

ÁCSNÉ DANYI ILONA

A KOCKÁZATI TŐKE SZEREPE A HAZAI KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK FINANSZÍROZÁSÁBAN

A 90-es évek közepétől a hazai gazdaságban a hagyományos hitelezési konstrukciók mellett alternatív finanszírozási eszközként jelent meg a kockázati tőke. A döntően nagy vállalati befektetésekre szakosodott kockázati tőke társaságok aktivitása az elmúlt tíz évben imponáló módon növekedett, és a még befektetésre váró szabad forrásaik jelentősen meghaladják az eddigi kihelyezéseket. A kis- és középvállalkozói kör kockázati tőke-finanszírozását méretgazdaságossági és egyéb motivációs okokra visszavezethetően a nemzetközi gyakorlatban magánbefektető üzleti angyalok végzik. A pénzforráson túl e befektetők goodwill-növelő járulékos tőkével, szaktudással, kapcsolati tőkével, személyi garanciával támogatják a portfólió-cégeket. A hazai kkv-k számára ezért ez a finanszírozási forma kifejezetten előnyös lehet a banki hitelkonstrukciókkal szemben. Releváns kockázati tőke-piac azonban még nem alakult ki. Ennek okai kínálati oldalon történelmi, kulturális és intézményi hiányosságokban, keresleti oldalon kkv-k elégtelen abszorpciós képességében keresendők. A honi piac fejlődésében az EU vállalkozásfejlesztési programjainak kockázati tőke-befektetést ösztönző elemei játszhatnak katalizátor szerepet a jövőben.

BEVEZETÉS

A magyar gazdaság szereplői számára az utóbbi években egyre erősebb kényszerként jelentkezik versenyképességük javítása. Egyenes következménye ez a hazai piac liberalizálásának és a versenyhelyzet Európai Unió integrációjával járó élesedé-

sének. Noha nem várható, hogy 2004. május 1-jét, a csatlakozás időpontját követően ugrásszerűen nő a külpiacon¹ megmérettetést vállaló társaságok száma, a még meglévő kereskedelemtechnikai aka-

1 A „külpiacon” ebben az értelemben az EU egységes piacának a hazai, nemzetáron kívüli része.

dályok 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 motorjaként” aposztrofált – induló kis- és középvállalkozások (továbbiakban kkv-k),² akik többségében alultőkésítettek, jelzálogra alkalmas ingó, ingatlan vagyonnal nem rendelkeznek, következésképpen banki hitelforrások megszerzésében kedvezőtlen alkupozícióban vannak.³ 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 tudászakadékot 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 megosztá-

sát és hatékony, kooperatív gyakorlását igényli, továbbá mindazokkal a menedzseri kvalitásokkal, amit egy kockázati tőke saját érdekében elvárhat?

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? Az írás e kérdéskört próbálja meg körüljárni azzal a szándékkal, hogy a helyzetkép bemutatásán túl olyan gazdaságpolitikai eszközöket is felvillantson, amelyek a jelenlegi kínálati piacon pótlólagos tőkekeresletet generálhatnak, illetőleg segíthetik a hatékonyabb kommunikációt a befektetők és vállalkozók között.

Magyarország már az előcsatlakozás éveiben folyamatosan vette át és adaptálta az EU vállalkozásfejlesztési politikájának elemeit, és a közösség alapszerződéseinek, direktíváinak megfelelően harmonizálta a hazai jogrend vonatkozó részeit. Bevezetésként néhány szó az EU vállalkozásfejlesztési politikájáról, amelyben a kis- és középvállalkozások kockázati-tőke-finanszírozásának ösztönzése egyre nagyobb hangsúlyt kap.

1. HOGYAN ILLESZKEDIK A KOCKÁZATI-TŐKE-FINANSZÍROZÁS AZ EURÓPAI UNIÓ VÁLLALKOZÁSFEJLESZTÉSI PROGRAMJAIBA?

Az elmúlt évtizedek gazdasági folyamatai világszerte rávilágítottak a kis- és közép-

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

3 Az elmúlt évtized banki hitelezési gyakorlatában a nagy vállalatok privilegizálása mérséklődött. Látványos nyitás történt a kkv-k felé, de ezen vállalkozások érdekérvényesítő képessége a pénzügyekkel szemben nagyon korlátozott.

vállalkozások stratégiai jelentőségére a nemzetgazdaságok egészséges fejlődésében. Különösen nagy figyelmet igényelnek az innováció- és technológiaorientált induló és kisvállalkozások, amelyek a foglalkoztatás növelésének fontos bázisát adják, emellett innovációs eredményeik a gazdaságban multiplikátor hatással bírnak. Ugyanakkor általános probléma, hogy ezek a nagy növekedési képességű kkv-k életciklusuk korai szakaszában sokkal kevésbé jutnak hozzá a külső forrásokhoz, mint azt a fejlődési potenciáljuk igényli. Nemzetközi felmérések igazolják, hogy a tőkebevonás nehézségei hatványozottan jelentkeznek a klasszikus hitelfinanszírozású gazdaságok szereplői körében, így az Unió tagállamainak többségében. 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 intézményrendszerében. A jogszabály kimondja, hogy az EU kötelezettsége a kis- és középvállalkozások, valamint az ipar és innováció fejlődésének uniós szintű ösztönzése, aminek érdekében közösségi és tagállami szintű intézkedésekkel teremti meg a versenyképesség növekedéséhez szükséges feltételeket. Az EU szigorú versenypolitikája nem zárja ki e vállalkozói szektor állami támogatását, mivel gazdasági potenciáljuk lévén ezek

az entitások nem képesek a piacot torzítani. Nyilvánvaló ugyanakkor, hogy a kedvezményezett státus a kkv-k esetében szociálpolitikai megfontolásokkal is szorosan összefügg.

1.1. Tudásalapú tevékenységek prioritása

A Lisszaboni, majd a Barcelónai Csúcstalálkozón deklarált célkitűzések megerősítették a kkv szektor szerepét az EU mint nagy térgazdaság versenyképessége, innovativitása növelésében. A napjainkban futó Negyedik Többéves Vállalkozásfejlesztési Programban a tudásalapú gazdaságban működő vállalkozások versenyképességének, innovációs képességének, piaci alkalmazkodóképességének növelése, továbbá új innovációs és kommunikációs technológiák elterjesztése kapott prioritást. Pénzügyi oldalon új vállalkozásfinanszírozási formák bevezetése, a kockázatitőke-finanszírozás ösztönzése, különösen üzleti angyal hálózatok kialakítása, valamint specifikus garanciakonstrukciók kapnak nagyobb hangsúlyt.

1.2. Az üzleti angyalok különleges megítélése

Az innovatív kis- és középvállalkozások alternatív finanszírozási forrását méretgazdaságossági okokból elsősorban az üzleti angyalok pénze jelentheti. A vállalkozások és a potenciális befektetők egymásra találása az üzletág bizalmi jellegeből adódóan, továbbá az információs

csatornák fejletlensége miatt az európai piacon nem kielégítő. Számos tanulmány és szakmai nyilatkozat jelzi, hogy a közösség országaiban a becsült befektetések összegének többszöröse áll rendelkezésre, a magánbefektetők anonimitásából eredően azonban azok kihelyezése a kapcsolatkeresés magas költség- és időigénye miatt meghiúsul.

Az Európai Unió Tanácsa 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 folyó vállalkozásfejlesztési program értékelése és elemzése alapján ajánlásokat adott ki az európai informális kockázatitőke-befektetések szerepének növelésére. A javasolt eszközök döntően az üzleti angyal hálózatok fejlesztése irányába mutatnak, középpontba állítva a kockázati tőke mint alternatív finanszírozási eszköz megismertetését célzó promóciókat; közösségi szintű üzleti angyal fórum kialakítását, alkalmat teremtve tapasztalatcserére és a konstruktív párbeszédre; üzleti angyal hálózatok működésének a szubszidiaritás elvén történő finanszírozását; szigorú hálózati etikai kódex megalkotását.

2. A HAZAI VÁLLALKOZÁSOK KOCKÁZATITŐKE-ABSZORBCIÓS KÉPESSÉGE

Az elmúlt években szinte szlogené vált, hogy a kis- és középvállalkozások a gazdasági fejlődés motorjai, mert olyan inno-

vációs képességgel rendelkeznek, amivel gyorsan és hatékonyan tudnak alkalmazkodni a gazdasági környezet változásaihoz. A kockázatitőke-befektetők e piaci szegmensre specializálódott csoportja ezeket az innovatív vállalkozásokat keresi kihelyezéseikhez.

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

2.1. Befektetői elvárások

A kockázatitőke-befektetés természetéből eredően más igényeket támaszt a portfólió-céggel szemben, mint az a banki hitellezési gyakorlatban szokványos. A hitelbírálat során az üzleti terv mellett jelentős súlyt képvisel a döntésben gazdálkodói múlt. A kockázatitőke-befektető nem *ex post* elemzésre helyezi a hangsúlyt, 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 forgalomnövekedést és évről évre emelkedő, pozitív cash flow-t produkálni.

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

- nagy növekedési potenciál,
- piaci kihívásokat kedvelő és kezelni képes team,
- ambiciózus, kiváló szakmai jártassággal bíró menedzsmen,

- tisztos tőkenyereséggel való kiszállás lehetősége.

A vállalati stratégia készítésének egyik alappmomentuma, hogy a vállalkozás pozicionálni tudja magát a releváns piacon. Egyéb más módszerek mellett a legáltalánosabban alkalmazott SWOT analízissel feltárhatók a vállalkozás erősségei, gyengeségei, lehetőségei és korlátjai, mindez a fenti kritériumrendszernek való megfelelésre is jórészt választ ad a menedzsment számára. Szakmai vélemények szerint érdemes a vállalkozásnak a tőkefinanszírozás-specifikus elemeire mélyebb vizsgálatot végezni, még a befektető keresését megelőzően.⁴

2.2. Vállalkozói önvizsgálat

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

- rendelkezik-e a vállalkozás olyan sikertényezővel és elszánt, agilis csapattal, amely kiemelkedően gyors növekedésre képes;

4 A keresés a hazai kvv-k esetében mindenképp az üzleti angyalokkal való kapcsolatfelvételre irányul. Természetesen nem zárható ki a kockázattőke-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 téren korlátozottak.

- rendelkezik-e a társaság releváns versenyelőnyrel 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 tulajdonos/cégvezetés a tulajdonjog és az irányítási jogok megsztására;
- van-e realitása a befektető megfelelő időben történő kilépésének;
- fel van-e készülve a cégvezetés/tulajdonosi kör arra, hogy a befektető el akarja mozdítani őket a helyükről.

Értelemszerűen számos olyan speciális körülmény van még, amelyet egy befektető vizsgál mérlegelése során. Ilyen, várhatóan egyre fontosabb tényező lehet, hogy a vállalkozás rendelkezik-e az elvárt fejlődési ütemnek megfelelő, speciális szak tudással bíró személyi állománnyal, illetve legbiztosítottak-e a munkaerő-piaci feltételek az utánpótlásra annak érdekében, hogy képzési költségek ne terheljék az investált tőke összegét.

2.3. Versenyképesség – innováció

2.3.1. A versenyképesség EU megítélése

A '90-es évek második felében az EU fel dolgozóiparának termelékenységnövekedése jelentősen elmaradt az USA teljesítményétől. Az EC 2002 versenyképességi jelentése szerint a versenyképességbeli

elmaradás fő okai az innovációs tevékenységek elégtelen volta és az ICT technológiák nem kielégítő elterjedtsége (Botos Balázs, 2003). A Lisszaboni cél, hogy 2010-re az Európai Unió a világ legversenyképesebb és legdinamikusabb tudásalapú gazdaságává váljon. Ennek érdekében fokozottabb hangsúlyt kap a különféle iparpolitikai elemek – a K+F ráfordítások növelése, a termelékenység és hatékonyság fokozása, továbbá az innovációs kapacitások bővítése – közötti szinergiahatások kihasználása.

2.3.2. *A termelékenység*

Amikor a befektető a vállalkozás korai szakaszába kíván befektetni, az életciklustól függően finanszírozni kell minden folyamatot az ötlettől a piacképes termék előállításáig, 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 befektetések megtérülését, a versenyképes piaci termék. A versenyképesség fő meghatározója a termelékenység megfelelő színvonala.

A '90-es évek második felében a Magyarországra beáramló nagyarányú külföldi működő tőke jelentősen hozzájárult a termelékenység színvonalának átlagos emelkedéséhez, korszerű technológiák, modern vezetési technikák, hatékonyabb marketingeszközök meghonosításához.

Ezek az investíciók 90%-ot meghaladó mértékben a nagyvállalatokhoz áramlottak (MGI 2002. évi jelentés), számottevően növelve azok termelékenységét. Ezzel szemben olyan externális hatások, amelyek a kisvállalkozások prosperitását is növelték volna, azok teljesítményében nem érzékelhetőek. A gyenge transzferálási képességre utal az *1. ábra*, amely néhány uniós tagállam feldolgozóiparának jellemzőit hasonlítja össze.⁵

A kkv-k versenypozíciójának a fenti ábra 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 fedi le a vizsgált gazdaságokban.

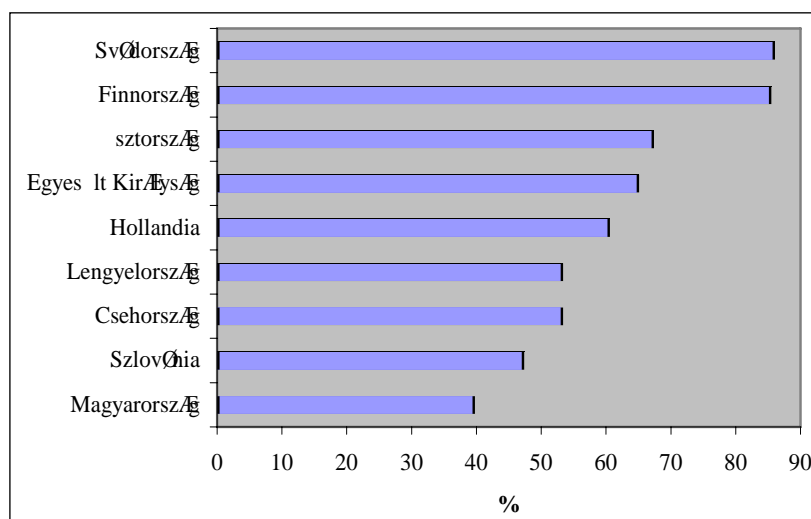
A összehasonlító adatok arra a fontos momentumra hívják fel a figyelmet, hogy a magyar kis- és középvállalkozásokban az egy főre jutó hozzáadott érték átlagosan az uniós tagállami, és ezen belül a kevésbé fejlett régióban működő versenytársakétól is elmarad. Ez pedig a regionálisan mobilis tőkealapokat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

A külföldi tulajdonú vállalatok magasabb termelékenységének átvételére az

5 Az ábra 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-ban, a magyarországi 2000-ben készült vizsgálatok eredményeit mutatják.

1. ábra

**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.

uniós tagországokban a szakirodalom Írországot állítja követendő példaként, ellenpéldaként pedig a görög kkv-k gyenge transzfer képességét szokás említeni.

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

Kiemelkedően magas hozzáadott érték és nyereségtartalom realizálásához olyan innovációs képességen keresztül vezet az út, amely képessé teszi a vállalkozást a mindenkori piaci igényekhez való rugal-

mas alkalmazkodásra. Ehhez a saját tevékenységi körben, illetőleg transzfer útján beépülő kutatási, fejlesztési eredmények teremthetik meg az alapokat.⁶

2.3.3. Kutatás – fejlesztés – innováció

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

⁶ Magyarországon a saját fejlesztésű és adaptált technológiák továbbfejlesztése az elmúlt években több kormányzati cikluson át alacsonyabb maradt az egyes években vártnál (Nyitrai Ferencné, 2003).

Tízéves időtartam amerikai és európai 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 azok az országok rendelkeznek magasabb kockázati befektetés / GDP aránnyal, ahol a K+F transzforszint magasabb.

A K+F tevékenységek végzése vagy az eredmények transzfere és innovációs hasznosítására való képessége tehát kulcseleme a vállalkozások kockázati vonzásának és abszorbeálásának. E tekintetben a hazai vállalkozások és ezen

belül a feldolgozóipari kkv-k pozícióját néhány uniós tagállam adataival való összehasonlításban a 2. ábra mutatja.

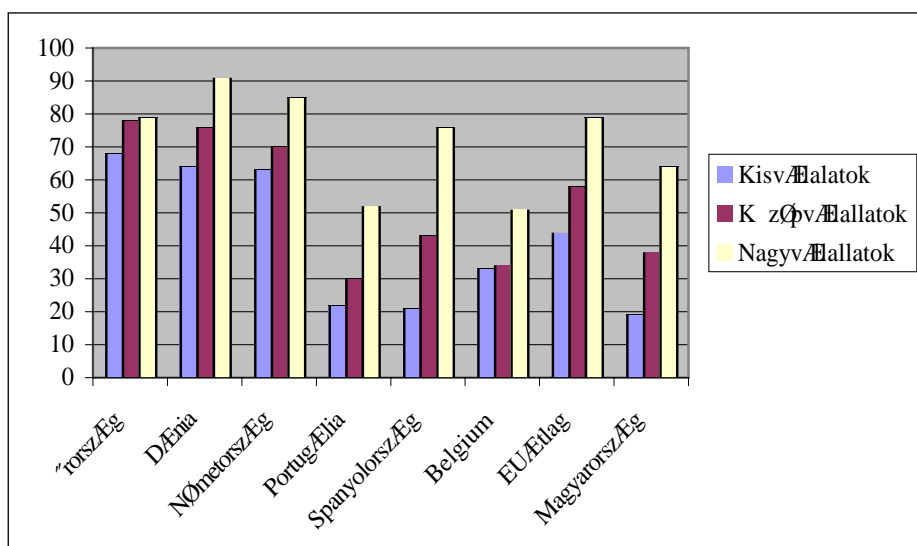
Magyarországon a high-tech vállalkozások az importon keresztül történő technológiatranszfer révén élen járnak az új eljárások bevezetésében, ezért pozícióik nemzetközi összehasonlításban is jobbak.

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 mutatja az új termékek bevezetésnek gyakorisá-

2. ábra

A termék- és eljárásinnovációkat bevezető vállalatok aránya a feldolgozóiparban



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

ga is. A GKI elmúlt évtizedben végzett felmérései alapján a gyártók harmada kezdte meg érdemben újnak minősülő termék gyártását⁷ és mintegy a fele kísérletezett új technológiák bevezetésével, 10%-ot meghaladó sikerfaktorról. Ezek az adatok arra hívják fel a figyelmet, hogy a tudásdiffúzió még mindig nem elégséges a vállalkozásoknál, és az innovációs képességük fejlesztésére továbbra is nagy erőfeszítéseket kell tenniük.

További mutatót képezhetnének a szabadalmak, a hazai bonyolult és költséges eljárások, a bizalomhiány miatt azonban 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.⁸ Kis fejlesztéssel 30%-uk pozíciója lenne javítható annyira, hogy nemzetközi porondra lépjen. Ugyanebből a vizsgált sokaságból a külföldi tulajdonú, döntően nagyvállalatok több mint 80%-a képes a világpiacon is versenyképes termékekkel megjelenni (Papanek Gábor, 2003).

Az innovációs képességet befolyásoló kulcstényezők

Az innovációs képesség fejlesztési 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, 2003).

Ebben komoly szerepe van annak, hogy a változás kedvező jelei ellenére a tudomány és a gyakorlat közötti „szakadékot” 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 3. ábrába szerkesztett adatai. A spin-off vállalkozások, továbbá amelyek hatékonyan közvetíthetnék a „tudást” a gazdaság felé, jogi szabályozási hiányosságok miatt nem tudnak nagy számban kialakulni, és a meglévők nem tudnak hatékonyan működni.

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 tőkefelhalmozás, az elégtelen hitelképesség, valamint a fejletlen üzleti háló és intézményi kockázatitőke-piac miatt nehezen elégíthető ki.

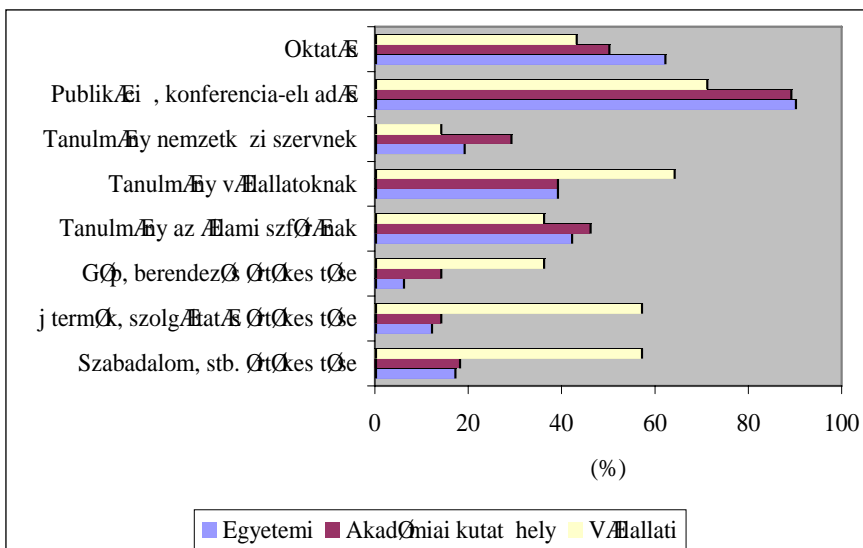
Az innovációs képesség javításának alapelemei, a saját K+F tevékenység, a szabadalomvásárlás, a technológiai transfer még mindig nem kapnak megfelelő hangsúlyt a vállalkozásoknak a verseny-

7 Ezeknek mindössze 10%-áról ismert, hogy piaci bevezetést nyert.

8 Mint azt korábban is, itt is vélelmezhetjük, hogy a hazai kkv-k ebből a vállalkozói szegmensből és az átlagot alulról közelítő sokaságból kerülnek ki.

3. ábra

A kutatási eredményeket továbbadó kutatóhelyek részaránya



Forrás: PAPANÉK GÁBOR: Az európai paradoxon a magyar K+F szférában. *Development & Finance*, 2003/4.

képesség javítását célzó stratégiai céljaik között, és mint azt az 1. táblázat mutatja, az innovációs erőfeszítések középpontjában még mindig döntően az értékesítési csatornák fejlesztése és a marketingtevékenység hatékonyságának javítása áll.

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, hasonlóképpen nem képesek a transzferek, licencek, szabadalmak megvásárlását sem finanszírozni a kívánt mértékben.⁹

lását sem finanszírozni a kívánt mértékben.⁹

- Stratégiájukban, mint azt az 1. táblázat adatai mutatják, prioritást kapnak a piac megdolgozásának közvetlen elemei. A marketingakciók könnyebben kontrollálhatók, rugalmasabban kezelhetőek, mint a termék- vagy gyártás-innováció.
- Elégtelen K+F tevékenység. A hazai multinacionális vállalatok kis mértékben hoztak létre kutató-fejlesztő bázisokat (Nyitrai Ferencné, 2003). Ma-

⁹ 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).

1. táblázat

Versenyképességük javítására adott akciót előírányzó 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-, szabadalomvásárlás	1	4	4
Gép-, műszerberuházás	56	66	68
Intenzív piackutatás	49	44	28
Értékesítési hálózat fejlesztés	51	57	40
Erőteljes reklám, PR-tevékenység	31	27	32

Forrás: PAPANEK GÁBOR: Az európai paradoxon a magyar gazdaságban. *Development & Finance*, 2003/4. 42. o.

gyarországon a K+F projektek fő finanszírozója az állam, és mint az a korábbi adatokból látható, az állami intézményekben végzett projektek nem eléggé gyakorlatorientáltak.

- A kereslet nem ösztönzi a vállalkozásokat intenzív termékfejlesztésre, innovatív eljárások bevezetésére.¹⁰

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.

¹⁰ A szerző megjegyzése: a kereslet hatékony elemzésére sok cég nem fordít kellő figyelmet, ezért nem képesek venni azokat a látens igényeket, amelyekre az importtermékek nagy része már reagál, és ezáltal képes újabb és újabb piaci résekbe betörni.

Számos OECD országban, 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, keresletorientált 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 vállalkozási stratégiák egyre inkább saját K+F tevékenységre épülnek, amelyben problémaorientált, a piaci igényekre támaszkodó, saját finanszírozású projektek kerültek előtérbe.

A K+F tevékenységek növekvő tőkeigényét, különösen a leginkább tőkeintenzív csúcstechnológiai ágazatokban – és mindenekelőtt a nagy növekedési képességű 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. Írorszában, Finnországban a kkv-k jelentős megerősödését eredményezte.

Több OECD országnak van olyan kormányprogramja, amely kifejezetten a kis- és középvállalkozások kutatásfejlesztési potenciáljának fejlesztésére irányul. A programok legáltalánosabb ösztönzői a különféle adókedvezmények, jellemzően a következők:

- 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.

2.4. Gazdasági teljesítmény

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

Ezért érdekes a kkv szektor néhány, a téma szempontjából releváns mutatószámát megvizsgálni¹¹ azzal a fenntartással élve, hogy deduktív módon ezekből nem lehet egyedi ügyleteket leírni. Az elemzés alapját az 1999–2001. évi statisztikai adatok képezik.

¹¹ A statisztikai adatok forrása: A kis- és középvállalkozások helyzete, 2002. évi jelentés, MGI. A vizsgálathoz felhasznált adatok kizárólag az egyszeres és kettős könyvelést végző vállalatokra vonatkoznak. A legújabb adatok a kiadványban 2001. évi. Az elmúlt két év gazdasági eseményei (egyik oldalon hektikus árfolyammozgások, gazdasági recesszió, másik oldalon beruházástámogató állami programok, adókedvezmény) eredőjeként azonban vélelmezhető, hogy nem történt szignifikáns változás a szektor összességére nézve, így a felhasznált adatok nem vezetnek torz következtetésre. Eltekintek 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.

2.4.1. 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 exportárbevétel 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 dekonjunkturális hatások miatt.

2.4.2. Jövedelmezőség

Az árbevétel egyenletes csökkenésével ellentétben a jövedelmezőség változó képet mutat. Arányaiban jelentősen nőtt a

mikrovállalkozók körében, ugyanakkor itt regisztrálták a legmagasabb arányt a veszteséges társaságok között is. A kis- és közepes vállalkozások jövedelmezősége kismértékben emelkedett, és csökkent a veszteséges vállalkozások aránya is.

2.4.3. Tőkeellátottság, tőkehatékonyság

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

Saját tőkeállomány a kkv-szektorban 2001-ben (E Ft):¹²

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

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

Mikrovállalkozás: 4,0	Kisvállalkozás: 4,1	Középvállalkozás: 4,1
-----------------------	---------------------	-----------------------

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

Mikrovállalkozás: 20,0	Kisvállalkozás: 19,5	Középvállalkozás: 14,4
------------------------	----------------------	------------------------

¹² A számtani átlagtól az egyedi értékek jelentősen szóródnak, ezért a statisztikailag pontosabb infor-

mációtartalommal bíró helyzeti értékeket adtam meg.

2.4.4. Cash Flow

A vizsgált periódusban mind a rendelkezésre álló jövedelem, mind a felhalmozási célú források jelentős nagyvállalati koncentrációja figyelhető meg. A mikrovállalkozások cash flow részesevé jelentős csökkenést mutat, a kis- és középvállalkozások mutatói alig változtak.

2.4.5. 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 költség-leírési 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 mikrovállalkozások kevésbé voltak képesek a piaci körülményekhez alkalmazkodni, jövedelmezőség tekintetében jelentősen romló volt a teljesítményük. Ugyanígy kedvezőtlen, tőkevesztési folyamat indult meg a középvállalkozói szegmensben.

3. KOCKÁZATITŐKE-KERESLET -KÍNÁLAT A HAZAI PIACON

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

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

A kereslet-kínálati 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 aszimmetria, amely a felek között a kockázat és a megtérülés egyensúlyi kérdésének megítélésében áll fenn.

A finanszírozásra váró potenciális portfólió-cégek jelentős része nincs tisztában a kockázati tőke mechanizmusával, vagy torz információkkal rendelkezik róla, 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).¹³ Ezek a tények a kockázati tőkével szembeni előítéleten túl egyéb okokra is

¹³ A fejlett országokban a vállalkozások 40–90%-a finanszírozza működését banki hitelből.

rávilágítanak, nevezetesen az alacsony jövedelemtermelő képességre és a piaci pozíciók ingatag voltára.

3.1. A kínálati piac szereplői, intézményi befektetők

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

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

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

A jelenleg is hatályos, a kockázatitőke-befektetésekről, a kockázatitőketársaságokról, valamint a kockázatitőke-alapokról szóló 1998. évi XXXIV. törvény befektetési korlátozásai miatt a hazai nyugdíjpénztárok 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.

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 státus 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 országalapokban. Az intézményi befektetők hazai piacra szánt tőkeállományának megoszlását a 4. ábra mutatja be.

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 kockázatitőke-befektetések száma 2003-ben 32, csupán 2/3-a a 2000. évi ügyletszámnak,¹⁴ az átlagos ügyletméret 3,7 M volt. A tőkefinanszírozás aktív banki közreműködéssel ment végbe, a teljes 350 M tranzakciós összeg 2/3-át a hitelintézetek biztosították.

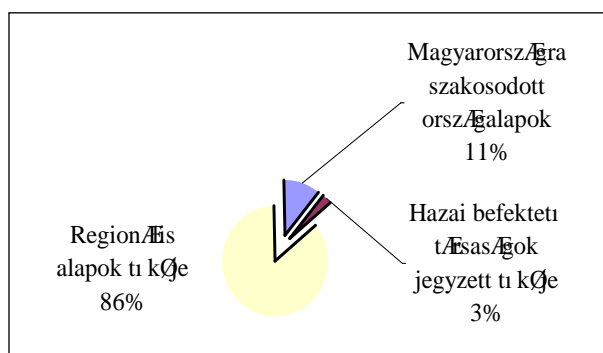
A befektetések vállalati életciklus szerinti megoszlásában 70%-ot képviselnek a kivásárlások, míg a fejlesztőtőke és a korai fázisú befektetések 27, illetőleg 3%-os részarányban fordultak elő.¹⁵

¹⁴ A 2000. év nemzetközi viszonylatban a befektetési boom éve volt, a dot-com cégek rekord összegű tőkeabszorpciója miatt. A „dot-com lufi” kipukkanása után, 2001-től azonban óriási visszaesést szenvedett el a kockázatitőke-piac.

¹⁵ Forrás: Zombory Viktória, a MKME elnökségi tagjának a Napi gazdaság 2004. március 4-i számában közölt nyilatkozata.

4. ábra

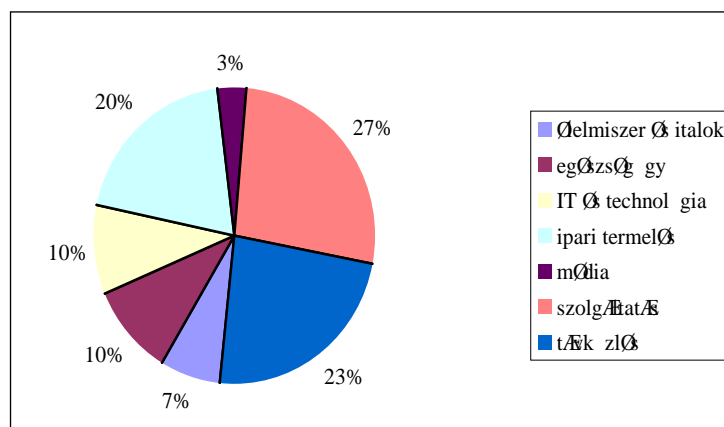
**Az intézményi befektetők hazai piacra szánt
tőkeállományának megoszlása**



Forrás: KARSAI JUDIT: GKI műhelytanulmány, 2003. november, 124. o., az Advent International becslése alapján.

5. ábra

Befektetések megoszlása szektoronként



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

A befektetések iparági megoszlását az 5. ábra illusztrálja. A megoszlás az IT és kommunikációs iparágak enyhe fölényét,

de semmiképpen nem a high-tech túlsúlyát mutatja.

3.2. 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.¹⁶

A nemzetközi standardhoz jobban közelítő hazai üzleti angyal kör befektetői a fenti vizsgálat alanyaihoz képest alig ismertek és szerepük a gazdaság finanszírozásában¹⁷ lényegesen kisebb, mint a fejlett kockázatitőke-piaccaal rendelkező országokban. Az okok Magyarország rövid piacgazdasági múltjával hozhatók összefüggésbe.

- *Történelmi okok.* A magyarországi piacgazdaság rövid fejlődése alatt még nem halmozódott fel olyan mennyiségű magántőke, mint 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,¹⁸ ami a vállalkozás növekedése során további forrászükségletet generálhat.

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

Részben kulturális hiányosságok, részben gazdaságpolitikai döntések magyarázzák a vállalkozói szellem alacsony szintjét. A lakossági megtakarítások döntően biztonságos bankbetétekben és állampapírokban nyugszanak, amelyeknek hozama még ma is versenyképes az átlagos iparági tőkearányos megtérülésekkel.

- *Intézményi okok.* A nemzetközi gyakorlatban a tőkebefektetési ügyletből való kiszállás leggyakrabban a portfólió-cég tőzsdéi bevezetésével történik, a kisebb méretű cégek esetében az exitet a másodlagos tőkepiac biztosítja. Evidencia tehát, hogy a fejlett tőkepiac ösztönzőleg hat a kockázati- és magántőke-befektetésekre. Magyarországon a másodlagos tőkepiac és a technológiai cégek papírjaira specializálódott tőzsde egyelőre nem működik, az egyetlen hazai értéktőzsdén, a Budapesti Érték-

16 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 hitelalapú forrásokat egyaránt, és nem korlátozza a vállalkozások körét sem jelentősen (Kosztopolosz A. – Makra Zs., 2004).

17 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 tehető, mintegy 20 M Ft átlagos befektetéssel.

18 Forrás: www.innostart.hu honlap

tőzsdén a kívánatos fejlődéssel szemben az elmúlt években negatív folyamatok indultak be, a jegyzett cégek száma jelentősen csökkent.

Hiányoznak azok a közvetítő intézmények, 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 ennek eredménye egyelőre még nem hozott sikert.

- *Jogi-erkölcsi akadályok.* A kockázattitőke-befektetések megtérülése nagymértékben függ attól, hogy mennyire stabil a jogszabályi környezet, hogyan alakulnak a tervezett tőkenövekedés objektív feltételei. 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. Ha 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 lehet-

nek e tekintetben az üzleti angyalok befektetési célcsoportjai.

- *Kormányzati preferenciák.* Magyarországon a mindenkori kormányok kkv-fejlesztési programjai alapvetően a hagyományos hitel- és garanciaalapú támogatásokra épülnek, világos szándék eddig nem mutatkozott a kockázattitőke-befektetések mint alternatív finanszírozási forma támogatására. Az Európai Unió közösségi vállalkozásfejlesztési politikájához való harmonizációval és a programok teljes körű átvételével várhatóan nagyobb figyelem fordul a tárgyalt alternatív finanszírozási módszerek felé.

3.2.1. A hazai üzleti angyal kör jellemzése¹⁹

Az üzleti angyalok anonimitása miatt rendkívül nehéz valós képet adni tevékenységükről. A statisztikai elemzések eredményei a mintavételi problémák²⁰ miatt csak fenntartással terjeszthetők ki a teljes sokaságra.

Hazai kutatók (Kosztópulosz 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.

¹⁹ A hazai üzleti angyal kör leírása rendkívül szegényes. E magánbefektetői kör jellemzése során Kosztópulosz A. – Makra Zs. 2004. évi kutatási eredményeire támaszkodom.

²⁰ 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	10 000 Ft
Vagyon (ezer)	312 GBP	11 500 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

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

- *Személyes jellemzők.* Ezeket 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 legszembevetőbb azonosság, hogy szinte minden befektető férfi, függetlenül nemzetiségüktől.

- *Intellektuális motiváció.* A vagyongyárapítás mellett 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 adatokból képzett rangsorokat 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.²¹

²¹ Szerzői vélemény 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 rangsor	Német rangsor	Amerikai rangsor
Átlagon felüli megtérülés	1.	3.	1.
Szakmai kihívás	2.	–	–
Kedvtelés	3.	1.	5.
Jövőbeni osztalék	4.	8.	–
Fiatallalkozók támogatása	5.	2.	6.
A társadalom számára fontos termékek előállításának segítése	6.	4.	7.
Segítség barátnak vagy családtagnak	7.	5.	4.
Adózási megfontolás	8.	6.	3.
Közösségi, társadalmi megbecsülés	9.	7.	8.
Rendszeres kiegészítő jövedelem megszerzése	10.	–	2.

A nagymértékben eltérő preferenciák nyilvánvalóan a gazdasági és kulturális eltérésekre vezethetők vissza.

- *Információ.* Az informális kockázati-tőke-piac hatékony működésének alapvető feltétele – hasonlóan az egyéb piacokhoz – a befektetők és a vállalkozók tökéletes informáltsága és az alacsony tranzakciós költségek. A hazai keresleti és kínálati oldal szereplői között tátongó 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, valamint az Innostart szintén foglalkoznak, bár korlátozott mértékben, a vállalkozók és a befektetők keresésével. Csekély a szerep az információközvetítésben a vállalkozásfejlesztési intézményeknek és pénzügyi közvetítőknek.

Ugyancsak figyelemreméltó, hogy a média sem foglalkozik ezzel a témával, mint arra a 6. ábra rávilágít.²²

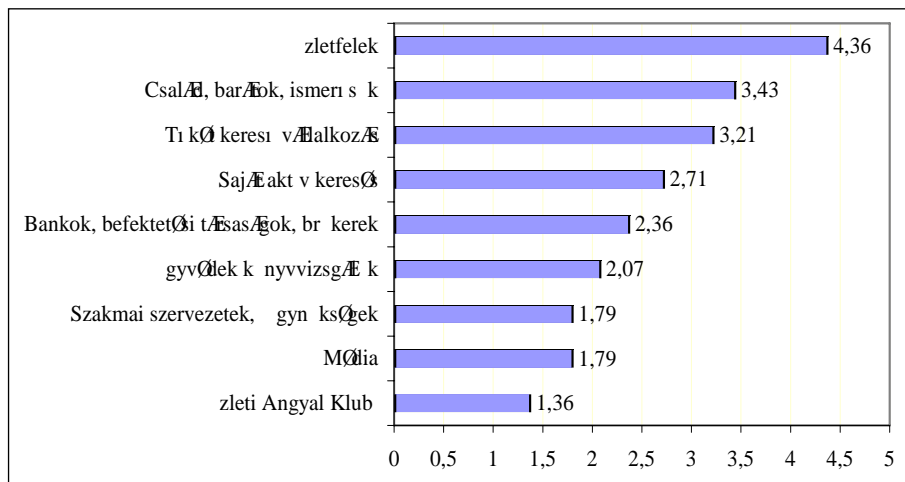
- *Befektetői preferencia.* Tanulságosak azok a vizsgálati eredmények is, amelyek az üzleti angyalok preferenciáját jellemzik a befektetési döntéseik során. A rangsor igazolja azt a vélekedést, hogy a magánszemély befektetők lényegesen toleránsabbak, a kiszállás fontossága háttérbe szorul az egyéb értékek mögött, szemben az intézményi kockázati tőkével.²³

22 Szerzői vélemény: 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.

23 Az intézményi kockázati-tőke-befektetések forrásai 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.

6. ábra

A befektetési lehetőségek információforrásai (Likert-skálán mérve)

*Preferencia-rangsor:*

1. növekedési potenciál,
 2. vállalkozó személyes kvalitásai,
 3. várható hozam,
 4. kiszállási lehetőség,
 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 ismert az üzleti angyalokról, hogy aktívan részt vállalnak a finanszírozott vállalkozás működtetésében. A magyar informális befektetőknél a „hands-on” a 7. ábra szerinti tevékenységekre terjed ki.

Az üzleti angyal befektetők a pénztőke mellett a legnagyobb mértékben a kapcsolati tőkéjük kihasználásával támogatják a

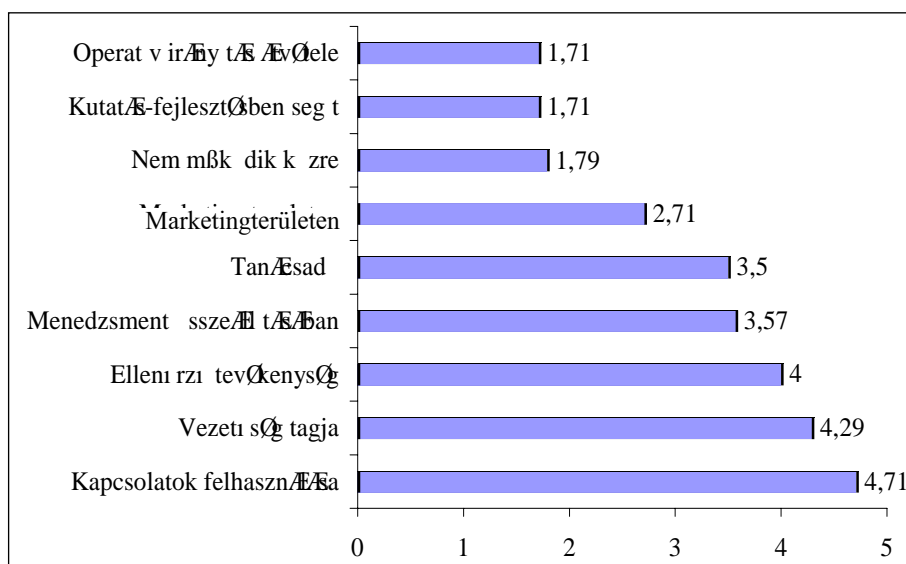
vállalkozást, és legritkább esetben veszik át az operatív irányítást. A másik póluson látható, hogy rendkívül kicsi a csendestársak aránya, valamilyen formában a befektetők igyekeznek befolyást gyakorolni a jövedelemtermelő folyamatokra.

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

A legnagyobb gyakorisággal előforduló üzletrészarányt 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 magánszeméllyel történő szindikált finanszírozás vagy kockázati tőke-alapokkal, bankokkal történő hibrid befektetés. Az állami társbefektetői konstrukció aránya mindössze 7%.

7. ábra

Közreműködés a finanszírozott vállalkozásban (Likert-skálán 1–5)**3.3. Állami beavatkozás**

Ma már evidencia a fiatal, növekedésre képes kis- és középvállalkozások azon szerepe, hogy jelentős mértékben képesek hozzájárulni a GDP előállításához, új munkahelyek teremtéséhez, illetőleg a nemzetgazdaság versenyképességének növekedését iniciálni. E fontos gazdasági és társadalmi szerep miatt a kkv-szektor az uniós tagországokban az elmúlt két évtizedben az állami figyelem homlokterébe került, és a közösségi politikák²⁴ adta korlátok között strukturált vállalkozásfejlesztési programok kedvezményezettjeivé vált. A Negyedik Többéves Vállalkozásfejlesztési Program a pénzügyi progra-

24 Versenypolitika de minimis szabályok, kereskedelempolitika GATT előírásokkal összefüggő szabályrendszere.

mok mellett már külön fejezetet szánt a kockázatitőke-programoknak is, ami az intézményes állami beavatkozások háttérfinanszírozását szolgálja.

Nemzetközi elemzők közt évek óta nincs konszenzus az állam működésének szükségességét és hatékonyságát illetően a kockázatitőke-piacon²⁵ (Karsai Judit, 2003). A kockázati tőke piaci kategória, de tőkétlen működése okán minden állam beavatkozik valamilyen mértékben működésébe.

25 Az érvek, ellenérvek között a leggyakoribbak: kkv-k könnyebb tőkebevonása, ezáltal nemzeti szinten a versenyképesség növelése, a befektetők jogi védelme; míg a másik oldalon az állam kiszorító hatásából eredő piactorzítás, a természetes piaci reagálóképesség csökkenése, az állami elszámolási kötelezettség okozta kontraszelekció miatt a legkockázatosabb ügyek hátrányba kerülése és a nagy visszaélési lehetőség.

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

3.3.1. Közvetett beavatkozás

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

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 kapcsolatban számos kifogás merült fel, mindenekelőtt a tőketársaságok alapításával, a tőkenyereség adóztatásával összefüggésben. Jelenleg folyik a törvény módosítás vitája, amelyen a MKME képviseli a szakmai oldalt a Pénzügyminisztériummal való tárgyalásokban. Az MKME legfontosabb módosítási javaslati mindenekelőtt a hazai források, így a nyugdíjintézetek, biztosítók vállalkozásfinanszírozásba történő bevonására; a tőkenyereségnek a befektetők mint magánszemélyek SZJA szerinti adóztatására; valamint a befektetésekhez rugalmasabban alkalmazkodó tőkealap-feltöltési kötelezettség irányába hatnak (Napi Gazdaság 2004. március 4.; MKME honlap).

Az adórendszer és az abban alkalmazott előnyök nagymértékben képesek ösz-

tönözni a megtakarítások kockázatitőke-alapba történő áramlását. Egy Európai Bizottsági jelentés arra hívja fel a figyelmet, hogy az induló tőkebefektetések képezik a nemzeti jólét és foglalkoztatás alapját,²⁶ ezért azokat sem gazdaságpolitikai, sem szociális alapon nem célszerű büntető jellegű adókkal súlytani.

Az állam sokféle megoldást alkalmazhat az adókedvezményekre, a teljesség igénye nélkül íme néhány megoldás, amit a fejlett kockázatitőke-piacca rendelkező országok alkalmaznak:²⁷

- az jövedelemadó-alapban²⁸ 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 tőkenyereségére alkalmazott alacsonyabb adókulcs, esetleg a hosszabb futamidőt premizálva.

26 Egy 2003-ban megjelent EC hatástanulmány szerint az Egyesült Királyságban a befektetett összegek közel 60%-át nem fektették volna be a vállalkozások korai életszakaszában, ha nem lett volna az Enetrprise Investment Scheme kedvezményrendszer.

27 Az Európai piacon „best practice”-ként az Egyesült Királyságban alkalmazott adókedvezmények ismertek (EC 2003).

28 Itt a jövedelemadó-alap a magánszemély befektetőkre vonatkozik, de szinonimaként használható a nyereségadó-alap az intézményi befektetőknél.

3.3.2. 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 tőkeinvestícióval történő finanszírozást a Magyar Fejlesztési Bank Rt. végzett számos iparvállalat 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 M Ft 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. Az alapok létrehozása mögött az a vélekedés állt, hogy a kisebb méretű, életük korai szakaszában tartó vállalkozások számára nem kielégítő a kockázati tőke 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 kocká-

zatitőke-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.

Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Rt. (továbbiakban KvFP Rt.) befektetési paramétereit:

- 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%,
- 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.

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.

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 kockázattőke-befektetéshez kapcsolódó állami garanciaintézmény eljárásrendjének kidolgozására.

A tőkebefektetési konstrukció közelebb áll a hitelezéshez, mint a klasszikus kockázattőke-befektetéshez. Az „induló vállalkozás” státusz nem kizáró ok a megcélzott ügyfélkörben, de preferáltak az értékelhető gazdálkodói múlttal rendelkező társaságok.²⁹

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.

Beszállítói Befektető Rt.

A társaság a multinacionális cégek potenciális beszállítóinak, tehát referenciákkal, korszerű vállalatirányítási és minőségügyi rendszerekkel bíró vállalkozásoknak a támogatására szakosodott, noha a cégismertetők 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, nevezetesen:

²⁹ Az ügyfelek minősítése is a banki gyakorlathoz hasonló hagyományos vállalatértékelési modell szerint történik.

- a minősítést megelőző három évben a cégnek³⁰ nem lehet vesztesége,
- pénzügyi irányításban aktív részvétel, jogi és szervezeti garanciával,
- minimum 25%+1, maximum 49 % szavazati jog,
- új vállalkozásnál független szakértői vélemény a projekt újszerűségéről, a piac nagyságáról, jellegéről és a finanszírozás teljes körű, biztonságos megvalósulásáról (Beszállítói Befektető Rt. honlap).

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

Informatikai Kockázati Tőkealap

A tőkealap kifejezetten informatikai és távközlési szektorra specializált, 50–450 M Ft egyedi tőkebefektetéssel.³¹

3.4. Kít szorít ki az állam a kockázati tőke-piacról?

Az állami beavatkozás ellenzői szerint az állam kizorító 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 fe-

lekként piaci oldalon az üzleti angyalok és nem számottevő mértékben a kisebb kockázati tőke-társaságok, az állami oldalra a KvFP Rt. jelenik meg.³²

A konkurenciavizsgálatnál 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 kizorító 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.

A közös piaci felület nagysága, amelyet mikro- kis- és középvállalkozások működő kft. és rt. társasági formában lefednek:

30 Ismertek azok a recessziós és árfolyam-ingadozási hatások, amelyek 2001-től számos, főleg az exportképes kkv-k számára piacvesztést és pénzügyi veszteséget okoztak.

31 Ismereteim szerint a tőkealap aktívan még nem működik.

32 Pontos statisztikai számításához adekvát adatok a kockázati tőke-iparág természetéből fakadóan nem állnak rendelkezésre. Ezért a kizorító hatás elemzéséhez a konkurens állami és magánbefektetők célpiacon 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 vizsgálathoz a vállalkozások számára, saját tőkeállományukra vonatkozó adatok forrása a MGI 2002. éves jelentés. Jegyzett-tőkeadatok hiányában a saját tőke-értékeket használom 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 tőkeösszegekről készült MGI összeállítást használtam.

114 200 vállalkozás (GMI 2002. éves jelentés 2002. december 31-i 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 mikrovállalkozások között a fenti kritériumnak megfelelően tőkésített vállalkozás esetleg szórványosan lehet.

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

Az összemérésben az információk hátrány az üzleti angyalokat hozza 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-tal 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 költségtenyezők a KvfP Rt.-t erősítik a konkurencssal 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 Ft) biztonságos kihelezéshez 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 az állami beavatkozás kiszorító hatása pillanatnyilag nem érvényesül.

E rövid elemzés következtetésében nagy súlyt helyez arra a már korábban is tárgyalt körülményre, hogy az üzleti

angyalok láthatatlansága az informális kockázatitőke-piac működésében nagyfokú torzulást és hatékonyságvesztést okoz.

4. 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.

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

Nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy az állam közvetítőintézmények, nevezetesen üzleti angyal hálózatok létrehozásával jótékony módon tud beavatkozni az információs aszimmetria megszüntetésére. Közreműködésük hozzájárulhat a finanszírozási és tudáskorlátok lebontásához, aminek első számú haszonélvezői a tőkeszegény vállalkozások.

5. táblázat

Formális- és informális befektetések aránya a GDP %-ában

Ország	Formális kockázati-tőke-befektetések aránya	Informális kockázatitőke-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 JUDIT (2003, 115. o.) és BYGRAVE (2003, 1. táblázat).

Megjegyzés: A formális kockázatitőke-adatok 2000. évi befektetésekre vonatkoznak, az informális kockázatitőke-értékek 1997–2001-es adatok éves átlaga.

4.1. A kínálati oldal lehetséges ösztönzése

- A pénzügyi és jogi környezet elemeinek változása azonnal és közvetlenül hat a befektetési hajlandóságra. A tartósan magas reálkamat, állampapírhozam 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.
- Tőkegarancia-rendszer, amely a befektetőtől átvállalja az esetleges tőkeveszteség bizonyos hányadát.
- Finanszírozással összefüggő költségek csökkentése stb.

4.2. A 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%-kal 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,³³ interaktív kapcsolat az érintett szektorban tevékenykedő vállalkozók és kutatók, kutató bázisok között,
- keresletorientált alkalmazott kutatások³⁴ magasabb szintű állami támogatása az alapkutatásokkal szemben,
- fejlesztési infrastruktúra elérhetőségének növelése regionális szinten az eszközszegény 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

33 A szellemi termékek jogvédelmi eljárásának egyszerűsítése és az oltalom jogi védelmének, valamint a hozzáférés költségeinek csökkentése kardinális kérdés a hatékony innovációs rendszerben.

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

vállalkozói kultúra kialakulását. A kockázati tőke 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, annak ellenére sem, hogy tisztában van az abban rejlő növekedési lehetőségekkel.³⁵

A kockázati tőke iránti vállalkozói bizalom növelésében az állam ismeretterjesztő szerepét ajánlatos erősíteni, amit az EU irányelvekkel való konformitás és a célprogramokban való részvétel szükségessé is tesz.

4.3. Az üzleti angyal hálózatról – röviden

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

A hálózatépítési és -fejlesztési technikák alapja az EU gyakorlatában leginkább szemináriumok, cikkek, saját kiadvány vagy

személyes marketing, bevonva a magántőke-finanszírozásban érdekelt egyéb szereplőket is (bankok, tanácsadók stb).

Kritikus pontja a hálózatok működésének a diszkréció és a megbízhatóság, ezért a nemzetközi gyakorlatban az intézmények egy része szigorú etikai szabályzatot, vagy magatartási kódexet alkalmaz.³⁶

4.3.1. Hálózattípusok

- *Nemzetközi hálózat.* Európában az EBAN³⁷ működik nemzetközi méretekben, támogatja a befektetések nemzethatáron túli mobilitását és szakmai segítséget nyújt 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 szektorális 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 mikro-gazdasági szinten a leghatékonyabb működési forma (Kosztopoulos A. – Makra Zs., 2004).

35 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 tőkeellátottság mellett a projektfinanszírozáshoz elégséges külső forrás a tőkeszerkezetben már a finanszírozó többségi tulajdonát eredményezné, az azzal járó jogkörbővüléssel együtt.

36 A dán nemzeti üzleti angyal hálózat (DBAN) az egyik legjobb EU gyakorlatot folytatja az etikai kódexében szabályozott titoktartási és szerződéses feltételeit illetően. (Lásd Benchmark alfejezet)

37 EBAN: European Business Angel Network.

4.3.2. *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 támogató.

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

4.3.3. *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 tőkebefektetések szerepe a gazdaságfinanszírozásban. A programok mind a keresleti, mind a kínálati oldal támogatására tartalmaznak finanszírozási elemeket a következő célokra:

- hálózatépítési programok, új hálózatok kiépítésére és működési támogatására,

- ismeretterjesztő és népszerűsítő kampányok szervezése a „best practice” példák elterjesztésére,
- regionális üzleti angyal hálózat koncepció megvalósíthatósági tanulmányának készítésére.

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 öfenntartóvá kell válnia.

A tagállamok racionális helyzetértékelését és a programok sikerét jelzi, hogy az üzleti angyal hálózatok száma a legtöbb államban többszörösére emelkedett. A hálózatfejlesztésben élen járó országokat az 6. táblázat mutatja be.

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).

4.4. Benchmark minták az EU tagállamok gyakorlatából

A jól működő informális tőkepiac 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 szereplőit. Ennek az egyik legfontosabb intézményi háttérét jól szervezett üzleti angyal hálózatok biztosíthatják. Az alábbiakban néhány benchmark-minta kerül bemutatásra az EBAN tagjainak módszereiből.

- *Németország.* A BAND³⁸ két egyetemmel és egy médiacéggel közösen egy olyan projekten dolgozik, amelyben 30 üzleti angyal tevékenységét vizsgálják negyedéves információ bekéréssel. A vizsgálatban részt vevő befektetők működési területe az egész országot lefedi. A gyűjtött adatok a befektetések területi koncentrációjára, a piac fejlődésére, a befektetők 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.
- *Ausztria.* A közzféra által finanszírozott Austrian i2 üzleti angyal hálózat kiemelt figyelmet fordít arra, hogy minél több médiumban megjelenjen, az újságtól a televízióig, az egész országban. Internetes honlapjukon, melyet helyi partnerirodáik is használnak, szé-

les körű információt nyújtanak az informális befektetésről. Hasznos tanácsokkal, útmutatókkal látják el a vállalkozásokat a magánbefektetés folyamataról. Ezen kívül számos önköltséges szemináriumot, fórumot szerveznek, amelyen sikeres befektetéseket ismeretnek, 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 tőkehozamot a tárgyévben újra befekteti. Ez esetben az esedékes adófizetési kötelezettség annak végleges (minimálisan további 2 év) kivonásáig halasztható.
- *Dánia.* A DBAN³⁹ etikai szabályzata a következő elemekre épül az üzleti angyal befektetők védelmében:
 - a befektetések minőségének és az üzleti angyalok jó hírvének 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,

38 Business Angel Netzwerk Deutschland.

39 DBAN: Danish Business Angel Network.

- a teljes körű információ rendelkezésre bocsátása szindikált finanszírozás esetén,
- a hálózat statisztikai információkkal történő ellátása,
- a kapott információkkal való visszaélés tilalma.

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 fejlesztéséhez, illetőleg folyó kiadásainak finanszírozásához.

A finanszírozás alternatív módja lehet a kockázati- és magántőke-finanszírozás. Méretgazdaságossági és egyéb motivációs okokra visszavezethetően a kkv-k és a bankok, valamint intézményi befektetők közt tátongó finanszírozási szakadékot és azt erősítő tudásszakadékot az informális kockázati tőke, 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 uniós 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 tőkepiac működésébe, az innovatív kisvállalkozások felé terelve a szabad tőkeáramlást. Kiemelt szerepet kell kapnia az innovációt segítő intézményrendszer kialakításának és/vagy átalakításának, valamint a magas színvonalú szolgáltatást végző üzleti angyal hálózat(ok) intézményi alapjai megteremtésének.

IRODALOM

- BÉLYÁZ IVÁN (2002): *Stratégiai megfontolások a tőkeberuházási döntésekben*. Vezetéstudomány, XXXIII. évf. 7–8. szám.
- BOTOS BALÁZS (2003): *A bővülő Európa iparpolitikája*. Development&Finance 3. sz. 69–74. o.
- BOYNS, N. – COX, M. – SPIRE, R. – HUGHES, A. (2003): *Research into Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts*.
<http://www.inlandrevenue.gov.uk/research/report.pdf>.
Letöltve 2004.január.
- BYGRAVE, W. D. – HAY, M. – REYNOLDS, P. (2003): Executive forum : A study of informal investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor (GEM), *Venture Capital*, 2, 101–116. o.
- DEZSÉRINÉ MAJOR MÁRIA (2001): *A kis- és középvállalkozás-fejlesztési politika hangsúlyeltolódásai az EU-ban és Magyarországon*. Európai Tükör, VI.évf. 6. szám.
- EBAN (2002): *Business Angel Networks and Business Angels in Europe*. European Business Angel Network Secretariat, Brüsszel.
<http://www.eban.org/download/EBAN/Directory/202003.pdf>. Letöltve: 2003.november.
- EC (2003): *Benchmarking enterprise policy, Results from 2003 scoreboard*. European Commission
- EC (2003): *Benchmarking business angels „Best report*. Office for Official Publications of the European Communities Luxembourg.
- EC (2003): *European competitiveness report 2003*. European Commission,
- Enterprise Ireland (2002): *Annual Report*
- FUTÓ PÉTER (2001): *Az EU és a globalizáció hatása a magyar kis- és középvállalkozásokra*. Európai Tükör, VI. évf. 4. szám.
<http://www.ivca.ie>
<http://www.kvfp.hu>
- IT-business (2004): Infokommunikációs hetilap, II. évf. 14. szám
- KARSAI JUDIT (1997): *A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában*. Közgazdasági Szemle, XLIV. évf. (1997. február).
- KARSAI JUDIT (2002): *Mit keres az állam a kockázati tőke-piacon?* Közgazdasági Szemle XLIX. évfolyam (2002 november)
- KARSAI JUDIT (2003): *A kockázati tőke alkalmazásának lehetőségei és hatása a versenyképességre*. Európai Tükör Műhelytanulmányok 93. szám 109–146. o. (2003 november)
- KOSZTOPULOSZ A. – MAKRA ZS. (2004): *Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázati tőke-piac élénkítésében*. In: Botos K. (szerk): *Pénzügyek a globalizációban*. Jatepress, Szeged, (megjelenés alatt)
- MASON, C. M. – HARRISON, R. T. (1995): *Developing the informal venture capital market in the UK: is still a role for public sector business angels networks?*
- MASON, C. M. – HARRISON, R. T. (2002): *Barriers to investment in the informal venture capital sector*. Entrepreneurship & Regional Development, 14–15., 271–287.
- MGI (2002): *A kis- és középvállalkozások helyzete*. Éves jelentés.
- Napi Gazdaság 2004. február 23: *Vége javulhat az innováció helyzet*
- Napi Gazdaság 2004. március 4: *Rugalmasabb kereteket kaphat a kockázati tőke*.
- NYITRAI FERENCNÉ (2003): *A K+F finanszírozása a fejlett világban és Magyarországon*. Development&Finance, 3. sz. 3–11. o.
- OSMAN PÉTER (1996): *A kockázati tőke a vállalkozás finanszírozásában*, Co-Nex Könyvkiadó és Terjesztő Kft.
- OSMAN PÉTER (1998): *Az üzleti angyalok tevékenysége és befektetések szerepe a kis- és kisebb középvállalatok létrehozásában, fejlesztésében*. OMFB Budapest
- OSMAN PÉTER (1999): *Az üzleti angyalok gazdasági szerepéről és jelentőségéről*. Vezetéstudomány, 10, 12–19. o.
- PAPANEK GÁBOR (2003): *Az „európai paradoxon” a magyar K+F szférában*. Development&Finance, 4. sz. 40–47. o.
- PITTI ZOLTÁN (2001): *A külföldi tőke szerepe a hazai gazdaság új növekedési pályára állításában*. Európai Tükör, VI. évf. 4. szám.
- PITTI ZOLTÁN (2002): *A versenyképesség, mint napjaink legújabb kihívása*. Vezetéstudomány, XXXIII. évf. különszám.
- ROMÁN ZOLTÁN (2001): *A kis- és középvállalatok a jelelt országokban*. Európai Tükör, VI. évf. 4. szám.
- ROMÁN ZOLTÁN (2001): *A kis- és középvállalatok finanszírozása: az európai közelítés*. Európai Tükör, VI. évf. 6. szám.
- ROMÁN ZOLTÁN (2003): *A termelékenység növekedésének forrásai a magyar gazdaságban*. Development&Finance 3. sz. 34–42. o.
- SCHIFNER MARIANNA (2003): *Vállalkozásfejlesztés az Európai Unióban*, Európai Füzetek 10.
- TÖRÖK ÁDÁM (1999): *Verseny a versenyképességért?* MEH Integrációs Stratégiai Munkacsoport támogatásával.
- TZVETKOV JULIÁN (2003): *Kockázati tőke Magyarországon*. Development&Finance, 1. szám, 77–82. o.
- Világgazdaság. 2004. március 1: *Innováció* melléklet
www.hvca.hu
www.intertradeireland.com