanszírozás, melyek közül az utóbbi elem ismét csak a magántőke, mint alternatív forrás szükségességét veti fel.

#### **4.4. Gazdasági teljesítmény**

A kockázattőke-befektető számára – mint arra korábban történt utalás - a potenciális portfólió cég gazdálkodási múltja kevésbé fontos döntéshozatali tényező, mint a jövőbeli sikertényezők alapjainak megléte. Mégsem vitatható, hogy a befektetési döntést megelőző cég-átvilágítás során a magvető szakaszt követő életciklusok mindegyikében górcső alá kerül a gazdasági teljesítmény.

Ezért érdekes a Kkv szektor néhány, a téma szempontjából releváns mutatószámát megvizsgálni<sup>30</sup> azzal a fenntartással élve, hogy deduktív módon

---

<sup>30</sup> A statisztikai adatok forrása: A kis-és középvállalkozások helyzete 2002 éves jelentés, MGI. A vizsgálathoz felhasznált adatok kizárólag az egyszeres és kétszörös könyvelést végző vállalatokra vonatkoznak. A legújabb adatok a kiadványban 2001 évi. Az elmúlt két év gazdasági eseményei (egyik oldalon hektikus árfolyam mozgások, gazdasági recesszió, másik oldalon beruházás támogató állami programok, adókedvezmény) eredőjeként azonban vélelmezhető, hogy nem történt szignifikáns változás a szektor összességére nézve, így a felhasznált adatok nem vezetnek torz következtetésre. Eltekintek

ezekből nem lehet egyedi ügyleteket leírni. Az elemzés alapját az 1999-2001 évi statisztikai adatok képezik.

#### 4.4.1. Árbevétel

1999-2001 között a teljes Kkv szektor minden szegmensére jellemző az árbevétel kismértékű, de folyamatosan csökkenő részesedése a teljes vállalati forgalomhoz viszonyítva. Hasonló dinamika figyelhető meg az export árbevétel tekintetében is. Ez arra utal, hogy a gazdasági környezet változásaihoz a nagyvállalatok jobban alkalmazkodtak és a tendencia vélelmezhetően az elmúlt két évben is fennmaradt a dekonjunktúrális hatások miatt.

#### 4.4.2. Jövedelmezőség

Az árbevétel egyenletes csökkenésével ellentétben a jövedelmezőség változó képet mutat. Arányaiban jelentősen nőtt a mikro vállalkozók körében, ugyanakkor itt regisztráltak a legmagasabb arányt a veszteséges társaságok között is. A kis- és közepes vállalkozások jövedelmezősége kis mértékben emelkedett és csökkent a veszteséges vállalkozások aránya is.

#### 4.4.3. Tőkeellátottság, tőkehatékonyság

A saját tőke adatok rendkívül erős tőkekoncentrációt mutatnak a nagyvállalkozásoknál. A mikro-és kisvállalkozások fajlagos átlag-tőke értéke egyenletesen 10-10 % / év dinamikával növekedett, ugyanakkor a közepes vállalkozásoknál enyhe visszaesés volt tapasztalható.

Saját tőkeállomány a Kkv szektorban 2001-ben (ezer Ft)<sup>31</sup>:

Vállalkozás	Alsó kvartilis	Medián	Felső kvartilis
Mikro	-8	1 695	4 932
Kis	4 880	17 006	45 024
Közepes	42 984	133 492	340 592

---

továbbá attól, hogy a vizsgált sokaságot leszűkítsem az intézményi kockázati tőke érdekkörébe tartozó, kizárólag kettős könyvvitelt vezető társaságokra. Ezek száma 140-150 ezer körül mozog (Papanek Gábor, 2003)

<sup>31</sup> A számtani átlagtól az egyedi értékek jelentősen szórnak, ezért a statisztikailag pontosabb információ-tartalommal bíró helyzeti értékeket adtam meg.

Árbevétel arányos nyereség 2001-ben (egyenletes növekedés mellett) %:

Mikro vállalkozás: 4,0	Kis vállalkozás: 4,1	Közép vállalkozás: 4,1
------------------------	----------------------	------------------------

Saját-tőke arányos nyereség 2001-ben, az egyes méretnagyságokban eltérő változási irányt követően (%):

Mikro vállalkozás: 20,0	Kis vállalkozás: 19,5	Közép vállalkozás: 14,4
-------------------------	-----------------------	-------------------------

#### 4.4.4. Cash Flow

A vizsgált periódusban mind a rendelkezésre álló jövedelem, mind a felhalmozási célú források<sup>32</sup>jelentős nagyvállalati koncentrációja figyelhető meg. A mikro vállalkozások cash flow részesedése jelentős csökkenést mutat, a kis- és középvállalkozások mutatói alig változtak.

#### 4.4.5. Beruházások

A 2000-2001 évi mutatók alapján a mikro- és kisvállalkozások aktivált beruházásai jelentősen, közel 40 %-kal nőttek, a közepes méretű társaságok rátája alig változott. Össztőkéjükhez képest szintén a mikro- és kisvállalkozók beruházási aktivitása a legnagyobb. Valószínűsíthető, hogy 2001 után ez a dinamika tovább nőtt, köszönhetően a KKV fejlesztési kormányzati programhoz kapcsolódó, gyorsított fejlesztési-, beruházási költségleírési lehetőségeknek.

Összegezve a statisztikai adatokat megállapítható, hogy a vizsgált periódusban a KKV szektorban a kis méretű vállalkozások tudták a leginkább kivédeni a negatív gazdasági hatásokat. A mikro vállalkozások kevésbé voltak képesek a piaci körülményekhez alkalmazkodni, jövedelmezőség tekintetében jelentősen romló volt a teljesítményük. Ugyanígy kedvezőtlen, tőkevesztési folyamat indult meg a közép vállalkozói szegmensben.

## 5. **KOCKÁZATITÓKE KERESLET-KÍNÁLAT A HAZAI PIACON**

A hazai kockázatitőke piacon, a nemzetközi trendhez hasonlóan tőke túlkínálat van, a piaci egyensúly megteremtésében a szűk keresztmetszetet az innovatív, nagy növekedési potenciállal bíró vállalkozások jelentik.

<sup>32</sup> 1. rendelkezésre álló jövedelem: hozzáadott érték – bérköltség + támogatások - adók  
2. felhalmozási célú források: értékcsökkenés + adózás előtti eredmény-társasági nyereségadó

A keresleti oldalon ugyanakkor több ezer kis- és középvállalkozás nem képes a tőke/finanszírozásai szakadékot áthidalni.

A kereslet-kínálatti egyensúly megteremtésének akadályát a piaci szereplők között fennálló információ-és bizalomhiány, valamint a finanszírozók méretgazdaságosságra, kockázatkerülésre való törekvése képezi. Fontos momentuma a finanszírozási ügyletek létrejöttének az információs asszimetria, amely a felek között a kockázat és megtérülés egyensúlyi kérdésének megítélésében áll fenn.

A finanszírozásra váró potenciális portfólió cégek jelentős része nincs tisztában a kockázatitőke mechanizmusával, vagy torz információkkal rendelkezik arról és ezért alapvetően bizalmatlanok. Ha azonban a statisztikai adatokat vizsgáljuk, a bizalmatlanságot illető állítás kiterjeszhető a klasszikus finanszírozó banki szférára is. A kettős könyvelést vezető vállalkozások 75 %-a, míg az egyszeres könyvvitelű társaságok több mint 90%-a hitel és/vagy kölcsön nélkül gazdálkodik (MGI 2002).<sup>33</sup> Ezek a tények a kockázati tőkével szembeni előítéleten túl egyéb okokra is rávilágítanak, nevezetesen az alacsony jövedelemtermelő képességre és a piaci pozíciók ingatag voltára.

## **5.1. A kínálatti piac szereplői, intézményi befektetők**

A hazai kockázatitőke-piac szereplői az intézményi befektetők, üzleti angyalok és a vállalatközi fejlesztőtőke-befektetést végző vállalkozások.

Speciális jellemzőik alapján az informális befektetőktől várható aktív részvétel a KKV-k fejlesztésében, ezért a dolgozat az üzleti angyalok bemutatására helyezi a hangsúlyt.

Magyarországon az intézményi kockázatitőke-befektetőket a Magyar Kockázatitőke és Magántőke Egyesület tömöríti. Az aktív befektetők száma meghaladja negyvenet, de az Egyesület társult- és egyéni tagjai közt számos ügyvédi iroda mint szakmai tanácsadó, valamint magánszemély befektető is található.

---

<sup>33</sup> A fejlett országokban a vállalkozások 40-90%-a finanszírozza működését banki hitelből.

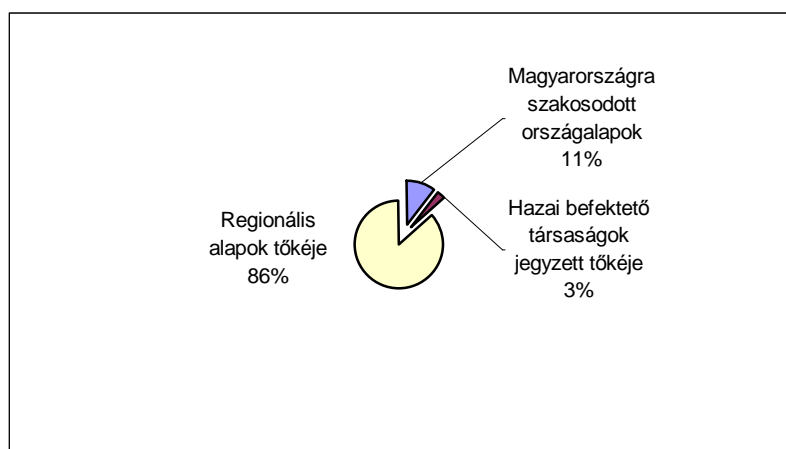
A jelenleg is hatályos, a kockázatitőke-befektetésekről, a kockázatitőke-társaságokról, valamint a kockázatitőke-alapokról szóló 1998. évi XXXIV. törvény befektetési korlátozásai miatt a hazai nyugdíjpénztárak és biztosítók nem fektethetnek be kockázatitőke alapokba és tőketársaságokba. Ezért az intézményi és magán kockázatitőke (private equity) befektetők túlnyomó része a külföldön bejegyzett alapokból finanszíroz (Tzvetkov Julián, 2003).

A kockázatitőke-alapok zárt végű befektetési alapokból általában 3-5 éves exittel fektetnek be. Néhány tőketársaság magánszemély tagokkal is rendelkezik (nem ritkán a magánszemély befektetők a szindikálás alacsonyabb kockázata miatt választják a partnerséget az önálló befektetői státusz helyett), illetőleg társfinanszírozásban hitelintézetekkel, állami tőkebefektetőkkel végeznek tranzakciókat.

Az MKME legújabb adatai szerint az 1990 óta megvalósult 1,5 Mrd € befektetés mellett még 3,5-4 Mrd € kínálati tőkeállományt tartanak nyilván a regionális alapokban és a kizárólag Magyarországra szakosodott ország alapokban. Az intézményi befektetők hazai piacra szánt tőkeállományának megoszlását az 5. diagram mutatja be.

#### 5. diagram

Az intézményi befektetők hazai piacra szánt tőkeállományának megoszlása



Forrás: Karsai Judit: GKI műhelytanulmány, 124.o. 2003.november, az Advent International becslése alapján

A nagyobb tőketársaságok ügyleti alsó limitje 1 Mrd Ft és a befektetőknek csak mintegy tizede nyitott a kisvállalkozások finanszírozására, de az alsó ügyletérték esetükben is 50-60 M Ft.

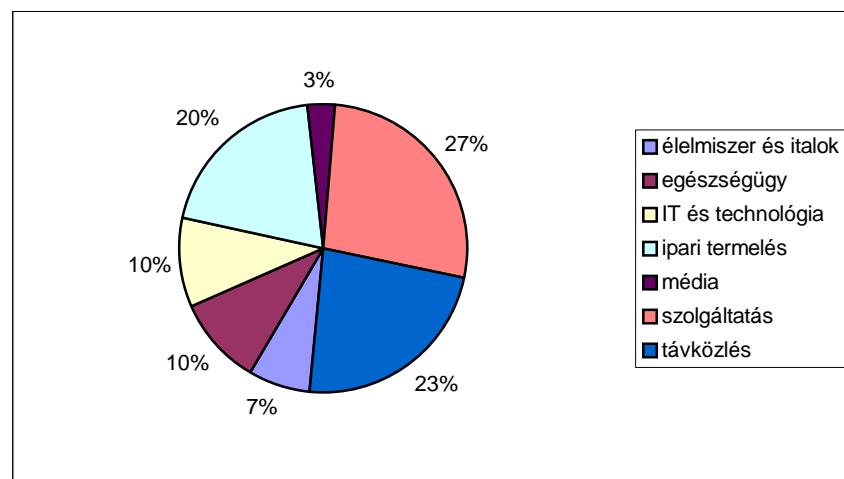
Az intézményi kockázati tőke-befektetések száma 2003-ben 32, csupán 2/3-a a 2000 évi ügylet számnak,<sup>34</sup> az átlagos ügylet méret 3,7 M € volt. A tőkefinanszírozás aktív banki közreműködéssel ment végbe, a teljes 350 M € tranzakciós összeg 2/3-át a hitelintézetek biztosították.

A befektetések vállalati életciklus szerinti megoszlásában 70%-ot képviselnek a kivásárlások, míg a fejlesztőtőke és a korai fázisú befektetések 27-, illetőleg 3 %-os részarányban fordultak elő.<sup>35</sup>

A befektetések iparági megoszlását a 6. diagram illusztrálja. A megoszlás az IT és kommunikációs iparágak enyhe fölényét, de semmiképpen nem a high-tech túlsúlyát mutatja.

6. diagram

Befektetések megoszlása szektoronként



Forrás: Rugalmasabb kereteket kaphat a kockázati tőke, Napi Gazdaság 2004.március 4.

<sup>34</sup> A 2000 év nemzetközi viszonylatban a befektetési boom éve volt, a dot-com cégek rekord összegű tőke abszorpciója miatt. A „dot-com lufi” kipukkanása után, 2001-től azonban óriási visszaesést szenvedett el a kockázati tőke-piac.

<sup>35</sup> Forrás: Zombory Viktória, a MKME elnökségi tagja, Napi gazdaság 2004. március 4-ei számban közölt nyilatkozata.

## 5.2. Informális kockázatitőke- piac és fejlődési problémái

A Global Entrepreneurship Monitor a vállalkozói aktivitás és gazdasági növekedés kutatási programjában vizsgálta a magyarországi informális tőkebefektetéseket és arra az eredményre jutott, hogy a felnőtt népesség 2,2 %-a, azaz 144 000 magánszemély végzett informális befektetést, átlagosan 1 M Ft értékben.<sup>36</sup>

A 2.2 pont alatt definiált, a nemzetközi standardhoz is jobban közelítő üzleti angyal kör befektetői a fenti vizsgálat alanyaihoz képest alig ismertek és szerepük a gazdaság finanszírozásában<sup>37</sup> lényegesen kisebb, mint a fejlett kockázatitőke-piaccal rendelkező országokban. Ennek részben történelmi-, részben intézményi- és nem utolsó sorban jogi-erkölcsi oka van.

- *Történelmi okok.* A magyarországi piacgazdaság rövid fejlődése alatt még nem halmozódott fel olyan mennyiségű tőke, ami a nyugat-európai országokban már rendelkezésre áll. A magánszemélyek szerényebb jövedelmi és vagyoni helyzete determinálja az informális tőke alacsonyabb szintjét. Empírián alapuló megközelítés szerint a hazai innovatív ötletek megvalósítása már induláskor 10-30 M Ft investíciót igényel,<sup>38</sup> ami a vállalkozás növekedése során további forrás szükségletet generálhat.

További korlátot jelent a vállalkozói tapasztalat és üzleti ismeret hiánya, ami nagyban akadályozza a befektetővé válást. A vállalkozói kultúra hiányosságaira vezethető vissza az is, hogy kevés az innovatív projekt és a jól kidolgozott, a befektetők számára meggyőző üzleti terv.

Szintén kulturális hiányosságokból eredeztethető a vállalkozói szellem alacsony szintje. A lakossági megtakarítások még ma is döntően biztonságos bankbetétekben és állampapírokból nyugszanak.

---

<sup>36</sup> Informális befektetők itt azok a személyek, akik a megelőző 3 évben nyújtottak pénzbeli támogatást valamely más személy által indított vállalkozás részére (részvénytulajdon kizárásával). A definíció az üzleti angyal kategóriába sorolja a családtagoktól, barátoktól, kapott tőke- és hitel alapú forrásokat egyaránt és nem korlátozza a vállalkozások körét sem jelentősen (Kosztopoulos A. - Makra Zs., 2004).

<sup>37</sup> Az Innostart Igazgatója, Garab Kinga becslése szerint a hazai piac nagysága 30 aktív és mintegy 100 potenciális befektető. Egyes vélemények szerint az eddigi üzleti angyal befektetések hazánkban csupán 10 közeli esetre tehetők, mintegy 20 M Ft átlagos befektetéssel.

<sup>38</sup> Forrás: [www.innostart.hu](http://www.innostart.hu) honlap

- *Intézményi hiányosságok.* A nemzetközi gyakorlatban a tőke-befektetési ügyletből való kiszállás leggyakrabban a portfólió cég tőzsdei bevezetésével történik. Az egyetlen hazai értéktőzsdén, a Budapesti Értéktőzsdén a kívánatos fejlődéssel szemben az elmúlt években negatív folyamatok indultak be, a jegyzett cégek száma jelentősen csökkent és technológiai cégek papírjaira specializálódott tőzsde sem alakult ki a régióban. Az pedig evidencia, hogy a fejlett tőkepiac ösztönzőleg hat a kockázati-és magántőke befektetésekre.

Hiányoznak azok a közvetítő mechanizmusok, amelyek az egyébként magas költséggel járó partnerkeresést segítenék. A fejlett befektetési kultúrával rendelkező országokban ezt a funkciót az üzleti angyal hálózatok látják el. Történtek kezdeményezések az Innostart és az MKME közreműködésével Üzleti Angyal Klub megalakítására, de a siker még várat magára.

- *Jogi-erkölcsi akadályok.* A kockázati-tőke-befektetések megtérülése nagymértékben függ attól, hogy mennyire stabil a jogszabályi környezet, a középtávra tervezett tőkenövekedés objektív feltételei hogyan alakulnak. A befektető – a közhiedelemmel ellentétben – nagyobb kockázatot vállal, mint a vállalkozó, ezért a szerződésekben foglaltak betartásához elvárja a jogkövető magatartást a partner részéről. Szintén elemi igény a vállalkozás gazdálkodásának transzparenciája a befektető számára. Ezért amennyiben egy országban az általános norma megengedi a jogszabályok kikerülését (adócsalás, adóelkerülés), az ellentétes érdekek miatt a befektető mozgástere korlátozottá válhat.

A befektető számára az investíció csak akkor lehet biztonságos, ha törvényi garanciát kap a társaság kötelezettségeiért való tőkearányos felelősségre. A gazdasági társaságok működését szabályozó hatályos jogszabályok szerint Magyarországon Kft-k és Rt-k lehetnek e tekintetben az üzleti angyalok befektetési célcsoportjai.

- *Kormányzati érdektelenség.* Magyarországon a mindenkor kormányok Kkv fejlesztési programjai alapvetően a hagyományos hitel- és garancia

alapú támogatásokra épülnek, világos szándék eddig nem mutatkozott a kockázatitőke-befektetések, mint alternatív finanszírozási forma támogatására. Az Európai Unió közösségi vállalkozás fejlesztési politikájához való harmonizációval és a programok teljes körű átvételével várhatóan nagyobb figyelem fordul a tárgyalt alternatív finanszírozási módszerek felé. A kereslet és kínálat intézményi támogatásának lehetőségeiről a 6. fejezetben bővebben esik szó.

#### 5.2.1. A hazai üzleti angyal kör jellemzése<sup>39</sup>

Az üzleti angyalok anonimitása miatt rendkívül nehéz valós képet adni tevékenységükről. A statisztikai elemzések eredményei a mintavételi problémák<sup>40</sup> miatt csak fenntartással terjeszthetők ki a teljes sokaságra.

Hazai kutatók (Kosztopolosz A. – Makra Zs) kísérletet tettek e finanszírozói kör felkutatására és minőségi-, valamint mennyiségi ismérvekkel történő parametrizálására. Vizsgálati eredményeik alapján a vizsgált kör az alábbiak szerint jellemezhető.

Nemzetközi összehasonlításban a hazai befektetők lakhelyük, tapasztalatuk, végzettségük alapján homogénebb csoportot alkotnak, mint külföldi társaik.

- *Személyes jellemzőiket* néhány EGT (Európai Gazdasági Térség) tagállam befektetőivel való összehasonlításban a 2. táblázat tartalmazza.

Az eredmények arra mutatnak rá, hogy a hazai angyalok fontosabbnak tartják a vállalkozói tapasztalatot, és aktívabb befektetők, mint külföldi társaik. A befektetések átlagos mérete meglehetősen szór és nincs szoros korrelációban a jövedelemmel (a hazai befektetők vagyoni helyzetéről nincs összehasonlító adat). A legszembetűnőbb azonosság, hogy szinte minden befektető férfi, függetlenül nemzetiségüktől.

---

<sup>39</sup> A hazai üzleti angyal kör leírása rendkívül szegényes. E magánbefektetői kör jellemzése során Kosztopolosz A. – Makra Zs. 2004 évi kutatási eredményeire támaszkodom.

<sup>40</sup>Nem ismertek a befektetők, ezért még becslés szinten sem lehet körülhatárolni a sokaságot, továbbá a minta reprezentativitása is kérdéses.

2. táblázat

	Nagy-Britannia	Németország	Norvégia	Magyarország
Kor (átlag)	53	48	47	44
Nem (%-a férfi)	99	100	97	100
Éves jövedelem (ezer)	46 GBP	500-1000 DM	76,3 USD	10000 Ft
Vagyon (ezer)	312 GBP	11500 DM	410 USD	nincs adat
Végzettség (%-a diplomás)	n.a.	n.a.	n.a.	86
Vállalkozói tapasztalat (%)	57	75	46	93
Befektetési aktivitás (az elmúlt 3 évben)	2	4,8	3,7	4,9
A befektetés átlagos mérete	10 E GBP	200 E USD	76,3 E USD	15 000 E Ft

- *Intellektuális motiváció.* A vagyongyarapítás mellett, amint arról a fentiekben már történt említés, a pszichikai motiváltság is jelentős szerepet játszik a befektetői döntésekben. Míg a hazai befektetői körben a motivációs rangsor vezető eleme az elérhető tőkenyeresség, addig a fejlettebb piaccal és magasabb jóléttel bíró Németországban az intellektuális hozam privilegizált. Más kulturális értékek mentén az amerikai befektetőket is anyagi megfontolások vezérlik.

A jelenséget leíró statisztikai adatokat<sup>41</sup> a 3. táblázat mutatja be. Figyelemre méltó, hogy a hazai befektetők körében a kihívás milyen fontos momentum, ugyanakkor az emberbarát indíttatás mind a magyar, mind a német preferenciák közt jelentősen hátraszorul.<sup>42</sup> A nagymértékben eltérő preferenciák valószínűleg a gazdasági- és kulturális eltérésekre vezethetők vissza.

<sup>41</sup> Az egyes szempontok fontossága 1-5 –ig terjedő skálán mérve.

<sup>42</sup> Véleményem, saját tapasztalat alapján: a kockázattal járó tőke tranzakciók jelentős része bukással végződik, ami törvényszerűen megrontja a partnerkapcsolatban érintett barátságot és családi viszonyt. A potenciális befektetők ezért óvatosságból nem keresik a pénzügyi együttműködést barátokkal, családtagokkal.

3. táblázat

Motiváció	Magyar		Német		Amerikai	
	Érték	Rang	Érték	Rang	Érték	Rang
Az átlagon felüli megtérülésben bízva	<b>4,64</b>	<b>1.</b>	<b>3,58</b>	<b>3.</b>	<b>3,99</b>	<b>1.</b>
Mert számomra szakmai kihívást jelent	<b>3,93</b>	<b>2.</b>	-	-	-	-
Kedvtelésből, e tevékenység örömet okoz	<b>3,29</b>	<b>3.</b>	<b>4,58</b>	<b>1.</b>	2,43	5.
A jövőbeni osztalékért	2,86	4.	1,16	8.	-	-
Hogy támogassam a fiatal vállalkozókat	2,29	5.	<b>3,84</b>	<b>2.</b>	2,38	6.
A társadalom számára fontos termékek előállítását segítsen	2,07	6.	2,26	4.	2,2	7.
Hogy egy barátnak vagy családtagnak segítsek	1,79	7.	1,74	5.	2,79	4.
Adózási megfontolásból	1,71	8.	1,54	6.	<b>2,85</b>	<b>3.</b>
Egy közösség, társadalom megbecsülésének kivívásáért	1,64	9.	1,46	7.	1,71	8.
Rendszeres kiegészítő jövedelem megszerzése céljából	1,57	10.	-	-	<b>3,47</b>	<b>2.</b>

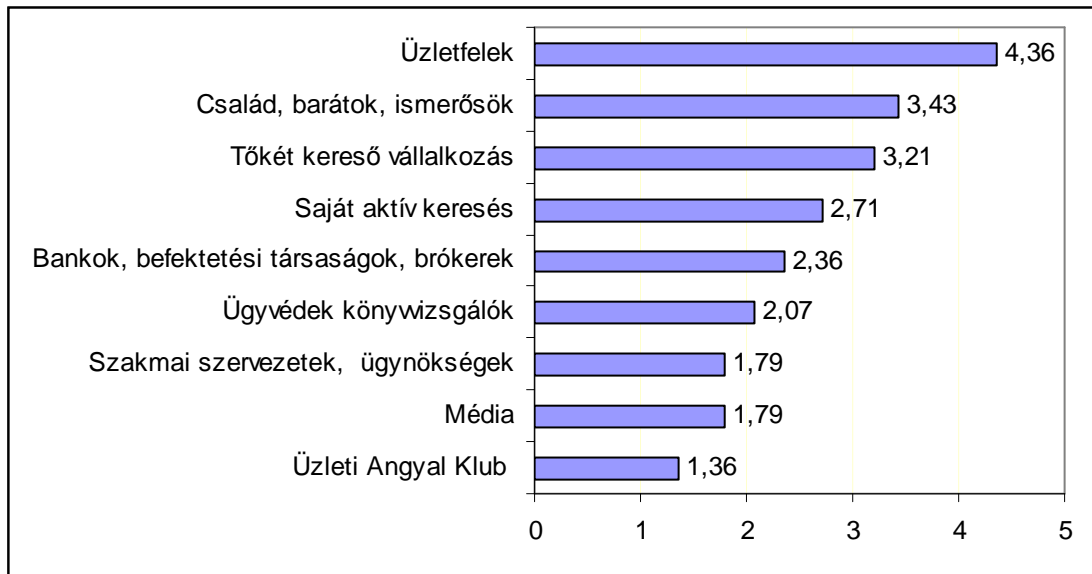
- *Információ.* Az informális kockázatitőke-piac hatékony működésének alapvető feltétele –hasonlóan az egyéb piacokhoz- a befektetők és vállalkozók tökéletes informáltsága és az alacsony tranzakciós költségek. A hazai keresleti- és kínálati oldal szereplői között tatóngó információs szakadék miatt a piac jelentős torzulásokkal és alacsony hatásfokkal működik.

Magyarországon a domináns információs csatornát a személyes kapcsolatok jelentik. Az MKME társult tagjai között található jogi- és befektetői tanácsadó társaságok szintén foglalkoznak, bár korlátozott mértékben, a vállalkozók és befektetők keresésével. Pillanatnyilag szervezett formában az Innostart Üzleti Angyal Klub működik több-kevesebb sikerrel, elsősorban a szakmabeliek konzultatív szervezeteként. Csekély a szerepe az információ közvetítésben a vállalkozásfejlesztési intézményeknek és pénzügyi közvetítőknek. Az

információforrásokat bemutató 7. diagram rávilágít ezekre a hiányosságokra, továbbá arra is, hogy a média sem foglalkozik ezzel a témával.<sup>43</sup>

7. diagram

A befektetési lehetőségek információ forrásai (Likert skálán mérve)



- *Befektetői preferencia.* Tanulságosak azok a vizsgálati eredmények is, amelyek az üzleti angyalok preferenciáját jellemzik a befektetési döntéseik során. A rangsor igazolja azt a vélekedést, hogy a magánszemély befektetők lényegesen toleránsabbak, a kiszállás fontossága háttérbe szorul az egyéb értékek mögött, szemben az intézményi kockázati tőkével.<sup>44</sup>

*Preferencia rangsor:*

1. növekedési potenciál
2. vállalkozó személyes kvalitásai
3. várható hozam
4. kiszállási lehetőség

<sup>43</sup> Vélemény tölem: a média szerepe a kockázati tőke iparág bemutatása lehetne, mint ahogy azt az EC 2002-es ajánlásában is szorgalmazta. Az alapvető ismeretek, szakmai szövetségek elérhetőségének közreadásával katalizálhatná a partnerek egymásra találását.

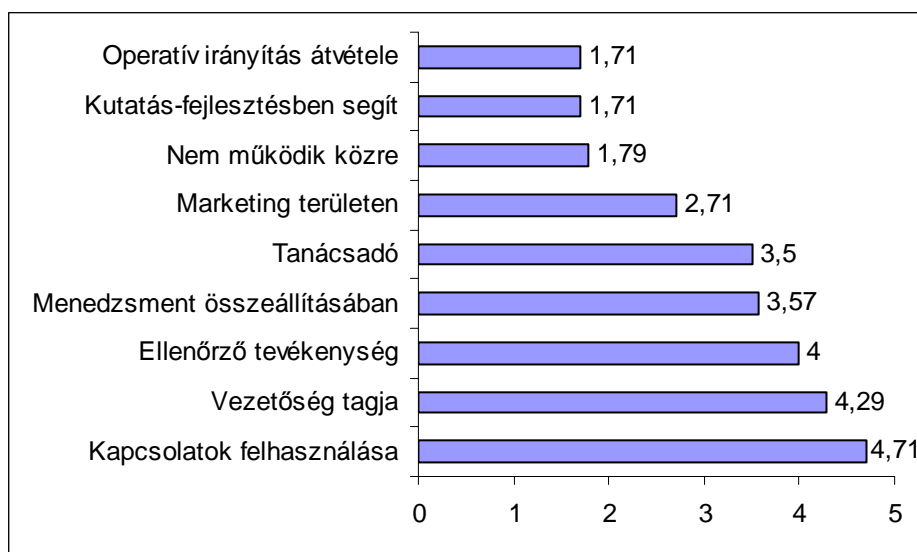
<sup>44</sup> Az intézményi kockázati tőke-befektetések forrása nagy többségben zárt végű befektetési alapok. A befektető, likviditásának megőrzése érdekében ezért rugalmatlan az exitet illetően még akkor is, ha a prolongációval esetleg magasabb tőkenyereséget érhetne el a vállalkozás.

5. innovatív projekt, jó ötlet
6. iparág
7. vállalkozás helyzete
8. üzleti terv
9. vállalat életciklusa
10. vállalat földrajzi elhelyezkedése

- *Közreműködés a vállalkozás működésében.* Általános gyakorlatként az ismert az üzleti angyalokról, hogy aktívan részt vállalnak a finanszírozott vállalkozás működtetésében. A magyar informális befektetőknél a „hands-on” a 8. diagram szerinti tevékenységekre terjed ki.

8. diagram

Közreműködés a finanszírozott vállalkozásban (Likert skálán 1-5 )



Az üzleti angyal befektetők a pénztőke mellett a legnagyobb mértékben a kapcsolati tőkéjük kihasználásával támogatják a vállalkozást, és legritkább esetben veszik át az operatív irányítást. Ugyanakkor az is látható, hogy rendkívül kicsi a csendestársak aránya, valamilyen formában a befektetők igyekeznek hatással lenni a jövedelemtermelő folyamatokra.

A tőkerészesedés a vizsgált minta 60 %-ánál 25-50 % közötti és 1/3 részük rendelkezik többségi tulajdonnal valamely befektetésében.

A legnagyobb gyakorisággal előforduló üzletrész arányt a minősített döntési jogkör mellett valószínűleg a projekt tőkeigénye is magyarázza. Az átlagos befektetett tőkeérték az elmúlt 3 évi befektetésekben 15 M Ft volt.

A vizsgált minta szinte minden tagjára jellemző a más magánszemélyekkel történő szindikált finanszírozás, vagy kockázatitőke-alapokkal, bankokkal történő hibrid befektetés. Állami társbefektetői konstrukció aránya mindössze 7%.

### 5.2.3. Vállalatközi fejlesztő tőke

A dolgozat 2. pontjában megtalálható e finanszírozási mód általános jellemzése. A dolgozat terjedelme és irányultsága miatt itt további részletekre nem térek ki.

## 5.3. **Állami beavatkozás**

Ma már evidencia a fiatal, növekedésre képes kis-és középvállalkozások azon szerepe, hogy jelentősen képesek a GDP előállításához, új munkahelyek teremtéséhez hozzájárulni, illetőleg a nemzetgazdaság versenyképességének növekedését iniciálni. E fontos gazdasági-és társadalmi szerep miatt a KKV szektor az uniós tagországokban elmúlt két évtizedben az állami figyelem homlokterébe került és a közösségi politikák<sup>45</sup> adta korlátok között strukturált vállalkozásfejlesztési programok kedvezményezettjeivé vált. A Negyedik Többéves Vállalkozásfejlesztési Program a pénzügyi programok mellett már külön fejezetet szánt a kockázatitőke programoknak is, ami az intézményes állami beavatkozások háttér-finanszírozását szolgálja.

Nemzetközi elemzők közt évek óta nincs konszenzus az állam működésének szükségességét és hatékonyságát illetően a kockázatitőke-piacon<sup>46</sup> (Karsai Judit,

---

<sup>45</sup> Versenypolitika de minimis szabályok, kereskedelempolitika GATT előírásokkal összefüggő szabályrendszere

<sup>46</sup> Az érvek, ellenérvek között a leggyakoribbak: KKV-k könnyebb tőke-bevonása, ezáltal nemzeti szinten a versenyképesség növelése, a befektetők jogi védelme; míg a másik oldalon az állam kizorító hatásából eredő piactorzítás, a természetes piaci reagáló képesség csökkenése, az állami elszámolási kötelezettség okozta kontraszelekció miatt a legkockázatosabb ügyek hátrányba kerülése és a nagy visszaélési lehetőség.

2003). A kockázatitőke piaci kategória, de a tökéletlen működése okán minden állam beavatkozik valamilyen mértékben működésébe.

A hazai tőkepiacon az állami beavatkozásnak a szakirodalom által megkülönböztetett mindkét alapesete, a közvetlen és közvetett beavatkozás is érvényesül.

### 5.3.1. Közvetett beavatkozás

Közvetett módon az állam szabályozás és adózás útján tudja orientálni a befektetésre szánt kockázati-és magántőkét.

#### 5.3.1.1. Hatósági eszköz

A kockázatitőke-piac működését szabályozó törvényi háttérrel a jelenleg hatályos, a kockázatitőke-befektetésekről, a kockázatitőke-társaságokról, valamint a kockázatitőke-alapokról szóló 1998 évi XXXIV. törvény adja. Rendelkezéseivel kapcsolatosan számos kifogás merült fel, mindennek előtt a tőke-társaságok alapításával, a tőkenyereség adóztatásával összefüggésben. Jelenleg folyik a törvénymódosítás előkészítése, amelyen a MKME képviseli a szakmai oldalt a Pénzügyminisztériummal való tárgyalásokban. Az MKME legfontosabb módosítási javaslatai:

- hazai források, biztosítók, nyugdíjintézetek is rész vehessenek a vállalkozások finanszírozásában a tőke- alapokon és társaságokon keresztül,
- a tőkealapok társasági adóalanyisága szűnjön meg, és a tulajdonosok fizessék meg a tőkenyereség utáni adót (ez az üzleti angyalok vonatkozásában a személyi jövedelemadó tételek között fizetendő, jelenleg 20 % osztalékadó),
- a tőke-alapokba és társaságokba történő befizetést a jelenlegi 1 éves kötelezettség helyett 6 éves periódus váltsa fel, amely alatt a befektetésekhez igazodhatna a tőkebevonás és a tőkealapba befizetett tőke-összegre szűnjön meg a 2 éves befektetési kötelezettség (Napi Gazdaság 2004. március 4, MKME honlap).

Az adórendszer és az abban alkalmazott előnyök nagymértékben képesek ösztönözni a megtakarítások kockázattőke-alapba történő áramlását. Egy Európai Bizottsági jelentés arra hívja fel a figyelmet, hogy az induló tőke-befektetések képezik a nemzeti jólét és foglalkoztatás alapját,<sup>47</sup> ezért azokat sem gazdaságpolitikai, sem szociális alapon nem célszerű büntető jellegű adókkal súlytani.

Az állam sokféle megoldást alkalmazhat az adókedvezményekre, a teljesség igénye nélkül néhány megoldás, amit a fejlett kockázattőke-piaccaal rendelkező országok alkalmaznak:<sup>48</sup>

- az jövedelemadó alapon<sup>49</sup> a befektetési veszteségeknek az egyéb tőkejövedelmekkel szembeni elszámolhatósága,
- jövedelemadó-alap csökkentése a tárgyévi befektetés meghatározott részarányával,
- adómentesség a tőkejövedelem teljes, vagy részösszegére, ha az adott évben újra befektetésre kerül,
- címzetten a tőzsdén kívüli befektetések tőkenyerességére alkalmazott alacsonyabb adókulcs, esetleg a hosszabb futamidőt premizálva.

A jelenleg hatályos hazai adótörvények –tudomásom szerint- nem tartalmaznak ilyen kedvezmény elemeket.

### 5.3.2. Közvetlen beavatkozás

A közvetlen állami beavatkozás eszközei a teljesség igénye nélkül a: „hitel-és garancianyújtás, illetve az ezek feltételeit érintő kedvezmények, valamint a költségek csökkentését célzó támogatások, segélyek... az állam által létrehozott befektetési alapok...” (Karsai Judit, GKI tanulmányok 2003. november, 131.o.) . Magyarországon a rendszerváltást követően állami tőke investícióval történő finanszírozást az Magyar Fejlesztési Bank Rt végzett számos iparvállalat

---

<sup>47</sup> Egy 2003-ban megjelent EC hatástanulmány szerint az Egyesült Királyságban a befektetett összegek közel 60 %-át nem fektették volna be a vállalkozások korai életszakaszába, ha nem lett volna az Enterprise Investment Scheme kedvezményrendszer.

<sup>48</sup> Az Európai piacon „best practice”-ként az Egyesült Királyságban alkalmazott adókedvezmények ismertek (EC 2003).

<sup>49</sup> Itt a jövedelemadó-alap a magánszemély befektetőkre vonatkozik, de szinonimaként használható a nyereségadó-alap az intézményi befektetőknél.

feljavításához kapcsolódóan. Később a bank reorganizációs szerepe visszaszorult és kockázatitőke-allokációs szerepe évekre megszűnt.

A pénzügyi intézet 2003 őszén jelentett be új kockázatitőke-befektetési programot, amely sikeres kis- és középvállalkozók részére 50-500 MFt tőkefinanszírozást tesz lehetővé, nagyjából hitelezési konstrukcióban, 6 %-os reálhozam mellett.

2001-2002-ben az állam konkrét kedvezményezett kör megjelölésével három – részben állami forrásokkal ellátott- kockázatitőke-alap létrehozását hirdette meg. A vélekedés az alapok létrehozása mögött az volt, hogy a kisebb méretű, életük korai szakaszában tartó vállalkozások számára nem kielégítő a kockázatitőke kínálata Magyarországon, ezért azt állami eszközökkel javítani kell. Az elképzelések szerint a kisebb társaságok mellett a multinacionális cégek számára potenciálisan beszállítónak váló vállalkozások, továbbá az informatika területén működő cégek tőkeellátásának javítása is indokolt, ezért „a három tervbe vett kockázatitőke-alap kifejezetten e vállalkozások kockázatitőke-finanszírozási esélyeit kívánta javítani” (Karsai Judit, GKI tanulmányok 2003. november, 141.o.). Az első két célcsoport finanszírozására a Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Rt-t és a Beszállítói Befektetői Rt-t alapították, a kifejezetten informatikai és távközlési szektorra specializált alap az Informatikai Kockázati Tőke-alap.

5.3.2.1. Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Rt (továbbiakban KvfP Rt) befektetési paraméterei:

- célcsoport: a hatályos tv. szerinti kis- és középvállalkozások Kft, vagy Rt társasági formában, a pénzügyi- és mezőgazdasági szektorban egyszemélyes kivételével,
- tőke összeg: 10-100 M Ft,
- futamidő: 3, max 5 év,
- elvárt hozam: 6 havi Bubor + 5-6 % (5 éves futamidőnél. 12 havi Bubor + 2 %),
- hozamszámítás: lineáris,
- jogi biztosíték: induláskor nincs, de ha a befektető indokoltnak véli, a futamidő alatt követelhet pótlólagos bevonást,

- társfinanszírozás és forgóeszköz finanszírozás az Rt tulajdonosi körébe tartozó hét kereskedelmi bank által,
- tulajdoni hányad: maximum 49,9 %<sup>50</sup>,
- osztalék: nincs,
- részvétel az irányításban: csendestársként, negyedévenkénti monitoring,
- tőkerészesedés visszavásárlása: opció a vállalat többi tulajdonosánál azzal a megszorítással, hogy előre nem látott jelentős veszteségnél e kört visszavásárlási kötelezettség terheli.

Az Rt tulajdonosi körét az állam és hét kereskedelmi bank mellett a Hitelgarancia Rt (HgRt) egészíti ki. A HgRt az 1998 évi XXXIV. törvény hatályba lépésekor megtette a lépéseket a kockázatitőke-befektetéshez kapcsolódó állami garancia intézmény eljárásrendjének kidolgozására.<sup>51</sup>

A tőkebefektetési konstrukció közelebb áll a hitelezéshez, mint a klasszikus kockázatitőke befektetéshez. Az „induló vállalkozás” státus nem kizáró ok a megcélzott ügyfélkörben, de preferáltak az értékelhető gazdálkodói múlttal rendelkező társaságok.<sup>52</sup>

A társaság számára a 2003 év volt az első aktív befektetési időszak. A 226 megkereséséből 103 volt alkalmas előminősítésre, amiből év végéig 15 tőketranzakciót hajtottak végre 807 M Ft összegben. A befektetések ágazati és összeg szerinti megoszlását a 4. táblázat mutatja be.

---

<sup>50</sup> Amennyiben kedvezményezett vállalatban az állami tőke mértéke meghaladja a 25 %-ot, az 1999 évi kisvállalkozói tv. értelmében a mindennemű állami támogatásból kizárt.

<sup>51</sup> A HgRt e témában kompetens munkatársának tájékoztatása szerint kockázatitőke-befektetéshez a HgRt készfizető kezességét eddig nem vállalt.

<sup>52</sup> Az ügyfelek minősítése is a banki gyakorlathoz hasonló hagyományos vállalatértékelési modell szerint történik.

4. táblázat

Ágazat	Befektetések száma (db)	Befektetett összeg (M Ft)	KvfP Rt részesedése (%)
Környezetvédelem	1	40	25,00
Csomagolóanyag-ipar	1	80	48,78
Vegyipar	2	25 + 35	24,99 + 24,98
Élelmiszeripar	2	30 + 60	25,00 + 42,74
Turizmus	2	45 + 82	24,90 + 49,70
Orvosi műszergyártás	2	50 + 80	24,90 + 33,33
Informatika-távközlés	2	40 + 90	25,00 + 24,90
Gépipar	3	30 + 50 + 70	24,99 + 49,02 + 18,82

Forrás: KvfP Rt honlapja, 2004. január 22-i sajtótájékoztató anyag

#### 5.3.2.2. Beszállítói Befektető Rt

A társaság a multinacionális cégek potenciális beszállítóinak, tehát referenciákkal, korszerű vállalatirányítási és minőségügyi rendszerekkel bíró vállalkozásoknak a támogatására szakosodott, noha a cégismertetőik szerint nem zárják ki a magvető- és induló vállalkozásokat sem.

A problémamentes gazdálkodási múlttal bíró társaságokba átlagosan 50-100 M Ft-ot fektetnek be. A start-up vállalkozásoknál 10-50 M Ft közötti investíciók lehetségesek, egységesen legalább 3 éves futamidőre.

A társaság befektetési politikájának van néhány eleme, ami miatt vélelmezhető, hogy a deklarált célcsoport jelentős része számára nem vonzó ez a finanszírozási forma,<sup>53</sup> nevezetesen:

- a minősítést megelőző három évben a cégnek<sup>54</sup> nem lehet vesztesége,
- pénzügyi irányításban aktív részvétel, jogi-és szervezeti garanciával,
- minimum 25%+1, maximum 49 % szavazati jog,

<sup>53</sup> Személyes tapasztalatom szerint a tőke limit és a hozzá kapcsolódó befektetői jogok miatt a társaság eddig rendkívül nehezen talált finanszírozandó vállalkozást.

<sup>54</sup> Ismertek azok a recessziós- és árfolyam ingadozási hatások, amelyek 2001-től számos, főleg az exportképes Kkv-k számára piacvesztést és pénzügyi veszteséget okoztak.

- új vállalkozásnál független szakértői vélemény a projekt újszerűségéről, a piac nagyságáról, jellegéről és a finanszírozás teljes körű, biztonságos meglétéről (Beszállítói Befektető Rt honlap).

Az elvárt nyereség az éves infláció + 5-6%.

#### 5.3.2.3. Informatikai Kockázati Tőkealap

A tőkealap kifejezetten informatikai és távközlési szektorra specializált, 50-450 M Ft egyedi tőkebefektetéssel.<sup>55</sup>

### 5.4. Kik szorít ki az állam a kockázati tőke piacról?

Az állami beavatkozás ellenzői szerint az állam kiszorító hatást gyakorolhat a kockázati tőke-piac kínálati oldalának szereplőire azzal, hogy enyhébb követelményeket támaszt a kedvezményezett vállalkozásokkal szemben, mint az azonos piaci feltételek között racionális lenne. A hazai KKV-k piaci szegmensében versenyző felekként piaci oldalon az üzleti angyalok és nem számottevő mértékben a kisebb kockázati tőke-társaságok, az állami oldalon a KvFP Rt jelenik meg.<sup>56</sup>

A konkurencia vizsgálatnál a hipotézis az, hogy a releváns felek, az üzleti angyalok és a KvFP Rt, piacmegosztással vehet részt a finanszírozásban anélkül, hogy az állami fél érzékelhető kiszorító hatást gyakorolna. A vizsgálat önkényesen a két legfontosabbnak ítélt jelenségre tér ki. Egyrészt a KvFP Rt befektetési limitjéből adódó hatásra, másrészt arra a negatív hatásra, ami az üzleti angyalok számára az információs hátrányból fakad.

<sup>55</sup> Ismereteim szerint a tőke-alap aktívan még nem működik.

<sup>56</sup> Pontos statisztikai számításához adekvát adatok a kockázati tőke iparág természetéből fakadóan nem állnak rendelkezésre. Ezért a kiszorítóhatás elemzéséhez a konkurens állami- és magánbefektetők célpiaza közös halmazának becsléséből indultam ki. Az adatok hiányossága és eltérő tartalma miatt az egyszerűség kedvéért az üzleti angyalok és a KvFP Rt közös vadászterületét vizsgálom a Kft-és Rt vállalati körben. (A szervezeti forma megválasztását egyrészt a KvFP-re vonatkozó kockázati tőke törvény, másrészt az a feltevés indokolja, hogy az üzleti angyalok számára ezek a vállalkozási formák nyújtják a legszélesebb jogi garanciákat, ezért ebben a körben érdekeltek. A vizsgálatához a vállalkozások számára, saját tőkeállományukra vonatkozó adatok forrása a MGI 2002 éves jelentés. Jegyzett tőke adatok hiányában a saját tőke értékeit használok fel. A saját tőke tartalma, feltételezve, hogy nem tartalmaz negatív eredményt, inkább kiterjeszti, semmint szűkíti a releváns közös halmazt. A saját tőke átlagok helyett a nagy szórás miatt helyzeti értékeikhez tartozó tőke összegekről készült MGI összeállítást használtam.

A közös piaci felület nagysága, amelyet mikro- kis- és középvállalkozások működő Kft és Rt társasági formában lefednek:

114 200 vállalkozás (GMI 2002 éves jelentés 2002.december 31-ei állományi adataiból számolva).

Az induló vállalkozások tőkeigénye:	10-30 M Ft
Az üzleti angyalok átlagos befektetése:	15 M Ft
A KvfP befektetési minimuma:	10 M Ft, átlag: 54 M Ft

A legszélesebb közös célhalmaz a 49 %-os tőkerészesedést jelentő 10 M Ft befektetésnél adódik.

- 15 000 kisvállalkozás (20 000 Kft és Rt kisvállalkozásból)
- 4 700 közepes vállalkozás (az összes Kft és Rt ),

**összesen: közel 20 000 vállalkozás.**

A mikro vállalkozások között a fenti kritériumnak megfelelően tőkésített vállalkozás esetleg szórványosan lehet.

A KvfP Rt átlagosan 54 M Ft tőke befektetéseinek fogadására a számszaki adatok alapján szinte kizárólag a közepes vállalkozások rendelkeznek megfelelő mennyiségű tőkével.

#### b.) Információs hátrány

Az összemérésben az információs hátrány az üzleti angyalokat hozzá kedvezőtlenebb helyzetbe. Míg az állami cég ismertsége az internetes elérhetőség mellett a média bármely elemének felhasználásával növelhető, a konkurens üzleti angyal kör tudatosan fedi el magát. Az Rt keresési költségei az előző gondolatmenetből eredően lényegesen alulmúlják az üzleti angyalok elérési költségét.

*Következtetés:*

Közel 20 000 vállalkozásból álló közös halmaz az, amely kapitalizációja alapján a 10 M Ft-al finanszírozható keresleti oldalt képezi. A 10 M Ft-nál nagyobb

összegű befektetésekre alkalmas vállalkozói kör szűkül, míg a 10 M Ft alatti befektetés a KvfP limit miatt kizárt.

A partnerkeresésben jelentkező idő-és költségtényezők a KvfP Rt-t erősítik a konkurenszel szemben. Ugyanakkor a KvfP Rt befektetési filozófiája, amely a stabil múlttal rendelkező, inkább közepes cégeket preferálja, úgy vélem, mindaddig nem fog változni, amíg az Rt alaptőkéje (jelenleg 3,5 Mrd) arra keretet ad. A költséghatékonyság indokolta méretgazdaságosságra való törekvés, továbbá a kockázatkerülő magatartás itt döntően az állami intézmény sajátja. További negatívumként hatnak a KvfP Rt helyzetében, hogy a kiegészítő finanszírozás banki forrását a tulajdonosi kör hiteleihez kötik, utólagos jogi biztosítékokat követelhetnek, továbbá, hogy semmi olyan addicionális támogatást nem nyújtanak a vállalkozásnak, amiből az üzleti angyalok finanszírozása mellett azok profitálhatnak.

Mindaddig tehát, amíg szabad állami forrásokból a KvfP Rt az erősebb kis- és közepes vállalkozókat képes finanszírozni, megítélésem szerint az üzleti angyalokkal komplementer piacon tudnak működni, és igaz az a hipotézis, hogy állami beavatkozás kizorító hatása pillanatnyilag nem érvényesül.

E rövid elemzés a következtetésben nagy súlyt helyez arra a korábban is már tárgyalt körülményre, hogy az üzleti angyalok láthatatlansága az informális kockázatitőke piac működésében nagyfokú torzulást és hatékonyságvesztést okoz.

## **6. HOGYAN TÁMOGATHATJA AZ ÁLLAM A HATÉKONY INFORMÁLIS TŐKEPIAC KAIALAKULÁSÁT**

Nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy „piacbarát” környezetben az informális tőkebefektetések aránya meghaladja a formális investíciókét. Néhány EU tagállam kockázati-és magántőke befektetését mutatja be az 5. táblázat. Szakmai nyilatkozatok szerint a kihasználatlan informális tőkekapacitások mértéke többszöröse a befektetett volumennek, aminek aktivizálása a piaci szereplők szervezett és korrekt módon történő informálásával válna lehetővé.

## 5. táblázat

### Formális- és informális befektetések aránya a GDP %-ában

Ország	Formális kockázati-tőke befektetések aránya	Informális kockázati-tőke befektetések aránya	Eltérés
Dánia	0,17	0,59	0,42
Egyesült Királyság	0,86	1,20	0,34
Finnország	0,29	0,26	-0,03
Írország	0,22	0,72	0,50
Németország	0,23	0,55	0,32
Svédország	0,92	0,30	-0,62

Forrás: Karsai (2003, 115.o.) és Bygrave (2003,1.táblázat) alapján saját összeállítás

Megjegyzés: A formális kockázati-tőke adatok 2000 évi befektetésekre vonatkoznak, az informális kockázati-tőke értékek 1997-2001 adatok éves átlaga.

Az állami szerepvállalás motivációja a vállalkozók finanszírozásának javításán keresztül a gazdasági növekedéshez, a foglalkoztatottsághoz és a versenyképesség növeléséhez fűződő érdek. Katalizálhatja a kockázati-tőke kínálatának növekedését, és keresleti oldalon is beavatkozhat a növekedést ösztönző intézményi feltételek javításában.

Nemzetközi tapasztalatok mutatják, hogy az állam közvetítő intézmények, nevezetesen üzleti angyal hálózatok létrehozásával jótékony módon tud beavatkozni az információs asszimetria megszüntetésére. Közreműködésük hozzájárulhat a finanszírozási-és tudás korlátok lebontásához, aminek első számú haszonélvezői a tőkeszegény vállalkozások.

Az informális tőkepiac keresleti-és kínálati oldalát és az ösztönzők kapcsolatát a mellékelt ábra szemlélteti.

#### 6.1. A kínálati oldal lehetséges ösztönzése:

- A pénzügyi- és jogi környezet elemeinek változása azonnal és közvetlenül hat a befektetési hajlandóságra. A tartósan magas reálkamat, állampapír hozam és egyéb, magas hozadékú biztonságos befektetések elterelik a szabad tőkeállományt a kockázatos vállalati befektetésektől.

- A tulajdon-és szavazati jog, valamint a befektetett tőke és annak hozadéka kivonásához kapcsolódó jogok hatékony érvényesítési lehetősége élénkítheti a befektetési hajlandóságot.
- tőkepiaci intézményrendszer fejlesztése,
- konjunktúra élénkítő programok meghirdetése,
- adókedvezmények (Lásd: 5.3.1.1. pont),
- tőkegarancia rendszer, amely a befektetőtől átvállalja az esetleges tőkeveszteség bizonyos hányadát,
- finanszírozással összefüggő költségek csökkentése, stb.

## 6.2. Keresleti oldal ösztönzése

Az új ötletek generálása és a kreativitás fejlesztése terén a piaci igényekhez alkalmazkodó, magas színvonalú oktatási rendszer és koherens nemzeti innovációs stratégia szükséges, amelyhez a széles vállalkozói kör számára elérhető és igénybe vehető intézményi rendszer kapcsolódik. A feladat azért is időszerű, mert a K + F + innováció az elmúlt évben mindössze 45 %-al járult hozzá a GDP növekedéséhez, ami nemzetközi összehasonlításban meglehetősen alacsony érték. Hasonló módon rendkívül alacsony az innovatívnak számító vállalkozások száma is. A GKI által közelmúltban végzett felmérése szerint ma Magyarországon mindössze 400-500 innovációra képes kis- és középvállalkozás működik (Napi gazdaság, 2004. február 23).

Az ösztönzők körébe tartozhat egyebek mellett:

- az új tudományos, műszaki ismeretek és kutatási eredmények diffúziója a gazdaságba,<sup>57</sup> interaktív kapcsolat az érintett szektorban tevékenykedő vállalkozók és kutatók, kutató bázisok között,
- kereslet-orientált alkalmazott kutatások<sup>58</sup> magasabb szintű állami támogatása az alapkutatásokkal szemben,

<sup>57</sup> A szellemi termékek jogvédelmi eljárásának egyszerűsítése és az oltalom jogi védelmének, valamint a hozzáférés költségeinek csökkentése kardinális kérdés a hatékony innováció rendszerben.

<sup>58</sup> A Lisszaboni innovációs cél: 2010-ig a K+F ráfordítás 3 %-ra való növelése úgy, hogy annak 2/3 részét az üzleti szféra biztosítsa. Magyarország start-pozíciója e tekintetben az EU országai között az egyik legrosszabb, ezért e terület kiemelt figyelmet kíván a következő években.

- fejlesztési infrastruktúra elérhetőségének növelése regionális szinten az eszköz-szegény vállalkozások támogatása érdekében (inkubátor házak, egyetemi kutatóhelyek, ipari parkok speciális szolgáltatásai).

A vállalkozókészség fejlesztése a hazai gyakorlatban különös jelentőségű. A piacgazdaság rövid története és a sok esetben kényszerűségből keletkezett vállalkozói szerep nem tette lehetővé magas szintű vállalkozói kultúra kialakulását. A kockázatitőke bevonásával kapcsolatos vállalkozói attitűd az ismeretek hiánya, vagy torz mivolta miatt többnyire negatív. A cégvezetők többsége, még ha ismeri is e finanszírozási forma természetét és a befektetők elvárásait, személyes okokból nem képes megosztani a cég irányítási feladatait és tulajdonosi jogkörét, noha látja az abban rejlő növekedési lehetőségeket.<sup>59</sup>

A kockázatitőke iránti vállalkozói bizalom növelésében az állam ismeretterjesztő szerepét ajánlatos erősíteni, amit az EU irányelvekkel való konformitás<sup>60</sup> és a célprogramokban való részvétel szükségessé is tesz.

Jó alapot teremthet erre például a Magyar Gazdasági és Iparkamara KKv uniós felkészítő kurzusa.

### **6.3. Az üzleti angyal hálózatról -néhány mondatban-**

Az üzleti angyal hálózatok a partnerkeresés hosszadalmas és költséges folyamatát hivatottak támogatni, ami az intézményes kockázatitőke esetében a médiában való megjelenéssel teljesülhet. Felkészült munkatársakkal a hálózatok kiterjedt finanszírozási és menedzseri ismeretterjesztést végezhetnek, ami a vállalkozási kultúra erősödéséhez is hozzájárul.

A hálózatok legfontosabb stratégiai célja a lehető legszélesebb kör elérése. A tagok toborzása az EU gyakorlat szerint leginkább szemináriumok, cikkek, saját

---

<sup>59</sup> A bizalomhiány abból a félelemből fakad, hogy a befektető kiszorítja a rendszerint egyszemélyi vezető tulajdonost a cégből. Sokszor megalapozott ez a vélekedés a tekintetben, hogy az alacsony tőke-ellátottság mellett a projektfinanszírozáshoz elégséges külső forrás a tőkeszerkezetben már a finanszírozó többségi tulajdonát eredményezné, az azzal járó jogkör bővüléssel együtt.

<sup>60</sup> Megemlíteném még a vállalkozók alapításával, működésével kapcsolatos adminisztrációs kötelezettségek redukálása, azonban az a kockázatitőke finanszírozással nincs közvetlen kapcsolatban, így részletezését itt mellőzöm.

kiadvány, vagy személyes marketing útján történik, bevonva a magántőke finanszírozásban érdekelt egyéb szereplőket is (bankok, tanácsadók, stb).

Kritikus pontja a hálózatok működésének a diszkréció és megbízhatóság, ezért a nemzetközi gyakorlatban az intézmények egy része szigorú etikai szabályzatot, vagy magatartási kódexet alkalmaz.<sup>61</sup>

#### 6.3.1. Hálózat-típusok

- *Nemzetközi hálózat.* Európában az EBAN<sup>62</sup> működik nemzetközi méretekben, támogatva a befektetések nemzethatáron túli mobilitását és szakmai segítséget nyújtva a nemzeti hálózatok működéséhez, fejlődéséhez.
- *Nemzeti hálózat.* A regionális hálózatokat fogják össze olyan országokban, ahol a nagy távolságok hatékonysági problémát vetnek fel (pl. a német Business Angels Netzwerk Deutschland). Olyan kis országokban, mint Magyarország, alternatíva lehet a szektoriális hálózat a regionális helyett.
- *Lokális-regionális.* Tipikus hálózat szerveződési forma. A helyi ismeret, személyes kapcsolatok, a szűkebb környezet gazdasági jólétét illető közös célok szinergikus hatása miatt mikrogazdasági szinten a leghatékonyabb működési forma (Kosztopoulos A. – Makra Zs., 2004).

#### 6.3.2. Finanszírozás

A nemzetközi tapasztalatok szerint a hálózatok vegyes finanszírozása a leghatékonyabb. A tisztán állami finanszírozás a hálózatok felállítása után megfelelő méretű ügyfélkör kialakulásáig, illetőleg az egészen kis, induló vállalkozások közvetítésében lehet támogatandó.

A vegyes finanszírozás, amelyben az állam mellett a potenciális vállalkozók, befektetők és egyéb érdekelt intézmények is részt vesznek, profitorientált módon működik. Az ügyfelek által fizetett alapdíj a hálózat működési költségeit fedezi standard alapszolgáltatás mellett. Sikerdíjas konstrukcióban és/vagy további címzett állami támogatással szakmailag elismert személyek díjazását lehet

---

<sup>61</sup> A belga nemzeti üzleti angyal hálózat (BeBAN) a legjobb EU gyakorlatot folytatja az etikai kódexében szabályozott titoktartási és szerződéses feltételeit illetően. (Lásd best practice fejezet)

<sup>62</sup> EBAN European Business Angel Network.

biztosítani, akik magas színvonalú tanácsadói tevékenységgel támogathatják a vállalkozók alkalmasságát a kockázati tőke befogadására.

### 6.3.3. Az EU „üzleti angyal hálózat-politiká”-ja

Az Európai Bizottság a Harmadik- és Negyedik Többéves Vállalkozásfejlesztési Programokban pénzügyi támogatást nyújt az üzleti angyal hálózatok kiépítéséhez annak érdekében, hogy növekedjen az informális tőke-befektetések szerepe a gazdaságfinanszírozásban. A programok mind a keresleti, mind a kínálati oldal támogatására tartalmazznak finanszírozási elemeket a következő célokra:

- hálózatépítési programok, új hálózatok kiépítésére és működési támogatására,
- ismeretterjesztő és népszerűsítő kampányok szervezése és a „best practice” példák elterjesztés,
- regionális üzleti angyal hálózat koncepció megvalósíthatósági tanulmányának készítésére.

Az Európai Bizottság a Harmadik Többéves Keretprogram tapasztalatait és legjobb gyakorlatait elemezve ajánlást tett az államok hálózat-fejlesztést ösztönző tevékenységének szélesítésére.

Az EU egyszeri 50%-os társfinanszírozást vállal a programok megvalósításában és három éven keresztül hasonló arányban támogatja a hálózatok létrehozását és növekedését. Azt követően a szervezetnek önfenntartóvá kell válnia.

A tagállamok racionális helyzetértékelését és a programok sikerét jelzi, hogy többségükben az üzleti angyal hálózatok száma többszörösére emelkedett. A hálózat-fejlesztésben élenjáró országokat az 6.táblázat mutatja be.

Érdekessége az EBAN statisztikának, hogy Csehországot is tartalmazza, mint hálózattal már rendelkező, tagjelölt államot.

Megjegyzés: Az adatok statisztikai pontosságát rontja, hogy nem minden hálózat tagja az EBAN-nak.

6. táblázat

## Üzleti angyal hálózatok az Európa Unióban

Ország	1999	2002
Belgium	4	7
Dánia	0	6
Egyesült Királyság	49	48
Franciaország	4	48
Németország	1	40
Olaszország	2	11

Forrás: EBAN (2002)

#### 6.4. Benchmark minták az EU tagállamok gyakorlatából

Jól működő informális tőke-piac kialakításához számos, az EU-ban bevált eszköz áll követendő példaként rendelkezésre. A tapasztalatok cseréje, az uniós források bevonása és a legjobb gyakorlat átvétele alkalmas arra, hogy az állami vezetés felkészült gazdasági-és pénzügyi szakemberek szakmai támogatása mellett hatékonyan legyen képes ösztönözni a piac szerelőit. Ennek az egyik legfontosabb intézményi hátterét jól szervezett üzleti angyal hálózatok biztosíthatják. A dolgozat néhány benchmark mintát kínál az EBAN tagjainak módszereiből:

- *Németország.* A BAND<sup>63</sup> két egyetemmel és egy média céggel közösen egy olyan projekten dolgoznak, amelyben 30 üzleti angyal tevékenységét vizsgálják negyedéves információ bekéréssel. A vizsgálatban résztvevő befektetők működési területe az egész országot lefedi. A gyűjtött adatok a befektetések területi koncentrációjára, a piac fejlődésére, a befektető motivációjára, továbbá az átadott know-how-ra, a befektetés és üzleti ráfordítás összegére, és egyéb speciális kérdésekre irányul. A vizsgálat eredményei egy szakmai folyóiratban és egyéb írott sajtóban jelennek meg, a befektetői válaszok természetesen anonim módon. A számszerű elemzést gyakran interjú és vállalkozói portré egészíti ki.

<sup>63</sup> Business Angel Netzwerk Deutschland

- *Ausztria.* A közszféra által finanszírozott Austrian i2 üzleti angyal hálózat kiemelt figyelmet fordít arra, hogy a minél több médiumban megjelenjen, az újságtól a televízióig, az egész országban. Internetes honlapjukat, melyet helyi partnerirodáik is használnak, széles körű információt nyújtanak az informális befektetésről. Hasznos tanácsokkal, útmutatókkal látják el a vállalkozásokat a magánbefektetés folyamatáról. Ezen kívül számos önköltséges szemináriumot, fórumot szerveznek, amelyen sikeres befektetéseket ismertetnek, továbbá bankok képviselői, tanácsadók tartanak előadásokat pénzügyi- és vállalkozási témakörben.
- *Egyesült Királyság.* Az adórendszer jelentős tőkenyereség-adó csökkentéssel támogatja a korai szakaszba történő befektetést, különösen ha az három évnél tovább a célvállalatban marad. További kedvezmény illeti meg a befektetőt abban az esetben, ha a tőke-hozamot a tárgyévben újra befekteti. Ez esetben az esedékes adófizetési kötelezettség annak végleges (minimálisan további 2 év) kivonásáig halasztható.
- *Dánia.* A DBAN<sup>64</sup> etikai szabályzata a következő elemekre épül az üzleti angyal befektetők védelmében:
  - a befektetések minőségének és az üzleti angyalok jó hírnevének megőrzése,
  - a befektetések színvonalának megőrzése és a magatartási kódex betartatása,
  - a kétes eredetű források elkerülése,
  - a befektetőknek történő pénzfizetés tilalma,
  - a bizalmas információk megőrzése,
  - az üzleti angyal felé irányuló rágalom elhárítása,
  - a teljes körű információ rendelkezésre bocsátása szindikált finanszírozás esetén,
  - a hálózat statisztikai információkkal történő ellátása,
  - a kapott információkkal való visszaélés tilalma.

---

<sup>64</sup> DBAN: Danish Business Angel Network

## ÖSSZEGZÉS

A világ számos országában tapasztalható, hogy az induló, vagy működésük kezdeti szakaszában lévő – és különösen az innovatív- vállalkozások nehezen férnek hozzá a finanszírozási forrásokhoz. Felajánlható jogi biztosítékok és hitelfelvételi múlt híján a kereskedelmi bankokkal szemben különösen rossz az alkupozíciójuk. Hatványozottan érvényesül ez a tradicionálisan banki hitelezésre épülő gazdaságokban, mint amilyen Magyarország. A hazai KKV réteg európai viszonylatban példátlanul alacsony szinten vesz igénybe banki hitelt a működéséhez.

A finanszírozás alternatív módja lehet a kockázati-és magántőke finanszírozás. Méretgazdaságossági - és egyéb motivációs okokra visszavezethetően KKV-k és a bankok, valamint intézményi befektetők közt tétovázó finanszírozási szakadékot és azt erősítő tudás szakadékot az informális kockázattőke, azaz az üzleti angyal kör tudná áthidalni.

Fontos nemzetgazdasági érdek fűződik a kis-és középvállalkozói kör fejlődéséhez és ezen keresztül a növekedésük hatékony finanszírozásához. Különösen felerősödik a gazdaságpolitika támogató szerepe Magyarország Európai Unió tagállammá válásával, hiszen az integráció teljesen nyitottá teszi a hazai piacot a további huszonnégy tagország vállalkozói számára.

Az Európai Unió, mint globális térgazdaság, versenyképessége tekintetében szintén nagy szerepet szán az egységes piac kis-és középvállalkozói szférájának. Az Európai Bizottság pénzügyi támogatás kíséretében számos vállalkozásfejlesztési programot dolgozott ki, valamint irányelveket, ajánlásokat fogalmazott meg a KKV szektor kockázati-és magántőke finanszírozásának élénkítésére. Ezek hatását a tagállamok saját forrásaikkal és intézményi adottságaikkal multiplikálhatják.

Az informális tőke jelentőségére, valamint a vállalkozók és üzleti angyalok közötti közvetítés hatékony módszereire az EU-ban számos követendő példa akad. A hazai gazdaság irányítói a benchmarking minták megfontolt adaptációjával jótékonyan avatkozhatnak be az informális tőke-piac működésébe, az innovatív kisvállalkozások felé terelve a szabad tőkeállományt. Kiemelt szerepet kell, hogy

kapjon az innovációt segítő intézményrendszer kialakítása és /vagy átalakítása, valamint a magas színvonalú szolgáltatást végző üzleti angyal hálózat(ok) intézményi alapjainak megteremtése.

A dolgozat végén két olyan, önkényesen kiragadott példát mutatok be az innovatív kisvállalkozók kockázatitőke-finanszírozásának területéről, amely tanulságos lehet a potenciális célvállalatok számára.

#### *Coloryte Rt eset*

Ábrahám György és Wencel Klára, a BME tanárai ötletes találmányának, egy színlátás javító szemüvegnek a kifejlesztésére és gyártásának beindítására az Első Magyar Alap vállalta a finanszírozást. Létrehozták a Coloryte Rt vegyesvállalatot, amelybe az amerikai befektetők 12 M USD-vel társultak. A meglepetés akkor érte a kutatókat, amikor kiderült, hogy az Alap zárt végű befektetés és 3-5 éves futamidőt követően mindenképpen kiszáll az üzletből. Az ígért befektetésnek így mindössze a felét tudták felhasználni és a projekt megbukott, az Alap veszni hagyta magyar fél által apportként bevitt a szabadalmat.

A vállalkozók számára a tanulság: „a kockázatitőke mindig csak egy meghatározott ideig használható.”,<sup>65</sup> aztán kizárólag a saját befektetői érdekeit tartva szem előtt, kizárólagos célja a tőkerészesedésének likvidálása a cégből.

#### *Biorex Kutató és Fejlesztő Rt eset*

Sikertörténet volt a '90-es évek második felében. A cég mikro vállalkozásként indult, mint Kft, gyógyszeripari K+F tevékenységgel. Alaptőkéjét szellemi termékei, szabadalmak jelentették. Kezdetben személyes kapcsolat révén kerültek kockázati-tőke látókörébe, majd Rt-vé alakulva intézményi és magánbefektetők több körben emeltek alaptőkét , több mint 10 M USD értékben. Fő részvényes a First Hungary Investment Fund , alapkezelője a Róna és Társai ügyvédi iroda.

A Biorex 1997-ben egy klinikai fejlesztési fázisban lévő gyógyszer-jelöltet (Bioclomol) egy vezető amerikai gyógyszergyárnak (Abbott, Chicago) adott

---

<sup>65</sup> Forrás: IT-Business infokommunikációs hetilap 2004.

Megjegyzés: az ötletet továbbfejlesztve a kutatók fel tudták újítani a hasznosítási elképzelést.

licencbe. A licencszerződésen túl tőkeemelésre is sor került, valamint további megállapodásról is szerződés született. Az összetett tranzakció eredményeképpen a Biorex 28 M USD-t realizált. A tőkeemelés az Angliai bejegyzésű BRX Ltd. Holding cégben történt, amely részvéncsere útján megszerezte a Biorex 100 % részvéncsomagját.

A Bioclonol klinikai vizsgálati eredményei nem igazolták a várt hatékonyságot. Az Abbott kiszállt a közös fejlesztésből, a Biorex pedig nem volt képes hasonló léptékű szellemi termék létrehozására. 2003 elején a cég végelszámolást kezdeményezett maga ellen. Életútja azt mutatja, hogy az olyan ígéretes ötletek megvalósítására, amely tőke-intenzív technológiát igényel és a vállalkozásnak nagy összegű banki hitelhez materiális biztosítékai nincsenek, csak a kockázati-tőke finanszírozás marad. Jelen esetben a magánbefektetés katalizáló hatása is érvényesült az intézményi tőke vonzásában. De természetesen ez a történet arra is példa, hogy a hozam-esésre utaló jelre a kockázati-tőke azonnali kivonulással reagál.<sup>66</sup>

---

<sup>66</sup> Forrás: A cég életében egy ideig aktív szerepet vállaló, magát megnevezni nem kívánó menedzser.

