

KARSAI JUDIT

## A megfontoltan kockáztató tőkések

### Kockázatitőke-befektetések Magyarországon

---

A kockázatitőke-ágazat rendkívül erőteljesen fejlődött a kilencvenes években. Ez jól mérhető az ágazatba került tőke volumenének sohasem látott mértékű emelkedésén, a befektetések globalizálódásán. E folyamat a magyar gazdaság számára is kedvezőnek bizonyult, hiszen a többletforrásokon túl a hazai vállalkozások igénybe vehették a kockázati tőkések piaci és pénzügyi kapcsolatrendszerét is, s elsajátíthatták a tulajdonosi ellenőrzés és a vállalatirányítás legfejlettebb formáit. A kockázatitőke-befektetésben részesült magyarországi cégekről megjelent sajtóhírek alapján olyan adatbázis készült az MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpontjában, amely bemutatja az 1995 és 1998 között végrehajtott investíciók és tőkekivonások legfontosabb jellemzőit.\*

---

A kockázatitőke-befektetések kapcsán egy Magyarországon *viszonylag ismeretlen tőke-befektetési ágazat* életével kell megismerkedni. Az első hallásra érteni vélt fogalom – a kockázati tőke – „nem azt jelenti, amit jelent”. A tőkepiac speciális szegmensét alkotó kockázati tőkét az különbözteti meg a többi, szintén kockázat vállalásával befektetett tőkétől, hogy kizárólag olyan professzionális befektetőszervezetek részvényvásárlásra fordított tőkétjét takarja, amelyek tőzsdén nem szereplő vállalatokban szereznek átmeneti időre tulajdonosi részesedést. Mivel a tőkebefektetésre szakosodott szervezetek célja a megvett részvényeken elérhető árfolyamnyereség maximalizálása, csak az ígéretes, nagy növekedési képességű cégekbe investálnak. S mivel tulajdonostársként a vállalkozások piaci értékének növelésében érdekeltek, tőkéjük mellett szakértelmüket és piaci kapcsolatrendszerüket is a megvett cégek rendelkezésére bocsátják.

A szakirodalom a kockázatitőke-befektetések két jelentős csoportját különbözteti meg aszerint, hogy a megvásárolt részvények a vállalatok *életciklusának* melyik fázisában kerülnek a professzionális befektetőkhöz. Az első csoportot a nagy kockázattal járó *induló* vállalkozások, ezen belül is elsősorban az új technológiát meghonosító cégek finanszírozása alkotja, amit gyakran *hagyományos* kockázati tőkének is neveznek. A kockázatitőke-befektetések másik csoportja olyan, *már jelentős üzleti múlttal* rendelkező cégeket finanszíroz, amelyek expanzióra, tulajdonosi körük megváltoztatására avagy pályamódosításra készülnek. Az ilyen céllal befektetett tőkét gyakran *fejlesztő* tőkének hívják. A nyugati szakirodalom újabban a kockázatitőke-befektetések fenti két csoportját együtt *magántőke- (private equity) finanszírozásnak* nevezi, arra a közös vonásra helyezve a hangsúlyt, hogy mindkét esetben tőzsdén nem szereplő, azaz nem nyilvános – magán- – cégek részvényeinek megvásárlására kerül sor (Wright–Robbie [1996]).<sup>1</sup>

\* A kutatást az OTKA T 019533 számú pályázata támogatta.

<sup>1</sup> Mivel Magyarországon a magántőke-befektetés még nem a nyilvános cégekbe történő investálás ellentéte, hanem az állam által végrehajtott finanszírozás alternatívája, ezért e cikk továbbra is a kockázati tőke kifejezést használja, egyaránt kiterjesztve ennek fogalmát a hagyományos és a fejlesztő tőkére.

### A kockázatitőke-ipar globalizálódása

A kockázatitőke-ágazat akkor prosperál, ha az emelkedő hozamok láttán a tőketulajdonosok megtakarításaik egyre nagyobb hányadát kívánják kockázati tőke formájában fialtatni. *A kilencvenes évek végén* ez a tendencia az egész világon jól megfigyelhető. Az ilyen céllal összegyűjtött, valamint a ténylegesen befektetett *kockázati tőke volumene rekord-szintet ért el* a fejlett kockázatitőke-ágazattal rendelkező piacokon. Óriási összegek vándoroltak a kockázatitőke-ágazatba a kockázati finanszírozás óshazájának tekinthető Egyesült Államokban. 1998-ban a kockázatitőke-befektetések értéke egy év alatt 8,7-ről 14,3 milliárd dollárra emelkedett (*Investments in US...* [1999]). Az ügyletek átlagos mérete 16 százalékkal, 5 millió dollárra nőtt.

Nyugat-Európában 1997-ben 20 milliárd ECU értékű friss kockázati tőke került egyetlen év alatt az ágazatba, ami az előző évi 8 milliárdos érték két és félszerese. A fenti összegből 9,7 milliárd ECU-t fektettek be<sup>2</sup> 1997-ben, ami az 1996-os 6,8 milliárdos összeghez képest 40 százalékos emelkedést jelentett. Az európai rekordértékű részese-désvásárlások *az egy befektetésre jutó összeg növekedésével is együtt jártak*. Ennek értéke 1997-ben átlagosan 1,5 millió ECU-re emelkedett az előző évi 1 millió ECU-ról, s mivel egy vállalat több akció keretében is kapott tőkét, az egy cégre jutó befektetés átlagos összege a felmérések szerint 2 millió ECU nagyságot ért el (*EVCA* [1998] 29. o.). Az 1998-as európai adatokat még nem hozták nyilvánosságra, ám az ECU-ben számolt 25 százalékos nettó hozamról szóló előzetes adatok (*EVCA* [1999], *European private equity funds...* [1999]) ismeretében az európai kockázatitőke-ágazat feltételezhetően ebben az évben is prosperált.

Az ágazatba áramló megtakarítások mellett a befektetők és a befektetések globalizálódása is a kockázatitőke-ágazat fejlődését jelzi. A huszadik század végére a „*kockázatitőke-ipar*” *globálissá vált*, a világnak alig van olyan szeglete, ahol jóformán teljesen hiányzik e tőkepiaci szegmens. Inkább csak olyan országokat lehet említeni, ahol a gazdasági fejlettséghez képest a tőkefinanszírozáson belül viszonylag kisebb a kockázati tőke jelentősége. E speciális tőkepiaci szegmens először az Egyesült Államokban fejlődött ki, de a nyolcvanas évek elejére a kockázatitőke-ágazat már fejletté vált Európa nagy részén és Kanadában is. A nyolcvanas évek végére Ausztráliában és Új-Zélandon, a kilencvenes évek elejére pedig Nyugat-Európa azon országaiban is, ahol korábban e finanszírozási módnak nem voltak hagyományai. Ma már erős és egyre fejlődő kockázatitőke-ágazat található Ázsiában, ahol az ilyen tőke állománya 1997-re közel 40 milliárd dollárra emelkedett (*Guide to Venture Capital...* [1998]).

A befektetések globalizálódása megfigyelhető az amerikai kockázatitőke-alapok magatartásában is. Az amerikai befektetők készek a nemzetközi tőkepiacon elhelyezni tőkéjüket, s ennek előnyeit Közép-Európa is kezdi érezni (*Karsai és szerzőtársai* [1999]). A kockázati tőkét hagyományosan belföldön elhelyező amerikai alapok azért fordulnak egyre inkább külföldi befektetési lehetőségek felé, mert *a belső piacon elérhető hozamok csökkennek*. 1997-ben még nagy feltűnést keltettek az amerikai kockázatitőke-alapok nyugat-európai kihelyezései,<sup>3</sup> 1998-ban a befektetési hullám már a kontinens keleti felét is elérte (*Vonzóak a keleti...* [1998], *Európa meghódítása...* [1999], *L. J.-O. P.* [1998]). Míg

<sup>2</sup> A kockázatitőke-ágazat lényegében két „halmazból” áll: az ilyen jellegű befektetésekre elkülönített (odaígért) tőkéből és a már ténylegesen (lehívott) befektetett összegből.

<sup>3</sup> A Soros Private Equity Partners kockázatitőke-befektetésekre szakosodott alapja már nem az első volt, amely Londonban irodát nyitott, s amely korábban kizárólag Észak-Amerikára korlátozta tevékenységét. Őt már megelőzte a Kohlberg, Kravis and Roberts (KKR), a Carlyle Group és a Hicks Muse, arra építve, hogy az európai piacon számos alulértékelt vállalat kínálkozik felvásárlási célpontként (*Európa meghódítása...* [1999b]).

korábban a térségben működő alapok általában egy-egy országra korlátozták működésüket, ami lehetőségeiknek jelentős határokat szabott, ma már a nyugdíjalapok és biztosítótársaságok – hogy diverzifikálják kockázatukat – olyan, *főként nagy, regionális alapokba fektetnek be*, amelyek Kelet-Európa-szerre jelen vannak.<sup>4</sup> Természetesen a kockázati tőke-ipar globalizálódása a kelet-európai országok számára igen öröndetes, hiszen ezzel a *külföldi tőke beáramlásának újabb csatornája nyílt meg számukra*.

### A kockázati tőke-ipar helyzete Magyarországon

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

Nehezen állapítható meg, hogy az 1998 végéig összegyűlt közel 20 milliárd dollár értékű magyarországi működő tőke-állományból mekkora a kockázati tőkeként befektetett tőke, hiszen erre vonatkozóan semmilyen hivatalos adatgyűjtés nem folyik. Nem tudható tehát, hogy az évi 1,5-2 milliárdos működő tőke-behozatalnak – amely a GDP 3-4 százaléka – mekkora hányada érkezik kockázati tőkésektől, és mekkora része más pénzügyi vagy szakmai befektetőktől. A rendelkezésre álló nagyvonalú *becslések* értelmezését is megnehezíti, hogy azok *nem teljes körűek*.<sup>5</sup> Ráadásul nem egységesen kezelik a nemzetközi szervezetek kockázati tőke-befektetéseit: hol kiszűrik, hol pedig nem azokat az átfedéseket, amelyek abból adódnak, ha a szervezetek nem cégeket, hanem más kockázati tőke-alapokat finanszíroznak. Nem egyértelmű, hogy csak az adott országra szakosodott kockázati tőke-alapok tőkéjét veszik számításba, avagy kalkulálnak a regionális szinten működő alapok tőkéjével is. Figyelembe veszik-e a külföldi kockázati befektetők mellett az adott országban bejegyzett, nem alapként működő kockázati tőke-befektetők forrásait is, illetve a kereskedelmi bankok vállalati részvényekben megtestesülő kockázati tőkéjét. További kérdés, hogyan kalkulálnak a kockázati tőkések tőzsdei cégekben megtestesülő tőkéjével.

A kockázati tőke-ágazat fejlődésének igen erőteljes dinamikája mindazonáltal világosan kirajzolódik még az említett problémákkal terhelt becslések adataiból is. A kilencvenes évek közepe óta a kockázati tőke-befektetések hazai nagyságrendjének becslésére eddig két kísérlet történt. Mindkettő a fejlett piacgazdasággal rendelkező országok gyakor-

<sup>4</sup> Jól példázzák ezt a Barings Private Equity Partners, az AIG biztosítócsoporthoz, valamint az Advent új kelet-európai alapjai (*Vonzások a keleti...* [1998]). Még újabb fejlemény a Prudential amerikai biztosítótársaság ARGUS nevű, kifejezetten kelet-európai tőkebefektetések céljára alapított leányvállalata (*Investments in US...* [1999b]).

<sup>5</sup> A kockázati tőke-ágazat 2. lábjegyzetben említett két állományának (a befektetésekre elkülönített tőkének és a már ténylegesen lehívott összegeknek) a nagysága évente változik. Állandóan új alapokat állítanak fel, míg más alapok élete véget ér, azaz tőkéjét felosztják a tulajdonosok között. Az aktív, már meglévő alapok tőkéje vagy új befektetést keres, vagy már abban fekszik, vagy pedig épp felszabadul egy korábbi befektetésből.

latát követve, a kockázati befektetők zömét tömörítő egyesület – a Magyar Kockázati Tőke Egyesület (MKTE) – segítségével készült. Az MKTE *a kilencvenes évek közepén* készült felmérésében<sup>6</sup> a Magyarországon befektetett kockázati tőkét – függetlenül annak származási országától, s így értelemszerűen a hazai forrásokból történt befektetésekkel együtt – 250 millió dollár értékűre becsülte. Emellett e becslés szerint a befektetők további 150 millió dollár kihelyezésére vállaltak kötelezettséget (EVCA–HVCA [1996] 4. és 27. o.). Valójában a kockázati tőke-befektetések összege Magyarországon a fenti összegnél magasabb volt, mivel a felmérés nem tartalmazta sem a kereskedelmi bankok tőzsdén nem jegyzett társaságokban közvetve vagy közvetlenül birtokolt hozzávetőlegesen 100–150 millió dolláros részesedéseit, sem az EBRD 270 millió dolláros magyarországi tőke-befektetéseinek kockázati tőkeként kihelyezett részét. Nem vették figyelembe a regionális alapok Magyarországon befektethető kockázati tőkéjét sem.

Az MKTE 1999 tavaszán megjelenő évkönyvében publikált adatok<sup>7</sup> szerint 1998 végén már 1,2 milliárd dollár volt a Magyarországra allokált kockázati tőke mennyisége (MKTE [1999]). Ebből 440 millió dollárnyi kockázati tőke-befektetésre szánt tőke keres új befektetési lehetőségeket. Következésképpen *a már befektetett kockázati tőke volume-ne 1998 végén Magyarországon meghaladta a 700 millió dollárt*. Ennek az összegnek közel fele, azaz 350 millió dollár mintegy 20 aktívan működő – külföldi tőkét kezelő – kockázati tőke-alap befektetéseivel kapcsolódik, s hasonló volument jelentenek a fejlesztési bankok (EBRD, MFB) befektetései. Az ágazatba érkező *új források* szinte teljes egészében a kelet-európai régió egészére specializálódó, úgynevezett *regionális alapoknak* köszönhetők. Az évkönyvből kiderül, hogy ezek az alapok 1999-ben további 300–500 millió dollár befektetést terveznek Magyarországon. Látható tehát, hogy bár a kockázati tőke állománya a teljes külföldi működőtőke állományból még nem túl magas – közel 7 százalékot képvisel –, szerepe azonban várhatóan egyre nő. Idén tehát a 300–500 millió dolláros kockázati tőke-finanszírozás *a külföldi közvetlen tőkebevonásnak akár az ötödét is elérheti*, feltételezve, hogy az éves működőtőke-behozatal változatlanul 1,5–2 milliárd dolláros szinten marad.

Első pillanatra némileg furcsának tűnik, hogy a magyarországi kockázati tőke-ágazat eddigi befektetéseire becslést készítő felmérések *gyenge pontját* épp a hazai forrásokból, *Magyarországon bejegyzett szervezetek által végrehajtott befektetések összesítése* jelenti. Míg a külföldi bejegyzésű alapok befektetésre rendelkezésre álló tőkéje, valamint a már befektetett tőke volumene az alapok közlése nyomán viszonylag pontosan becsülhető, addig a hazai bejegyzésű szervezetek esetében az összesítést egyrészt megnehezíti, hogy a befektetők nem egyértelműen azonosíthatók, másrészt az adatszolgáltatásban sok a hiányosság. Az ilyen típusú befektetésekkel foglalkozó hazai szervezetek ugyanis rendszerint *vegyes profilúak*, hazai szóhasználattal „sok lábon állók”. Vagyis egyidejűleg más típusú tevékenységeket is végeznek, s így mérlegadataikból nem derül ki egyértelműen, hogy eredményeik mennyiben kapcsolódnak a kockázati tőke-befektetési tevékenységhez, és mennyiben a többi profiljukhoz. Még a kinyilvánított kockázati tőke-befektetések nyújtására felállított szervezetek is végeznek más tevékenységeket. A hazai bejegyzésű kockázati tőke-társaságok közül szinte mindegyik vállal vagyonkezelést, de nem ritka a vállalati, illetve befektetési tanácsadás, befektetésszervezés, projekttervezés, vál-

<sup>6</sup> A tanulmány az EVCA hét országra vonatkozó közép- és kelet-európai kockázati tőke-befektetések támogatási programjának keretében készült az Európai Bizottság PHARE-programjának pénzügyi támogatásával.

<sup>7</sup> A kockázati tőke-ágazat iránti felfokozott érdeklődést az is jelzi, hogy az MKTE tagjainak száma egyetlen év alatt 21-ről 47-re nőtt. A szövetségben így taggá vált annak a mintegy 25–30 professzionális tőkebefektetőnek a túlnyomó része, akik hivatásszerűen foglalkoznak zártkörű társaságokba történő tőkebefektetéssel. A tagság többi részét a kockázati tőke-ágazatot kiszolgáló vállalati tanácsadók, befektetési társaságok, ügyvédi irodák és szakértők teszik ki.

latatértékelés. Elterjedt megoldás körükben a pénzügyi szolgáltatások – például tagi kölcsönök – nyújtása vagy lízingtevékenység folytatása, előfordul továbbá iparjogvédelmi, licenc- és szabadalmi ügyek intézése is.

A Magyarországon bejegyzett kockázati befektetők *profitlisztasága* – ami a befektetések pontos felmérését lehetővé tenné, s ami a kockázatitőke-törvény előírásai között is szerepel – egyelőre *nehezen biztosítható*. Ahhoz, hogy e kockázati befektetők megfeleljenek az új törvény előírásainak – eltekintve a minimálisan előírt tőke követelményétől – legalábbis több részre kellene szakadniuk, vagy fel kellene függeszteniük a biztos és folyamatos jövedelmet hozó egyéb profiljaikat. A profitlisztaság követelménye ezért az egyik alapvető akadály annak, hogy a piacon már működő cégek „átjelentkezzenek” a törvény hatálya alá. Emellett problémát jelent a hazai finanszírozók számára a törvény számos más, a befektetések időzítését és relatív nagyságát érintő előírásának betartása is. A törvény nyújtotta kedvezményes adózási lehetőségek *kihasználása* a külföldön, rendszerint adóparadicsomokban bejegyzett befektetők számára ugyanakkor kevés vonzerőt jelent. Nem meglepő tehát, hogy az 1998 nyarán elfogadott *kockázatitőke-törvény eddig igen kevés hatást gyakorolt a magyar kockázatitőke-piacra*, azaz nem rendezte át annak szereplőit.<sup>8</sup>

A Magyarországon kockázati tőkét befektető szervezetek között hazai és külföldi bejegyzésűek egyaránt találhatók. A Magyarországon regisztrált kockázati befektetők viselkedését elsősorban az befolyásolja, hogy állami vagy magánforrásokból származó tőkét kezelnek-e, míg a külföldön regisztrált befektetők főként az általuk megcélzott terület szerint különböznek.

A magyarországi kockázatitőke-ágazat itthon regisztrált résztvevői kizárólag *gazdasági társasági formában* működve vesznek részt a magyar vállalkozások finanszírozásában. A jogi formájukat tekintve egyelőre egységes hazai kockázati finanszírozó szervezetek ugyanakkor számos szempontból *különböznek*. A *tőkebevonás módja* szerint van közöttük nyilvános és zárt társaság.<sup>9</sup> Különbség van közöttük abban is, hogy *független* szervezetként működnek-e, avagy intézményi befektetők *érdekeltségébe* tartoznak-e.<sup>10</sup> A hazai kockázatitőke-befektetők viselkedésére azonban elsősorban az van hatással, hogy *állami* vagy *magántulajdonban* vannak-e. Egy 1997-ben végzett felmérés kimutatta, hogy az állami pénzeket kihelyező szervezeteknél az állami követelmények befolyásolják a befektetési célpontok kiválasztását, a döntéshozatal időigényét, a mérlegelt információk körét, a portfóliócégek ellenőrzését, valamint a tulajdoni részesedés eladása (kiszállás) módjainak a megválasztását (Karsai [1997a]).

*Az állami beavatkozás fő terepét eddig a Magyar Fejlesztési Bank (MFB) útján megva-*

<sup>8</sup> A sajtóban megjelent publikációk szerint eddig egyetlen cég folyamodott alapkezelői státuszért, s ez egy másfél milliárd forintos kockázatitőke-alap létrehozását tervezi. Az elsősorban intézményi befektetők tőkéjére számító, 1999 első felében még szervezés alatt álló alap 20–150 millió forintos egyedi befektetésekre kíván vállalkozni, főként technológiai alapú cégekben (Papp [1999]). Némileg késik egy másik, a Magyar Fejlesztési Bank (MFB) tervei között szereplő kockázatitőke-alap felállítása. A tervek szerint az MFB 1999 végéig hozza létre Északkelet-magyarországi Kockázati Tőkealapját, amely félmilliárd forintos kormányzati, esetleg további önkormányzati, kamarai pénzek mellett elsősorban a PHARE-program forrásaira támaszkodna (Becsei-Horváth [1998], G. T. I. [1998], Papp [1999]). Az új kockázatitőke-alap 50–150 millió forintos kihelyezéseket is megengedhet majd magának, ennyiben „lepipálná” a bank túlnyomórészt többségi tulajdonában lévő, ma is részben kockázati finanszírozással foglalkozó, magyarországi régiókra szabott kockázatitőke-társaságait.

<sup>9</sup> A hazai befektetők közül évekig csak a Dunaholding Rt. szerepelt a tőzsdén, őt most követi az Arago Rt. Az első nyilvános részvénykibocsátással alapított, ám tőzsdére nem bevezetett kockázatitőke-társaság a Kaptár Rt. volt. A hazai bejegyzésű kockázatitőke-társaságok túlnyomó része azonban mindmáig zárt társaság.

<sup>10</sup> Az MFB regionális fejlesztési társaságai, illetve az ABN Amro Bank most felállított kockázatitőke-alapja nyilvánvalóan a nem független kockázati finanszírozók táborába tartoznak.

*lósított kockázatitőke-finanszírozás jelentette Magyarországon,*<sup>11</sup> bár az 1998. évi kormányváltást követően e téren jelentős *stratégiai váltás* figyelhető meg. A kormány MFB-vel kapcsolatos új elképzelése szerint a korábbi reorganizációs szerepkörből a bankot az infrastruktúra fejlesztéseit finanszírozó pénzintézeté kell átalakítani (Binder [1999], Csabai [1999], Dombi [1999], Gyenis [1999]). A cél tehát a beruházások befejezése és a lehető legkevesebb reorganizációs feladat vállalása. A kormány szándékának megfelelően a későbbiekben csak néhány cég vagyongazdálkodása maradna az MFB-nél, az ilyen feladatok zömét inkább az állami vagyongazdálkodó szervezetekre (ÁPV Rt.) bíznák.

A kormányzati elképzelések szerint ugyanakkor a kockázati finanszírozás szempontjából *előtérbe kerülhetnek az MFB kockázatitőke-alapjai*, amelyek elindításában nagy szerep hárulhat a Corvinus Nemzetközi Befektetési Rt.-re, amely szintén a bank tulajdonában álló kockázati finanszírozóként a határon túli magyar befektetéseket szervezte eddig (Csabai [1999]). A bank profilváltása erőteljesen érinti majd *regionális fejlesztési társaságait* is.<sup>12</sup> Ezek elsődleges feladata ezentúl a bank fejlesztési politikájának megvalósítása lesz. Biztosítaniuk kell önálló tőkekihelyezéseik megtérülését és ellenőrizniük kell a finanszírozott vállalkozásokat. A bank kockázatitőke-befektetéseinek koordinálása is részben e társaságokra hárul, a mikro- és kisvállalati fejlesztések finanszírozására e részvénytársaságok hoznak majd létre kockázatitőke-alapokat (Dombi [1999]).

Amennyiben kormányzati részvétellel létrejön az MFB észak-magyarországi kockázatitőke-alapja, úgy az a kockázatitőke-piacon *az állami szerepvállalásnak egy új formáját fogja képviselni Magyarországon* (G.T.I. [1998], Becsei-Horváth [1998], Papp [1999], M. K. [1999a], [1999b]). Korábban hasonló célt szolgált maga az MFB, valamint ennek több regionális tőketársasága, továbbá innovációs célú befektetések előmozdítására szánt két kockázatitőke-társaság (Karsai [1995]). Hasonló indíttatású terv egy olyan nonprofit alapon működő *beszállítói kockázatitőke-alap* felállítása, amelyet a vállalkozásfejlesztési alapítványok a beszállítói célprogram részeként kívánnak működtetni. A tervek szerint e kockázatitőke-alaphoz hozzájáruló nagyvállalatok adó- és más kedvezményekben részesülnének (Baka [1999]). A fenti formációk közös jellemzője, hogy első sorban a kis- és középvállalatok finanszírozási helyzetén igyekeznek javítani azáltal, hogy kifejezetten e vállalati kör finanszírozására hoznak létre új befektetési alapokat. A kockázatitőke-ágazatban megszokott rendkívül szigorú hozamkövetelmények közepette a kormány már a kockázatitőke-törvény keretében is segíteni kívánta a befektetők számára amúgy kevésbé vonzó kis- és középvállalati kör kockázati tőkéhez juttatását, ám a tör-

<sup>11</sup> Az MFB szerepvállalása több szálon is átszövi a magyar kockázatitőke-ágazatot: összességében igen tetemes, többnyire kormányzati döntéseken alapuló befektetéseivel a bank az egyik legfontosabb szereplője a magyarországi kockázatitőke-piacnak. E szerep fontosabb állomásait jelentette:

- a bank feltőkésítésének módja, amikor portfóliójába cégek részvényei kerültek;
- annak lehetővé tétele, hogy a bank- és adókonszolidáció keretében újabb vállalati részesedéseket vehessen igen jutányos áron;
- a bank portfóliójának kormányzati döntésekkel előírt átrendezése az állami vagyongazdálkodóval történő vagyonszere révén;
- a bank által felvásárolt lejárt vállalati követelések tőkerészesedéssé alakítása;
- annak a regionális hálózatnak a kialakítása, amely vállalatirészesedés-vásárlásokra létrehozott kisméretű befektetési társaságokból áll, s amelyekben a bank többnyire többségi tulajdonosként vesz részt; végül
- az MFB állami segédlettel hozott létre elsőként olyan befektetési társaságot, amely a határon túli kockázati befektetésekből vállalt hazai cégek mellett szerepet.

Az új, törvényi szabályozás előírásai szerinti kockázatitőke-alap felállítása láthatóan beleillik az eddigi sorba (Karsai [1995]).

<sup>12</sup> Megmaradna tehát annak az MFB résztulajdonában lévő regionális befektetési alapokból álló körnek a szerepe, amely egyenként 600 millió és 1,2 milliárd forint közötti jegyzett tőkével rendelkezik (G. Á. [1998]).

vényhozást kísérő viták hatására az e célt szolgáló kedvezmények kikerültek a törvényből (Karsai [1997b]).

A magántőkéket kihelyező hazai bejegyzésű kockázatibefektető-társaságok zömére a koncentrált menedzseri tulajdon jellemző.<sup>13</sup> Ilyen értelemben tehát független piaci szereplőknek tekinthetők. Az intézményi befektetők érdekeltségébe tartozó, tehát függő helyzetű, külön szervezeti formában működő kockázatibefektető-szervezetek első fecskei,<sup>14</sup> a kereskedelmi bankok kockázattőke-részlegei még csak most kezdenek felbukkanni a piacon.

A magántulajdonban lévő független befektetési társaságok jellemzően két irányban fejlődtek. Egy részük egyre inkább vagyongazdálkodó funkcióra szűkíti tevékenységét valamely tőkeerős külföldön bejegyzett alap oldalán.<sup>15</sup> Más részük – főként azok a befektetési holdingok, amelyek eredetileg vállalati, privatizációs tanácsadással, követelések felvásárlásával és felszámolásuk lebonyolításával foglalkoztak – a portfólió megtisztításával most kezd hozzá egy professzionálisabb befektetési politika megvalósításához, tisztázva a számára fontos piaci rést.<sup>16</sup> Ennek kapcsán egyre inkább elválnak a kisebb vállalkozásokba fektetni kívánó, illetve a már tőzsdén lévő cégek ellenőrzését átvevő hazai kockázati finanszírozók köre. Sajátos hazai szereplői a kockázattőke-piacnak a zömmel 1994 táján eredetileg kárpótlási jegyek begyűjtésére létrejött cégek, amelyek immár a kockázattőke-ágazat érdemi résztvevői.<sup>17</sup>

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

A rendszerváltás idején, illetve a kilencvenes évek közepe táján megjelenő országalapok<sup>18</sup> a gazdasági visszaesés közepette is viszonylag sikeresen működtek, s lényegében igazodási pontot jelentettek a többi szervezet számára a magyar piacon még új befektetési kultúra megismertetésében. A piaci sajátosságokat jól megismerő, eleve korlátozott időre – 10-12 éves időtartamra – létrehozott alapok kezelői a kockázati befektetésben változatlanul igen nagy fantáziát látnak, mivel több új, szintén Magyarországra, valamint a régió egészére koncentráló alapot hoztak létre az elmúlt 1-2 évben.<sup>19</sup>

A kizárólag magyarországi kockázattőke-befektetéseket finanszírozó országalapok mellett a régióban igen jelentős nagyságú tőke akkumulálódott a regionális alapokban. A regionális alapok megjelenése főként 1994–1995-re tehető,<sup>20</sup> ám számuk meredeken emelkedik a kilencvenes évek végén.<sup>21</sup> Ezen alapok általában meghatározott országcsoportra

<sup>13</sup> Lásd például Bankár Holding Rt., Altus Befektetési és Vagyongazdálkodó Rt., Arago Befektetési Holding Rt.

<sup>14</sup> Lásd például az ABN Amro Capital (Hungary) kezelésében álló kockázattőke-alapot (Az ABN Amro...[1999a]).

<sup>15</sup> Lásd például a Bankár Holding Rt.-t vagy a Ventura Pénzügyi Befektetési Rt.-t.

<sup>16</sup> Lásd például a Dunaholding Rt.-t vagy az Altus Befektetési és Vagyongazdálkodó Rt.-t.

<sup>17</sup> Lásd például az Arago Befektetési Holding Rt.-t, illetve a HB Westminster Kárpótlásijegy-hasznosító Rt.-t.

<sup>18</sup> Lásd például Első Magyar Alap, Magyar Amerikai Vállalkozási Alap, Euroventures Hungary B. V., Venture Capital Hungary B. V., Hungarian Private Equity Fund, Hungarian Capital Fund.

<sup>19</sup> Ezek közé tartozik az Első Magyar Alap szervezésében létrehozott Second Hungary Venture Fund, a Magyar Amerikai Vállalkozási Alap (MAVA) által tavaly szervezett Hungarian Equity Partners, valamint szintén a MAVÁ által, de már az idén szervezett Hungarian Innovative Technologies Fund (Magyar Technológiai Innovációs Alap – M.R.M. [1999], Tevan [1999]).

<sup>20</sup> Ekkor jelent meg a hazai piacon többek között a Central European Growth Fund, az Advent Private Equity Fund Central Europe, valamint az East European Food Fund.

<sup>21</sup> A nemrégiben – 1997-től – felbukkanó regionális alapok közé tartozik a Riverside Central Europe Fund, a Baring's Central European Investments, a Croesus Central European Restructuring Fund, a Bank-America Equity Partners, az Advent II. Central and Eastern Europe és az AIG New Europe Fund.

terjesztik ki működésüket, előfordul, hogy keretszámokat állítanak fel a befektetések országok közötti tervezett megoszlására, ám nem ritka az sem, hogy a nyugat-európai központú alapok több kelet-európai alapot is létrehozhatnak, amelyek a régió egészében, illetve egy-egy országra koncentrálva működnek. Vannak alapok, amelyek előre rögzítik a tőzsdei és a tőzsdén kívüli befektetések arányait, illetve van olyan regionális alap is, amely a befektetések által megcélzott iparágat is kiválasztja. Mivel ezek az alapok nagyságrendileg nagyobb tőkeerőt képviselnek, mint a piac többi szereplője,<sup>22</sup> *fellépésük jelentős változást* hozott a hazai kockázatitőke-ágazatban. Egyrészt erőteljesen megnőtt a kockázati tőke kínálata, másrészt a kifejezetten nagy cégek felé tolódott el a finanszírozásra kiszemelt vállalatok köre.

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

### A kockázatitőke-befektetések mérésének nehézségei

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

Megkönnyíti a tájékozódást, ha a részesedések vásárlására a *privatizáció* kapcsán kerül sor, mivel sok esetben az állami vagyon értékesítése nyilvános. Azokban az országokban, ahol fejlett a kockázatitőke-ágazat, ennél is gyakoribb információs forrás a korábban kockázati finanszírozásban részesült cégek *tőzsdére vitele* kapcsán nyújtott tájékoztatás. Mivel a befektetők szempontjából ez a legkedvezőbb tőke kivonási csatorna, a gyakorlatban igen sok finanszírozási ügylet részletei ismerhetők meg a nyilvánossá váló cégek nyújtotta információk segítségével. Nem véletlen, hogy a kockázatitőke-ágazat működésének hatékonyságát elemző kutatások túlnyomó része erre az információs bázisra építve készül. Az ágazatról szóló ismeretek megszerzésének további módja az *információk bekérése* maguktól a befektetőktől. Mivel az ágazatban a finanszírozásra szakosodott szervezetek között igen éles verseny folyik, a befektetők annak érdekében, hogy

<sup>22</sup> A regionális alapok minimális befektetési volumene 2-5 millió dollár, de előfordul a 10 millió dolláros alsó befektetési limit is, míg az egy befektetésre fordítható maximális tőke elérheti akár a 30-50 millió dollárt is.

képet kapjanak a többiek működéséről, vállalják adataik egy részének nyilvánosságra hozatalát. Az ilyen jellegű adatokat rendszerint e tevékenységre szakosodott információs ügynökségek, vállalati tanácsadó cégek, illetve az egyes országok kockázatitőke-szövetségei gyűjtik össze és dolgozzák fel. A kockázati befektetők által lebonyolított ügyletek adatai esetenként fizetett hirdetések formájában is megjelennek, az információk nyilvánosságra hozása ebben az esetben a befektetőcégek hírnevének emelését szolgálja.

A magyarországi viszonyok egyelőre nem kedveznek a kockázatitőke-ágazat működésére vonatkozó információk nyilvánosságra kerülésének. A privatizáció keretében eladott vállalatok árfolyama rendszerint üzleti titoknak minősül, a tőzsdei értékesítések között pedig elenyésző volt a kockázati tőkével finanszírozott cégek száma. Nem működik az országban olyan szervezet sem, amely rendszeresen bekérné a befektetők kockázatitőke-ügyleteire vonatkozó adatait. Az eddigi felmérések<sup>23</sup> tapasztalatai azt mutatják, hogy a hazai piacon működő befektetők többsége nem szívesen ad információt befektetéseiről, nem használja ki az ebből eredő többletinformáció-szerzés, illetve hírnévjávitás lehetőségét. Inkább csak a nagy regionális alapok, nemzetközi szervezetek esetében fordul elő az információk hirdetés formájában történő nyilvánosságra hozatala. Mivel a kockázatitőke-törvény előírásai szerint még egyetlen kockázatitőke-alap, illetve társaság sem kezdte meg működését, az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelethez sem érkeztetett a kockázati finanszírozásra vonatkozó információ. Jószérével a befektetők körének azonosítása sem egyszerű dolog, hiszen nincs olyan „hivatalos” lista, amely az összes kockázati finanszírozással (is) professzionálisan foglalkozó hazai és külföldi bejegyzésű befektetőt feltüntetné. Bár az MKTE tagjainak száma az utóbbi egy-két évben öröndetesen emelkedett, a hazai befektetőket összefogó szakmai egyesület sorába nem minden kockázati finanszírozó kérte felvételét.

Ebben a helyzetben az MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpontjának egyik elődszervezete, az MTA Ipar- és Vállalatgazdaság-kutató Intézete annak érdekében, hogy a hazai kockázatitőke-befektetésekkel kapcsolatos elemzéseikhez a hazai és külföldi bejegyzésű befektetők tevékenységére egyaránt kiterjedő adatbázissal rendelkezzen, *összegyűjtötte azokat a hazai üzleti sajtóban megjelent híreket, amelyek a vállalati részesedések kockázati befektetők általi megvásárlásáról és eladásáról tudósítottak*. Részben a befektetők, részben pedig az érintett vállalatok sajtóbeli közlése nyomán olyan *adatbázis* jött létre, amely 1995 és 1998 között 99 befektetési és 35 tőke kivonási ügylet közzétett adatait regisztrálja.<sup>24</sup> Az ügyletekben érintett 23 finanszírozó feltehetőleg átfogja a magyar piacon aktív befektetők teljes körét. Nem szerepelnek ugyanakkor az adatbázisban az elsősorban nem kockázati finanszírozásra szakosodott nemzetközi szervezetek – az EBRD, az IFC – közvetlen vállalati befektetései. Mivel becslések szerint a hazai kockázatitőke-ágazatban 1998 végéig mintegy 400–450 vállalkozás részesült kockázati finanszírozásban (N. I [1998]), a jelenlegi adatbázisba bekerült mintegy 100 cég (88 vállalatra vonatkozó befektetési és további 10 vállalat eladási ügylete) az *összes érintett vállalat negyedét* alkotja. S mivel a jelentősebb finanszírozási akciók nagyobb valószínűséggel szerepelnek a sajtóban, feltételezhető, hogy a feldolgozott ügyletek a kockázati befektetések értékének ennél is magasabb hányadát reprezentálják. Mivel a kockázatitőke-befektetések 1998 végi kumulált értéke 760 millió dollárra becsülhető,<sup>25</sup> azaz megközelítőleg 170 milliárd

<sup>23</sup> A befektetési portfólió adatait a hazai bejegyzésű finanszírozók rendszerint nem, a külföldi alapok többsége pedig csak aggregált módon közli. Így nem véletlen, hogy a befektetések felmérése rendszerint csak a nagyobb kockázatitőke-alapokra terjed ki. Lásd például a Deloitte and Touche vizsgálatát (*Becsei-Horváth* [1998], *MKTE* [1999]).

<sup>24</sup> Hasonló adatbázis készül az 1999-ben közzétett kockázatitőke-befektetések és kivonások adatairól.

<sup>25</sup> Az MKTE becslése szerint 1998 végén 1,2 milliárd dollár volt a Magyarországra allokált kockázati tőke mennyisége (*MKTE* [1999]). Ebből 440 millió dollárnyi kockázati tőke keres új befektetési lehetőségeket, következésképpen a már befektetett kockázati tőke volumene 1998 végén mintegy 760 millió dollárra becsülhető.

forint, az adatbázisba bekerült befektetések névértéke pedig közel 85 milliárd forint,<sup>26</sup> látható hogy *a felmérés keretében számba vett befektetések értéke legalább a felét képviselik az ágazatban végrehajtott befektetéseknek.* (Különösen igaz ez annak a fényében, ha a 170 milliárdból levonjuk a jelen felmérés által figyelmen kívül hagyott, nemzetközi szervezetek által végrehajtott befektetéseket.)

A nyilvántartásban megtalálható, hogy mely befektetők, mikor, mely cégekben, mekkora részesedést vásároltak, ezt milyen jellegű ügylet keretében szerezték meg, s az ügylet által érintett részesedésnek mekkora volt a névértéke. Ha időközben eladták a részvényeiket, azt hány év után, milyen típusú vevőnek és milyen módszerrel tették meg, s mekkora részt tartottak meg maguknak. Természetesen az adatbázisból az is kiderül, hogy az egyes években milyen jellegű befektetők voltak aktívak a hazai piacon, a kockázati finanszírozók érdeklődését milyen ágazatokba tartozó vállalatok keltették fel, jellemzően mekkora cégek részesedéseit vásárolták fel, illetve hogy a finanszírozáshoz e vállalatok életciklusuk mely fázisában jutottak hozzá. Az eladások kapcsán megállapítható, hogy a kockázati tőkések mely csoportjai tudtak vagy akartak eddig túladni a portfóliójukhoz tartozó cégeken, s hogy elsősorban milyen cégek esetében nyílik alkalom a tőzsde útján történő eladásra, illetve melyeknél bukkannak fel szakmai befektetők, avagy a korábbi társtulajdonosok. A vállalatrészek adásvételének nyomon követése kapcsán a befektetők között valamiféle „munkamegosztás” képe bontakozik ki a magyar piacon, amely az információk kicserélésétől, az együttes befektetésen át az egymástól történő vásárlásig terjed.

A szükségmegoldásként összeállított *adatbázisnak* – bár igen széles körű elemzésre ad lehetőséget – az alkalmazott módszerből adódóan *számos hiányossága van*: a feldolgozásban csak azon ügyletek adatai szerepelnek, amelyeket az érintett kockázati befektető vagy a finanszírozásban részesített vállalkozás a saját tudomására hozott. Így feltételezhető, hogy a befektetések között a valóságosnál *alacsonyabb számban szerepelnek a kisebb* tőkeértéket képviselő, illetve az induló cégeket finanszírozó *ügyletek*, míg a tőke-kivonások esetében *a veszteséggel végződött akciók* az alulreprezentáltak.

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

A valódi értékatadatok helyettesítése névértékkel nyilvánvalóan csökkenti az adatbázis felhasználhatóságát, s torzíja a nemzetközi felmérésekben szereplő adatokkal való összehasonlítást, amelyekben rendszerint a befektetők által közölt bekerülési költség (ráfordítási) adatai jelentik az ügyletek értékeit.<sup>27</sup> Pontosabb adatok híján azonban az *adatbázis* az említett korlátok ellenére is *alkalmas arra, hogy bemutassa a hazai kockázati tőke-ága-*

<sup>26</sup> A megfigyelt négy év során a befektetők mintegy 75 milliárd forint névértékű részesedést vásároltak meg. Ezen felül további, több mint 10 milliárd forint névértékű olyan részesedéstől váltak meg 1995 és 1998 között, amelyet még 1995 előtt vásároltak.

<sup>27</sup> Az Európai Kockázati Tőke Szövetség (EVCA) évente összesíti 17 fejlett európai piacgazdaság kockázati tőke-ágazatának adatait. Az EVCA kiadványainak összeállításához a kockázati tőkebefektetőktől kér adatokat az ágazatra érkező új tőkéről, valamint az általuk adott évben végrehajtott befektetésekről és tőkekivonásokról.

zatban érvényesülő fő tendenciákat, és rávilágítson néhány lényeges összefüggésre. Mivel a magyarországi kockázati tőke-ágazat a legfejlettebb Kelet-Közép-Európában, az elemzés során nyert ismeretek a régió többi országa számára is tanulsággal szolgálhatnak.

### A felmérés eredményei

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

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

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

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

A kockázati finanszírozásban mind a hazai, mind pedig a külföldi bejegyzésű befektetők fontos szerepet játszottak. Hazai befektetők finanszírozták a kockázati tőke-ügyletek darabszámának 72, névértékének pedig 56 százalékát. Ezen belül kiemelkedő szerepet vállalt a kockázati tőke-finanszírozásban a Magyar Fejlesztési Bank, amely

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

egymaga bonyolította le az ügyletek darabszámának 40, névértékének pedig 32 százalékát (1. táblázat).

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

#### 1. táblázat

A magyarországi kockázati tőke-befektetések darabszámának és névértékének megoszlása  
a befektetők típusa szerint, 1995–1998  
(százalék)

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

A magyarországi kockázati tőke-befektetések erőteljesen különböznek a nyugati mintától a finanszírozásban részesített cégek létszámát illetően. Magyarországon a vizsgált négy év mindegyikében a befektetések számának több mint fele, értékének pedig több mint 60 százaléka irányult az *500 főnél nagyobb* létszámú cégekbe (2. táblázat).

#### 2. táblázat

A magyarországi kockázati tőke-befektetések darabszámának és névértékének megoszlása  
a finanszírozott cégek mérete szerint, 1995–1998  
(százalék)

| A cég<br>mérete (fő) | Darab |      |      |      | Névérték |      |      |      |
|----------------------|-------|------|------|------|----------|------|------|------|
|                      | 1995  | 1996 | 1997 | 1998 | 1995     | 1996 | 1997 | 1998 |
| 0–99                 | 10    | 16   | 4    | 14   | 3        | 23   | 5    | 6    |
| 100–499              | 33    | 31   | 37   | 14   | 37       | 13   | 20   | 2    |
| 500–                 | 57    | 53   | 59   | 72   | 60       | 64   | 75   | 92   |
| Összesen             | 100   | 100  | 100  | 100  | 100      | 100  | 100  | 100  |

A nyugat-európai országokban ugyanakkor a befektetések számának maximum 12, értékének pedig 40 százaléka áramlott e cégekhez 1996-ban és 1997-ben. Míg Nyugat-Európában a *100 fő alatti* vállalkozások körét érintette a befektetések számának 60 százaléka, addig Magyarországon a vizsgált négy évben a befektetések számának maximum 16 százaléka irányult e vállalati körre. Még inkább kirajzolódik a különbség a befektetések értékét tekintve. Míg Nyugaton a 100 főnél kevesebb dolgozót foglalkoztató cégek kapták a befektetések értékének 21–22 százalékát, addig nálunk hasonló érték csak egyet-

len egyszer – 1996-ban – fordult elő, ezt követően az adott évi befektetések mindössze 5-6 százaléka került e cégekhez (3. táblázat).

### 3. táblázat

A nyugat-európai kockázattőke-befektetések darabszámának és értékének megoszlása a finanszírozott cégek mérete szerint, 1996–1997 (százalék)

| A cég mérete (fő) | Darab |      | Érték |      |
|-------------------|-------|------|-------|------|
|                   | 1996  | 1997 | 1996  | 1997 |
| 0–99              | 61    | 61   | 22    | 21   |
| 100–499           | 27    | 27   | 38    | 32   |
| 500–              | 12    | 12   | 40    | 47   |
| Összesen          | 100   | 100  | 100   | 100  |

Forrás: saját felmérés, valamint EVCA [1998].

Átszámolva forintra az egy ügyletre jutó átlagos tőkeértéket, 1996-ban közel 200 millió forint, 1997-ben pedig mintegy 400 millió forint értékű átlagos kockázattőke-befektetésre került sor Nyugat-Európában. Ezzel szemben Magyarországon 1996-ban a kockázati tőkésektől a portfóliócégek átlagosan 500 millió forint, 1997-ben pedig 1 milliárd forint körüli befektetéshez jutottak (4. táblázat). Figyelembe véve a névérték és a tényleges vételár eltérését, a magyarországi befektetések átlagosan kétszer akkora értékűek voltak, mint a nyugat-európai finanszírozási akciók. Nyugaton tehát a kisebb cégek jobb esélyeit a kockázati tőkéhez jutásnál mind az egy ügyletre jutó számottevően alacsonyabb átlagos tőkeérték, mind pedig a befektetések között a kisebb cégek nagyobb előfordulási aránya jelzi.

### 4. táblázat

A kockázattőke-befektetések átlagos értéke Magyarországon és Nyugat-Európában, 1996–1997 (millió forint)

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

\*191 Ft/ECU időszaki átlag devizaárfolyammal számolva.

\*\*211 Ft/ECU időszaki átlag devizaárfolyammal számolva.

Forrás: saját felmérés, valamint EVCA [1998].

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

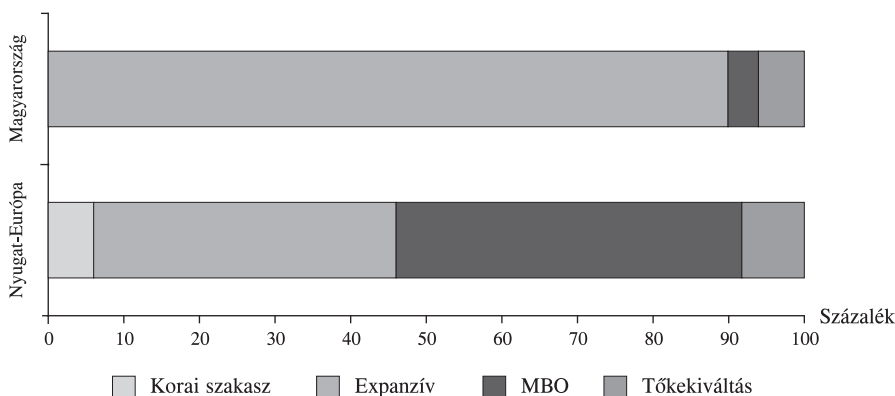
csak a nagyobb jelentőségű vállalkozásoktól várható akkora hozam, ami a befektetés gazdaságos megtérülését biztosíthatja.

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

A cégek *életciklusát* tekintve a hazai befektetések leginkább a *magvető* és *induló* vállalkozások igen alacsony előfordulási arányában különböznek a nyugati mintától, noha a nyugat-európai átlag is messze elmarad az amerikai arányoktól. Sajnos, a hazai felmérés ezen vállalati kör adatait tudta legkevésbé megragadni, amit az adatbázisba bekerült induló cégek esetében a szinte kivétel nélkül hiányzó névértékat jelez (1. ábra).

1. ábra

Az 1995–1998 közötti magyarországi és az 1993–1997 közötti nyugat-európai kockázattőke-befektetések névértékének megoszlása a finanszírozott cégek életciklusa szerint



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

Az expanzív ügyleteken belül célszerű külön is kiemelni a nehéz helyzetbe jutott cégek vásárlását. (Mivel ezen akciókat a nyugati statisztika nem tünteti fel külön, így nagyságrendjük összehasonlítására nincs mód.) Ezen úgynevezett átfordító (*turnaround*) ügyletek közé sorolható a négy év során lebonyolított magyarországi ügyletek számának közel

ötöde, névértékének pedig 15 százaléka. Finanszírozásukra a jelek szerint főleg a magyarországi viszonyokat jobban ismerő hazai bejegyzésű befektetők vállalkoztak, abban a regionális alapok egyáltalán nem vettek részt, s az országalapok súlya sem volt meghatározó. Ezen ügyletek névértékének 44 százaléka az MFB, 45 százaléka egyéb hazai befektetők tevékenységéhez kapcsolódott.

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

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

*A magyarországi kockázati tőke-befektetések fontos jellemzője az ágazat nagyfokú kiszolgáltatottsága a nemzetközi tőkepiaci folyamatok alakulásának.* A tapasztalatok szerint ugyanis a nemzetközi tőkeáramlások hullámvásárlásai igen erőteljesen lecsapódnak az éves befektetések és tőke kivonások ingadozásában. Főként ennek tulajdonítható, hogy az egyes években igen különböző volt a kockázati tőkések aktivitása Magyarországon (5. táblázat).

5. táblázat

A magyarországi kockázati tőke-befektetések és kivonások évenkénti megoszlása az ügyletek névértéke alapján, 1995–1998 (százalék)

| Év       | Befektetések | Tőke kivonások |
|----------|--------------|----------------|
| 1995     | 14           | 8              |
| 1996     | 10           | 17             |
| 1997     | 54           | 58             |
| 1998     | 22           | 17             |
| Összesen | 100          | 100            |

A vizsgált négy év közül messze kiugrik az *1997-es év*, mivel a négy év alatt összesen finanszírozásra fordított tőke 54 százalékát ebben az egy évben fektették be, s az összes eladott részesedés értékének 58 százalékán ebben az évben adtak túl a kockázati tőkések. A gazdasági növekedés felgyorsulása, valamint a Budapesti Értéktőzsde felfutása felkelte a kelet-európai régió iránt érdeklődő regionális alapok figyelmét, amelyek korábbi

befektetések értékét ebben az évben megtízszerezték. Hasonlóképpen megemelte a befektetési állományt 1997-ben az MFB kiugró szereplése. Államigazgatási döntés nyomán az MFB a korábbi évekhez képest kiemelkedő értékű portfólióállományhoz jutott az állami vagyongazdálkodással lebonyolított portfóliócsere eredményeként (6. táblázat).

6. táblázat

A Magyar Fejlesztési Bank Rt. és a külföldi regionális alapok évenkénti részesedése a magyarországi kockázati befektetésekből az ügyletek névértéke alapján, 1995–1998 (százalék)

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

A tőzsdét megviseelő ázsiai és a gazdaság több szektorára is erőteljes hatást gyakoroló orosz válság nyomán a magyar kockázati befektetési ágazat fellendülése a következő, 1998-as év derekán megtorpant. Új befektetők a válság láttán a régió egészét igyekeztek elkerülni, míg a már ittlévőknek gondot okozott számos kockázati tőkével finanszírozott cég gazdálkodásának az orosz piac elvesztése miatti megrendülése. A szervezett értékpapírpiacon kialakuló nyomott árfolyamok következtében a befektetésekből történő 1998-ra tervezett kiszállást a kockázati tőkések több esetben is a következő évre halasztották, így a piacon otthonosan mozgó befektetők sem tudták tőkéjüket új cégekhez átirányítani. Ezt tükrözi az előző évhez képest 70 százalékkal visszaeső 1998. évi eladások névértéke, amelyet szinte kizárólag az üzleti klímával kevésbé törődő MFB eladásai tettek ki.

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

A privatizáció jelentőségét mutatja a magyarországi kockázati befektetési piacon, hogy négy év átlagában majdnem ugyanannyi befektetési akció fordult elő az állami és a magán-szektorban (7. táblázat). Ugyanakkor a befektetett tőke névértékét nézve az állami kézben lévő társaságokban történő tulajdonszerzés vezetett. Ez utóbbi ügyletek képviselték a négy év során megvásárolt részesedések névértékének 58 százalékát.

Bár a privatizációban nem csupán hazai bejegyzésű kockázati befektetők vettek részt, az MFB különösen nagy szerepet játszott az állami tulajdonban lévő vállalkozások kockázati tőkéhez juttatásában. E szervezet befektetései az állami tulajdonból való részesedés-szerzések névértékének 38 százalékát képviselik.

A magyarországi kockázati befektetéseket a portfóliócégek ágazati megoszlása szerint vizsgálva kitűnik, hogy a finanszírozás túlnyomó része a hagyományos szektorokba tartozó cégekbe irányul, míg a technológiai haladást hordozó vállalkozások elenyésző há-

## 7. táblázat

A magyarországi kockázati-tőke-befektetések darabszámának és névértékének megoszlása a finanszírozott vállalkozások eredeti tulajdonosa szerint, 1995–1998 (százalék)

| Szektor  | Darab | Névérték |
|----------|-------|----------|
| Állami   | 47    | 58       |
| Magán    | 53    | 42       |
| Összesen | 100   | 100      |

nyadban jutnak Magyarországon kockázati tőkéhez. A finanszírozásra kiválasztott cégek ágazati hovatartozására az ország földrajzi adottságai, illetve hagyományos orosz élelmiszerexport-pozíciói mellett hatást gyakorol az állami döntéseket közvetítő MFB jelentős részvétele is a kockázati befektetésekben.

A befektetések ágazati megoszlásának nemzetközi összehasonlítását elsősorban a *felhasználási szektorok szerinti* ágazati megoszlás bemutatása teszi lehetővé. A hazai befektetések szektorális megoszlása a nyugat-európai átlaggal 1995 és 1997 közötti három évben vethető egybe. A befektetők konzervativizmusát az úgynevezett *technológiai szektorok* befektetésekből való alacsony részesedése mutatja a legvilágosabban.

Mindhárom évre igaz, hogy a nyugat-európai befektetések minimum 20 százaléka az úgynevezett *technológiai ágazatok* felé – kommunikáció, számítartechika, elektronika, bioelektronika, gyógyászat – irányult. Sőt, 1997-ben az európai tőkekihelyezés értékének már negyedét adták e felsorolt ágazatok. Ezzel szemben a magyarországi befektetések csak egyetlen évben, 1996-ban érték el számottevő mértéket a fejlett technológiát képviselő ágazatokban. Ekkor az adott évi befektetések névértékének 11 százaléka került a fenti ágazatokba. Ezen ágazatok részaránya az elemzett négy év során az ügyletek számát tekintve 7, értékét nézve pedig 3 százalékot ért el Magyarországon. (A befektetések összehasonlítását azonban az innovációérzékeny szektorokban erőteljesen torzíja a hazai felmérés választott módszere. Az eleve viszonylag ritkábban publikált technológiai fejlődést hordozó kisebb cégek finanszírozásának értékei még az ismertté vált esetek zömében is hiányoztak.)

A kockázati-tőke-befektetések súlypontja a nyugat-európai ügyletekhez hasonlóan Magyarországon is a *fogyasztási cikkek előállító ágazatokban* található. Több év átlagát tekintve, mind Nyugat-Európában, mind nálunk az ezen ágazatokba irányuló tőkebefektetések nagyságrendje vezet (2. ábra).

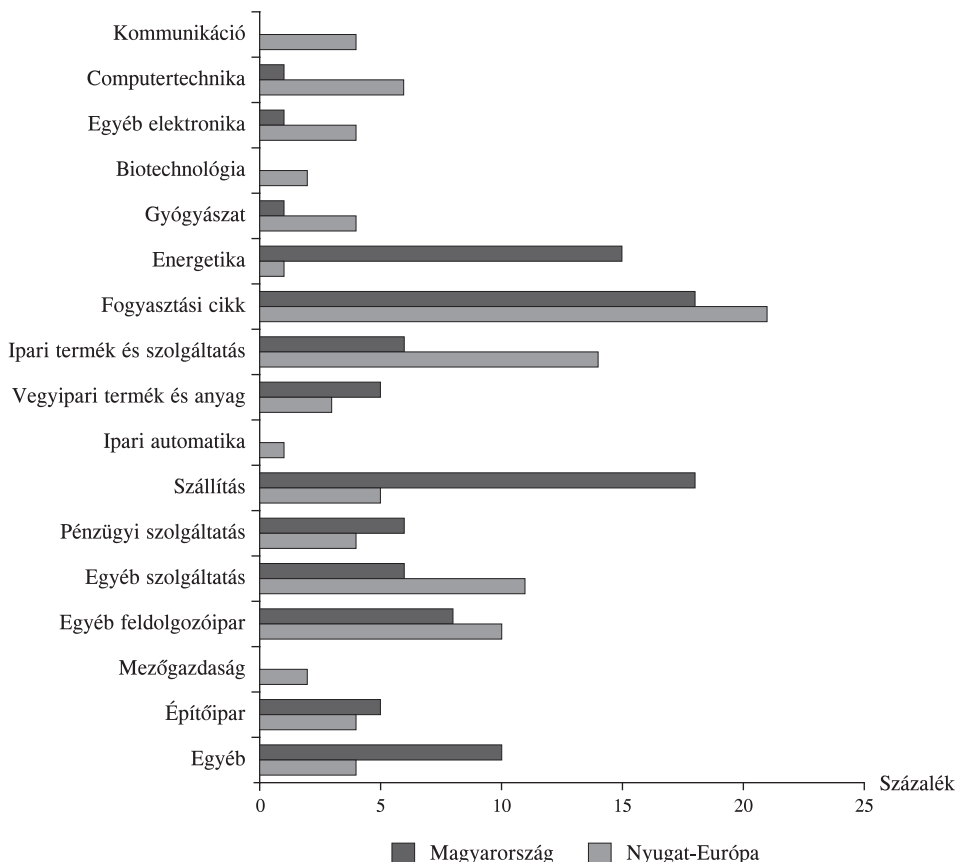
A 2. ábrából az is kitűnik, hogy az *ipari termékek és szolgáltatások* területén, amely a beszállítói hálózatok kiépültségét is jelzi, a hazai ügyletek aránya még a felét sem éri el a nyugat-európainak. Ott ez a szektor képviseli a kockázati finanszírozás értékben számolt második legfontosabb területét. Az energetikánál és a szállításnál ugyanakkor fordított a helyzet, azaz a nyugati befektetések részesedése meg sem közelíti a magyarországi átlagot.

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

A rendeltetés szerinti szektorokhoz képest pontosabb kép alakítható ki a Magyaror-

## 2. ábra

Az 1995–1998 közötti magyarországi, valamint az 1993–1997 közötti nyugat-európai kockázati tőke-befektetések értékének megoszlása a felhasználói szektorok szerint (százalék)



szágra irányuló kockázati tőke-befektetések szerkezetéről az *előállítás szerinti* ágazati besorolást elemezve. Az adatokból kitűnik, hogy a kockázati tőke mindenekelőtt a tervgazdaság idején „hátrányos helyzetű” *szolgáltatások* kiépüléséhez, valamint a rendszerváltással egyidejűleg teljes struktúraváltásra kényszerülő *gépipar* talpra állításához járult hozzá. A befektetők igyekeztek profitálni a hagyományosan jó piacokkal rendelkező *élelmiszeripar* fejlesztéséből is, ám a keleti piacok bedugulása miatt ez csak átmeneti ideig volt sikeres.

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

Az egyes ágazatok a hazai és külföldi befektetők számára nem egyformán voltak vonzóak (8. táblázat).

Erre utal, hogy míg a *hazai* bejegyzésű szervezetek által végrehajtott befektetési ügy-

## 8. táblázat

A hazai és a külföldi bejegyzésű kockázatos tőke-befektetők Magyarországon lebonyolított ügyletei darabszámának megoszlása ágazatok szerint, 1995–1998 (százalék)

| Ágazatok                        | Hazai befektetők | Külföldi befektetők |
|---------------------------------|------------------|---------------------|
| Mezőgazdaság                    | 1                | –                   |
| Élelmiszeripar                  | 6                | 41                  |
| Textilipar                      | 8                | 3                   |
| Fa-, papír-, nyomda-, bútoripar | 6                | 6                   |
| Vegyipar                        | 5                | 3                   |
| Nemfém ásványi anyag            | 11               | 6                   |
| Kohászat, fémfeldolgozó ipar    | 8                | –                   |
| Gépipar                         | 20               | 29                  |
| Ebből:                          |                  |                     |
| Informatika                     | 1                | 17                  |
| Építőipar                       | 6                | –                   |
| Kereskedelem                    | 15               | 6                   |
| Szolgáltatások                  | 14               | 3                   |
| Energetika                      | –                | 3                   |
| Összesen                        | 100              | 100                 |

letekre legnagyobb arányban a gépiparban, a kereskedelemben és a szolgáltatásoknál került sor, addig a külföldi bejegyzésű befektetők főként az élelmiszeripar és a gépipar iránt érdeklődtek. A kohászat és fémfeldolgozás, valamint az építőipar kizárólag hazai befektetők figyelmét keltette fel Magyarországon, ezzel szemben az informatika és az energetika finanszírozása jóformán csak a *külföldi* finanszírozóknak volt köszönhető.

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

*A magyarországi befektetésekből történő tőkekivonások<sup>29</sup> fő jellemzője a nyugati tapasztalatokhoz viszonyítva a tőzsde rendkívül korlátozott szerepe az érdekeltségek eladásánál, amit az úgynevezett egyéb tőkekivonási útvonalak nagyobb arányú igénybevétele kompenzál.*

Az első *tőzsdei* tőkekivonásokra Magyarországon a kockázati tőkével finanszírozott ügyletek esetében 1997-ben került sor, ám a kedvező tapasztalatok ellenére a folyamat az 1998 nyarán bekövetkezett orosz válság miatt elakadt, s az „úttörő” ügyleteket már csak 1999-ben követték újabbak. A tőzsdei kiszállások közül a Budapesti Értéktőzsdén keresztül lebonyolított részvényeladások – az intézményi befektetőknek közvetlenül a tőzsze-

<sup>29</sup> A kockázati tőkések magyarországi befektetéseiből történő kiszállása csak korlátozottan vethető egybe a nyugati piacokon tapasztalt tendenciákkal. Elsősorban azért, mert a rendszerváltáskor meginduló befektetések jó része a kilencvenes évek fordulóján még nem érett meg a tőke kivonására, így a vizsgált négy év közül elsősorban az utolsó kettő alkalmas a folyamatok bemutatására. (A számbavétel módja maga is torzít, hiszen a tönkrement vállalkozások a dolog természetéből adódóan viszonylag kis publicitást kapnak.)

dei megjelenés előtt eladott részesedések nélkül – a felmérés eredményei szerint a négy év során eladott névérték 3 százalékát, az ügyletek számának pedig 7 százalékát teszik ki. E nagyságrendhez azonban még hozzá kell számítani annak a néhány tőke kivonási akciónak<sup>30</sup> a – felméréskor rendelkezésre nem álló – adatait, amikor a hazai piacon befektető kockázati tőkések cégekkel *külföldi tőzsdéken* jelentek meg (9. táblázat).

#### 9. táblázat

Az 1995–1998 közötti magyarországi és az 1995–1997 közötti nyugat-európai kockázati tőke-befektetésekből történő kiszállások értékének és darabszámának megoszlása a kivonulás módja szerint (százalék)

| A kivonulás módja | Magyarország |       | Nyugat-Európa |       |
|-------------------|--------------|-------|---------------|-------|
|                   | névérték     | darab | érték         | darab |
| Veszteség leírása | –            | –     | 13            | 22    |
| Szakmai befektető | 45           | 57    | 45            | 30    |
| Tőzsdei eladás    | 3            | 7     | 21            | 10    |
| Egyéb             | 52           | 36    | 21            | 38    |
| Összes            | 100          | 100   | 100           | 100   |

*Forrás:* saját felmérés, valamint EVCA [1996], [1997], [1998].

A *szakmai befektetők* súlya a hazai befektetések esetében az eladott névérték arányát tekintve és a vizsgált időszak egészét nézve, nagyjából megegyezik a nyugat-európai arányokkal. Sajnos, a hazai befektetések esetében nem ismert a csődbe jutott vállalkozásoknál kényszerűen alkalmazott „*leírások*” nagyságrendje, amely Nyugat-Európában a befektetők közlése szerint a kiszállások értékének 13 százalékát reprezentálja.

A vizsgált négy évben a tőzsde és a szakmai befektetők melletti úgynevezett *egyéb tőke kivonási módok* képviselték a hazai eladások értékének mintegy felét, az eladási akcióknak pedig valamivel több mint egyharmadát. Míg a nyugati „*egyéb*” akciók megoszlásáról nincsenek adatok, addig a hazai ügyletekről a felmérés alapján kiderül, hogy legnagyobb számban a *társtulajdonosoknak*, illetve újabb *kockázati tőkéseknek* történő részesedéseladások alkotják ezen ügyleteket. Az eladások 14 százalékában a korábbi társtulajdonosok vették meg az eladásra kínált vállalati részesedéseket, azonban értékben ezek a tőke kivonásoknak csak 6 százalékát képviselték. A társtulajdonosok vásárlóereje nyilván határt szabott ezen ügyleteknek, amit az is jelez, hogy a társtulajdonosoknak átlagosan eladott 360 millió forintos névértékű részvényérték messze elmaradt a szakmai befektetők mintegy 700 millió forintos átlagos értékétől, nem is beszélve a pénzügyi befektetőknek, illetve a kockázati tőkéseknek eladott részvényérték 1 milliárd forint körüli átlagos nagyságától (10. táblázat).

Az úgynevezett egyéb tőke kivonási útvonalak között a társtulajdonosoknak történő értékesítés mellett fontos szerepe volt Magyarországon az *államnak* történő eladásnak. Ez a speciális kivonulási útvonal csak kevés céget érintett, ám a szóban forgó cégek magas tőkeértéke miatt mégis domináns szerepet kapott. (Az MFB-től az állami vagyonkezelő szervezethez visszajuttatott részesedések a négy év során értékesített részvények névértékének 23 százalékát képviselték.) Az állami jelenlét ellenére a kockázati tőke-piac fejlettségére utal Magyarországon, hogy a kockázati befektetők eladásainak darabszám-

<sup>30</sup> Az Euronet bankautomatákat működtető céget az elektronikus amerikai tőzsdére (NASDAQ), az E-Pub szoftverfejlesztő céget pedig a bécsi tőzsdére vezették be.

## 10. táblázat

A magyarországi kockázati tőke-befektetések eladáskori átlagos névértékének alakulása a kivonulás módja szerint, 1995–1998 (milliárd forint)

| A kivonulás módja                    | Átlagos névérték |
|--------------------------------------|------------------|
| Veszteség leírása                    | –                |
| Szakmai befektetőnek eladás          | 0,7              |
| Tőzsdei értékesítés                  | 0,4              |
| Egyéb                                | 1,3              |
| ebből:                               |                  |
| – társtulajdonosnak eladás           | 0,4              |
| – állami vagyongazdálkodóknak eladás | 5,8              |
| – pénzügyi befektetőnek eladás       | 1,0              |
| – kockázati tőkéseknek eladás        | 1,1              |
| Összesen                             | 0,9              |

ban 11, névértékben pedig 14 százalékát az újabb *kockázati befektetők* vásárlásai tették ki. Ezen értékesítések főként az MFB és egy országalap gyakorlatában fordultak elő.

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

A *kiszállások* ágazati szerkezetét áttekintve, a legtöbb eladási ügylet a *gép- és élelmiszer-ipari* ágazatban fordult elő. Az eladott részesedések névértéke szerint a gépiparban váltak meg a négy év alatt eladott összes részvény névértékének 44 százalékától, míg az élelmiszer-ipari kilépések az összes eladás 18 százalékával a második helyen szerepelnek. A harmadik helyen a vegyipari részesedéseladások állnak 11 százalékkal.

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

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

A hosszabb ideig finanszírozott, komoly átstrukturálást igénylő hazai cégek magas aránya nem meglepő a kilépéseknél. Magyarázatra szorul azonban a csak viszonylag rövid ideig birtokolt részesedések kiugró aránya. E cégek körébe Magyarországon egyrészt azok a vállalkozások sorolhatók, amelyek jövedelmező gazdálkodását korábban jelentős adósság takarta el, amelyet a kockázati befektetők vagy átvállaltak, vagy a korábbiaknál kedvezőbb feltételekkel megújítottak. Az így „tisztába rakott” cégek azután már kíváncsi felvásárlási célponttá váltak a szakmai befektetők szemében. A rövid ideig

birtokolt vállalkozások másik körét azok a vállalkozások alkották, amelyek csupán a privatizációra vonatkozó szigorú előírások kikerülése érdekében kerültek átmenetileg kockázatitőke-befektetőhöz.

### Következtetések

A kockázatitőke-befektetések sajtóban megjelent híreire alapozott felmérés – a módszerből adódó számos korlát ellenére – igen érdekes képet nyújt a kockázatitőke-piac működéséről egy átalakult gazdaságban. Az elemzés arról tanúskodik, hogy jelentős volumenű tőke, jó néhány közvetítő szervezet részvételével igen sok cég fejlődését segítette elő. Magyarországon is kialakult tehát a tőzsdén nem szereplő vállalkozások számára külső részvénytőke (*equity*) bevonását biztosító tőkepiaci szegmens.

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

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

A magyarországi kockázatitőke-befektetések azonban még magukon viselik a tervgazdaságból átalakuló gazdaság nyomait. Ezek közül a befektetési célpontként kiválasztott cégek volt tulajdonosaként domináló *államot*, valamint a költségvetési forrásokból kockázatitőke-befektetéseket megvalósító állami tulajdonban lévő befektetők fontos szerepét lehet kiemelni. Ide sorolható továbbá a kelet-európai országokkal jelentős felvevőpiacként számoló üzleti elképzelések nagyfokú *sebezhetősége* a régiót sújtó válság kialakulása esetén. Végül fontos momentum a régióban fejlettnak tekinthető hazai *értéktőzsde* korlátozott felvevőképessége, amely különösen a hazai piacon még kevésbé elfogadott *high-tech* cégek megjelenítését a külföldi tőzsdék felé tolja el.

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

Feltételezhető, hogy a volt szocialista országok közül a legfejlettebb kockázatitőke-ágazattal rendelkező magyar gazdaságban tapasztalt jellemzők a régió más országaiban is

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

A vizsgálat lezárása óta tapasztalt fejlemények arra utalnak, hogy kockázati tőke-ágazat működése Magyarországon *egyre jobban közelít* a fejlett piacgazdaságokban megismert mintához. Bár a hazai intézményi befektetők számottevő szerepvállalására az ágazat finanszírozásában még néhány évig várni kell, ezt kompenzálja, hogy a külföldi intézményi befektetők egyre nagyobb tőkevolumennel kívánnak beszállni – többnyire regionálisan szervezett alapokon keresztül – a magyarországi tőkebefektetésekbe. Határozottan nő a kockázati tőke kínálata, ami javítja a tőkéhez hozzájutni kívánó vállalkozások pozícióját. A befektetők között folyó verseny hatására a hazai bejegyzésű szereplők között a kockázati finanszírozással főtevékenységként foglalkozó, jövedelmezőségi szempontok szerint működő, magántulajdonban lévő szereplők válnak dominánssá, míg az állami forrásokat kockázati finanszírozásba fektető szervezetek szerepe egyelőre nem látszik tisztán. Jelen vannak már a magyar piacon a kockázati tőkések tevékenységét segítő olyan szakértő, illetve tanácsadó szervezetek is, amelyeknek az ügyletek lebonyolításához szükséges nemzetközi jártasság mellett helyi – piaci és jogi – ismereteik is vannak. A legutolsó egy-másfél évben érzékelhetően nőtt a technológiai alapú, világviszonylatban újdonsággal jelentkező, életciklusának induló fázisában tartó cégek iránti érdeklődés a magyar piacon megjelenő újabb kockázati befektetők, különösen pedig a már korábban itt dolgozó kockázati befektetők által újonnan szervezett alapok körében (vö. *Karsai* [1999]). A privatizációban való részvétel, illetve a nehéz helyzetbe jutott vállalkozások feljavításának időszakát a hatékony piaci működést biztosító vállalati koncentráció előkészítése váltja fel (vö. *Tóth* [1999]). Néhány sikeres akció nyomán immár egyre több kockázati finanszírozó tervezi magyarországi portfóliócégeből a kivonulást a budapesti, illetve külföldi tőzsdére vitel útján.

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

### Hivatkozások

- AZ ABN AMRO... [1999]: Az ABN Amro kockázati tőke-alapja. Figyelő, február 11. 8. o.  
 BAKA ZOLTÁN [1999]: Évente néhány száz vállalkozással bővülhet a multik partnerköre. Napi Gazdaság, március 20. 3. o.  
 BECSEI ANDRÁS–HORVÁTH ÉVA [1998]: Kifundálhatják. Figyelő, december 17. 49–50. o.  
 BINDER ISTVÁN [1999]: A vártnál is súlyosabb veszteség. Világgazdaság, április 13. 1. és 15. o.  
 CSABAI KÁROLY [1999]: Tulajdon szemükkel. Figyelő, február 11. 39–40. o.

- DOMBI MARGIT [1999]: Előterben a fejlesztési hitelek és a kockázati tőke. Napi Gazdaság, február 22. 1. és 5. o.
- ÉLEN A HIGH-TECH... [1999]: Élen a high-tech cégek. Világgazdaság, június 17.
- EMÓD PÁL [1999]: Új stratégiát készít az MFB. Népszabadság, február 11. 12. o.
- EURÓPA MEGHÓDÍTÁSA... [1999]: Európa meghódítása. Figyelő, április, 15. 10. o.
- EUROPEAN PRIVATE EQUITY FUNDS... [1999]: European private equity funds post strong performance record in 1997-1998 at 25 per cent. Venture Economic News. Press Release, Brüsszel, március.
- EVCA [1996], [1997], [1998]: Yearbook. EVCA, Zaventem.
- EVCA [1999]: Europe Private Equity Update, EVCA No. 12, április.
- EVCA-HVCA [1996]: A Kockázati Tőke Üzletága Magyarországon, EVCA-HVCA, Zaventem.
- G. Á. [1998]: Eddig egymilliárd dollár érkezett. Napi Gazdaság, november 25.
- G. T. I. [1998]: Kockázati tőkealapok indulnak. Magyar Hírlap, december 5.
- GUIDE TO VENTURE CAPITAL... [1998]: Guide to Venture Capital in Asia. Asia Venture Capital Journal, Hongkong, december.
- GYENIS ÁGNES [1999]: Be- vagy elfektető? Heti Világgazdaság, július 10. 112–115. o.
- HORVÁTH ÉVA [1999]: Magukra kalapoznak. Figyelő, április 1. 42–43. o.
- INVESTMENTS IN US... [1999]: Investments in US up 24% to record \$14.3bn. Financial Times, február 16.
- KARSAI JUDIT [1995]: A kockázati tőke-finanszírozás nyílt és rejtett csatornáit Magyarországon. Külgazdaság, 10. sz.
- KARSAI JUDIT [1997a]: A kockázati tőkét befektető alapok és társaságok befektetési magatartása Magyarországon. Külgazdaság, 9. sz.
- KARSAI JUDIT [1997b]: A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. Közgazdasági Szemle, 2. sz.
- KARSAI JUDIT [1998]: A kockázati tőkéről befektetőknek és vállalkozóknak. Módszertani Füzetek III., MBV Rt., Budapest.
- KARSAI JUDIT [1999]: Magvetők. Piac és Profit, 4. sz. április, 92. o.
- KARSAI JUDIT–WRIGHT, M. [1994]: Accountability, governance and finance in Hungarian buy-outs. Europe-Asia Studies, 46. No. 6. 997–1016. o.
- KARSAI JUDIT–WRIGHT, M.–DUDZINSKI, Z.–MOROVIS, J. [1999]: Venture capital in transition economies: the cases of Hungary, Poland and Slovakia. Megjelent: Management Buy-outs and Venture Capital, (Szerk.: Wright, M.–Robbie, K.) Edward Elgar, Cheltenham, UK., 81–114. o.
- L. J.–O. P. [1998]: Indulhat az első kockázati alap. Világgazdaság, november 2. 1, 7. o.
- M. K. [1999a]: Bővülő garanciarendszer. Világgazdaság, március 29. 1, 3. o.
- M. K. [1999b]: Parkoló pályán a stratégia. Világgazdaság, május 26. 1. o.
- M. R. M. [1999]: Még egyszerreplős az alapkezelői piac. Világgazdaság, január 27. III. o.
- MKTE [1999]: Evkönyv. (Szerk.: Füzesi Zoltán) Magyar Kockázati Tőke Egyesület, Budapest.
- N. I. [1998]: Regionális kockázati tőkealap indul. Világgazdaság, december 1.
- PAPP EMÍLIA [1999]: Kockázatótató tőkések. Cégvezetés, május, 133–136. o.
- TEVAN IMRE [1999]: Játék hatályok nélkül. Heti Világgazdaság, február 13. 127–129. o.
- TÓTH KATALIN [1999]: Növekszik a vállalatfelvásárlások száma Közép-Európában. Napi Gazdaság, április 30. 7. o.
- VONZÓK A KELETI... [1998]: Vonzók a keleti kockázati tőke-alapok. Világgazdaság, február 25. 10. o.
- WRIGHT, M.–ROBBIE, K. [1996]: Venture Capitalists and Unquoted Equity Investment Appraisal. Accounting and Business Research, Vol. 26, No. 2. 153–170. o.