

**OTDK-dolgozat**

**A magyar kockázati tőke-piac keresleti oldalának vizsgálata**

**Demand side analyse of the Hungarian venture capital market**

Készítették:

Darazsacz Péter

Szlatárovics László

2009

# TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETÉS (Szlatarovics László) .....	1
1. BETEKINTÉS A KOCKÁZATI TŐKE VILÁGÁBA (Darazsacz Péter).....	3
1.1. A kockázati tőke-finanszírozás sajátosságai (Darazsacz Péter).....	3
1.2. A kockázati tőke kialakulása és szerepe a modern piacgazdaságokban (Darazsacz Péter).....	8
1.3. A kockázati tőke szerepe Magyarországon (Darazsacz Péter) .....	10
1.3.1. Innovatív vállalkozások finanszírozási nehézségei (Darazsacz Péter).....	10
1.3.2. A magyar kockázati tőke-finanszírozás múltja és jelene (Darazsacz Péter).....	14
2. A MAGYAR KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK KERESLETI ATTITÚDJEI A KOCKÁZATI TŐKE-PIACON (Szlatarovics László) .....	17
2.1. A magyar kis- és középvállalati szféra szegmentálása (Szlatarovics László) .....	17
2.2. A kutatás eredményeinek a bemutatása a szegmentálási ábra alapján (Szlatarovics László) .....	23
2.2.1. Keresletet nem mutató vállalatok csoportjai (Szlatarovics László)..	23
2.2.1.1. A tájékozatlanok (Szlatarovics László).....	23
2.2.1.2. A közömbösek (Szlatarovics László) .....	28
2.2.1.3. Az elzárkózók (Szlatarovics László).....	31
2.2.2. Keresletet támaztó vállalatok csoportjai (Szlatarovics László) .....	33
2.2.2.1. A nyitottak (Darazsacz Péter).....	36
2.2.2.2. Az éretlenek (Darazsacz Péter) .....	38
2.2.2.3. Az elutasított vállalatok (Darazsacz Péter) .....	41
2.2.2.4. A győztesek (Szlatarovics László) .....	49
2.2.2.5. Egy győztes vállalat bemutatása: az Enigma Rt. (Szlatarovics László) .....	50

2.2.3. A technológia-orientált kisvállalkozások klaszterei (Daracsacz Péter).....	53
3. BEAVATKOZÁSI LEHETŐSÉGEK A FINANSZÍROZÁSI RÉST SZŰKÍTÉSÉRE (Daracsacz Péter) .....	57
3.1. Informális kockázati tőkepiac fejlesztési lehetőségei (Daracsacz Péter).	57
3.2. Az állami szerepvállalás hatása a tőkerés szűkítésére (Daracsacz Péter)	60
3.3. Beavatkozási lehetőségek a kockázatitőke-piac keresleti oldalán (Szlatárovics László).....	63
ÖSSZEGZÉS (Daracsacz Péter) .....	69
FELHASZNÁLT IRODALOM.....	72
MELLÉKLETEK.....	I
1. számú melléklet.....	II

## TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

1.1. táblázat: A vállalatok méret szerinti kategorizálása az Európai Unióban .....	11
1.2. táblázat: A 11 kelet-közép-európai ország kockázatitőke-befektetéseknek GDP-hez viszonyított aránya, 2002-2004(százalék) .....	15
2.1. táblázat: A magyarországi kockázati és magántőke befektetések számának és értékének évenkénti alakulása a befektetési ügyletek évenkénti nagysága szerint, 2002-2007 (darab, millió euró) .....	26
2.2. táblázat: A megkérdezett vállalatok megoszlása a kockázatitőke-bevonás igénye alapján .....	34
2.3. táblázat: A kockázati tőkét bevonni kívánó vállalatok megoszlása a tőke felhasználása alapján .....	35
2.4. táblázat: A vállalatok által igényelt tőke tervezett nagysága .....	35
2.5. táblázat: A megkérdezett vállalkozók megoszlása a konferencián való részvétel célja szerint.....	37
2.6. táblázat: A kockázati-és magántőke-befektetések értékének megoszlása a finanszírozott cégek életciklusa szerint Magyarországon és az Európai Unióban, 2002-2006 (százalék).....	39

## ÁBRÁK JEGYZÉKE

1.1. ábra: A vállalkozás fejlődési szakaszai és a tipikus részesedésfinanszírozási módok .....	5
1.2. ábra: A kockázati tőke befektetések volumenének GDP-hez viszonyított aránya a főbb iparágakban az egyes országokban 1999-2002 (százalék) .....	9
1.3. ábra: Európai kockázati tőke befektetések értéke 1997-2007 (milliárd euró) .	10
1.4. ábra: A kockázati tőkével finanszírozott vállalatoknál a foglalkoztatottság és az értékesítések számának a növekedése meghaladja az átlagos szintet 2003-2005 (százalék) .....	16
2.1. ábra: A magyar kis- és középvállalkozások csoportosítása a kockázati tőkebevonással kapcsolatos attitűdjük alapján .....	19
2.2. ábra: A kockázati és magántőke befektetések értéke Európa 20 országában a GDP százalékában, a befektetés célországa, és az alapkezelő személye szerint, 2006 (százalék) .....	25
2.3. ábra: A kockázati- és magántőke befektetési céllal gyűjtött tőke értékének évenkénti alakulása a magyarországi befektetésekben érdekelt alapoknál, 2002-2007 (milliárd euró) .....	25
2.4. ábra: Az üzleti tervek elutasításnak főbb okai 2008-ban (százalék).....	43
2.5. ábra: Hullám-modell .....	49
2.6. ábra: Az Enigma pénzügyi teljesítménye .....	52
2.7. ábra: A technológia-orientált kisvállalatok megoszlása a kockázati tőke ismerete szempontjából .....	54
2.8. ábra: A kockázati tőkét ismerő technológia-orientált kisvállalatok megoszlása .....	55
2.9. ábra: A kockázati tőkét ismerő technológia-orientált kisvállalatok tisztított megoszlása .....	56
3.1. ábra: Az informális kockázati tőke-piac fejlesztésében érdekelt intézménye ..	58
3.2. ábra: A JEREMIE Program szerkezete .....	62

3.3. ábra: Mason és Harrison ötlépcsős felkészítési programja a befektetés fogadására .....	67
---	----

## BEVEZETÉS

A kis- és középvállalkozások fejlesztése és finanszírozása, az ezzel kapcsolatos korlátok és lehetőségek feltárása és elemzése központi helyet foglal el napjaink gazdaságpolitikai gondolkodásában nemcsak Magyarországon, hanem az Európai Unióban is. A jó növekedési képességű, technológia-orientált kisvállalatok számára a kockázati tőke jelenti a külső forrásból származó finanszírozás legfontosabb forrását minden olyan országban, ahol fejlett a tőkepiac, és annak részeként a kockázati tőke-iparág. A hazai szakirodalmak, tanulmányok, és az ezeket alátámasztó empirikus eredményeken alapuló kutatások döntő többségükben a kockázati tőke-piac kínálati oldalára koncentrálnak. Kiemelném a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület szerepét a kínálati oldal átfogó vizsgálatában, hiszen pontos statisztikai eredményeken alapuló felméréseket, publikációkat készítettek a magyar kockázati- és magántőke iparág tizenöt éves fejlődéséről. A már létező tanulmányok elsősorban a kínálati oldal jelenségeinek a feltárására épülnek, ugyanakkor a magyarországi kockázati tőke-piac keresleti oldalának a vizsgálatáról közel sem ilyen sokrétűek az ismereteink. Jelen dolgozatunkban a magyar kis- és középvállalkozások keresleti attitűdjét próbáljuk feltárni a magyar kockázati tőke-piacon. Arra keressük a választ, hogy idegenkednek-e a hazai vállalkozások a kockázati tőke-bevonástól, vannak-e befektetésre alkalmas projektjeik, illetve felkészültek-e a befektetés fogadására.

Az első fejezetben röviden betekintünk a kockázati tőke világába, megismerjük ennek a tulajdonosi tőke-bevonáson alapuló, külső finanszírozási formának a jellemző tulajdonságait. A második fejezetben megvizsgáljuk a magyar kis- és középvállalkozások keresleti attitűdjét a kockázati tőke-piacon. A kereslet elemzését a kis- és középvállalati szféra szegmentálásával kezdjük, és minden szegmensben feltárjuk, és elemezzük azokat a lehetséges okokat, amelyek determinálják a vállalatok keresleti viszonyait az adott szegmensekben. A harmadik fejezetben a kis- és középvállalkozások tőkepiacán megjelenő finanszírozási rés szűkítésére keresünk megoldási lehetőségeket. Ennek kapcsán

rávilágítunk majd a keresleti oldal fontosságára a tőkerés<sup>1</sup> szűkítésében, és megvizsgáljuk, hogy milyen módszerek léteznek az egyes keresletet gátló tényezők elhárítására.

Az előző bekezdésben megemlítettük, hogy dolgozatunk célját a keresleti viszonyokat determináló okok vizsgálatán keresztül szeretnénk megvalósítani. Azonban egy adott okfejtésünk csak akkor használható releváns magyarázatnak a vállalkozói csoportok keresleti szokásainak a bemutatására, ha azt kutatási eredményekkel tudjuk alátámasztani. A témánkkal kapcsolatos kutatási eredmények alacsony száma miatt saját kutatásokat kellett lebonyolítanunk, melynek az volt az alapvető célkitűzése, hogy vállalkozókat kérdezzünk meg kérdőívek, illetve interjúk formájában. Ennek érdekében részt vettünk a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület és az Üzlet&Siker magazin közös konferenciáján, melyet elsősorban kis- és középvállalkozóknak hirdettek meg. A konferencia kitűnő helyszínnek bizonyult arra, hogy kapcsolatba lépjünk az ott megjelenő vállalkozókkal. Az egyes jelenségek vizsgálatára számos piackutatást, felmérést használtunk fel, illetve beépítettük dolgozatunkba a hazai és a nemzetközi szakirodalom ismeretanyagát is. A megvalósult kockázati befektetések tekintetében egy esettanulmányt fogunk bemutatni, mely révén betekintést nyerünk egy tőkebevonás utáni vállalat életébe. (A kutatás jelenlegi szakaszát 2008. december végén lezártuk.)

---

<sup>1</sup>Dolgozatunkban a tőkerés kifejezést a finanszírozási rés szinonímjaként használjuk



# 1. BETEKINTÉS A KOCKÁZATI TŐKE VILÁGÁBA

*„A lehetőségekről jól végiggondolt közgazdasági  
megfontolások alapján mondjunk le,  
ne pedig azért, mert nem ismerjük őket..”*  
(Schumpeter J. A.)

Az első fejezet célja a kockázati tőke működésének és alapfogalmainak tisztázása. A feladat nehézségét jellemzi, hogy e vállalkozásfinanszírozási forma a mai fejlett piacgazdaságunkban is rövid múltra tekint vissza Magyarországon, ezáltal egy ismeretlenebb pénzügyi intézmény vizsgálatára kerül sor.

## 1.1. A kockázati tőke-finanszírozás sajátosságai

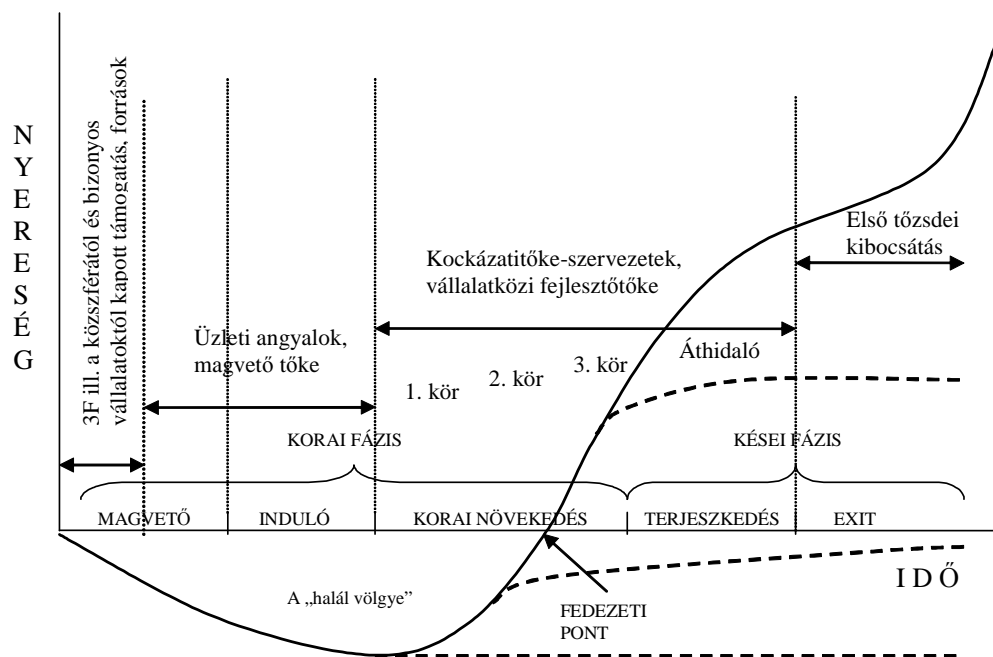
A mai világban - ami egyre inkább liberalizált és egyre nagyobb mértékben globalizálódik is egyaránt - a kisvállalkozások szerepe jelentősen megnőtt. A vállalkozások működésük során jövedelmet termelnek, embereket foglalkoztatnak, adót fizetnek, ezáltal a társadalom és a gazdaság nélkülözhetetlen elemei. A nemzetgazdaságok számára létfontosságú a kisvállalkozások fejlesztése, működésük feltételeinek a megteremtése. A jó növekedési potenciállal rendelkező innovatív vállalkozásoknak indulásukkor, illetve életük során a folyamatosan változó világban, az élesedő versenyben többletkockázatot kell vállalniuk céljaik elérése érdekében. A többletkockázat viselése megnehezíti számukra a fejlesztéseikhez elengedhetetlen tőke bevonását. Szükséges tehát a nemzetgazdaság működőképességének fenntartásához, hogy legyenek olyan piaci szereplők, akik ezt a többletkockázatot vagy ennek egy részét képesek átvállalni és tőkét biztosítani a kisvállalatok számára. Ezeket a piaci szereplőket nevezzük kockázati tőkéseknek. Jelenleg a fogalmi meghatározások összefolynak, nem választhatóak el kristálytisztán. Emiatt lehetséges olyan definíció is, amely más kockázati tőkével foglalkozó műben másként szerepel. Az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (European Private Equity and Venture Capital Association,

EVCA) közreadott egy fogalmi meghatározást a kockázati tőkésekre. Ezek szerint azok olyan szervezeti egységek vagy személyek,

- „1. amelyek alapvető jelentőségű tevékenységet tudnak felmutatni az induló vagy új növekedési pályára lépő, rendszerint kis- és közepes nagyságú, termékeik, alkalmazott technológiáik, üzleti koncepciójuk és szolgáltatásaik tekintetében jelentős növekedési potenciállal bíró cégeknek biztosított finanszírozásban, ahol
2. e finanszírozás a cég keretei között megvalósuló vállalkozás elindítását vagy fejlesztését szolgálja, és
3. a finanszírozásért a kockázati tőkés a cégben tulajdoni részesedést kap, vagy pedig olyan kötelezettségvállalást a cég többi tulajdonosa részéről, amelyet a továbbiakban tulajdonrészesedésre tud váltani a cégben;
4. amelyek fő célkitűzése, hogy befektetéseik révén tőkenyereséget érjenek el, és ehhez szolgál eszközzül a befektetéssel együtt járó kockázat vállalása;
5. amelyek aktív menedzselési közreműködést nyújtanak azoknak a cégeknek, amelyekben befektetéseik vannak” (Osman [2005] 2. o.).

A kockázati tőkéseknek, mint pénzügyi szereplőknek két csoportját különböztetjük meg az informális és az intézményi kockázati tőkét. Az informális csoportba sorolandó az egyrészt az úgynevezett 3F, amely az alapító (founder), a barátok (friends) és a család (family) angol elnevezésiből alkotott csoport anyagi támogatását foglalja magába. Az üzleti angyalok (business angel), azaz a tőkepiacon megjelenő gazdag magánszemélyek, akik vállalkozásoknak adnak kockázati tőke típusú finanszírozást, illetve a vállalkozási fejlesztőtőke-befektetés (corporate venturing), amelynek révén cégek részesedés finanszírozás keretében (itt a kockázati tőke-típusú finanszírozás szinonimájaként használva) szereznek befolyást rendszerint számukra fontos és főként fejleszhető erőforrásokkal rendelkező vállalat felett. Az intézményi kockázati tőke a „társasági formában működő kockázati tőke-befektetők összessége, amelyek tevékenységükkel közvetítő szerepet töltenek be a pénz- és tőkepiacon a pénztulajdonosok, valamint a vállalkozások között” (Osman [2006] 17. o.). Ezen csoportok együttese alkotja meg a kockázati tőke-piac kínálati oldalát. Ahogy a definíciókból kiderül a tőkekeresleti oldalt tulajdonképpen a potenciális vállalkozások testesítik meg.

A vállalkozásokba való befektetés az életciklusuk szerint eltérő sajátosságokkal - eltérő problémákkal és kockázatokkal – jellemezhető, ahogy ezt az 1.1. ábra is jól mutatja. (Az ábra teljes egészében nem kerül ebben a fejezetben kifejtésre, de nagyon fontos szemléltetőeszköze a következő csoportosításnak.) Ahogy megfigyelhetjük a kockázatok az idő előrehaladtával csökkennek. A vállalat jövője főképp a múltbéli információkra hagyatkozva tervezhetővé válik, várható cash flowja és ezzel egyetemben a vállalat értéke egyre könnyebben kiszámítható. Az 1980-as években a befektetők felismerték, hogy a különböző életciklusok eltérő kockázatokkal és hozamokkal rendelkeznek. Ennek következtében kettészakad a kockázatitőke-ágazat. A hagyományos értelemben vett kockázati tőke (classical venture capital) a korai szakaszok finanszírozására, az úgynevezett fejlesztő tőke (development capital) pedig a kevésbé kockázatos expanzív szakaszok finanszírozására szakosodott. A két csoportot összességében magántőkének (private equity) nevezzük. Az életszakaszok eltéréseiben a finanszírozó oldal - fent említett - szereplői az indulástól, alapozástól kezdve eltelt idő és a realizálható nyereség kontextusában változnak. Az eltéréseknek fontos szerepe lesz a későbbiekben a dolgozatunkban (1.1. ábra).



1.1. ábra: **A vállalkozás fejlődési szakaszai és a tipikus részesedésfinanszírozási módok**

*Forrás: Kosztopolosz - Makra [2005]*

A kockázati tőke típusú finanszírozás tipikus műveletei (kezdőpénz biztosítása, indulótőke biztosítása, vállalkozás korai szakaszának finanszírozása, terjeszkedés finanszírozása, áthidaló finanszírozás, menedzseri kivásárlás (MBO), menedzsmentbe való bevásárlás (MBI), LBO (előző kettő hitellel kombinálva, jegyzett részvények vásárlása, megfordítás (turnaround) finanszírozás) is összhangban vannak az életszakaszokkal, azonban ezeket részletesen nem tárgyaljuk, mivel nem nyújtanak szükséges információt a dolgozatunkhoz.

Fontos azonban leszögeznünk, hogy az ún. venture capital „nem kockázatkereső, hanem fejlesztőtőke. A kockázati tőke és vele a kockázati tőkés elnevezések valójában nagyon is rosszak, mert téves képzeteket keltenek a vállalkozásfinanszírozásnak e fajtájáról és az azt nyújtó piaci szereplőkről. A "kockázati" jelző a hozzá nem értők jelentős részének a hazardjátékot idézi, ám e piaci szereplők céljainak, tevékenységének semmi közük ahhoz. A kockázati tőke fontosságát üzleti szerepének két alapvető jellemzője adja mind a nemzetgazdaság, mind pedig a külső, tőketípusú finanszírozást kereső cégek számára, és ezek egyértelműen a vállalkozásfejlesztésben betöltött szerepéhez kötődnek, amelyben a kockázatvállalás csak egy szükségképpen felvállalt eszköz.” (Osman [2005] 3. o.). E problémára későbbiekben még utalni fogunk. Meghatározó jelentőségű, ahogyan a befektetők szakmai felkészültségükkel és speciális eszközeikkel csökkentik a kockázatokat, vizsgálják az adott befektetési lehetőség rentabilitását. Továbbá ezen szűrőkön keresztül kívánják elhárítani a magas hozamelvárás miatt nagy valószínűséggel fellépő piaci kontraszelekció<sup>1</sup> hátrányos következményeit. A magas hozamelvárás a tulajdon alacsony likviditásából, a bizonytalan jövőbeli kimenetelből, a múltbeli információk hiányából és abból a jogi szabályból eredő magas kockázatokkal magyarázható, amely a hitelezőket részesíti előnyben a vállalat kötelezettségeinek kifizetésekor. Ahhoz, hogy a befektetés létrejöhessen

---

<sup>1</sup> A piaci kontraszelekció fellép abban a helyzetben, amikor a vállalat tulajdonosa több információval rendelkezik a teljesítményről és a projektet illetően, amit a külső finanszírozó kevésbé hatékonyan tud megbecsülni. Ezáltal a vállalatok átlagos feltételek mellett jutnak tőkéhez, ami miatt a jobb minőségű projektek gazdái a relatíve drágább finanszírozási források miatt tartózkodni fognak a külső forrás bevonásától.

szigorú kritériumrendszer alapján világítják át a forráskeresőt. A magyar gazdaság, illetve a KKV szektor felkészültsége a kockázati és magántőke befogadására ennek a kritériumrendszernek a tükrében mérhetővé válik. Az iparági tapasztalatok alapján egy adott cég fejlődésének ütemét leginkább a cég múltja, az üzleti terv minősége és a meghatározott célrendszert elérni képes menedzsment (belső kritériumok) határozzák meg. A belső kritériumok mellett a külső feltételrendszernek is adottnak kell lenni a fejlődéshez. A piac stabilitása és növekedése, a piac szerkezete, a szállítók és vevők száma és minősége, illetve a versenytársak erőssége a legfontosabb szempontok. A fejlődési potenciál mellett a befektetés alapvető feltétele a kiszállás (exit) lehetősége.

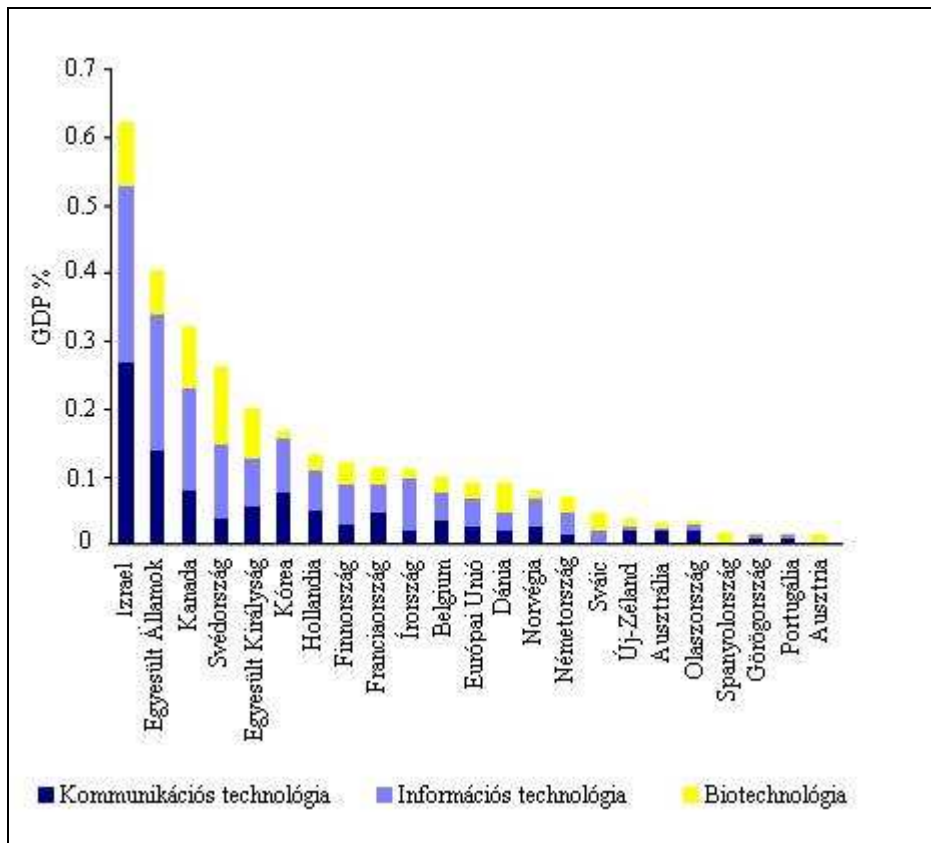
A kockázatok csökkentéséhez és az elvárt hozamok eléréséhez alkalmazott szűrők:

1. Tüzetesen átvizsgálják (due diligence) a vállalkozások üzleti terveit: Az értékelés során a technológia ígéretességét, a vállalatvezetők tapasztalatát, hozzáértését és a megszerezhető piac nagyságát mérik fel.
2. A részletes jogi szerződésbe különféle korlátokat építhetnek be, melyekkel ellenőrzésük alatt tarthatják a vállalkozó tevékenységét (covenants), illetve az érdekeltségek rendszerének kialakításával nagyobb erőkifejtésre ösztönözhetik a vállalkozót és a kulcsfeladatokat ellátó vezetőket.
3. Gyakran nem egy összegben biztosítják a tőkét, hanem ütemezve hajtják végre a befektetést (staging). Ez lehetővé teszi számukra, hogy befektetési döntésüket a projekt előre haladásának, jövedelmezőségének függvényében időről időre felülvizsgálhassák.
4. A kockázat csökkentése érdekében a kockázati tőkések szindikálhatják is a befektetést. Ezáltal lehetőségük nyílik a több ügyletben való részvétellel egy diverzifikáltabb portfólió fenntartására, másrészt a befektetési döntést megalapozottabbá teheti más befektetők véleményének megismerése.
5. A befektetést követően is szoros kapcsolatot tartanak fent a vállalkozással, folyamatosan ellenőrzik és aktív közreműködésükkel, tanácsaikkal segítik is a vállalkozás működését (Gompers-Lerner [2001]).

Mindezen alaposság és fortélyok ellenére a befektetési ügylet legvalószínűbb kimenetele a kudarc, csupán néhány kiugróan sikeres befektetésnek köszönhető, hogy a portfólió egésze képes teljesíteni a magas hozamelvárást.

## **1.2. A kockázati tőke kialakulása és szerepe a modern piacgazdaságokban**

A kockázati tőke-iparág fejlődésének története az USA-ban kezdődött az ipari forradalmat követően. A korai szakaszában olyan ma is fennálló nagy nevű amerikai cégek finanszíroztak különböző projekteket, mint például a J. P. Morgan, aki néhány társával egy 480 millió dollár értékű kivásárlást hajtott végre. A Wikipedia szerint ezt még ma is az első számottevő kivásárlásként („the first true major buyout”) emlegetik. Az 1920-as, '30-as években már nem volt kivételes alkalom, hogy gazdag magánszemélyek saját vagyonukat fektették be néhány vállalatba, hosszú távú finanszírozási forrást biztosítva ezzel a vállalatoknak. Az első intézményes kockázati tőke-befektetőnek tekinthető céget 1946-ban jegyezték be, szintén az Egyesült Államokban (Csubák [1998]). Az országban már a hetvenes években megkezdődött az iparág fellendülése, amihez az is hozzájárult, hogy 1978-ban a tőkejövedelmek adóját 40%-ról 20%-ra csökkentették és a nyugdíjalapok vagyonuk 80%-át kockázatos üzletekbe fektethették. Egy évtizeddel később, 1988-ra a befektetések 18-szorosára nőttek a tőkefelhalmozás pedig a tízszeresére, 31 milliárd dollárra emelkedett. Akkoriban a társaságok által realizált éves hozam 20-30%-körül alakult. Az USA kockázati tőke piacának fejlettségét az alábbi táblázat is bizonyítja. Az 1999-2002-es években néhány kiválasztott iparágban a kockázati tőke volumene az USA-ban elérte a GDP 0.4 %-át, ezzel szemben az Európai Unió átlagában a GDP-hez viszonyított arány csak 0.1% (1.2. ábra).

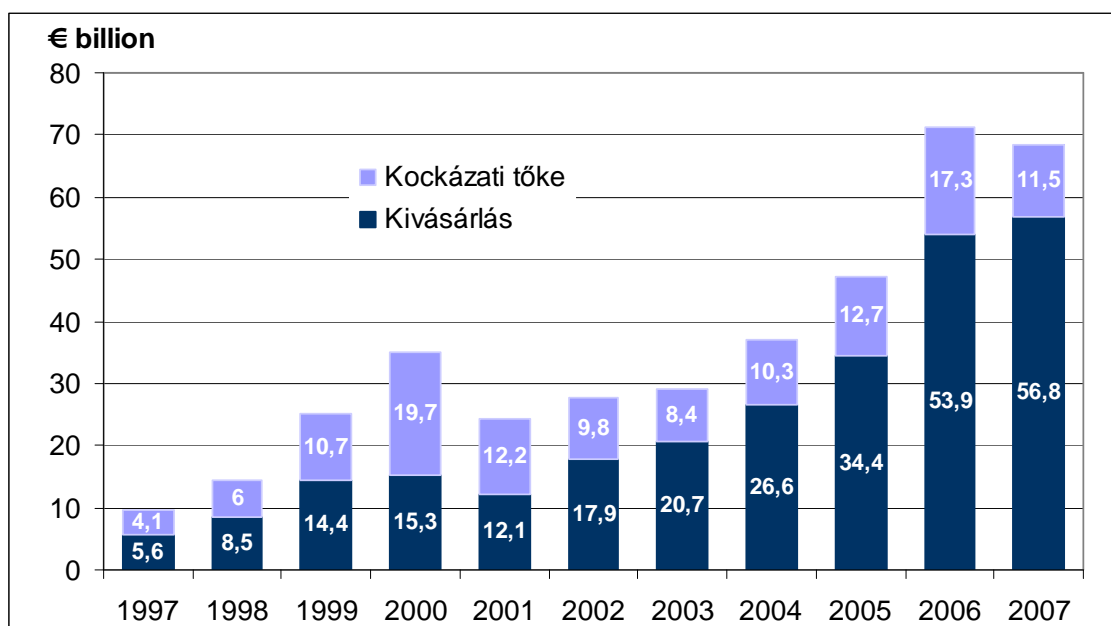


1.2. ábra: A kockázati tőke befektetések volumenének GDP-hez viszonyított aránya a főbb iparágakban az egyes országokban 1999-2002 (százalék)  
 Forrás: OECD Venture Capital Database [2002]

Európában jóval később terjedt el a kockázati tőke típusú finanszírozás, az Európai Kockázati és Magántőke Egyesületet (EVCA) is csak 1983-ban alapították. Az Egyesült Királyságban alakult ki a kockázati tőke melegágya, és azóta is megtartotta kiemelkedő szerepét az európai piacon. Az Egyesült Királyság a világ második legintenzívebb kockázati tőke-iparral rendelkező országa és annak ellenére, hogy már az ágazat a kontinens országaiban is kifejlődött, még mindig az Egyesült Királyságban székhellyel rendelkező alapok befektetéseiből származik az európai befektetések fele, ezért az általuk kötött üzletek meghatározzák az európai befektetések összesített számát és értékét. Az európai államok között a kockázati tőke GDP-hez viszonyított arányát tekintve Svédország áll a vezető helyen. (EVCA [2008])

Az európai államok is folyamatos fejlődést mutatnak a befektetések volumenében. Az 1.3. ábrán megfigyelhető hogy a 1997-es értéknek közel hétszeresére emelkedett 2007-re, 9,7 milliőről 68,3 millió euróra. Ugyanakkor

világossá teszi számunkra azt, hogy ez a növekedés legnagyobb részben a kivásárlások értékének a fellendülésével magyarázható (1.3. ábra).



1.3. ábra: **Európai kockázati tőke befektetések értéke 1997-2007 (milliárd euró)**

*Forrás: EVCA [2007]*

### 1.3. A kockázati tőke szerepe Magyarországon

A magyar kockázati tőke-piac nem tekint vissza nagy múltra, hiszen 1989-et megelőzően a szocialista gazdaság szerkezetében nem volt helye ehhez hasonló pénzügyi intézményeknek. Ebben a fejezetben rávilágítunk rendszerváltást követően kialakult sajátos magyar jellemzőkre, a magyar kockázati tőke-iparág kialakulására, szerepére, megemlítve a nem teljesen a piac működési logikáját követő állami támogatási rendszereket.

#### 1.3.1. Innovatív vállalkozások finanszírozási nehézségei

A kis és középvállalkozások fogalmát a magyar jogszabályok az Európai Unió jogszabályokkal megegyezően definiálja, melyet az alábbi táblázatban foglaltunk össze (1.1. táblázat).



## A vállalatok méret szerinti kategorizálása az Európai Unióban

1.1. táblázat

	<b>Mikro</b>	<b>Kis</b>	<b>Közép</b>
Forgalom (m €)	0-2	2-10	10-50
Foglalkoztatottak létszáma	0-10	10-50	50-250
MFÖ (m €)	0-2	2-10	10-48

*Forrás: saját szerkesztés*

A jogszabályokban meghatározott üzemméret természetesen nem vagy nem mindig van összhangban a piaci viszonyokkal. Abban viszont senkinek nem lehet kétsége, hogy a szektor gazdasági súlya jelentős. A kis- és középvállalkozások helyzetéről kiadott legutóbbi jelentés szerint a kis- és középvállalkozások 2005-ben a versenyszféra foglalkoztatottjainak háromnegyedét, a bruttó hozzáadott érték több mint felét és az export nagyjából harmadát adták (Gazdasági és Közlekedési Minisztérium (továbbiakban: GKM) [2007a]). Egy nemrég napvilágot látott kvalitatív kutatás szerint a magyar vállalkozások legnagyobb kihívásai sorrendben a következők (Garantiqa-BMB [2008]):

1. Magas közterhek, adók
2. Bonyolult jogi környezet
3. Bürokrácia
4. Stagnáló piac (visszaeső vagy mérséklődő fogyasztás)
5. Körbetartozások (építőipar)
6. Forráshiány
7. Időhiány

Meglepő az eredményben, hogy a finanszírozási nehézségek csak a 6. helyen szerepelnek. Természetesen a kihívások egymással kapcsolatban állnak, dolgozatunk azonban a forráshiányra fókuszál.

Ezt a szektort vizsgáló a Gazdaságfejlesztési Operatív Program keretében megszületett tanulmány a következőként összegzi a kis- és középvállalkozások helyzetét: „jellemző, hogy több fontos területen (pl. finanszírozás, információs technológiák használata, menedzsmentszolgáltatások igénybe vétele) felzárkózási folyamat figyelhető meg, ugyanakkor a fejlett országokban működő kis- és középvállalkozásokhoz képest még mindig számottevő a lemaradás. A növekvő

számú működő vállalkozás túlnyomó többsége mikro- és kisvállalkozás. A vállalkozások száma és sűrűsége a közép-magyarországi régióban a legnagyobb. A vállalkozások összetételében az ipari és kereskedelmi vállalkozások aránya csökken, a szolgáltató ágazatoké nő. A gazdaságban a tőke eloszlása koncentrált. A vállalkozások széles körének tőkeellátottsága alacsony” (GKM [2007a])

A finanszírozás jellemzőit tovább kutatva megállapíthatjuk, hogy külső finanszírozást igénybe vevő vállalkozások száma Magyarországon elenyésző, a hitel nélkül gazdálkodók aránya 80%, még ez a fejlett országokban csak 15-20% körül alakul (GKM [2007a]). Ezen belül a tőkepiac részesedése a GDP-t tekintve 2000 óta tartó némi emelkedése ellenére Magyarországon 2004-ben a magántőke befektetések GDP-hez viszonyított aránya 0,15%, ez az érték magasabb a középkelet európai 0,096%-os értéktől, de jóval alatta is marad az európai 0,321%-os értéknek. A kormányzati körök is felismerték ennek hatására az állami intervenció szükségességét. Ugyanebben a tanulmányból azonban az is kiolvasható, hogy nem egyértelműen, illetve sokszor nagy átfedéssel működtek - működnek - az állami forrásokat elosztó szervezetek.

Az innovatív kisvállalkozások a szegmensében a finanszírozási lehetőségek beszűkülnek, nehezebbé válik a tőkepiacok elérhetősége. Ennek okai a piaci elégtelenségben keresendők. A piaci elégtelenséget két fő okból az információs asszimetriából és a méretgazdaságosság hiánya miatt meglévő nagyobb tranzakciós költségekből eredeztethetjük. Az okozat pedig a piacon abban nyilvánul meg, hogy a kisebb vállalkozások hitelhez jutása korlátozottá válik, hiszen a bankok jelenlegi eszközeivel nem kezelhető gazdaságosan azoknak a kis összegű hitelt igénylő, hitelezési múlttal nem rendelkező vállalkozásoknak a kockázata, amelyekről az egyszerűsített, gyors eljárásokkal nem szerezhető biztonságos mennyiségű és minőségű információ. További probléma az alacsony pénzügyi kultúra, a tudatos tervezés hiánya. Következésképp a szektor bár jelentős szerepet tölt be a gazdaság életében fejlődési potenciálját nem tudja oly mértékben kihasználni, mint nagyobb társai. Pozitívumként említhető azonban, hogy a finanszírozási minimumot elérő (hosszabb gazdálkodási történettel rendelkező, stabil jövedelemtermelő képességű, finanszírozási igényvel fellépő)

vállalkozásoknak folyamatosan növekszik az aránya illetve, hogy törekvések vannak a hálózatosodás megkezdésére és ezáltal a méretgazdaságosság jobb kihasználására (GKM [2007a]).

Köztudott, hogy a hazai kis- és középvállalkozások foglalkoztatják a magyar munkavállalók többségét, de a foglalkoztatás növelésére leginkább a nagy növekedési potenciállal és/vagy innovatív technológiák alkalmazásával, fejlesztésével foglalkozó cégek képesek. Emellett nagymértékben járulnak hozzá a bruttó hazai termékhez és ezáltal a gazdasági növekedés motorjává válnak (Szerb-Márkus [2006]). Érdemes tehát piaci szempontból és az állami szerepvállalás tekintetében is tovább vizsgálni ezt a réteget, hiszen a fizetőképes kereslet erősödése hozzájárul a GDP növekedéséhez, amely mind gazdasági, mind társadalmi szempontból kiemelten fontos. Felvetődhet a kérdés mennyire növekedésorientáltak a kisvállalkozók, hiszen köztudott, hogy Magyarországon jelentős az úgynevezett kényszervállalkozók vagy szimplán a megélhetési típusú vállalkozások aránya. A Garantiqa Zrt. megbízásából készült egy reprezentatív felmérés, amelynek tágabb célcsoportja a magyar kis és középvállalkozói réteg volt, amelynek adott üzleti évben a nettó árbevétele nem haladja meg a 1,5 milliárd forintot. Arra kérdésre ugyanis, hogy tervez-e valamilyen beruházást a következő 1-2 évben a válaszadók 74%-a válaszolt igennel. (Garantiqa [2008]) Természetesen arra nem kapunk választ, hogy ezek csak ötletek vagy tudatos tervezésen alapulnak. Kijelenthetjük tehát, hogy a fejlesztési ötletek, tervek léteznek, ennek kivételezéséhez azonban tőkére van szükség. Már megemlítettük az előző fejezetben, hogy Magyarországon nemcsak a forráshiány jelent problémát, hanem a magas adóterhek és a stagnáló piac is, amely nyilván csökkenti a vállalatok realizálható jövedelmét, ezáltal a megvalósítható beruházásokhoz szükséges alaptőkét. A belső finanszírozás elégtelensége különösen érvényesül a nagy tőkeigényű innovatív K+F szektorban tevékenykedő vállalatoknál. A hitelpiacok elérhetőségének a nehézsége a már említett okok, és a saját tőke hiánya miatt hatványozottan van jelen, így más finanszírozási alternatíva kerül előtérbe, az eltérő pénzügyi mechanizmuson alapuló kockázati tőkebefektetés.

### **1.3.2. A magyar kockázatitőke-finanszírozás múltja és jelene**

Magyaroszágon és Magyarországhoz hasonlóan Kelet-Közép-Európában a rendszerváltást követően alakult ki a kockázatitőke-iparág, akkoriban az átalakuló gazdaságokban a privatizáció ígéretes befektetési lehetőségeket teremtett a kockázatitőke-ipar szereplői számára, de ugyanakkor a befektetőknek jelentős országgkockázattal és gazdasági visszaeséssel kellett szembenéznük. Akkoriban a külföldi befektetőkön kívül megjelentek a belföldi forrásokat befektető szereplők is, és jelentős állami tőke is befektetésre került (Borsi et al. [1998]). Az első tőkeallokációkat és befektetéseket 1990-ben végezték, de azóta az ágazat gyors fejlődésen ment keresztül és viszonylag fiatal kora ellenére mára már hasonlóan fontos szerepet tölt be a tőkepiacokon, mint Nyugat-Európában. Egy, a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület által végzett, az 1989-2004-ig tartó időszakot felölelő felmérés és az azóta végzett éves kutatások eredményeként megállapítható, hogy a magyar kockázatitőke-iparág fejlődése négy időszakra bontható. Az első időszak a rendszerváltás kezdetétől 1992-ig tartott. Ekkor a magyar piacon a külföldi kormányzati tőkét befektető globális alapok mellett főként - viszonylag - kis méretű, 50 millió dolláros országalapok domináltak, amit a befektetési gyakorlat hiánya és a piaci kockázatok indokoltak. Az ügyletek között döntő szerepet játszottak a privatizáció és az ipar szerkezeti átalakítása kapcsán felmerülő befektetési lehetőségek. A második időszak 1993-tól 1997-ig tartott, és elsősorban a regionális alapok térnyerése és ezzel együtt a kezelt tőke értékének növekedése – tipikusan 100- 200 millió USD - jellemezte. A nagyobb tőkeméret lehetővé tette a nagyobb forrásigényű expanzív fejlődési szakasz finanszírozását és ez is vált jellemzővé. Megkezdődött a magyarországi magántőkepiac konszolidációja. A harmadik időszak 1998-tól 2000-ig tartott, és gyors expanzió jellemezte. Ebben a fázisban változatlanul fennmaradt a regionális alapok dominanciája, ugyanakkor a befektetések középpontjába a technológia finanszírozása került. Az alapok által kezelt tőke jellemző mérete tovább nőtt, elérve immár a 250–300 millió dollárt. Megjelent a klasszikus kockázatitőke-funkció, azaz a fejlődésük korai fázisában tartó vállalkozásokba történő befektetés is. A finanszírozás fő területét a technológia, az IT és a média adta. A negyedik,

utolsó fejlődési szakasz 2001-től napjainkig tart, s a piac tisztulása – racionalizálása – jellemzi. Speciális befektetők is megjelentek a magyar piacon. A finanszírozás immár kiterjed a kivásárlásokra is. A magyar költségvetési forrásokat befektető állami tulajdonú finanszírozóknak köszönhetően megnőtt a kis- és középvállalati szektorba tartozó cégek finanszírozásának szerepe. Magyarország EU-csatlakozását követően új globális befektetők jelentek meg, többnyire nagy értékű kivásárlásokkal és strukturált tranzakciókkal (Karsai [2006a]).

Az 1.2. táblázat is mutatja, hogy Magyarországon az ilyen típusú tőkebefektetések aránya még mindig alacsony a GDP 0,1%-a körül alakul, ami az EU átlag harmada. Ezáltal gazdaságélénkítő hatásuk sem jelentős még. Kiolvasható ugyanakkor az is, hogy a felsorolt Közép-Kelet Európai térségbe tartozó országokat tekintve Magyarország vezető helyet foglal el (1.2. táblázat).

**A 11 kelet-közép-európai ország kockázati tőke-befektetéseinek GDP-hez viszonyított aránya, 2002-2004 (százalék)**

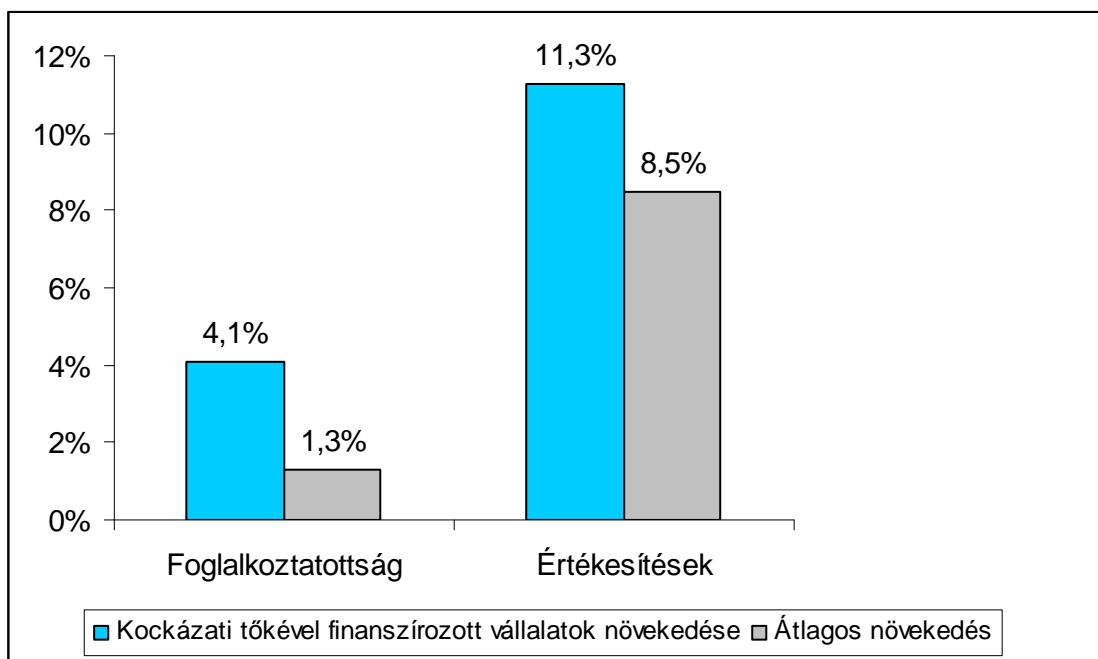
1.2. táblázat

<b>Ország</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Bulgária	0,016	0,101	1,110
Cseh Köztársaság	0,037	0,052	0,019
Észtország	0,010	0,022	0,004
Horvátország	0,014	0,011	0,015
Lengyelország	0,069	0,098	0,069
Lettország	0,011	0,031	0,120
Litvánia	0,008	0,036	0,007
Magyarország	0,110	0,154	0,150
Románia	0,037	0,159	0,055
Szlovákia	0,018	0,016	0,021
Szlovénia	0,007	0,015	0,000
11 ország összesen	0,054	0,088	0,096
EU összesen	0,277	0,284	0,321

*Forrás: Karsai [2006]*

A gazdaságélénkítő hatást az Amerikai Egyesült Államokban rendszeresen vizsgálják összehasonlítva a kockázati tőke háttérű cégek foglalkoztatottsági és jövedelmi adatait, a gazdaság egészére vonatkozó adatokkal. Az 1.4. ábrából kiderül, hogy a kockázati háttérű vállalkozások foglalkoztatottságának növekedése

4,1% volt szemben a teljes gazdaságra jellemző 1,3%-os növekedéséhez és közel ekkora különbség található az eladások növekedésében is. Az adatok arról tanúskodnak, hogy a kockázati tőke, a tőkés tudásának jelenléte a vállalatban a hozzáadott érték tekintetében jelentős eredményt produkál (1.4. ábra).



**1.4. ábra: A kockázati tőkével finanszírozott vállalatoknál a foglalkoztatottság és az értékesítések számának a növekedése meghaladja az átlagos szintet 2003-2005 (százalék)**  
*Forrás: NVCA [2005]*

A piaci elégtelenségek kiküszöbölésére, azaz a nem hatékonyan működő piaci szegmensekben Magyarországon 2009-től újabb központi az Európai Unió által is támogatott investíciók várhatóak, melyet az angol elnevezésű JEREMIE (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises) program fog megtestesíteni. A piac szereplői jelentős élénkülést várnak a programtól.

## **2. A MAGYAR KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK KERESLETI ATTITŰDJEI A KOCKÁZATITŐKE- PIACON**

*„Az emberek két csoportra oszlanak:  
azokra, akik hiszik a hihetetlen,  
és azokra, akik megteszik a valószínűtlent.”*  
(Oscar Wilde)

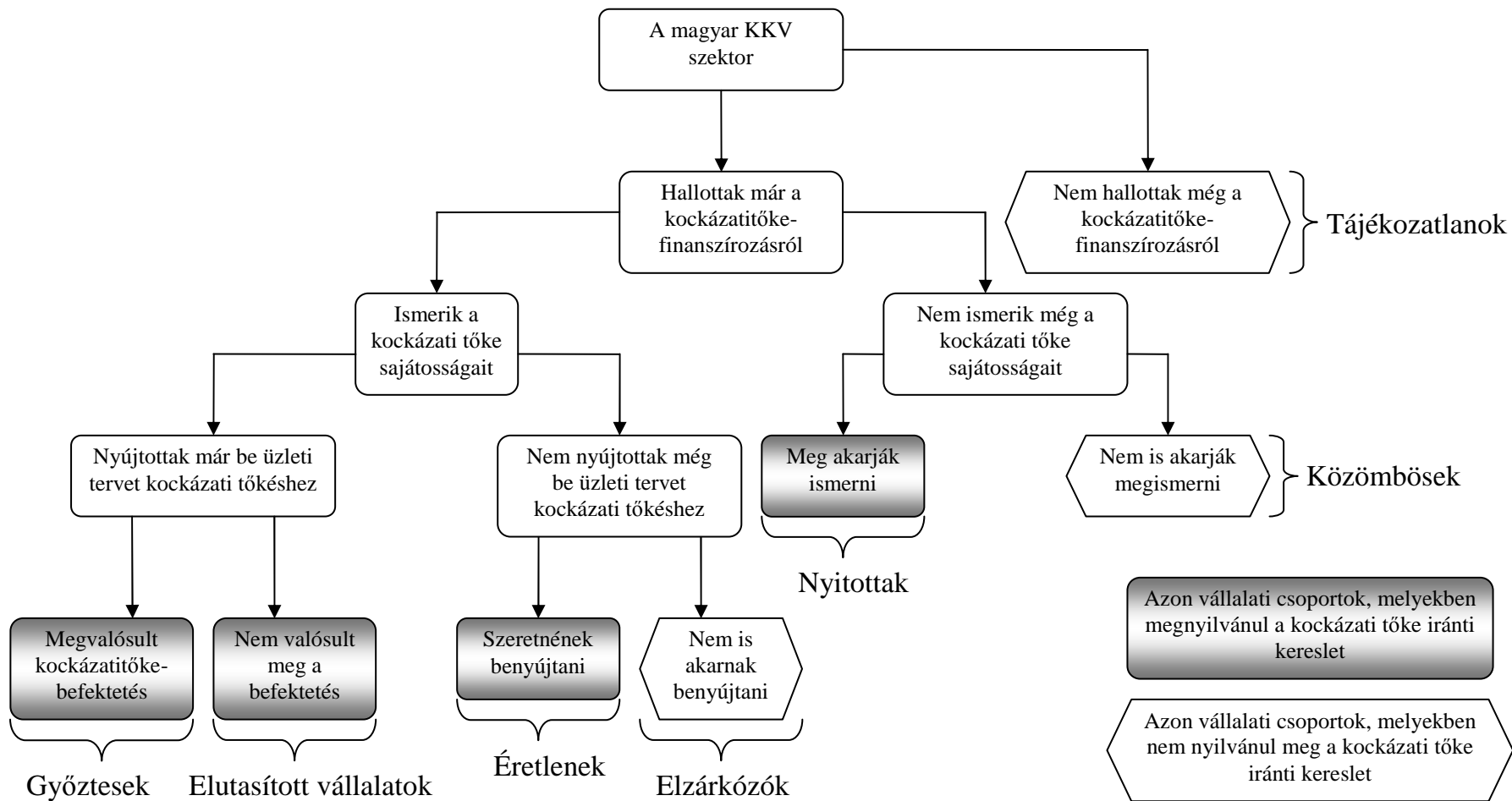
Az előző fejezetekben betekintést nyerhettünk a kockázatitőke-finanszírozás hazai és nemzetközi sajátosságaiba, illetve megismerhettük ennek a tulajdonosítóke-bevonáson alapuló finanszírozási formának a jellemző tulajdonságait. A keresleti oldalra vonatkozó kutatásunk több lépésből áll, minden fontos lépést további alfejezetekbe sorolva fejtünk ki részletesen. Az első, és egyben legfontosabb feladatunk a magyar kis- és középvállalati szféra szegmentálása a kockázatitőke-bevonással kapcsolatos attitűdjük alapján. A szegmentálás után megkeressük azokat a lehetséges okokat, amelyek a homogén keresleti sajátosságokkal rendelkező vállalati csoportok kialakulásához vezettek, majd ezeket az okokat a rendelkezésünkre álló kutatások és a hazai- és nemzetközi szakirodalom ismeretanyaga alapján elemezzük. Ezek után várhatóan kirajzolódnak majd azok a fő problémák, melyek meggátolják az egyes vállalatoknál a kockázatitőke-bevonás megvalósulását.

### **2.1. A magyar kis- és középvállalati szféra szegmentálása**

A hazai kis- és középvállalati szféra kockázati tőke iránti keresletét nem tekinthetjük homogénnek. Ennek a felvetésemnek a legegyszerűbb magyarázata abban rejlik, hogy túl nagyok a szélsőségek az egyes vállalatok között abban a tekintetben, hogy milyen a kockázati tőkéhez való viszonyuk. Ebben a megközelítésben azok a vállalatok állnak a legtávolabb a kockázatitőke-bevonástól, melyek még egyáltalán nem is hallottak erről a finanszírozási formáról. Ezzel szemben a vállalatoknak egy szűk szegmensében már ténylegesen

megvalósultak a kockázati tőke-befektetések, ezzel tulajdonosi tőkét bevonva a működésbe. Az imént említett két vállalati csoport alkotja csoportosításunk két szélsőértékét, de a teljesség érdekében további csoportokat definiálunk, melyek megteremtik az átmenetet a két szélsőérték között. Az általunk elkészített csoportosítás a következő (2.1. ábra):





2.1. ábra: A magyar kis- és középvállalkozások csoportosítása a kockázati tőke-bevonással kapcsolatos attitűdjük alapján

Forrás: Saját szerkesztés

A szegmentálási ábrát elsősorban szekunder információk alapján készítettük el, a hazai- és nemzetközi szakirodalomból merített ismeretanyag alapján. Szegmentálásunknak köszönhetően a magyar kis- és középvállalati szféra homogén keresleti sajátosságokkal rendelkező csoportjaiban folytathatjuk a vizsgálatainkat. Mind a hét vállalati szegmens (klaszter) esetében a deduktív módszer szabályszerűségei alapján állításokat fogalmazunk meg, meghatározzuk azokat a lehetséges okokat, melyek magyarázatul szolgálhatnak egy adott vállalati szegmens kialakulására. A deduktív módszer továbbá azt is megkívánja, hogy ezeket az általunk megfogalmazott lehetséges okokat (hipotéziseket) a vizsgálódásainkat követően értékeljük, állításaink megtartásával, vagy éppen elvetésével konklúziót fogalmazzunk meg. Azonban ezt csak akkor tehetnénk meg, ha rendelkezésünkre állna egy olyan országos lefedettségű empirikus felmérés, mely elegendő információt szolgáltat az általunk definiált lehetséges okok elemzésére. Jelenleg ilyen empirikus felmérés létezéséről nincsenek információink, így a klaszterekben megfogalmazott lehetséges okokat 7 átfogó piackutatás, és tanulmány eredményei alapján vizsgáljuk, amelyek a következők: saját, kérdőíves módszerrel elkészített piackutatás, Garantiqa piackutatás, Garantiqa-BMB piackutatás, GEM felmérés, GKI tanulmány, GKM tanulmányai. Az utóbbi kutatások képezik alapját az elemzéseinknek, azonban az egyes klaszterek jellemzőinek megismerése érdekében kiegészítő forrásokat is igénybe kellett vennünk.

Csoportosításunkból jól látható, hogy a hazai vállalatok két nagy csoportot alkotnak aszerint, hogy megnyilvánul-e a kockázatitőke-bevonás iránt támasztott kereslet.

A hatszögekben reprezentált vállalati csoportok részéről nincs kereslet a kockázati tőke iránt. Ezek a vállalati csoportok:

1) Tájékozatlan vállalatok: még nem halottak a kockázatitőke-bevonásról, mint finanszírozásról. Ennek lehetséges okai:

- Magyarországon még fiatal, nem elég érett a piacgazdaság, és a kockázatitőke-finanszírozás csupán 15 éves múltra tekint vissza. Ez az idő

nem kellően elegendő ahhoz, hogy az egész vállalati szférában megismertessék ezt a fajta finanszírozási formát

- A magyar vállalkozói kultúra fejletlensége

2) Közömbös vállalatok: hallottak már a kockázati tőke-befektetésekről, de nem mutatnak hajlandóságot arra, hogy meg is ismerjék azt. Ennek lehetséges okai:

- Ezeknek a vállalatoknak nincsenek finanszírozási nehézségeik: működésüket saját forrásból képesek finanszírozni, vagy a saját forrásokból történő finanszírozáson felül igénybe vesznek a kockázati tőke kivételével valamely külső finanszírozási lehetőséget, továbbá nem éreznek motivációt arra, hogy megváltoztassák az így kialakult tőkeszerkezetüket
- Magyarországon jellemző a vállalkozók körében egyfajta szkepticizmus, mely félelmet, negatív asszociációkat gerjeszt az ismeretlen dolgok iránt: a vállalatoknak egy része csak hallomásból ismeri ezt a finanszírozási formát, de a piac információ torzító hatása miatt csak a negatív oldalait hallották a kockázati tőkének, amely eleve elrettenti a vállalkozót a további megismeréstől

3) Elzárkózó vállalatok: ismerik a kockázati tőkét, mint finanszírozási formát, tisztában vannak annak sajátosságaival, de nem akarnak üzleti tervet benyújtani egyetlen kockázati tőkéshez sem. Ennek lehetséges okai:

- A vállalatok vezetői miután megismerték a kockázati tőke sajátosságait úgy vélték, hogy vállalatuk nem lehet potenciális célpontja egyetlen kockázati tőkésnek sem
- A hierarchia elmélet szabályszerűségei alapján a vállalatok meghatározzák az általuk preferált finanszírozási lehetőségek rangsorát, és ebben a rangsorban a külső finanszírozási formák, azon belül a tulajdonosi tőkebevonás az utolsó helyen szerepel

A szürkére festett lekerekített négyszögekben reprezentált vállalati csoportok részéről nyilvánul meg a kockázati tőke iránti kereslet. Ezen vállalati csoportok a következők:

1) Nyitott vállalatok: meg szeretnék ismerni a kockázati-tőke-finanszírozás sajátosságait. Ennek lehetséges okai:

- A vállalatok pénzügyi vezetői csak a pénzügyi ismereteik bővítése, a piacon megtalálható tőkebevonási lehetőségek felmérése céljából szeretnék megismerni
- Ezeknek a vállalatoknak finanszírozási nehézségeik vannak: a belső finanszírozási források nem elegendők a működés finanszírozásához, így szükségessé válik a külső finanszírozási források igénybevétele. A kölcsöntőke finanszírozás nem megoldható, mert vagy a vállalat nem hitelképes, vagy a lehívott hitel összege csak kis projektek finanszírozásához elegendő. Így az egyetlen járható út a tulajdonosi tőkebevonás, mint például a kockázati tőke

2) Éretlen vállalatok: még nem nyújtottak be, de a jövőben szeretnék benyújtani üzleti tervet kockázati tőkéshez. Ennek lehetséges okai:

- Szervezeti szempontból még nem érett rá a vállalat
- Nehézséget jelent megfelelő üzleti terv összeállítása
- Még nem érett rá a projekt
- Nem ismer kockázati-tőke-befektetőt

3) Elutasított vállalatok: nyújtottak már be üzleti tervet kockázati tőkéshez, de nem valósult meg a befektetés. Ennek lehetséges okai:

- Nem vonzó életszakaszok
- Az üzleti terv szakmai hiányosságai
- Ágazati problémák
- Menedzsment problémák
- Nem sikerült megállapodni a konkrét szerződési feltételekben
- Termék/szolgáltatás elégtelenségei
- Pénzügyi okok

4) Győztes vállalatok: nyújtottak már be üzleti tervet kockázati tőkéshez, és meg is valósult a befektetés.

- Ezeknél a vállalatoknál már semmilyen tényező nem akadályozza meg a befektetések megvalósulását, így nincs értelme a kizáró okok felállításának és elemzésének. Érdekesebb kérdés azonban, hogy hogyan alakul a vállalatok élete a kockázati tőke-bevonás után, melyet egy esettanulmánnyal fogunk bemutatni a későbbi fejezetekben

## **2.2. A kutatás eredményeinek a bemutatása a szegmentálási ábra alapján**

A továbbiakban minden egyes alfejezetben megvizsgálunk egy vállalkozói csoportot, és megvizsgáljuk azokat a lehetséges okokat, amelyek kialakítják az adott vállalati szegmens keresleti viszonyait.

### **2.2.1. Keresletet nem mutató vállalatok csoportjai**

A szegmentálási ábra alapján egyértelműen kirajzolódik, hogy a magyar kis- és középvállalati szféra három csoportjában nincs kereslet a kockázati tőke iránt. A következő alfejezetekben betekintünk mind a három csoportba, megvizsgáljuk az egyes jelenségeket.

#### **2.2.1.1. A tájékozatlanok**

A KSH cégadatbázisa szerint a regisztrált gazdasági szervezetek száma 1 millió 624 ezer volt 2008. június 30-án (KSH [2008]). Nem rendelkezünk olyan reprezentatív felméréssel, mely feltárná, hogy vajon a magyar kis – és középvállalatoknak mekkora hányada hallott, illetve mekkora hányada nem hallott még a kockázati befektetésekről.

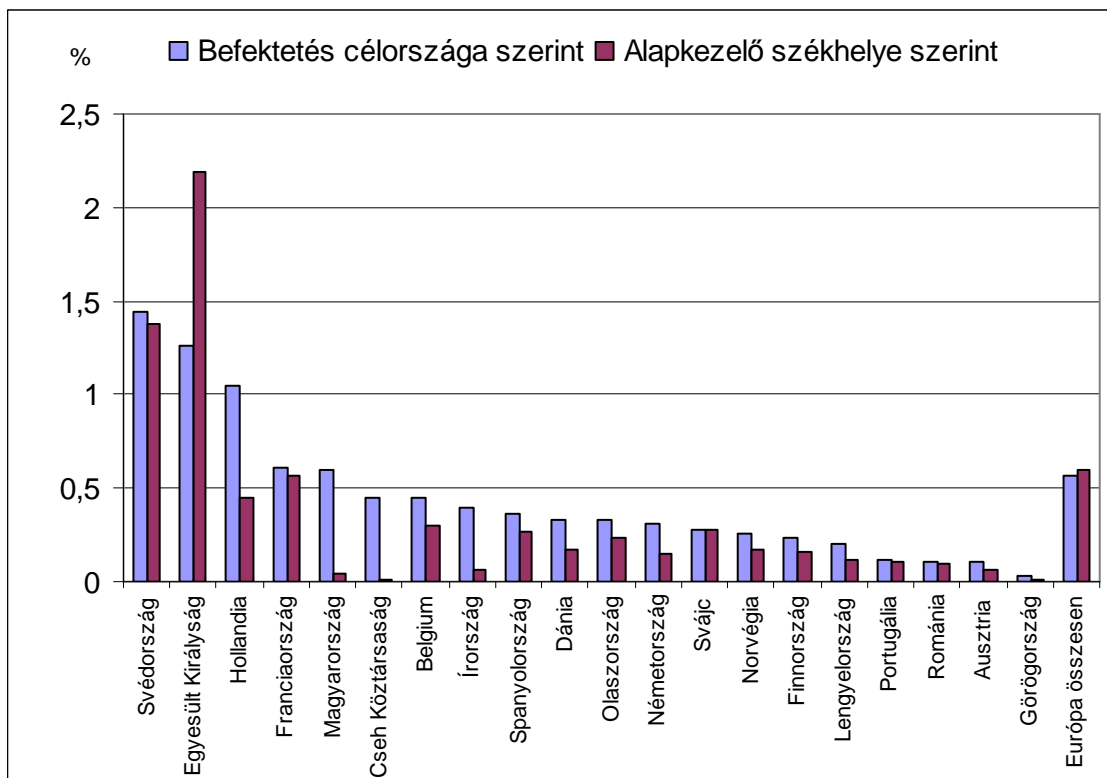
Feltételezzük, hogy léteznek olyan vállalkozók, akik még nem hallottak a kockázati tőke-finanszírozás lehetőségéről. De milyen tényezők okozhatják, az e téren megmutató tapasztalathányt? Az általunk megfogalmazott lehetséges okok a következők:

- Magyarországon még fiatal, nem elég érett a piacgazdaság, és a kockázati tőke-finanszírozás csupán 15 éves múltat tekint vissza. Ez az idő nem kellően elegendő ahhoz, hogy az egész vállalati szférában megismertessék ezt a típusú finanszírozási formát
- A magyar vállalkozói kultúra fejletlenség

Vizsgáljuk meg, hogy mennyire érett Magyarországon a piacgazdaság. A piacgazdaság érettségét többféle dimenzióban, sok szempontból lehet elemezni, ezért most szűkítsük a látómezőnket csak a tőkepiacra, és a kockázati befektetésekre. Magyarországon a kockázati- és magántőke iparág kibontakozása eleven hátrányból indult, hiszen a piacgazdaság kialakulásának csak a rendszerváltás után lehetett létjogosultsága. A történelmi gyökereket illetően a magyar piacgazdaság az összeomló szocializmus romjain szerveződött, míg Nyugat-Európában és az Egyesült Államokban a tőkés múltra épülő történelmi gyökerek váltak a jelenlegi fejlettség zálogaivá. A kockázati- és magántőke iparág fejlettségét többféle mutatóval lehet mérni (Karsai [2006a]):

- az adott évben a kockázati- és magántőke- finanszírozásra allokált tőke volumene
- az adott évben ténylegesen befektetett tőke volumene
- az befektetés nagyságának az adott ország GDP- jéhez viszonyított hányada
- a befektetett tőke értékének az országba beérkező külföldi működőtőke (FDI) értékéhez viszonyított aránya

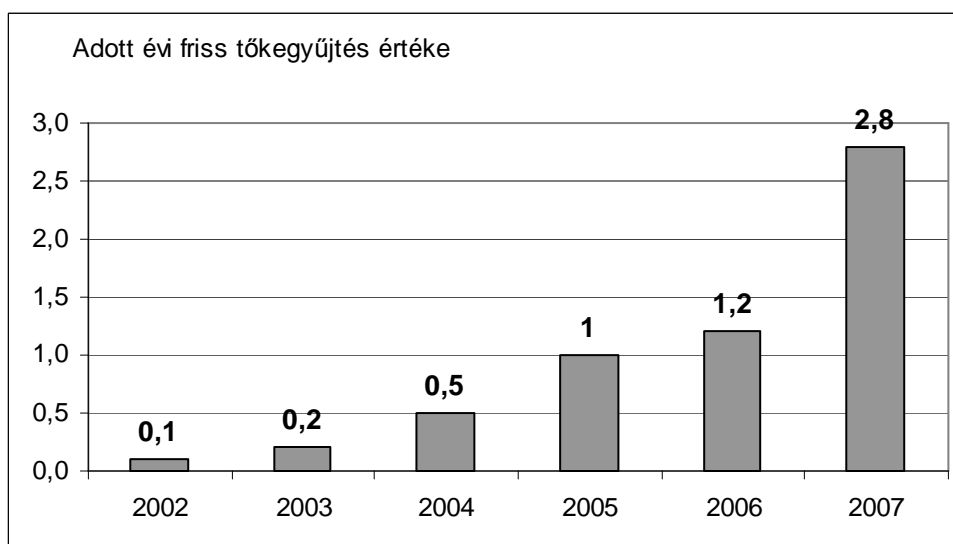
Nézzük meg Magyarország esetében ezeket a mutatókat európai összehasonlításban, és így ki fog derülni, hogy a magyar kockázati- és magántőke iparág mennyire fejlett, vagy fejletlen az európaihoz képest. A magyar vállalkozásokba befektetett kockázati- és magántőke GDP- hez viszonyított aránya 2006- ban elérte a 0,6 százalékot, amely az európai országok közötti ötödik helyet biztosította (2.2. ábra).



2.2. ábra: A kockázat-i és magántőke befektetések értéke Európa 20 országában a GDP százalékában, a befektetés célországa, és az alapkezelő személye szerint, 2006 (százalék)

Forrás: Karsai [2008]

A befektetésre rendelkezésre álló tőke volumene 2007- ben elérte a 2,8 milliárd Eurót, mely a 2006. évinek is több mint a duplája.(2.3. ábra).



2.3. ábra: A kockázati- és magántőke befektetési céllal gyűjtött tőke értékének évenkénti alakulása a magyarországi befektetésekben érdekelt alapoknál, 2002-2007 (milliárd euró)

Forrás: Karsai [2008]

A kelet- közép- európai régió tekintetében a magyar kockázati- és magántőke ágazat az egyik legfejlettebb, ugyanakkor erősen koncentrált. Koncentrált, hiszen a befektetések száma a legkisebb, ugyanakkor a legnagyobb befektetési mérettartomány reprezentációja a legnagyobb. Ez pontosan nyomon követhető a mellékelt táblázatban is, melyben megfigyelhetjük a 15 millió EUR feletti ügyletek erőteljes dominanciáját (2.1. táblázat), (Karsai [2008]).

**A magyarországi kockázati és magántőke befektetések számának és értékének évenkénti alakulása a befektetési ügyletek évenkénti nagysága szerint, 2002-2007 (darab, millió euró)**

2.1. táblázat

	2002		2003		2004		2005		2006		2007	
	db	m EUR	db	m EUR	db	m EUR	db	m EUR	db	m EUR	db	m EUR
0-1	14	6	19	4	22	9	18	5	32	9	7	3
1-2,5	7	9	9	15	11	17	4	5	3	5	0	0
2,5-5	2	7	0	0	1	3	1	3	2	9	1	4
5-15	3	35	1	13	5	37	2	18	1	12	3	31
15+	3	70	3	85	2	42	1	100	1	500	1	327
Összes ügylet	29	127	32	117	41	108	26	131	39	535	12	365
Átlagérték (m EUR)	-	4,4	-	3,7	-	2,6	-	2,0	-	13,7	-	30,4

*Forrás: Karsai [2008]*

Összességében azt mondhatjuk, hogy „a kockázati- és magántőkét közvetítő iparág Magyarországon- szereplőit, működési mechanizmusát tekintve- az elmúlt 15 év alatt lényegében hasonlónak vált az európai kockázati- és magántőke ágazathoz” (Karsai Judit [2006a] 33. o.). A fiatal piacgazdaság ellenére a magyar kockázati- és magántőke ágazat regionálisan fejlettnak tekinthető, így ez nem magyarázhatja azt, hogy vannak olyan vállalkozók, akik még nem hallottak a kockázati-tőke-finanszírozásról. A problémát a megvalósult befektetések számában kell keresnünk. Az 1. táblázat kapcsán elmondtuk, hogy a magyar befektetéseket az alacsony befektetési szám, de a nagy befektetési volumen jellemzi. Ha összeszámoljuk a megvalósult befektetések számát 2002- től 2007- ig, akkor azt kapjuk, hogy 6 év alatt összesen 179 befektetés valósult meg 1383 millió EUR értékben. Ez a 179 befektetés elenyészően kicsi a magyar kis- és középvállalatok számához képest, amelyből már következtethetünk arra, hogy a kis- és



középvállalati szféra szűk szegmensét érintő kockázati finanszírozás létezésének az ismerete nem jutott még el minden vállalkozóhoz.

Ebben a bekezdésben vizsgáljuk meg, hogy milyen szinten áll a magyar vállalkozói kultúra nemzetközi összehasonlításban. Ezt azért tartjuk fontosnak, mert a magyar vállalkozói kultúra esetleges fejletlensége nagymértékben hozzájárulhat a finanszírozási lehetőségekkel kapcsolatos tájékozatlansághoz. „A Global Entrepreneurship Monitor (GEM) felmérés alapján megállapítható, hogy Magyarország a vállalkozói kultúra szerint nemzetközi összehasonlításban az utolsó helyek egyikén szerepel (Szerb-Kocsis [2008]). A magyar vállalkozói kultúra fejletlenségéhez hozzájárul egyrészt, hogy a kapitalista alapokon szerveződő gazdaságnak Magyarországon nincsenek olyan mély gyökerei, mint például Nyugat-Európában vagy az Egyesült Államokban. A rendszerváltó szocialista országokban az 1900-as évektől kezdődően megkezdődött a vállalkozások legitimációja, és gomba módra szaporodtak új cégek (Kornai [1989]). Magyarország némi előnnyel indult a többi átmeneti gazdasághoz képest, hiszen – bár korlátozott mértékben – már korábban, megengedve-eltűrve, megjelentek bizonyos vállalkozási formák (Laki [1998]). Összességében azt mondhatjuk, hogy a rendszerváltás óta eltelt másfél évtized nem volt elegendő arra, hogy a vállalkozások területén megmutatkozó tapasztalathiány behozza lemaradását. Ehhez hozzájárul az oktatás, a felsőoktatási környezet hatása is. „A jelenlegi nemzetközi kutatások alapján a jövőbeli gazdasági növekedésért és a munkahelyteremtésért az újonnan alapított cégek egy kis része, az úgynevezett gazellák a felelősek. A gazellákat alapító, működtető vállalkozók egyik jellemző vonása, hogy felsőfokú, egyetemi végzettséggel rendelkeznek” (Szerb-Márkus [2006] 248. o.). Ezért kiemelnénk annak fontosságát, hogy a vállalkozással kapcsolatos kurzusok mind a vállalkozási hozzáállás, mind a vállalkozói képességek, mind a létrejött vállalkozások működtetése szempontjaiból lényegesek (Szerb-Márkus [2006]). Az Egyesült Államokban a vállalkozásokkal kapcsolatos kurzusokat kínáló egyetemek, főiskolák száma az 1970-es néhány tucatról 2003-ra 1600-ra növekedett (Katz [2003]). Európa még mindig le van maradva. Egy 2004. évi felmérés szerint az európai egyetemeken a vállalkozási ismereteket alapvetően

nem integrált kurzusok formájában, hanem különálló, választható tárgyként oktatják (Entrepreneurship Education [2004]). A Kisvállalatok Európai Chartája a fő cselekvési irányok közül ezért is teszi első helyre a vállalkozásoktatás és -képzés témakörét (Kisvállalkozások európai chartája [2000]).

A hiányzó empirikus adatok, felmérések ellenére rendelkezésünkre áll egy piackutatás a téma vizsgálatára vonatkozóan. A Garantiqa Hitelgarancia Zrt. egy tőkejuttatással és biztosítással kombinált garanciatermék bevezetését tervezi és a piaci igények felmérése céljából végeztetett piackutatást a magyar vállalkozók körében. A kvalitatív, fókuszcsoportos piackutatást három csoport kis- és középvállalkozó részvételével bonyolították le (4 fő/ csoport). A piackutatást három helyszínen, Győrben, Miskolcon, és Pécsen készítették el 2008. augusztus 4-6-ig. A fókuszcsoportokban a vállalkozóktól a kockázati befektetésekre vonatkozó kérdéseket is feltettek. A fókuszcsoportokban résztvevő vállalkozók nem ismerték ezt a gazdasági koncepciót. A kifejezéssel kapcsolatosan azonban több vállalkozónak erős negatív asszociációi voltak: uzsora, a cég kicsalása. A koncepció ismertetése után sem érezték úgy a vállalkozók, hogy ez rájuk is vonatkozhat. A feltételezés az volt, hogy ez csak nagyvállalatok esetében lehet releváns tőketeremtési forma. A kis- és középvállalkozók többsége erősen kötődik a saját cégéhez és ebben a tulajdont nem szeretnék megosztani: a tulajdonrészt személyes, érzelmi kérdésnek is tekintik (Garantiqa-BMB [2008]).

Összességében arra a megállapításra jutottunk, hogy vannak olyan magyar vállalkozók, akik még nem is hallottak a kockázati tőke-finanszírozás lehetőségéről. A rendelkezésünkre álló piackutatás nemcsak az utóbbi ténytet állapítja meg, hanem azt is sugallja, hogy a tájékozatlan vállalatok száma igen nagyra becsülhető, hiszen a vizsgált fókuszcsoportokban egyetlen egy vállalkozó sem hallott a kockázati tőkéről.

#### **2.2.1.2.A közömbösek**

Nyilvánvalóan léteznek olyan vállalkozások Magyarországon, melynek vezetői hallottak már a kockázati finanszírozás lehetőségéről. Természetesen nem minden vállalkozó dönt úgy, hogy meg is szeretné ismerni a kockázati tőke-

bevonás sajátosságait, hiszen sokan gondolják úgy, hogy rájuk ez úgysem vonatkozik. A fókuszcsoportos kutatásból is kiderült, hogy sok vállalkozó azt hiszi, hogy ez a tőketeremtési forma csak a nagyvállalatok privilégiuma (Garantiqa-BMB [2008]). Azok a vállalatok, melyek nem érznek magukban elegendő motivációt arra, hogy megismerjék ennek a tőkebevonási formának a sajátosságait, azoknál meg kell keresni azokat a lehetséges okokat, melyek miatt úgy döntenek, hogy nem akarják megismerni a kockázati tőkét. Lehetséges okok:

- Ezeknek a vállalatoknak nincsenek finanszírozási nehézségeik: működésüket saját forrásból képesek finanszírozni, vagy a saját forrásokból történő finanszírozáson felül igénybe vesznek a kockázati tőke kivételével valamely külső finanszírozási lehetőséget, továbbá nem érznek motivációt arra, hogy megváltoztassák az így kialakult tőkeszerkezetüket
- Magyarországon jellemző a vállalkozók körében egyfajta szkepticizmus, mely félelmeket, negatív asszociációkat gerjeszt az ismeretlen dolgok iránt: a vállalatoknak egy része csak hallomásból ismeri ezt a finanszírozási formát, de a piac információ torzító hatása miatt csak a negatív oldalait hallották a kockázati tőkének, amely eleve elrettenti a vállalkozót a további megismeréstől

A most következő bekezdésben megnézzük, hogy a magyar vállalatok mekkora hányadának nincsenek finanszírozási nehézségei. A finanszírozási nehézségek alátámasztására nehéz empirikus adatokat felsorakoztatni, hiszen a finanszírozási nehézségeket mindenki más- és más módon értelmezheti. Mi úgy véljük, hogy azon vállalatoknak nincsenek finanszírozási nehézségei ebben a vállalati csoportban, melyek működésüket saját forrásból képesek finanszírozni, vagy a saját forrásokból történő finanszírozáson felül igénybe vesznek a kockázati tőke kivételével valamely külső finanszírozási lehetőséget, továbbá nem érznek motivációt arra, hogy megváltoztassák az így kialakult tőkeszerkezetüket. A Gazdasági és Közlekedési Minisztérium 2007. decemberében bonyolított le egy kérdőíves felmérést a kis- és középvállalkozások körében. A személyes megkérdezésen alapuló vizsgálat 1400 társas és 600 egyéni vállalkozást vont be a

mintában, mely Budapestre és négy megyére (Komárom-Esztergom, Veszprém, Borsod-Abaúj-Zemplén, Jász-Nagykun-Szolnok) terjed ki. A felmérés során kitértek a vállalkozásokat érintő finanszírozási kérdésekre is, tipizálják a vállalkozások finanszírozási helyzetét, és elkülönítik a finanszírozási feszültségeket jelző vállalkozások két alapvetően különböző csoportját. Megkülönböztetik a kiegyensúlyozott és a kiegyensúlyozatlan finanszírozású vállalkozók csoportját. A kiegyensúlyozott finanszírozású vállalatok - melyeknek sem a vevők fizetési késedelme, sem a tőke- és hitelhiány nem okoz gondot - a minta 63 százalékát teszi ki. A minta 37 százalékát képviselő kiegyensúlyozatlan finanszírozású vállalatok 64 százalékánál a likviditás biztosítása, 58 százalékuknak a tőkehiány, és 17,5 százalékuknak a hitelhiány okoz gondot. A kiegyensúlyozott finanszírozású vállalkozások mind a gazdaság, mind a saját vállalkozásuk helyzetét és kilátásait jobbnak látják, derülátóbban ítélik meg. Ugyanakkor a felmérés arra is rávilágít, hogy a konjunktúra mutatók átlaga nagyobb kiegyensúlyozatlan finanszírozású vállalatoknál: nagyobbak, jobban betagozódtak a vállalatközi munkamegosztásba, integráltabbak, aktívabbak, rugalmasabbak (profilváltás), innovatívabbak, és növekvőbbek (GKM [2007b]). A felmérést illetően azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a finanszírozási nehézségekkel nem rendelkező, kiegyensúlyozott vállalatok vélhetően nem fordulnak a kockázati tőke intézménye felé, nem akarják megismerni sajátosságait, hisz nélküle is pozitív a gazdaságról és vállalkozásukról alkotott képük. Ugyanakkor a pénzügyi nehézségekkel rendelkező, kiegyensúlyozatlan vállalatok alkotják a vállalatok azon innovatív, nagy növekedési potenciállal rendelkező csoportját, melyek a kockázati tőke vállalatok potenciális célcsoportját alkotják.

A szkepticizmus, és a gyanakvás intézményének is fontos szerepe van abban, hogy vannak olyan vállalkozók, melyek nem akarják megismerni kockázati tőke sajátosságait, annak ellenére, hogy hallottak már róla. A szkepticizmus és a gyanakvás atmoszférája nemcsak a vállalati szféra szereplőit hatja át, hanem a társadalom valamennyi tagját, akik a saját bőrükön tapasztalták a piacgazdaságra történő átmenet változásait. Így a szkepticizmus intézményének a kialakulását is történelmi tényezőkre kell visszavezetni. Nemcsak Magyarországon, hanem

valamennyi posztszocialista országban sokkolta a közvéleményt a piacgazdaságra történő átmenet hirtelensége, és mélysége. Az igazságosság, a tisztesség, és a bizalom intézményeiben vetett hit szemszögéből nézve az emberek ott is korrupciót, tisztességtelenséget, érdemtelen meggazdagodást láttak, ahol egyébként a piac normális működésén kívül nem történt semmi egyéb. Miközben a külső értelmezési keretek megváltoztak, az emberek belső értékei a helyükön maradtak így egy korábbi, megszokott szempontrendszer szerint próbálták értelmezni az őket körülvevő valóságot. Ezek a folyamatok delegitimálták a piacgazdaságra történő átmenet nyerteseit, és negatív asszociációkat gerjesztettek azok iránt, akik sorra aratták sikereiket a gazdaságban, a politikában és a kultúrában (Csepeli et al. [2004]).

Összefoglalva megállapításainkat azt mondhatjuk, hogy a finanszírozási nehézségekkel nem rendelkező vállalkozók egy része nem érez motivációt arra, hogy megismerje a kockázati tőke sajátosságait. Ennek a megismerési folyamatnak gátat szab a szkepticizmus, vagyis a bizalom és a gyanakvás intézménye is, mely delegitimálja a társadalom körében a piac normális működésén alapuló pénzügyi intézményeket.

### **2.2.1.3. Az elzárkózók**

Hogyan lehet egy vállalat ennek a vállalati szegmensnek a tagja? A szegmentálási ábránkat alapul véve a vállalkozónak először hallania kellett a kockázati tőke-finanszírozásról, majd valamilyen motiváció hatására meg kellett, hogy ismerkedjen annak sajátosságaival. Ezután, a kockázati tőke sajátosságaira vonatkozó ismeretek alapján a vállalkozó még mindig dönthet úgy, hogy nem kívánja igénybe venni ezt a finanszírozási formát. De mi lehet annak az oka, hogy vannak olyan vállalkozók, akik nem kívánják benyújtani üzleti terveiket kockázati tőkéshez? Az általunk megfogalmazott lehetséges okok a következők:

- A vállalatok vezetői miután megismerték a kockázati tőke sajátosságait úgy vélték, hogy vállalatuk nem lehet potenciális célpontja egyetlen kockázati tőkésnek sem

- A hierarchia elmélet szabályszerűségei alapján a vállalatok meghatározzák az általuk preferált finanszírozási lehetőségek rangsorát, és ebben a rangsorban a külső finanszírozási formák, azon belül a tulajdonosi tőkebevonás az utolsó helyen szerepel

A bevezető részben említettük, hogy részt vettünk egy konferencián, mely elsősorban egy ismeretterjesztő fórum volt a magyar kis- és középvállalkozásoknak. Az általunk megkérdezett vállalkozók 76 százaléka tájékozódás jelleggel volt jelen. A konferencia után 4 telefonos interjúból mindössze 1 alany nyilatkozott úgy, hogy nem kíván kapcsolatot létesíteni, illetve üzleti tervet nyújtani kockázati tőkéshez. Ebből azt a következtetést vonhatjuk le, hogy vannak olyan vállalkozók, akik miután ismerik ennek a finanszírozási formának a sajátosságait, mégis elállnak tőle. Ez egyrészt azért van, mert a vállalkozó felismeri, hogy a vállalata nem keltheti fel egyetlen kockázati tőkés érdeklődését sem, hiszen nem kellően innovatív, nem túl jók a növekedési kilátásai... Másrészt a vállalkozóknak fenntartásai lehetnek a tulajdonosi bevonással kapcsolatban, ezért a kockázati tőkét a hierarchia legaljára helyezik.

A hierarchia elmélet a vállalatok tőkeszerkezetére vonatkozó elméletek egyik lényeges csoportját képviseli. A másik csoportot olyan elméletek alkotják, melyek azt vizsgálják, hogy a tőkeszerkezet – a saját tőke, és a hitel arányának – módosítása milyen hatást gyakorol a vállalati átlagos tőkeköltségre és ezzel a vállalat piaci értékére. Ezek közül az elméletek közül Modigliani és Miller tételei tekinthetőek vízvonalnak, melyekben megállapítják, hogy a tőkeszerkezet irreleváns a vállalat piaci értékére.<sup>1</sup> Azonban ha lazítunk a tökéletes tőkepiac feltételrendszerén, és figyelembe vesszük az adózás hatását, akkor a legjobb a céget a kamatok költségeinek a leírása miatt csak hitelből finanszírozni (Szerb [2006]). A gyakorlatban a vállalatok természetesen nem csak hitelből finanszíroznak, mert a hitelből származó adóelőny kiegyenlíti annak a kockázata,

---

<sup>1</sup> Modigliani és Miller elméleteikben tökéletes tőkepiacot feltételeztek, melyekben tökéletes a piaci szereplők informáltsága, homogének a várakozások, nincsenek adók és tranzakciós költségek.

hogy az erősen eladósodott vállalatok nem tudják a hitelezőkkel szembeni kötelezettségeiket teljesíteni, és csődbe kerülnek.

A hierarchia elmélet tagadja az optimalizálás létét. A finanszírozás hierarchia elmélete szerint a vállalatok meghatározzák az általuk preferált finanszírozási források rangsorát, és ebben a rangsorban az első helyen a belső forrásokból történő finanszírozás áll. A belső forrásokból történő finanszírozás módozatai a leírasi bevételből, és a visszaforgatott nyereségből történő vállalati finanszírozást jelenti, de ide sorolhatjuk a családtól, a barátoktól, ismerősöktől származó informális források igénybevételét is. A belső források előnye, hogy alacsonyabbak a forrásbevonással kapcsolatos tranzakciós költségek, valamint nem kell kiadni a működésre vonatkozó belső információkat a potenciális finanszírozóknak, mely rontaná a vállalat versenyhelyzetét. Ha a belső forrásokból történő finanszírozás nem elegendő, akkor a vállalat a külső forrásokhoz fordul, de ebben a helyzetben is a hitelt preferálják a tulajdonosi tőkével szemben. Így az elmélet azt állítja, hogy a tulajdonosi tőkebevonás, mint például a kockázati tőke a rangsor legalján helyezkedik el. Ez nem is meglepő, hiszen a vállalkozók attól félnek, hogy az új tulajdonos bevonásával veszélyeztetik a vállalat vezetésére vonatkozó döntési, rendelkezési jogaikat. Annak ellenére, hogy a vállalkozók szeretnének gyorsan növekedni, mégis egy részük lemond a kockázati tőkéről, mert úgy érzik, hogy az ezzel járó előnyök nem ellensúlyozzák az önállóság elvesztését (Kosztópulosz [2005]). Ilyen körülmények mellett ezek a vállalkozók nem fognak üzleti tervet benyújtani kockázati tőkéshez.

### **2.2.2. Keresletet támasztó vállalatok csoportjai**

Elérkeztünk dolgozatunk azon részéhez, ahol már azokat a vállalati csoportokat vizsgáljuk, ahol felmerül a kockázati tőke-bevonás iránti kereslet. A szegmentálási ábránkból jól kivehető, hogy a szürkére festett lekerekített négyszögekben reprezentált vállalati csoportok részéről nyilvánul meg a kockázati

tőke iránti kereslet.<sup>1</sup>Ezeknek a vállalatoknak a csoportja egy szűk halmazt képvisel az összes kis- és középvállalati szférához képest. Természetesen nincsenek pontos adataink arra vonatkozóan, hogy tételesen hány kis- és középvállalkozás igényelne kockázati tőkét, de létezik egy felmérés a kérdés vizsgálatára, amelyet a következő bekezdésben szeretnénk demonstrálni.

A GKI Gazdaságkutató Zrt. a hazai vállalati szférában végzett reprezentatív felmérést 2003-ban. A felmérés alapján 1100 vállalatból közel 250 igényelne kockázati tőkét. A kockázati tőke-befektetés iránt az építőipari (27,4%) és az ipari vállalatok (24,7%) érdeklődnek leginkább, míg a kereskedelmi cégek (20,4%) és a szolgáltatással foglalkozó vállalatok (23%) kisebb arányban fordulnának kockázati tőkéshez (2.2. táblázat).

### **A megkérdezett vállalatok megoszlása a kockázati tőke-bevonás igénye alapján**

2.2. táblázat

	Igen		Nem		Összesen
	A válaszadók száma	A válaszadók %-ában	A válaszadók száma	A válaszadók %-ában	A válaszadók száma
Ipar	83	24,7%	253	75,3%	336
Kereskedelem	53	20,4%	207	79,6%	260
Szolgáltatás	50	23,0%	167	77,0%	217
Építőipar	64	27,4%	170	72,6%	234
Összesen	250	23,9%	797	76,1%	1047

*Forrás: GKI [2003]*

A 250 vállalat 48,2 százaléka a belföldi részesedés növelésére fordítaná a kockázati tőke-befektetésből származó forrást. Ez elsősorban kereskedelmi cégek körében domináns célkitűzés, hiszen a kereskedelmi cégek 69,2 százaléka fordítaná az így megszerzett tőkét a belföldi piac növelésére. A vállalatok

---

<sup>1</sup> Természetesen vitatott a tényleges kereslet megnyilvánulása azoknál a vállalatoknál, melyek ténylegesen még nem ismerik, de meg szeretnék ismerni ezt a finanszírozási formát. Így ezen vállalatok esetében kérdéses a kereslet megnyilvánulása, mert a megismerési folyamatot követően még mindig dönthetnek úgy, hogy nem nyújtanak be üzleti tervet kockázati tőkéshez.



jelentősen kevesebb hányada fordítaná a kockázati tőkét új gépek beszerzésére (25,9%), a külpiacokon való megjelenésre (8,5%), új üzletág elindítására (9,3%), vagy a K+F tevékenység finanszírozására (1,2%) (2.3. táblázat).

**A kockázati tőkét bevonni kívánó vállalatok megoszlása a tőke felhasználása alapján**

2.3. táblázat

	Ipar		Kereskedelem		Szolgáltatás		Építőipar		Összesen	
	Válaszadók száma	%-ban	Válaszadók száma	%-ban	Válaszadók száma	%-ban	Válaszadók száma	%-ban	Válaszadók száma	%-ban
Belföldi piaci részesedés növelése	27	32,9 %	36	69,2 %	21	42,9 %	35	54,7 %	119	48,2 %
Új gépek beszerzése	29	35,4 %	6	11,5 %	10	20,4 %	19	29,7 %	64	25,9 %
Külpiacokon való megjelenés	11	13,4 %	3	5,8 %	5	10,2 %	2	3,1 %	21	8,5 %
Új termék, üzletág elindítása	7	8,5 %	6	11,5 %	5	10,2 %	5	7,8 %	23	9,3 %
K+F tevékenység, innováció	-	-	1	1,9 %	1	2,0 %	1	1,6 %	3	1,2 %
Egyéb	8	9,8 %	-	-	7	14,3 %	2	3,1 %	17	6,9 %
Összesen	82	100 %	52	100 %	49	100 %	64	100 %	247	100 %

*Forrás: GKI [2003]*

250 tőkét igénylő vállalat több mint 100 millió dollár értékű kockázati tőkét használna fel, ami vállalatonként átlagosan 110 millió forintot, azaz körülbelül 0,5 millió dollárt jelent (2.4. táblázat).

**A vállalatok által igényelt tőke tervezett nagysága**

2.4. táblázat

	Átlagosan	Válaszadók száma	Összesen	Minimum	Maximum
Ipar	128,9	82	10574	14	2500
Kereskedelem	87,3	47	4104	10	550
Szolgáltatás	174,9	47	8223	7	2500
Építőipar	61,7	64	3950	10	500
Összesen	111,8	240	26851	-	-

*Forrás: GKI [2003]*

A felmérés által elénk vetített kép azt sugallja, hogy a megkérdezett vállalatok mintegy negyede venne igénybe kockázati tőkét, melyet elsősorban a belföldi piaci részesedés növelésére, és új gépek beszerzésére fordítana. A vállalatonként igényelt tőke átlagos mennyisége 110 millió forint (GKI [2003]).

A következő alfejezetekben megvizsgáljuk azt az általunk definiált négy vállalati szegmenst, melyekben megnyilvánul a kockázati-tőke iránti kereslet.

#### **2.2.2.1. A nyitottak**

Empirikus tapasztalataink, a kérdőívek, személyes interjúk és az eddig elkészült felmérések, tanulmányok azt támasztják alá, hogy a kis- és középvállalati szektor azon részének többsége, amelynél releváns lehet egy kockázati tőke befektető investíciója a vállalatba (gondolunk itt a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalatokra), ebbe a csoportba tartozik. Ugyan nem tekinthető biztosnak, hogy ebben a csoportban ténylegesen létrejön a kereslet, de itt nem tapasztalunk teljes elutasítást. Akik meg szeretnék ismerni valaminek a sajátosságait, ott nyilván létezik egyfajta nyitottság az „új” dolgok irányába. A megismerést követően a vállalkozó saját döntése alapján lép tovább vagy vissza a folyamatábránk szerinti következő vagy előző fokozatba, avagy felveszi a kapcsolatot a befektetői oldallal vagy elhalasztja, esetleg végleg elutasítja. Megismerési szándéknak két lehetséges okát valószínűsíthetjük:

- A vállalatok pénzügyi vezetői csak a pénzügyi ismereteik bővítése, a piacon megtalálható tőkebevonási lehetőségek felmérése céljából szeretnék megismerni

- Ezeknek a vállalatoknak finanszírozási nehézségeik vannak: a belső finanszírozási források nem elegendőek a működés finanszírozásához, így szükségessé válik a külső finanszírozási források igénybevétele. A kölcsöntőke finanszírozás nem megoldható, mert vagy a vállalat nem hitelképes, vagy a lehívott hitel összege csak kis projektek finanszírozásához elegendő. Így az egyetlen járható út a tulajdonosi tőkebevonás, mint például a kockázati tőke

A Kockázati és magántőke konferencián az általunk összeállított kérdőívre 17 megkérdezett vállalkozó az első kérdésre az alábbi megoszlásban válaszolt (2.5. táblázat):

**A megkérdezett vállalkozók megoszlása a konferencián való részvétel célja szerint**

2.5. táblázat

<b>Célok</b>	<b>Tájékozódás</b>	<b>Kapcsolatok kiépítése</b>	<b>Konkrét befektető keresése</b>
Vállalkozók száma (db)	13	4	7
Arány (%)	76	23	41

*Forrás: saját szerkesztés*

Annak ellenére, hogy a megkérdezett vállalkozók egyidejűleg több választ is megjelölhettek, kiemelkedő volt a tájékozódási céllal érkezők aránya (76%). A válaszadók 41%-a ugyanakkor konkrét befektető keresése céljából érkezett a konferenciára. Utóbbiak már felismerték a hagyományos hitelezés korlátait. Ők több információval, általánosságban viszont a résztvevő vállalkozói oldal kevés információval rendelkezett a kockázati tőkéről, legfőképp részleteinek megismeréséért jöttek. Ehhez kapcsolódóan a pénzügyi kultúra fejletlenségére már utaltunk előző fejezeteinkben is. Úgy gondoljuk a kérdőív eredménye ráadásul a valósághoz képest jobb képet mutat, hiszen ők már hajlandóak és képesek voltak részt venni ebben a témában egy konferencián. Mindenképp pozitív azonban, hogy érdeklődnek, hogy vannak olyan vállalatok, akik növekedésükhöz keresik a lehetőségeket.

A kockázati tőke-piac hírnevének, céljának, működésének elterjedése fejlődést indukálhat a kihelyezett tőke volumenében. Az eddig realizált eredményeknél sokkal nagyobb potenciállal rendelkezik. Ezt a Garantiqa piackutatása is bizonyítja. Felmérték, hogy a cégvezetők megítélése szerint milyen a cégük hitelképessége. A válaszadók 32%-a úgy értékelte, hogy még 10 millió Ft-ot sem kapna a kereskedelmi bank szférából, továbbá 50 millió Ft feletti értékelést adott a megkérdezettek 14%. Ekkora méretű tőkeinjekciókkal, amit a többség lehívni képes, kevés igazán nagy növekedési prognózissal rendelkező projekt kivitelezhető. Az a sejtésünk, hogy a tőkeigény növekedésével, a részesedés finanszírozási alternatíva elterjedésével növekedni fog a kockázati tőke iránti kereslet és emiatt ebbe a csoportban is egyre nagyobb számú vállalkozó fog tartozni.

A javulásnak még számos gátja lehet a keresleti és kínálati oldalon egyaránt. Elemzésünket továbbra is a keresleti oldalra fókuszálva folytatjuk.

#### **2.2.2.2. Az éretlenek**

Számos vállalkozó felismerte a kockázati tőke nyújtotta lehetőségeket és megérett bennük a gondolat vagy a szándék, hogy első lépésként benyújtsák üzleti tervüket. Természetesen a gyakorlatban nem feltétlenül ez az első lépés. Beszélgetéseink alapján azt a következtetést vontuk le, hogy Magyarországon, ellentétben például az USA-val, inkább személyes találkozóval kezdődik a pénzügyi mechanizmus. Ez lehetséges azért is, mert hazánkban - főképp az intézményi - kockázati tőke befektetők már-már „vadásszák” a tőkeinvestícióra alkalmas projekteket, cégeket. Az amerikai befektetők nagyságrendekkel több ajánlat közül válogatnak, sokszor nemcsak ottani, hanem a világ több országából is. Felvetődhet a kérdés, hogy azon vállalkozók, akik külső finanszírozást keresnek miért most jutottak el eddig a pontig. Az általunk megfogalmazott lehetséges okok a következők:

- Szervezeti szempontból még nem érett rá a vállalat
- Nehézséget jelent megfelelő üzleti terv összeállítása
- Még nem érett rá a projekt

- Nem ismer kockázati tőke befektetőt

A kulcskérdése a megoldásnak a vállalat életszakaszában keresendő. Tekintsünk vissza az 1.1. ábránkra. A magvető, kezdeti stádiumban a szervezetek megalakulásakor a menedzsment épp hogy elkezdte a tevékenységét, a pénzügyi háttér sem kielégítő. Ebben az életszakaszban rendkívül nehéz és nagy kockázatú a kockázati-tőke-befektetés. Ezt igazolja az 2.6. táblázat is. A táblázatból kiolvashatjuk, hogy az induló és korai életszakaszokba a befektetések töredéke jut. Magyarországon csupán 2%, az EU-ban ugyanez 8%-ot tesz ki. Ugyanakkor, ami a pénztulajdonos részéről nagy kockázatot jelent, az a vállalkozó részéről nagy lehetőség is egyben. A kezdeti stádium nagy kockázatát a tulajdonosi szerkezet felhígításával képes csökkenteni. Ez a tőkével való visszaélésekre is alkalmat ad, amit a szakirodalom morális kockázatnak (moral hazard) nevez. Az innovatív, technológiaorientált induló vállalatoknak a nagy tőkeigény jelent itt problémát. A tőkét ugyan hatékonyan fel tudnák használni, bár tartanak a találmányuk/ötletük részleteinek kitudódásától és/vagy a tulajdonosi jogokat sem szívesen osztják meg, hogy ezáltal a jövőbeli remélt nyereséget se kelljen. Előbbi félelmet titoktartási szerződéssel semlegesítik. Amennyiben a vállalkozó felismeri, hogy a kiugró növekedéshez, ezáltal az ő jövedelmének növekedéséhez is nagy összegű külső tőkebevonás szükséges, akkor a veszteség-nyereség aránya a nyereség oldalára billenti a mérleg nyelvét (2.6. táblázat).

**A kockázati-és magántőke-befektetések értékének megoszlása a finanszírozott cégek életciklusa szerint Magyarországon és az Európai Unióban, 2002-2006 (százalék)**

2.6. táblázat

Életciklus	Induló és korai szakasz		Expanzív szakasz		Kivásárlási szakasz		Összes befektetés	
	Magyar	EU	Magyar	EU	Magyar	EU	Magyar	EU
2002	9,7	10,6	65,0	28,2	25,3	61,2	100	100
2003	1,5	7,3	54,2	29,3	44,3	63,4	100	100
2004	6,6	6,4	92,9	23,9	0,5	69,7	100	100
2005	1,0	5,2	22,8	26,6	76,2	68,2	100	100
2006	0,8	10,4	4,3	21,0	94,9	68,6	100	100
2002-2006	2,0	8,1	24,9	24,8	73,1	67,1	100	100

*Forrás: Karsai [2008]*

A szervezeti problémák legfőképpen a menedzsment hiányosságait jelentik. A kezdő vállalkozók szignifikáns jellemzője, hogy leginkább a saját szakterületükhöz értenek. A pénzügyi háttértudás hiányzik. Ekkor jellemző, hogy az üzleti tervet sem képesek szakszerűen összeállítani, annak ellenére, hogy ez elengedhetetlen a befektetés megvalósulásához. Ilyen esetben, ha a befektetés igénye létrejött, érdemes tanácsadót igénybe venni. A tanácsadó kapcsolatrendszerét felhasználva léphet kapcsolatba kockázati tőkessel, segíthet megírni egy szakmailag megfelelő üzleti tervet és ajánlatot a tőkés számára, javíthatja az alkupozíciót, hiszen pénzügyekben jártas ember segítségével tárgyalnak a feltételekről.

Saját piackutatásunkban a konferenciára tájékoztató céllal érkezők nagy része eddig az időpontig nem tartotta érettnek a projektjét, illetve nem ismert kockázati tőke befektetőt. Két vállalkozó állította, hogy még semmilyen információval sem rendelkezik, egy pedig azt, hogy nincs szüksége kockázati tőke befektetésre. A fejlődés és a fejlesztés, ezzel egyenes arányban az érdeklődés is folyamatos. Kíváncsiak voltunk rá, hogy a konferencia után az eddig csak érdeklődő szándékkal érkezettek mekkora része talál rá potenciális befektetőre és, hogy milyen vélemény alakul ki az ágazatról. 4 telefonos interjút folytatattunk le, melyben 3 vállalkozás mondta el, hogy felvette/veszi a kapcsolatot valamelyik pénztulajdonossal, de azt hozzá tették, hogy befektetőkből sem bőséges a kínálat hazánkban. Korlátok tehát a kínálati oldalon is fellelhetőek. Kritikával illeték a tőkések által támasztott minimális tőkemennyiség nagyságát is, hiszen ez jóformán köszönő viszonyban sincs a magyarországi piaci viszonyokkal. Az interjúalanyok megerősítették, hogy „a hazai kockázati tőkepiacon nagy problémát jelent, hogy sok a tőkére váró kis- és középvállalkozás, ugyanakkor a hazánkban megjelenő külföldi alapok számára e tőkeigény nem vonzó perspektíva. A magyar projektek tőkeigénye 50-100 millió forint.”(GKI [2003] 16. o.). Továbbá, a befektetés halasztásának egyik fő okaként megemlítették, hogy a menedzsment rendelkezésére álló idő is rendkívül korlátozott, a time-management rugalmatlan. Az utolsó válaszadó tőkésekről alkotott képe jelent intő figyelmeztetést. Véleménye szerint a pénztulajdonosok nem kezelik helyesen a cégvezetőket, nincs

bennük elég hajlandóság a „közös nyelv” kialakítására. A negatív tapasztalatok miatt elállt a kockázati tőke bevonás lehetőségétől.

A kimenetek tehát vegyesek, a kínálati és a keresleti oldalon is változtatások szükségesek az ágazat teljesítményének növekedéséhez.

### **2.2.2.3. Az elutasított vállalatok**

Egy - feltételezett - kockázati tőke befektetői körökben népszerű „statisztika” alapján 100 üzleti ajánlatra 1 megvalósult befektetés jön létre. A következőkben azt vizsgáljuk, hogy mi okozza azt, hogy ez a statisztika ilyen rossz arányt mutat. Tisztában kell lennünk azzal, hogy a kínálati oldal nem a piaci mechanizmusokkal ellentétesen működik. Stratégiai célja az átlagos kockázat csökkentése. Az első fejezetben már megemlített módon tüzetesen átvizsgálja az üzleti tervet, a menedzsmentet, a piaci viszonyokat. Csoportosítottuk az elutasítás lehetséges okait:

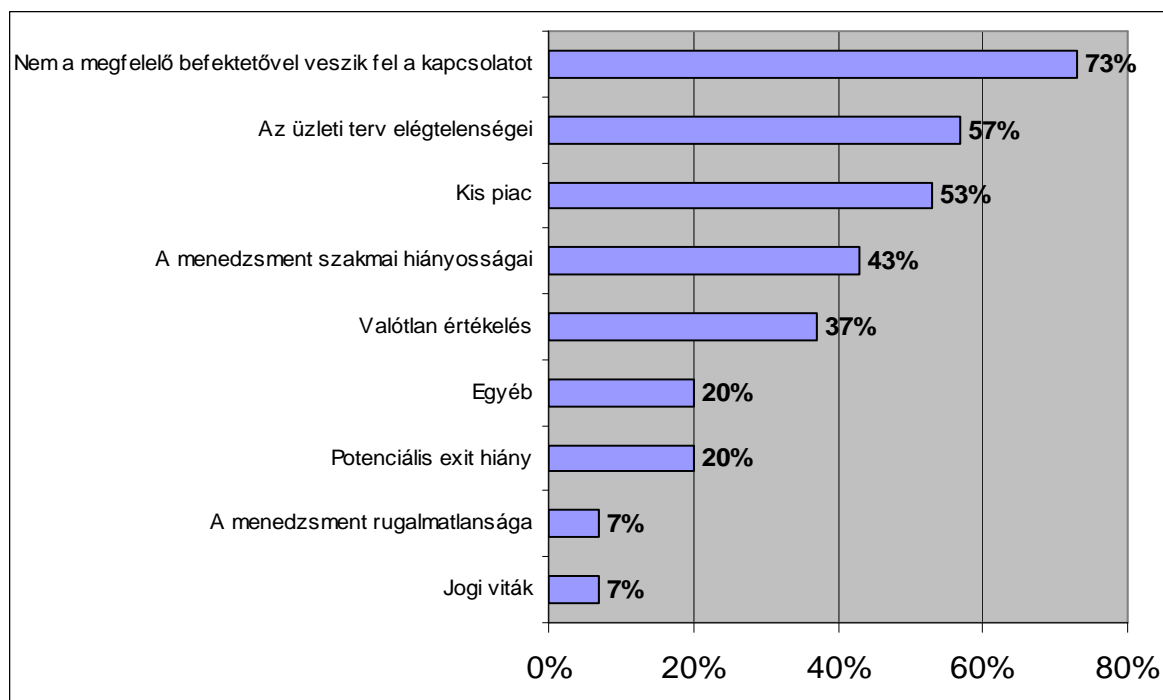
- Nem vonzó életszakaszok
- Az üzleti terv szakmai hiányosságai
- Ágazati problémák
- Menedzsment problémák
- Nem sikerült megállapodni a konkrét szerződési feltételekben
- Termék/szolgáltatás elégtelenségei
- Pénzügyi okok

Interjúinkat két különböző finanszírozási céllal rendelkező kockázati tőke befektetővel készítettük. Még az első interjúalany az induló és korai fázist részesítette előnyben - hozzátéve, hogy ezek főképpen innovációval foglalkozó vállalkozások - addig a másik válaszadó az érett, expanszív szakaszban lévő cégeket preferálta. A velük és a HVCA (Hungarian Venture Capital Association – Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület) képviselőjével folytatott beszélgetést követően, arra a következtetésre jutottunk, hogy érdemes befektetés megíúsulásának okait ezen a szinten külön vizsgálni az életciklusok függvényében. Következtetésünket a numerikus eredmények is igazolják, amit az előző fejezetben található 2.6. táblázatból is leolvashatunk. A finanszírozási arány

jóval magasabb a kisebb kockázatú érettebb cégeknél ennek következtében a problémák is változnak. Ez is indokolja azt, hogy részekre bontva vizsgáljuk a KKV szektort, illetve hogy szakosodott befektetők jöttek létre. A PricewaterhouseCoopers tanácsadó cég folyamatosan készít előrejelzéseket az iparágakat illetően. 2003-ban közép távon a fejlesztések és a közepes, illetve a nagy méretű kivásárlásokat prognosztizálta. Az előrejelzések beigazolódtak, az induló és korai szakasz finanszírozása - ahogy az a táblázatunkból is kiolvasható – rendkívül korlátozott.

Az EVCA minden hónapban összeállít egy Barometer című kiadványt, amiben megtalálható az üzleti terv elutasításának legfőbb okai. Ezeket az okokat a 2.4. ábra összesíti. Hangsúlyozzuk, hogy ez a kiadvány egész Európa kockázati tőke iparára érvényes. Sajnos ilyen statisztikát Magyarországra vonatkozóan nem készítettek. Az első számú meghiúsulási ok az, hogy a vállalkozók nem a megfelelő érdeklődési körű befektetővel (investment focus) vették fel a kapcsolatot, tehát nem egyezett meg az iparági preferencia a vállalkozó iparágával vagy a földrajzi távolság jelentett akadályt, illetve a nem vonzó életszakaszok is problémát jelentettek. Ezt az állítást az interjúalanyaink is megerősítették. Érdemes tehát a tőkét keresőknek alaposan tájékozódni a befektető vagy pénzügyi közvetítő kiválasztása előtt, hogy elkerülhetőek legyenek az ilyen indokú elutasítások (2.4. ábra).





2.4. ábra: **Az üzleti tervek elutasításának főbb okai 2008-ban (százalék)**  
*Forrás: EVCA [2008]*

A második ok, amiért leggyakrabban elutasítják a vállalkozók üzleti terveit, az a hiányos, bizonytalan üzleti terv elkészítése (vague bussiness plan). Ez az első szűrője a kockázati tőke befektetőknek. Az üzleti tervből meríti a vállalkozás jövőjéről szóló legfontosabb információkat, melyet a cég és termékének bemutatásával, részletes prognózisokkal, ágazati információkkal, versenytársak elemzésével, tőkeszerkezet kialakításával (a kockázati tőkebefektetés létrejötte utáni állapot) - beleértve a befektetendő tőke nagyságát is – marketingtervvel, menedzsmentre és a pénzügyi helyzetre vonatkozó információkkal kell megalapozni<sup>1</sup>(Gladstone [2001]). Az üzleti tervben leginkább kiütöző problémák az irreális jövedelemi várakozások, és a szintén irreális vállalatértékelés (unrealistic valuation). Ha a vállalkozó szakmailag nem elfogadható üzleti tervet készít, annak következtében olyan projektek sem indulhatnak el, ami a jövőben nagy hozamot biztosított volna mind a részvényeseknek, mind a befektetőknek. A piacnak, és a nemzetgazdaságnak is érdeke, hogy ilyen hibák miatt ne bukjanak el

<sup>1</sup> A felsorolásban az üzlet terv releváns pontjait emeltük ki. Összes pontjának tételes felsorolásától eltekintünk.

jövedelmet termelő projektek. Piaci viszonylatban megjelentek már ezekre a problémákra szakosodott tanácsadók. A HVCA képviselője azonban úgy nyilatkozott, hogy a hazai kisvállalkozók nem képesek vagy nem hajlandók igénybe venni ezt a szolgáltatást, pedig véleménye szerint ez jelentősen javítana a statisztikán. Ennek a helyzetnek a javulását segíthetné elő az állam szerepvállalása, az oktatás reformjának az elősegítése, melyet már a 2.2.1.1.fejezetben is említettünk. Ugyanakkor, ha az életszakaszokat is figyelembe vesszük valószínűleg árnyaltabb képet kapnánk, hiszen az érettebb és általában már középvezetői réteggel is rendelkező vállalkozásoknak már létezik pénzügyi területért felelős képzett vezetője, ezért csökken az esélye az elutasításnak. Továbbá tanácsadót is nagyobb százalékban vesznek igénybe, hiszen nagyobb összegben állnak rendelkezésre ilyen célra szabad források.

A válaszadók 53%-a piac mérete miatt nem találta befektetésre érdemesnek a projektet. Az üzleti terv kifogástalansága még nem elég a sikerhez. A piac és az ágazat helyzetét is vizsgálják a finanszírozók – mondta el az Unicreditbank képviselője interjúnkban. Magyarországon az egyes ágazatok speciális problémákkal küszködnek. Egyes ágazatok már-már a tökéletes piac modellje szerint működnek a versenytársak számának, az információk rendelkezésre állásának tekintetében, de a piaci<sup>1</sup> és a termelési bizonytalanság is hátráltató tényezőt jelenthet. Kiemelném a körbetartozás problémáját és a jelenleg is folyamatban lévő pénzügyi válságot, ami a reálgazdaságra is nagymértékben hatással van. Az ágazatban és annak piacán lévő rossz kilátások egy-egy jó projekt megghiúsulását is eredményezheti. Témánkat illetően hozzáfűznénk, hogy a hitelválság következtében a hagyományos banki hitelezés drágulása és a szigorúbb követelményrendszer miatt a részesedés finanszírozás előtérbe kerülhet. A kettős hatás érvényesül ez esetben. Az ágazati problémák az esetek nagyobb részében nem az induló, hanem inkább a piaccal és termékkel rendelkező érettebb vállalatoknál jelentkeznek.

---

<sup>1</sup> A piac bizonytalanság egy kisebb vállalkozás számára fokozott kockázatot jelent, hiszen a méretükből eredő törekenységük miatt egy-egy rossz, váratlan esemény tönkretelheti a vállalkozást.

A menedzsment kiemelt kockázati tényezőt jelent. Nem meglepő, hogy a befektetők összesen 50%-ban említették meg az EVCA Barometer-ben. Ezen belül legfőképpen (43%-ban) a bizalmatlanságot (lack of confidence in the entrepreneur/management) emelték ki. A vállalkozóknak fel kell ismerniük azt, hogy az ötletek, tervek létrehozásán kívül a megvalósítás is az ő feladatuk. A kockázati tőkés nem fektetnek be olyan vállalatba, aminek a menedzsmentjétől nem remélik a projekt véghezvitelét, a hozamok realizálását. Fontos, tehát az intelligens megnyilvánulás, a szakmai háttértudás bizonyítása, de ezen felül a személyes megjelenés, a meggyőző erő, az energikusság, sikerre való törekvés, motiváltság is. A kockázati tőkés látni szeretné ezeket a kompetenciákat, ezáltal bebizonyítva azt, hogy a menedzsment képes és el is akarja érni azokat a célokat, amiket a kockázati tőkésel kijelölnek. (Gladstone [2001]). Ha egy befektető nem hisz a menedzsmentben, akkor nem hisz a projektben sem. A kockázati tőkés nem utasít azonban el reményteljes lehetőségeket, ha kisebb hiányosságokat felfed, hiszen itt képes kifejteni azt a pozitív hatást, amit az ő – vállalkozótól eltérő – szaktudása alapoz meg. Természetesen a középvezetői réteggel vagy képzett menedzsmenttel rendelkező cégeknél (általában az érettebb vállalatok ezek) ritkábban fordul elő probléma (életrszakaszbeli különbségek). A Barometer-ben a válaszadók 7%-a említette a menedzsment merevségét (rigidity of entrepreneur/management), ami összefüggésben van azzal hogy nem tudnak megállapodni a konkrét szerződési feltételekben. Általában a vállalatértékelés eltérései miatt a két fél a felajánlott tulajdonhányad és a befektetett tőke arányában nem tud megegyezni. Sok vállalkozó túlértékeli vállalkozását, nagyobb tőkeösszeget kér és kisebb tulajdonhányadot adna cserébe, hogy a jövőbeli profitból nagyobb szeletet tudjon magáénak. Ennek esélyét növeli - tipikusan kisvállalatokra jellemző – ha a cég egyetlen kulcsszemélytől függ. Jellemző jogi probléma még, hogy az induló, innovatív kisvállalkozások nem rendelkeznek szabadalmi és egyéb ehhez kapcsolódó jogokkal találmányaikat illetően, ami a befektetést megghiúsíthatja.

A termék/szolgáltatás elégtelenségei alatt azokat a túlbuzgó vállalkozókat értjük, akik túlértékelik a termékeiket, vagy teljességgel irreleváns dolgokat

kérnek<sup>1</sup>. E csoportban kapnak helyet azok is, akik a túlságosan magas kockázat miatt még a kockázati tőkések is elutasítják. A kockázati tőkések nagy részét nem érdeklik a forradalmi gondolatok, amelyek megváltoztatják egy ember életét. Ugyanis ezek megvalósulása évtizedeket is igénybe vehet, a tőkések pedig nem várnak ennyit pénzüik megtérülésére<sup>2</sup>(Gladstone [2001]).

Végül vizsgáljuk a pénzügyi okokat. Magyarországon jellemző probléma, hogy a kínálati oldal képviselői gyakran utasítják el a beáramló jövedelmek kis mérete, a tervezett projekt alacsony finanszírozási szükséglete miatt a vállalatokat. Főképp a kezdeti életszakaszban lévő cégekre jellemző az, hogy nem tudnak elegendő prognosztizált árbevételt felmutatni, projektjük, fejlesztésük kis értékű<sup>3</sup>. A finanszírozási korlátok kialakulása legfőképpen két okra vezethető vissza: egyrészt a tranzakciós költségek természetével összefüggő méretgazdaságosság létére, másrészt a kisvállalatok információs homályosságára, avagy az információs aszimmetria „érezhetőbb” jelenlétére. A tranzakciós költségek kétfélék lehetnek. A tranzakciós fix költségek létéből eredeztethető leginkább a probléma. Kisösszegű finanszírozás esetén túl magas a bevont forrás megszerzésének relatív (a bevont forrás volumenének arányában kifejezett) tranzakciós fix költsége. Két lehetséges következmény:

- áthárítás esetén: a kisösszegű forrásokat kereső szereplő költséghátrányba kerülnek
- adagolás esetén: meghatározzák a tranzakció minimálisan elvárt összegét

---

<sup>1</sup> A HVCA képviselője mondott egy konkrét példát a termék/szolgáltatás elégtelenségére: Egy „találékony” férfi kereste meg őket telefonon azzal a kéréssel, hogy adjanak az új találmányához, egy ún. piramis társas játék létrehozásához 100.000 Ft.-ot. Természetesen ilyen formájú kockázati tőke-befektetés sosem fog létrejönni.

<sup>2</sup> A kockázati tőkét türelmes tőkének szokás nevezni, hiszen a befektetés időtartama 3-5 év között változik, igaz az évek számának csökkenő tendenciája rajzolódik ki napjainkban.

<sup>3</sup> Az egyik telefonos interjúkon megkérdezett vállalkozó válaszolt egy 20 milliós projektet egy kockázati tőke befektetőnek, aki a részletek megismerése nélkül elutasította a befektetést annak kis mérete miatt. Hozzátennék, hogy ekkora összegben valószínű, hogy hitelképes is lenne a vállalkozás, nincs „rászorulva” a kockázati tőke befektetőre

A különböző típusú tranzakciók minimálisan elfogadható mérete eltér, és a fix költségelem változása megváltoztatja a lehetséges tranzakciók halmazát. (Kállay-Imreh [2004]) Információs aszimmetrián egyszerűen úgy definiálhatjuk, hogy a vállalatvezetők jobban informáltak, mint a kívülállók vagy a piac<sup>1</sup>. Két aspektusból vizsgálhatók, melyek háttéréül az ún. érdekképviselési vagy ügynökelmélet (Jensen és Mecling [1976]) szolgál:

- ex ante (szerződéskötés előtt): a piac kontraszelektálásának elkerülése érdekében az átvilágítás és szűrés többletköltségekkel jár
- ex post (a források rendelkezésre bocsátása után): egy megbízó-ügynök (principal-agent) típusú kapcsolat alakul ki, amit a morális kockázat (moral hazard) jellemez. Akkor jön létre a gyakorlatban, ha a vállalkozó nem az eredeti megegyezés szerint végzi a munkáját: érdekelt lehet cég kockázattűrő képességét meghaladó kockázatok felvállalásában, képessége alatti teljesítményben, információk elhallgatásában. Ezt megelőzendő a tőkésnek ösztönző és ellenőrző (follow-up) rendszert szükséges kiépíteniük, ami szintén többletköltséggel jár.

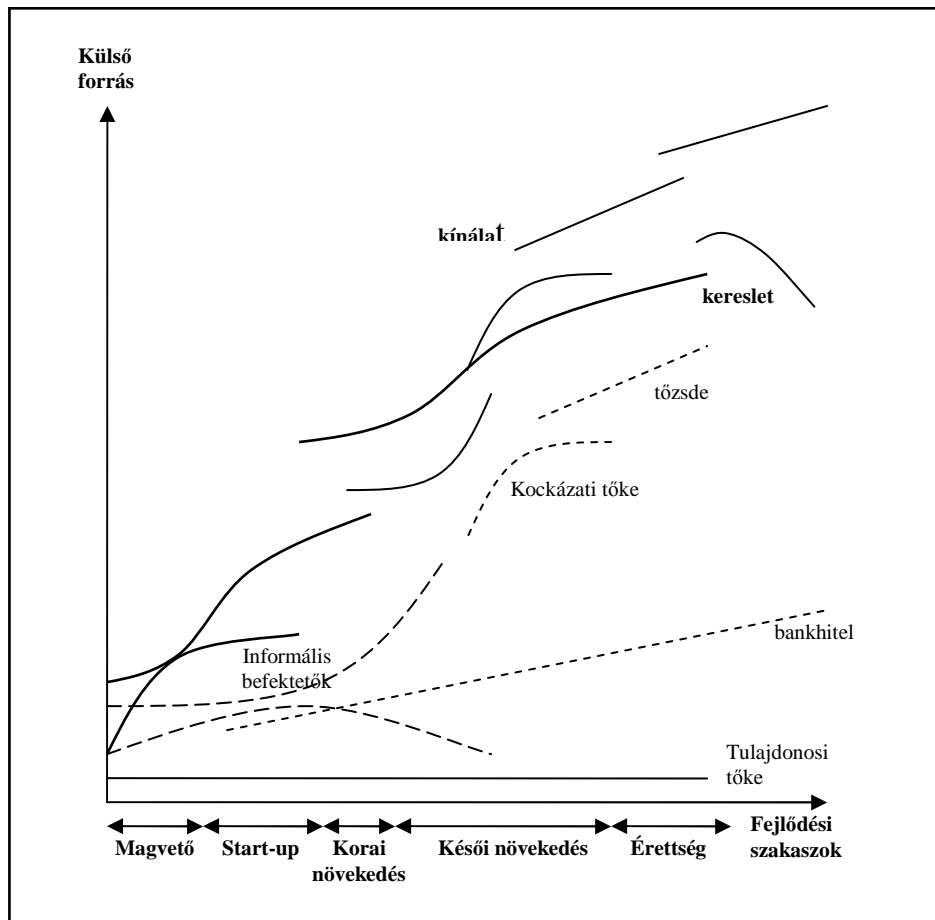
A fokozott információs aszimmetria a forrásköltségek jelentős emelkedéséhez vezet. A fenti információs problémák nem korlátozódnak a kisvállalatokra, azonban esetükben jóval meghatározóbbak lehetnek, figyelembe véve az információgyűjtés magasabb várható költségét (Kosztópulosz [2005]).

Pénzügyi probléma lehet továbbá a vállalat könyvvézetése, ha az nem a valóságnak megfelelően van vezetve, a korlátozott erőforrások, ha a vállalat a fedezeti pontját sem képes elérni, a rossz allokációjú tőkeszerkezet, a fedezet és a garanciák hiánya - ami a befektető kockázatának csökkenését eredményezheti, ezáltal növelve a befektetés realizálásának esélyét. Visszautalva a körbetartozásokra, a kötelezettségek felhalmozásának elkerülése illetve a kintlévőségek hatékony kezelése is mind olyan szempont, amit a kockázati tőkés figyelembe vesz, amikor meghozza a befektetési döntését.

---

<sup>1</sup> Az információs aszimmetriára már utaltunk az 1.1.-es fejezetben

„A hatékony piac követelménye, hogy a jó üzleteket egyszerűen lehessen beazonosítani és megtalálni; a finanszírozási források és befektetési lehetőségek eléréséhez az információk időben érkezzenek, könnyen hozzáférhetőek és megbízhatóak legyenek; és ne keletkezzenek rések a piacon. Ezek a feltételek azonban nem mindig teljesülnek a kockázati tőke piacán, aminek következtében a piac nem működik hatékonyan és finanszírozási rések alakulnak ki.”(Nagy [2004] 2. o.) Megállapíthatjuk tehát, hogy nemcsak a keresleti, hanem a tőkekínálati oldalon is kialakulhat a befektetéseket hátráltató pénzügyi korlátok. A finanszírozási rések nem minden céget érintenek. A beruházás mérete, az életgörbe szakasza, az alkalmazott technológia és a földrajzi elhelyezkedés is befolyásolja. Külső forrás keresésekor két csoport ütközik nehézségbe. Az egyik a kisebb beruházási igényű korai életszakaszban lévő vállalatok, a másik a már modern technológiát alkalmazó, de periférikus földrajzi területeken elhelyezkedő cégek (Mason – Harrison [2000], Karsai [2003]). Magyarországon leginkább az előző jellemző, mivel az utóbbi szegmensben nincs számottevő kereslet. A korai szakaszban lévő innovatív vállalatok forrásigénye 10-30 millió HUF, ami körülbelül 50-150 ezer USD-t tesz ki. Ezzel szemben a befektetők által kihelyezett összeg jellemző nagysága 10-50 ezer, illetve 500-600 ezer dollár méretű. Az intézményesült kockázati tőke egy részének finanszírozási minimuma eléri az 1 millió USD-t is. Az adatokból kiolvasható, hogy a cégek belső forrásainak felső határa és a formalizált kockázati tőke források alsó határa között tehát nagyon jelentős szakadék alakult ki. A felvetést a 2.5. ábra, az úgynevezett Hullám-modell szemlélteti. A probléma megoldásával a harmadik fejezetben fogunk részletesen foglalkozni. A finanszírozási rés gyakorlati meglétét interjúalanyaink a Valdeal és az INNOSTART képviselői is igazolták.



2.5. ábra: **Hullám-modell**  
 Forrás: Szerb [2006]

#### 2.2.2.4. A győztesek

Hol is tartunk most? Fontos feltennem ezt a kérdés, hiszen elérkeztünk a második nagyfejezetünk utolsó alfejezetéhez, így szükségszerű pár mondatban összefoglalni azt, hogy miképpen jutottunk el idáig. A kockázati tőke-piac keresleti oldalának a vizsgálatát a kis- és középvállalati szféra szegmentálásával kezdtük, mely egy szelektív folyamaton keresztül folyamatosan szűkíti a vállalatok körét mindaddig, amíg el nem jutunk azokhoz a vállalatokhoz, melyekben ténylegesen megvalósult a kockázati tőke-befektetés.

Ebben a fejezetben már azokkal a vállalkozásokkal foglalkozunk, melyekben megvalósultak a befektetések. Ennek a csoportnak a vizsgálatánál azt feltételezzük, hogy ezeknél a vállalatoknál a különböző átvilágítási és szerződéseket előkészítő jogi folyamatok rendben lezajlottak. Ezeknél a vállalatoknál már semmilyen tényező nem akadályozza meg a befektetések megvalósulását, így nincs értelme a kizáró okok felállításának és elemzésének.

Érdekesebb kérdés azonban, hogy hogyan alakul egy konkrét vállalat élete a kockázatitőke-bevonás után, melyet egy esettanulmánnyal szeretnénk bemutatni.

#### **2.2.2.5. Egy győztes vállalat bemutatása: az Enigma Rt.**

Ebben a fejezetben az Enigama Software Rt.-ről készített esettanulmányon keresztül szeretnénk demonstrálni, hogy a kockázatitőke-befektetés milyen hatással van egy konkrét vállalat esetében. Az esettanulmány alapját az EVCA által készített esettanulmány gyűjtemény angol nyelvű változata képezi (EVCA [2004]).

A befektetés szereplőinek a tekintetében megkülönböztetjük magát a kockázatitőke-befektetőt, és magát a vállalatot, mely a befektetés célpontjává szolgál. A vállalat működését két kockázati befektető is finanszírozta, az Euroventures Kft. és a Fast Ventures Kft. Az Euroventures Kft. az egyik legrégebben alapított, vezető kockázatitőke-vállalat, mely elsősorban a közép-európai vállalatokba történő befektetésekre szakosodott. A Fast Ventures Kft.-t Hollandiában alapították, mely a nagy növekedési potenciállal rendelkező korai fázisban lévő vállalkozások számára nyújt finanszírozási forrásokat. A befektetés célpontja az Enigma Software Rt. Az Enigma-t egy sikeres vállalkozó, Inotay Balázs alapította 2000 novemberében, majd 2002-ig csapatával megalkotta egy biztonságos mobil fizetési rendszer működő prototípusát. E sikeres művelet megvalósítását követően pótlólagos finanszírozási források bevonása vált szükségessé, hogy ezt az új rendszert üzleti alapokra helyezték. Az Enigma ekkor egy tipikusan induló, korai stádiumban lévő vállalat volt, az üzleti múlt hiánya, a pusztán prototípusként működő termék egyaránt determinálta azt a kiemelt kockázatot, mely miatt beszűkülnek a hitelpiacról történő forrásbevonás lehetőségei, és a vállalat az intézményi kockázati tőkéhez fordult.

Az Euroventures érdeklődését elsősorban az alapító, Inotay Balázs sikeres üzleti múltja váltotta ki, hiszen az ő nevéhez fűződik a magyar chipkártyás diákigazolvány, valamint még két jogilag levédett kártyatípus is a magyar piacon. Ezenkívül az Euroventures jelentős piaci potenciált látott a gyorsan fejlődő mobiltelefon szolgáltatások piacát megcélzó biztonságos fizetési rendszerben is.



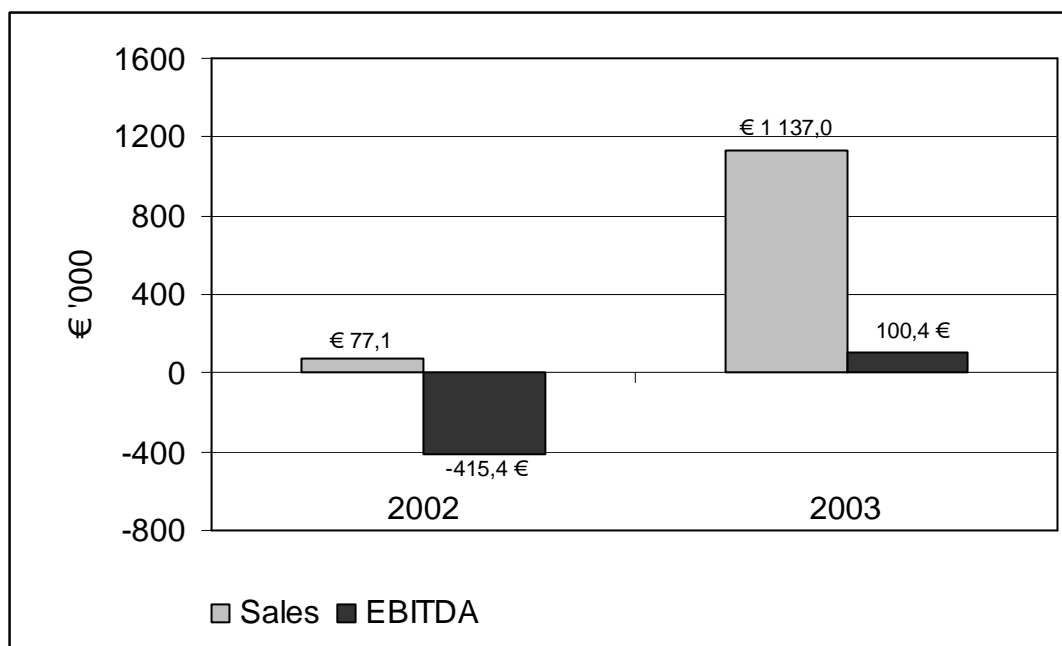
Az üzleti tárgyalások idején az Enigma még csak a termék prototípusát fejlesztette ki, így az még nem generált pozitív cash-flow-t a vállalat számára. Emiatt az Euroventures úgy alakította ki értékelési stratégiáját, hogy egy szerényebb összeggel hozzájárult azokhoz a kutatásokhoz, melyek az elmúlt 12 hónapban a vállalkozó vagyonát terhelték a prototípus kifejlesztésének érdekében. Az újabb megállapodás már 1 millió euró bevonásáról szólt, mellyel az Euroventures 45 százalékos részesedést szerzett a vállalatban. Tíz hónappal később a Fast Ventures 400 eurót fektetett a vállalatba, és a vállalatértékelés során már 40 százalékkal az Euroventures által megállapított ár felett értékelte a vállalatot.

Az Euroventures nagy reményeket fűzött az Enigma termékéhez, de tudta, hogy a siker attól függ, hogy sikerül-e egy olyan menedzsment csapatot felállítani, mely a megfelelő arányban használja ki a menedzseri készségeket olyan területeken, mint az ügyfelek igényeinek a fejlesztése (client development), a stratégiai tervezés, és a pénzügyi ellenőrzés. Az Euroventures gyorsan betöltötte a pénzügyi ellenőrzésért felelős pozíciókat saját pénzügyi tanácsadóival. Hosszabb ideig tartott, mire megtalálták a vállalat fejlesztésének a leginkább megfelelő módját. Végül a Fast Ventures befektetésével egyidőben a Fast Ventures társalapítója, Várkonyi Attila<sup>1</sup> csatlakozott az Enigma vezetőségéhez. A termék piacra vezetésének első fázisa a magyar piacra koncentrált. A kezdeti értékesítések már 2003-ban nagy áttörést hoztak, amikor két GSM szolgáltató vásárolta meg az Enigma szolgáltatásait és termékeit. Az Enigma biztonságos fizetési tranzakciót lebonyolító technikája, melyet elsősorban GSM szolgáltatóknak és bankoknak ajánlanak, nem igényel speciális készüléket, vagy levédett technológiát. 2003 végére a vállalat alkalmazottjainak a száma 30 fölé emelkedett, és árbevétele elérte az 1 millió eurót (2.6. ábra). 2004 tavaszán a T-mobillal, a Pannon GSM-mel és a

---

<sup>1</sup> 1989-től 10 éven át külföldön élt és dolgozott. Először Ausztriában és Svájcban a SAP (a világ vezető ügyviteli szoftvercége) nemzetközi részlegénél volt tanácsadó. 1991-től 1995-ig Kaliforniában a SAP-nál tanácsadó, majd marketingmenedzser. 1996-tól előbb San Franciscóban, majd Londonban társalapítója és vezetője a szintén SAP-üzletágban tevékenykedő Optimum Consulting üzleti és szoftvertanácsadó cégnek, amelyet 1999-ben USA-beli szakmai befektető vett meg. 2000 óta az Amszterdam és Budapest központú Fast Ventures kockázati tőkebefektető cég társalapító-elnöke, amely magyar számítástechnikai cégek alapítását és fejlődését finanszírozza, támogatja.

Budapest Bankkal társulva az Enigma bevezetett egy nyílt mobilfizetési rendszert a magyar piacon.



2.6. ábra: Az Enigma pénzügyi teljesítménye

Forrás: EVCA [2004]

Mind az Euroventures és a Fast Ventures értékesítették részesedéseiket 2004 januárjában, miután 2003 végén egy vonzó ajánlatot kaptak egy pénzügyi befektetőtől. Az Euroventures a kilépés után befektetésének 2,6 szoros megtérülését könyvelhette el, 87 százalékos belső megtérülési ráta mellett. A Fast Ventures 70 százalékos belső megtérülési ráta mellett 2 szoros megtérülést realizált a befektetéséből.

Ha az intézményi kockázati tőke-befektetés hozzáadott értékét vizsgáljuk, akkor azt mondhatjuk, hogy az Euroventures három területen járult hozzá a vállalat értékének a növeléséhez azon kívül, hogy tőkét investált a vállalatba. Először is az Euroventures betöltötte a stratégiai tanácsadó funkcióját, egy jól működő üzleti modellt tanácsolt a vállalatnak a termék piacosítását illetően. Másodszor hozzájárult szakértelmével és értékes kapcsolataival ahhoz, hogy elfogadtassák ezt az új terméket a magyar bankszférában. Végül bemutatta a vállalatnak Várkonyi Attilát, a Fast Ventures társalapítóját, akinek a személyében az Euroventures egy

olyan tapasztalt, és elismert vezetőt biztosított a vállalat számára, aki elősegíti a vállalat nemzetközi piacokon való megjelenését.

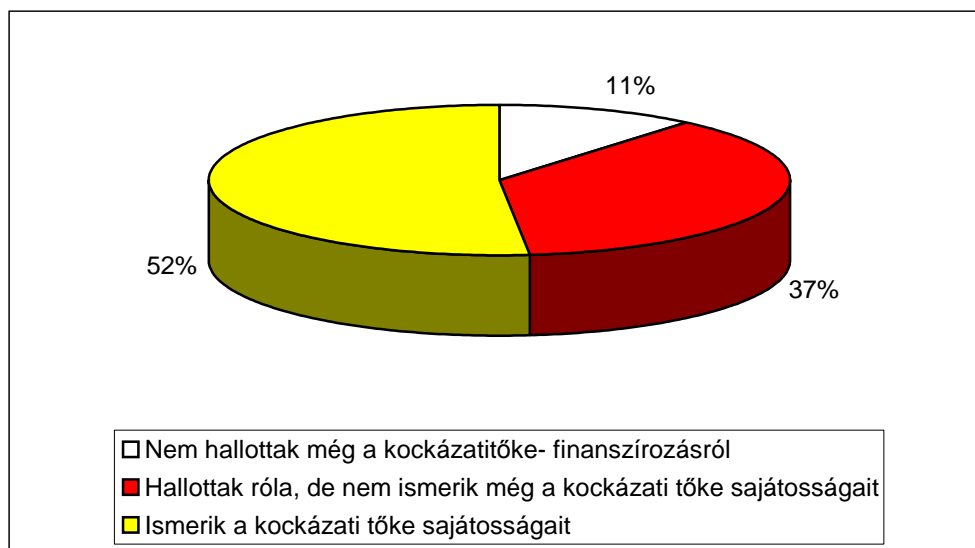
Az Enigma Software Rt. jelenleg a Cellum B.V. holland cég leányvállalataként működik, mint K+F központ. A Cellum cégcsoport - nemzetközi üzletfejlesztési stratégiájának részeként - egységes névhasználattal kívánta erősíteni márkanévét, melynek keretében 2005 október elsejétől az Enigma Software Rt., Cellum Magyarország Rt. lett és a Cellum márkanévet használja az üzleti kommunikáció során. A névváltoztatáson kívül semmilyen más jogi változás nem történik a cégnél. Figyelemre méltó előnyként jelentkezik, hogy az anyacég az egységesítéssel megerősíti azt a célkitűzését, hogy szolgáltatásait, és a magyarországi K+F központ fejlesztéseit erőteljesebben kívánja prezentálni a nemzetközi piacon.

### **2.2.3. A technológia-orientált kisvállalkozások klaszterei**

Az eddigi elemzések alapján egyértelműen kiolvasható, hogy a korai életszakaszban lévő kisvállalkozások esetében a kockázati tőke befektetők potenciális célpontjaivá a technológia-orientált vállalkozások válhatnak. A hozamok maximalizálására törekvő befektetők optimális kockázat-haszon arányát, az innovatív termékek kifejlesztésével prognosztizálható profit ellentételezi ezen vállalkozások - már előzőekben leírt – magasabb kockázatfeláráért. Még a magyarországi KKV szektorra vonatkozó, kockázati tőke attitűdöt vizsgáló reprezentatív felmérés nem született, addig a technológia-orientált kisvállalkozásokról már folytak kutatások. A felmérés 89 technológia-orientált kisvállalkozás kérdőíves megkeresésével történt. Az eredményeket felhasználva, ezen csoportra vonatkozólag konkrét számeredményekkel bizonyítottan, az egyes általunk felállított klaszterek szereplőinek száma becsülhetővé vált.

A technológia-orientált vállalkozásokra szűkített klaszterek kockázati tőkével való kapcsolata intenzívebb. Ez a csoport szignifikánsan több információval rendelkezik a kockázati tőke sajátosságairól. A szegmentálási folyamat szerint a következő 3 nagy csoport eloszlása a 2.7. ábra szerint alakul. A fehér színű csoport a tájékozatlanok arányát mutatja. A 11%-os tortaszelet

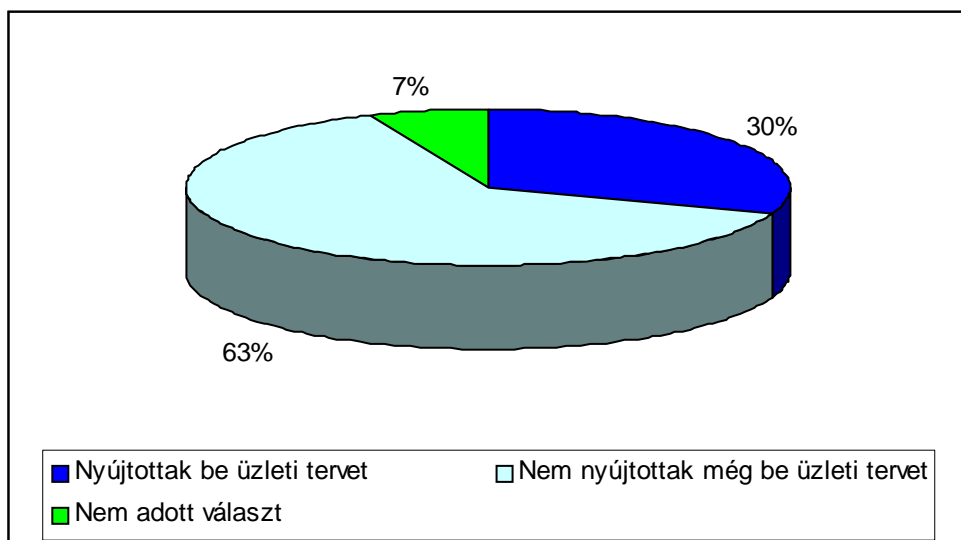
bizonyosan jobb arányt mutat egy a KKV szektor egészét reprezentáló felmérésnél. A következő csoport, mely halott már a kockázati tőkéről, de nem ismeri annak sajátosságait 37%-os arányt képvisel (piros színnel jelölve). Szegmentálási ábránk (2.1. ábra) szerint, ezen csoport összesíti a nyitottak és a közömbösek alcsoportját. Az utolsó csoport ismeri a kockázati tőke sajátosságait, és ezen vállalkozások több mint fele ebbe a kategóriába tartozik (sárga színnel jelölve).



**2.7. ábra: A technológia-orientált kisvállalatok megoszlása a kockázati tőke ismerete szempontjából**

*Forrás: Bajmóczy et al.[2007]*

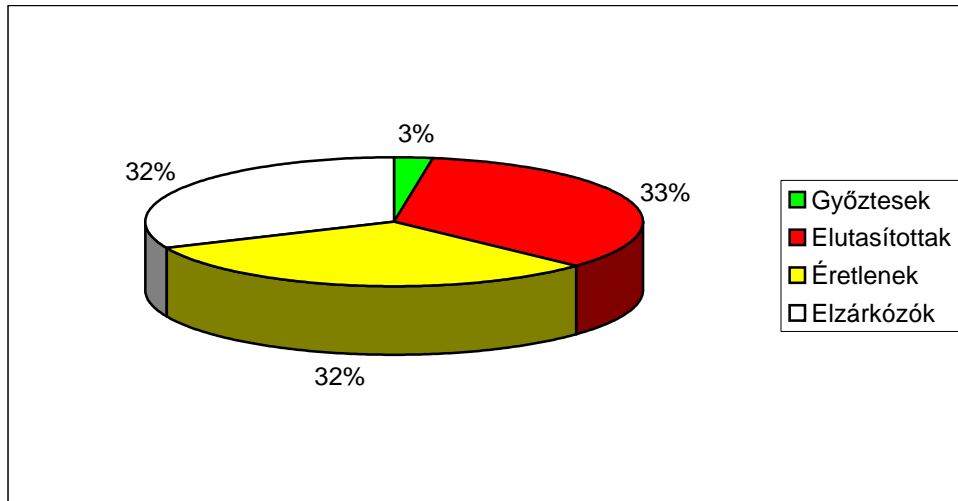
Az adatbázis vizsgálata során megállapítottuk, hogy szegmentálási ábránk legelső osztályú klasztereinek részaránya is kiszámítható azon csoportban, akik ismerik a kockázati tőke sajátosságait. Körülbelül a vállalkozások harmada már felvette kapcsolatot kockázati tőke befektetővel, nyújtott be üzleti tervet. A legnagyobb szeletet, azonban olyan vállalkozások jelentik, akik még nem nyújtottak be üzleti tervet (2.8. ábra).



2.8. ábra: **A kockázati tőkét ismerő technológia-orientált kisvállalatok megoszlása**

*Forrás: Bajmóczy et al.[2007]*

A klaszterek további bontásában kiszűrve azon vállalkozókat, akik nem adtak választ a kérdésekre leképezhető a győztesek, az elutasított vállalatok, az éretlenek, az elzárkózók részaránya. Az előzőekben rávilágítottunk arra, hogy a technológia-orientált kisvállalkozások fontos célpontjai a befektetőknek, azonban ahogyan az 2.9. ábrán is látható töredékük válik győztes vállalkozássá. Harmaduk ugyan felveszi a kapcsolatot a kockázati tőkével, valamilyen okból azonban mégis elutasítják a befektetést. Körülbelül azonos arányban oszlanak meg az éretlenek és az elzárkózók.



**2.9. ábra: A kockázati tőkét ismerő technológia-orientált kisvállalatok tisztított megoszlása**

*Forrás: Bajmóczy et al. [2007]*

Összességében megállapítható, hogy ugyan a technológia-orientált vállalkozások menedzsmentjének kockázati tőke ismeretei szerteágzóbbak, a vállalkozók és befektetők közötti kapcsolat intenzívebb, nagymértékű kihasználatlan potenciál rejlik ebben a gazdasági szegmensben. Kihasználásához azonban mind a keresleti, mind a kínálati oldal fejlesztésére szükség van.

### **3. BEAVATKOZÁSI LEHETŐSÉGEK A FINANSZÍROZÁSI RÉSZ SZŰKÍTÉSÉRE**

*„Ha a célt akarjuk,  
akarjuk hozzá az eszközt is.”*  
(Immanuel Kant)

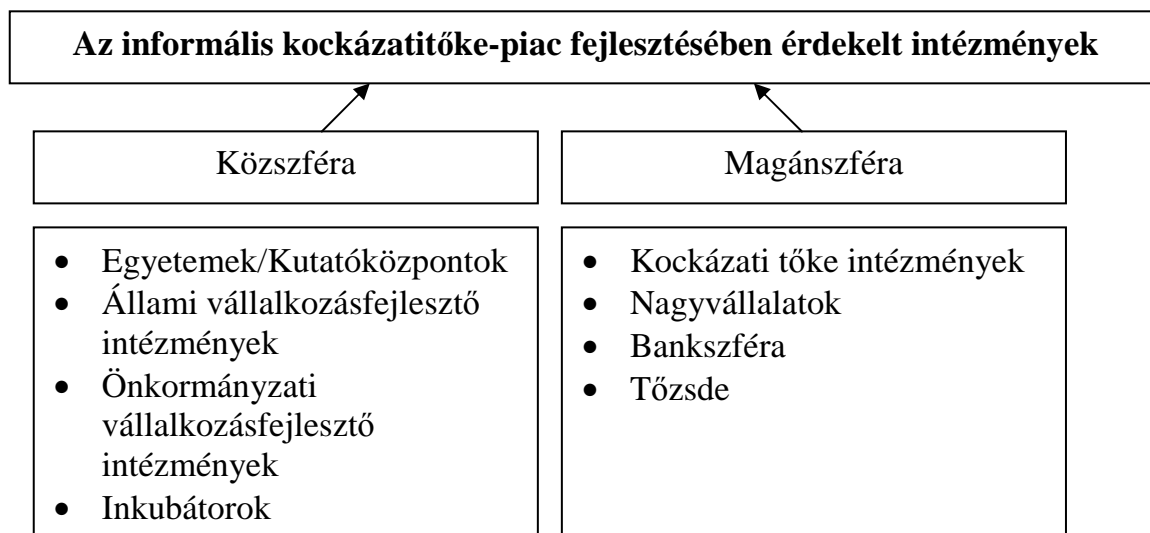
Utolsó fejezetünkben egy kiválasztott problémának a megoldását boncolgatjuk. A tárgy – eddig leírtak után talán nem meglepő módon – a finanszírozási rész vizsgálata lesz. A jelenlegi piaci helyzetben sok más befolyásoló tényező mellett a finanszírozási rész jelenti a legégetőbb, megoldásra váró nehézséget. Mivel Magyarországon leginkább a korai szakaszokban (early stage) lévő tőkerés jellemző, így ennek a kiküszöbölése fejezetünk fő célja. A 2.2.2.3. fejezetben rávilágítottunk erre a piaci elégtelenségre. Azok a növekedésorientált kezdeti stádiumban lévő vállalatok, akik az intézményes kockázati tőkésnek nem tudnak kellő abszolút hozam és bevétel alternatívát felmutatni, egy olyan piaci részbe kerülhetnek, aminek következtében megghiúsulhat projektjük, fejlesztésük. A piacon egyensúlyi hiány alakul ki, aminek megszüntetése vagy csökkentése céljából számos piaci és nem piaci szereplő jött már létre, azonban megszüntetni nem tudta azt.

A finanszírozási elégtelenség szűkítésében számos lehetőség rejtőzik, melynek kihasználása közgazdasági szempontból is jövedelmező lehet.

#### **3.1. Informális kockázati tőkepiac fejlesztési lehetőségei**

A két finanszírozási csoport, a 3F és az intézményi kockázati tőke közötti űrt az informális kockázati tőkésnek másik két csoportja az üzleti angyalok, és a vállalati fejlesztőtőke tölti be a fejlett pénzügyi piacokon, de elképzelhető korai szakaszú befektetésekre specializálódott alapok részvétele is. A versenyszféra más szereplőinek is közvetett módon érdekük hozzájárulni a piac fejlesztéséhez. Az a sejtésünk azonban, hogy ez Magyarországon nem elegendő ahhoz, hogy az

informális szektor olyan fejlettséget érjen el, amely képes a finanszírozási rést érdemben szűkíteni (3.1. ábra).



3.1. ábra: **Az informális kockázati tőke-piac fejlesztésében érdekelt intézmények**

*Forrás: a szerzők saját szerkesztése Kosztopulosz (2005) alapján*

Az üzleti angyalok befektethető tőkéjének nagysága nagyrészt determinálja, hogy ebben a piaci szegmensben kutassanak ígéretes befektetési célpontot (Kosztopulosz - Makra [2006]). Az üzleti angyalok saját forrásaik és szellemi tőkéjük felhasználásával ruháznak be. Az általuk finanszírozott vállalatokban erősebb személyes kapcsolat alakul ki, amely mindkét fél számára előnyös, hiszen a vállalkozónak sokkal jelentősebb hozzáadott értéket képvisel az angyal szakértelme, illetve a befektetőnek csökkennek az ellenőrzési (tranzakciós) költségei. A kettős hatás érvényesülése különösen előnyös ebben a szegmensben, ahol nagyobb valószínűséggel lépnek fel pénzügyi és menedzsment elégtelenségek (2. fejezet). Az angyalok piaci relevanciáját a Mason és Harrison kutatása is igazolja, mely szerint az üzleti angyaloknak szignifikánsan kevesebb olyan befektetésük van, amely veszteséget generál és a befektetéseik jelentős része eredményez fedezetet vagy szerény megtérülést. Ezzel szemben a formális kockázati tőke alapok befektetéseinek eredménye élesebb konvergenciát mutat a negatív oldal és a 100%-ot meghaladó nyereség felé (Mason – Harrison [2002]).



Az Amerikai Egyesült Államokban 2007-ben 258.200 aktív üzleti angyalt tartottak nyilván. (Sohl [2007]). Az angyalok nagy száma lehetővé tette, hogy több mint 57 ezer befektetés realizálódott a 2007-es évben, az USA-ban. Ennek háttérében természetesen kiforrott és alapos pénzügyi infrastruktúra húzódik meg, az üzleti angyalokat hálózatok, szindikátusok kötik össze, a befektetők és a vállalkozók egymásra találása biztosítva van. A Magyarországon tapasztalható helyzet ennél sokkal borúsabb. A 3F csoportnak rendkívül szűk az anyagi mozgástere, egy empirikus felmérés alapján hozzávetőlegesen 3,8 millió Ft a források felső határa (Szerb-Rappai [2005]). Ismerve a vállalatok forrásigényét (2.2.2. fejezet) ez a csoport nem képes elegendő támogatást nyújtani az induló vállalkozásoknak. Ezen vállalatok következő, potenciális megoldást jelentő alternatívája, a hazai üzleti angyalok. Számukról és tevékenységükről azonban nincsenek pontos információink, ami meghatározó korlátja a vállalkozók számára a tőkepiac elérhetősége tekintetében. Országunkban is történtek előrelépések a terület feltérképezését illetően. Megalakult az első hazai Üzleti Angyal Klub, kutatások folytak a témát illetően például a Szegedi Tudományegyetemen. Becslések 30 aktív és körülbelül 200 potenciális angyalt feltételeznek hazánkban és átlagosan 10-100 millió forintos befektetést hajtanak végre (Garab [2001]). A hazai informális kockázatitőke-befektetések nagyságrendekkel kisebb szerepet játszanak a növekedésorientált vállalkozások fejlesztésében, mint az angolszász országokban (főleg az Egyesült Államokban és Nagy-Britanniában) (Kosztópulosz [2005]). Kijelenthetjük tehát, hogy az üzletiangyal-piac fejlettsége jelenlegi állapotában nem elegendő ahhoz, hogy a tőkerést betöltse Magyarországon.

A vállalati kockázatitőke-befektetések jelenthetik egy másik alternatíváját a finanszírozási korlát elhárításának. A nagyobb, tőkeerősebb cégeknek érdekükben áll ágazatukat érintő fejlesztésekben, innovatív termékek létrehozásában részt venni, ezzel növelve fennmaradási esélyeiket a versenyszektorban. A vállalaton belül és kívül is kialakulhatnak potenciális befektetési célpontok. Előbbire számos multinacionális cégnél találunk példát. A menedzsment nyújt lehetőséget saját munkavállalói számára, hogy ötleteiket kidolgozzák. Ha a vállalkozás sikeresnek ígérkezik, akkor a munkavállaló elindíthatja az üzletet, melyben a támogató

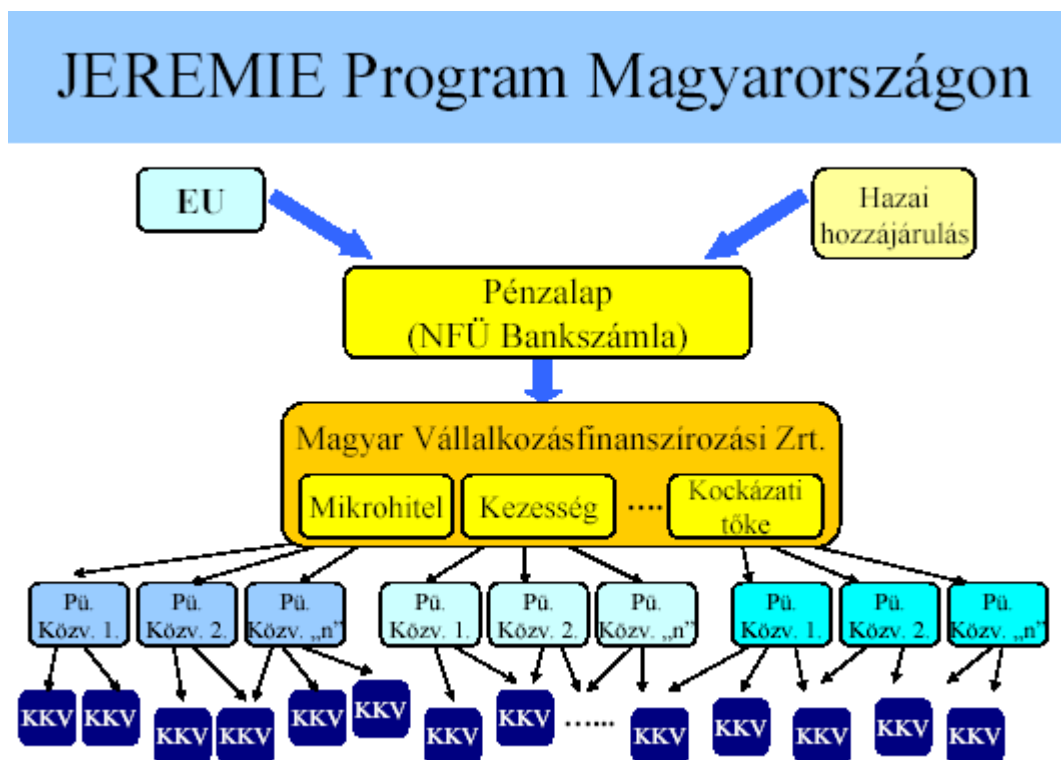
részesedést szerez. Utóbbiban nagyvállalatok investálnak magántőkéket induló és/vagy kisebb méretű vállalkozásokba, amelyek innovációs tevékenységükkel vagy növekedésükkel felkeltették az érdeklődését. A támogatásnak egyik Nyugaton már elterjedt gyakorlati vetülete, hogy az anyavállalat vállalati inkubátorokat létesít, amelyben az iparágban tevékenykedő technológiaorientált kisvállalkozások koncentrálódnak. Az inkubátorok ambivalens előnyökkel rendelkeznek, a tőke- és tudásszakadék áthidalásában, mind az alapító, mind a részt vevő szervezetek számára. (Bajmóczy et al. [2006]). A Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület az iparágat érintő 15 éves felmérésében kimutatta, hogy a nagyvállalati befektetők (corporate investors) a kockázati tőke forrás szerinti allokációjában 16%-os súllyal szerepel. Ezt összehasonlítva az évenkénti befektetett tőke átlagos volumenével, valamint a finanszírozások domináns típusaival (főképp expanzív szakaszbeli tőkésítés, kivásárlások finanszírozása) megállapíthatjuk, hogy a korai fázisban lévő cégek finanszírozási rés problémáját a vállalati fejlesztőtőke sem képes szűkíteni. A vállalati inkubációra hazánkban még az üzleti angyaloknál is kisebb számban találunk gyakorlati példát, emiatt a vállalati fejlesztőtőke bizonyosan nem képes szűkíteni a tőkekorlátot.

### **3.2. Az állami szerepvállalás hatása a tőkerés szűkítésére**

Megállapíthatjuk, hogy a piaci alapon szerveződő informális kockázati tőkepiac még „gyermekcipőben” jár Magyarországon. A piaci elégtelenségek megszüntetése, a társadalmi és gazdasági hasznok realizálása érdekében szükség van állami beavatkozásra is a piacon. Az állami intézményrendszer jól átgondolt, egységes kidolgozása előre mozdíthatja a jelenlegi helyzetet. Egyrészt az egyetemek közreműködésével az Európai Unió társfinanszírozásával telepített inkubációs házak már jeleznek egy korai pozitív folyamatot. Azonban ez még a Magyarországon a tradicionális inkubátorházak működési előnyeit testesíti meg, az elérhető költségcsökkentés következményeként, a kisvállalatok stratégiai előnyökre nem tesznek szert. (Bajmóczy [2004]) Másrészt számos, sőt indokolatlanul sok központi intézmény és program célkitűzése a kis és középvállalatok finanszírozási gondjainak enyhítése. „A programok ugyanakkor

sokszor nem alkottak egységes rendszert, helyenként azonos célokat több párhuzamos, de eltérő feltételekkel működő támogatási program kívánt kiszolgálni (pl. kisvállalkozói fejlesztési hitelek). A sokféle program esetenként a célok és az eszközök szétaprózódását eredményezte, kis összegű hitelprogramok esetében az évi száz alatti ügyletszám „gazdaságtalan sorozatnagyságot”, azaz költséges és nem hatékony működést mutat”(GKM [2007a] 8. o.). Az Európai Unió csatlakozást követően a megtöbbszöröződtek a kisvállalkozások számára elérhető források. Az EU vezényletével kifejezetten e célcsoport támogatása érdekében a közelmúltban dolgozták ki, az iparág szereplői által várt és kedvezőnek ítélt programot, a JEREMIE-t (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises), amelynek három alappillére a mikrohitel-, a kezességvállalási- és a kockázati tőke program. A 2007-ben újjára indított program magyarországi bevezetése 2009-re várható. A pénzügyi program keretében Magyarország megközelítőleg 150-200 milliárd Ft forráshoz juthat, ami az egyes konstrukciók áttételes hatásain keresztül akár 2000 milliárd Ft pluszforrást is jelenthet a gazdaságnak. Célja a mikro- és kisvállalatok fejlődését gátló piaci elégtelenségek közül az egyik legfontosabb, a piaci hitel-, tőke- és garanciaforrásokhoz való korlátozott hozzáférés orvoslása, mivel a kisebb, megfelelő gazdálkodási múlttal nem rendelkező vállalkozásoknak fejlett üzleti és pénzügyi környezet mellett is finanszírozási problémái lehetnek a fajlagos tranzakciós költségek nagysága, illetve a szükségszerűen fellépő információs aszimmetria következtében. A vállalkozások finanszírozáshoz jutásának segítése a létrejövő fejlesztések eredményeként hozzájárul a foglalkoztatás és a beruházások növekedéséhez, valamint fizikai tőke minőségének javulásához egyaránt. (GKI [2007]). A JEREMIE program működési szerkezetét a 3.2. ábra foglalja össze. A forrásokat az Európai Unió és a magyar hozzájárulás alkotja. Az összegyűjtött forrás egy közös pénzalapba kerül, amit a Nemzeti Fejlesztési Ügynökség vezet. A pénz allokálása a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. irányításával 3 fő ágazatba történik. A kisvállalkozói réteghez közvetlenül az MV Zrt. alá tartozó pénzügyi közvetítőkön ér el forrás. A két szereplő együttműködésének lehetséges fajtái: 1. Közös alap- 2. Párhuzamos alap- 3. Co-investment alap létrehozása. Közös

tulajdonságuk, hogy a pénzügyi közvetítők a forrásokhoz többlet magántőkét gyűjtenek vagy vonnak be. Részesedése minimum 30% kell, hogy legyen az egyes befektetéseknél. A kockázatvállalás közösségi mértéke tehát 70%-ban maximalizálódik. A kockázatvállalás mértéke és a hozamból való részesedés nem korrelatív, az állami részesedés mértékét az úgynevezett hozam cap határozza meg, ami az alapkamatláb értéke körül lesz. A magántőke részvétele biztosítja, annak az uniós alapelvnek az érvényesülését, mely szerint a támogatások a piacot nem zavarhatják, csak az elégtelenségek megszüntetésére irányulhatnak. A kockázati tőke ágazat részesedését 30 és 50 milliárd forint között valószínűsítik. Az összeg nagysága bizonyíték arra, hogy az ágazat jelentős támogatást igényel. A program pozitívuma, hogy kifejezetten a magvető, induló, illetve a növekedési fázisban lévő kis és középvállalkozások tőkehelyzetének a javítása a célja. Reményeink szerint nem következik be, hogy a jelenleg is nagy tőkevolumennel bíró kései szakaszokra, illetve kivásárlások finanszírozására fordítják a rendelkezésre álló tőkét.



3.2. ábra: A JEREMIE Program szerkezete  
 Forrás: GKI [2007]

Összegzésként elmondhatjuk az állami szerepvállalás megerősödése komoly javulást eredményezhet a tárgyalt vállalkozások finanszírozási lehetőségeiben. A tőkekínálati oldal jelentős pluszforráshoz jut, aminek következtében a vállalkozások pénzügyi háttere stabilizálódhat, likviditásuk, beruházási hajlandóságuk növekedhet. Gondoljuk azonban végig az eddig leírtakat. Vajon tényleg elegendő-e tőkekínálati oldal mesterséges pressziója a pozitív gazdasági hatás kiváltásához? Önmagában képes-e az első és második fejezetben kifejtett problémákon úrrá lenni az önmagában csak pénzpumpálást jelentő intézmény? A finanszírozás rés problémája csak a tőkekínálati oldalra vezethető vissza? Úgy gondoljuk, hogy globálisan nézve csupán a befektetői oldal szupportja nem elégséges a finanszírozási rés megszüntetéséhez. A gazdaság nagymértékű változásához, a keresleti oldal más negatív tényezőit is számba kell venni, melyek sokszor specifikusak, hazánkra jellemzőek. Az Európai Unió közös irányvonala helyes, ugyanakkor a magyar állami vezetőknek utóbbi problémákat is figyelembe kell(ene) venniük.

### **3.3. Beavatkozási lehetőségek a kockázatitőke-piac keresleti oldalán**

Az előző fejezetben egy átfogó képet kaphattunk arról, hogy a finanszírozási források kínálati oldalának az erősítése mennyiben járul hozzá a finanszírozási elégtelenségek javításához. Az egyes állami investíciók, a finanszírozási források mennyiségi növelésével csak féloldalas megoldást jelentenek a finanszírozási elégtelenségek enyhítésére, hiszen ha fennállnak olyan tényezők, melyek gátat szabnak a kereslet megnyilvánulásának, akkor jelentős mennyiségű tőke fog felhalmozódni befektetésre várva, miközben egyre inkább nő azoknak a vállalkozásoknak a száma, melyek nem kapnak forrásokat. Az utóbbi megállapításomat a kockázati tőkések is megerősítették, mondván, hogy sokkal több a rendelkezésre álló tőke, mint a befektetésre alkalmas jó vállalkozás. Világosan látszik, hogy a tőkerés kialakulását nem csak a tőkehiány okozza, hanem azok a tényezők is, melyek gátolják a vállalkozások finanszírozási források iránti keresletét. Egy ösztönzési politikákra vonatkozó kutatás is megállapította, mely több EU-tagállam, valamint az Egyesült Államok és Szingapúr gyakorlatát

tekintette át, hogy a kockázati-tőke-piac élénkítésének legeredményesebb módja a keresleti oldalon történő beavatkozás lehet (Harding [2002]).

Dolgozatunk második fejezetében rávilágítottunk azokra a lényeges problémákra, melyek meggátolják az egyes vállalati csoportokat attól, hogy megjelenjenek a kockázati-tőke-piac keresleti oldalán. Azonban nemcsak a keresletet gátló tényezők akadályozzák meg a kockázati befektetések megvalósulását, hiszen vannak olyan vállalkozások, melyek tervezik kockázati tőke bevonását, megnyilvánul részükről a kereslet, de mégis számos gátja van a befektetés megvalósulásának. (Ide tartoznak azok, akik még nem nyújtottak be üzleti tervet, de szeretnék, illetve azok, akik már nyújtottak be üzleti tervet, de nem valósult meg a befektetés.) A következő bekezdésekben megvizsgáljuk minden egyes vállalati csoport esetében, hogy milyen beavatkozási lehetőségek vannak keresletet gátló tényezők elhárítására.

A szegmentálási ábránkat alapul véve az első vállalati csoport, melyeknél nem nyilvánul meg a kereslet, azokat a kisvállalatokat foglalja magába, melyek még nem hallottak a kockázati-tőke-finanszírozásáról. Ezeknek a vállalkozóknak a száma igen nagyra becsülhető, hiszen az általunk ismertett fókuszcsoporthoz kutatásban is kiderült, hogy a megkérdezett vállalkozók még nem is hallottak erről a gazdasági koncepcióról. A lehetséges okokat vizsgálva arra a következtetésre jutottunk, hogy a fiatal magyar piacgazdaság, és ennek következtében a magyar vállalati kultúra fejletlensége lehet felelős ezért a tapasztalathiányért. De miképpen erősíthetjük a magyar vállalkozói kultúrát? Erre több aspektusból tudunk válaszolni. Rövidtávon az oktatási rendszer megreformálásában keresendő a válasz. Az Egyesült Államokban a gyakorlatorientált vállalkozási kurzusok oktatásának nagy hagyománya van, melyhez képest nemcsak Magyarország, de az Európai Unió is el van maradva. Az Európai Bizottság ezt felismerve indította el a „Vállalkozásra való oktatás és képzés” projektet, amelyben ösztönözni szeretnék a vállalkozás tanítását az oktatási rendszerben, az általános iskolától kezdve egészen az egyetemig. Több országban olyan programok működnek, melyek a gyakorlaton keresztül megszerzett tudásra alapoznak. Ennek keretében vannak olyan egyetemek, ahol számítógépes programok segítségével virtuális vállalatokat

hoznak létre a tanulók, mely során fejleszthetik vállalkozási készségeiket (Kosztopolosz [2005]). Hosszú távú megoldásként úgy véljük, hogy el kell telni még néhány évtizednek ahhoz, hogy a magyar gazdaság szereplői el tudjanak szakadni azoktól a szocialista rendszer által diktált korlátoktól, melyek erősítik a vállalkozások delegitimációját.

A második vállalati szegmens a vállalatoknak azon csoportjai, melyek hallottak már a kockázatitőke-finanszírozásról, de nem akarják megismerni annak a sajátosságait. Ezzel kapcsolatban egyrészt beszéltünk arról, hogy ezen vállalatok nagy részének vagy nincsenek finanszírozási nehézségei, vagy pedig a posztoszocialista országokban megjelenő szkepticizmus gátolja őket a keresleti oldalon való megjelenéstől. A finanszírozási nehézségekkel nem rendelkező vállalatok vélhetően nem éreznek motivációt a kockázati tőke sajátosságainak a megismerésére, hacsak nem tájékozódás céljából jelennek meg egy azzal kapcsolatos ismeretterjesztő fórumon. Lényegesebb probléma itt a szkepticizmus vizsgálata. A jelenlegi piaci szereplők jelentős része a szocialista rendszerre jellemző szempontrendszer alapján gondolkodik, így indokolatlanul elzárkózik az ismeretlennek tűnő pénzügyi intézmények előtt. Az Garantiqa-BMB piackutatás is igazolta, hogy a kockázati tőke, mint gazdasági koncepció hallatán a vállalkozók a cég kicsalásával, az uzsorával azonosítják azt. A szkepticizmus feloldásában indokolt lenne kockázatitőke-befektetésnek, mint finanszírozási gyakorlatnak az újrafordítása az angolszász irodalomból. Erre már utaltunk az első fejezetben is: „A kockázati tőke és vele a kockázati tőkés elnevezések valójában nagyon is rosszak, mert téves képzeteket keltenek a vállalkozásfinanszírozásnak e fajtájáról és az azt nyújtó piaci szereplőkről” (Osman [2005] 3. o.).

Azoknál a vállalatoknál sem nyilvánul meg a kereslet, melyek nem is akarják benyújtani üzleti terveiket kockázati tőkéshez. Ezek a vállalatok elzárkóznak a kockázatitőke-bevonás lehetőségétől, vagy azért, mert rájöttek, hogy nem lehetnek potenciális célcsoportjai kockázati tőkésnek, vagy pedig saját maguk döntöttek úgy, hogy a hierarchia legeljára helyezik ezt a tulajdonosi tőkebevonáson alapuló finanszírozási formát, mert nem akarják mással megosztani a vállalatra vonatkozó döntési, rendelkezési jogaikat. Gyakran előfordul, hogy a

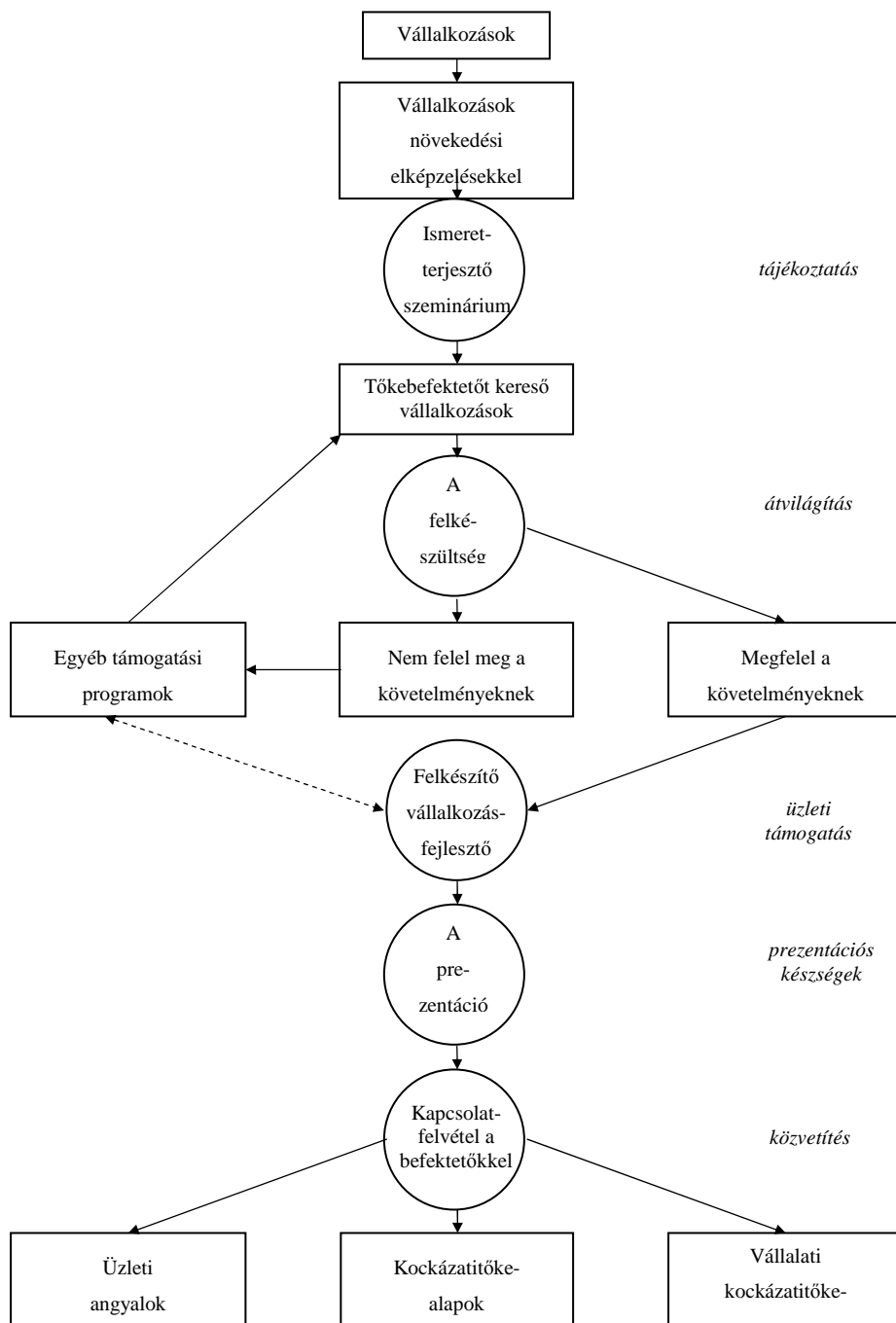
vállalkozó többre értékeli személyes befolyását a cég felett, mint a külső tulajdonos bevonása által elérhető növekedési lehetőségeket. Ismét kiemelném a kulturális környezet szerepét, hiszen ez fontos hatással lehet a vállalkozói készségekre, képességekre. A vállalkozói kultúra erősítése fejlődést indukálna a vállalkozók készségeiben, kockázatvállalási hajlandóságában, ezáltal a növekedési lehetőségekből származó előnyök ellensúlyozzák majd számukra a függetlenség elvesztését.

Az előző három bekezdésben megvizsgáltuk azokat a lehetséges kitörési pontokat, melyek révén tágíthatjuk a keresleti oldalt a kockázatitőke-piacon. Azonban egy vállalat számára nem elegendő megjelenni a keresleti oldalon, mert a keresleti- és kínálati oldal egyensúlya szigorú kritériumrendszer által determinánálta a kockázatitőke-piacon. Ez a kritériumrendszer tükrözi a kockázatitőke-befektető döntését arra vonatkozóan, hogy melyek azok a vállalkozások a keresleti oldalon, melyek felkészültek a befektetés fogadására. Ezekről a kritériumokról, részletesen beszéltünk a 2.3.2.3. fejezetben. Amennyiben egy vállalat nem felel meg a tőkebefektető által támasztott feltételrendszernek, akkor ez azt jelenti, hogy az adott vállalat még nem elég felkészült a tőke fogadására, javítania kell a felkészültségén, hogy megvalósuljon a befektetés. A felkészültségre irányuló folyamatjavítás két vállalati szegmensben alkalmazható a szegmentálási ábránk alapján. Ez a két vállalati csoport:

- Azok a vállalatok, melyek még nem nyújtottak be üzleti tervet kockázati tőkéshez, de szeretnének benyújtani
- Azok a vállalatok, akik nyújtottak már be üzleti tervet kockázati tőkéshez, de nem valósult meg a befektetés

A befektetésre való érettség megvalósítása összetett folyamat, több lépésben érdemes megvalósítani. Mason és Harrison ötlépcsős programja szemináriumokra, műhelymunkákra és egyéni konzultációkra épül, az alábbi szakaszok mentén (3.3. ábra):





3.3. ábra: **Mason és Harrison ötlépcsős felkészítési programja a befektetés fogadására**

*Forrás: Kosztopulosz [2005]*

A programot valamennyi vállalat esetében egyéni igényekre kell szabni, azért, hogy megfeleljen a fejlődés különböző szakaszaiban lévő vállalatok és a különböző szakaszokat finanszírozó befektetők követelményeinek. Az ismeretterjesztő szemináriumok célja, hogy megismertesse a különböző

életszakaszokban lévő vállalkozásokkal a finanszírozási lehetőségek teljes palettáját. A szemináriumok célcsoportja a jó növekedési képességekkel rendelkező vállalkozók, melyek képesek piaci alapon szervezni az általuk alkalmazott technológiát. A következő szakaszban ki kell szűrni a szemináriumokból a kockázati-tőkét bevonni kívánó vállalkozásokat, majd egy átvilágítási folyamaton keresztül meg kell vizsgálni ezeknek a vállalkozásoknak a felkészültségét, hogy alkalmasak-e a tőke fogadására. Azok a vállalatok, melyek negatív értékelést kapnak, újból részt vesznek a szemináriumokon, és lehetőséget kapnak arra, hogy kijavítsák hiányosságaikat. Az átvilágítás során a pozitív értékeléssel minősített vállalkozók részt vesznek egy befektetésre felkészítő vállalkozásfejlesztési programban. Ennek célja, hogy minél gyorsabban eljuttassák a vállalatot odáig, hogy pozitív cash-flow-t termeljenek, mert így a befektetők számára is jobban eladhatóak, mintha még mindig csak a termékek kifejlesztésének a stádiumában volnának. A negyedik fokozatban a vállalat segítséget kap, hogy egy meggyőző, kompromisszumra hajló prezentációt tudjon előadni a befektetőnek. Ez azért fontos, mert sokszor a menedzsment prezentációs, előadó készsége gátolja meg a befektetések megvalósulását. A program ötödik, és egyben utolsó lépése a kapcsolatfelvétel, vagyis a programot teljesítő vállalkozásokat össze kell hozni a kockázati-tőke-befektetőkkel. Ebben a lépésben érdemes beépíteni közvetítő intézményeket is, melyek elősegíthetik a kereslet és a kínálat egymásra találását (Kosztópulosz [2005]).

## ÖSSZEGZÉS

A dolgozatunk témája a kisvállalkozások keresleti attitűdjének a vizsgálata a kockázati tőke tekintetében. Ahhoz azonban, hogy megértsük, miért keresnek a vállalkozók ilyen típusú finanszírozást, meg kellett vizsgálnunk a kockázati tőke működésének alapelveit, a kockázati tőke, mint vállalatfinanszírozási alternatíva sajátosságait. Ezt a célt szolgálta az első fejezet.

Identifikáltuk, hogy a kockázati tőke viszonylag magas kockázatú tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokba általában közepes időtávon (3-7 év) tulajdonossá váló professzionális szervezetek, személyek részesedés vásárlására fordított tőkéje. Megállapítottuk, hogy a növekedésorientált kisvállalkozások jelentéktelennek tűnő számarányuk ellenére meghatározó szerepet töltenek be a foglalkoztatásban, a gazdasági növekedésben és jóval gyakrabban találkozunk körükben olyanokkal, amelyek az innovációkban látják a növekedést biztosító tartós versenyelőny fő forrását. A pénzügyi források elérhetősége viszont nagyban befolyásolja a fejlesztések, beruházások, innovációk megszületését, kibontakozását. A kockázati tőke intézménye a modern piacgazdaságokban rendkívül fontos, hiszen egy olyan helyzetben jelent mentőövet, amikor a vállalatnak elapadtak a növekedéshez szükséges szabad forrásai, sőt már a hagyományos, kereskedelmi bankok is elutasítják hitelkérelmét. A kockázati tőkések sem finanszíroznak minden olyan vállalkozást, akik kiszorultak a hitelpiacról. Keresik a nagy növekedési potenciált, de ezzel párhuzamosan befektetéseik diverzifikációjával (intézményi kockázati tőkések) vagy tranzakciós költségeik csökkentésével (informális befektetők) mérséklik a kockázatot. Szigorú kritériumrendszer segítségével választják ki a befektetésre érdemes cégeket.

Az első fejezetben betekintést nyertünk továbbá a hazai és a nemzetközi befektetési trendekbe. Beláttuk, hogy Magyarország kockázati tőke ipara ugyan regionális szinten fejlettnek tekinthető, globális vetületben még nagy elmaradása van, főként az angolszász országokhoz képest. Fontos azonban leszögezni, hogy Magyarországon a befektetett tőke GDP-hez viszonyított kis aránya mellett

jelentős probléma, hogy a tőke volumene legfőképp az expanzív szakaszba és a kivásárlásokra allokálódik, amit a hazai innovatív vállalkozások finanszírozási nehézségei is alátámasztanak. A fő okoknak az információs asszimmetriát és a méretgazdaságossági problémákat tekintettük.

A második fejezetben célunk az első fejezetben megismert tények a vállalatok aspektusából való vizsgálata. Mivel a tőkekereslet heterogénnek tekintettük, a vállalatokat abból a szempontból vizsgáljuk, hogy milyen a kockázati tőkéhez való viszonyuk. A Magyarországon aktívan működő kis- és középvállalkozásokat ez alapján különböző csoportokba szegmentáltuk. A szegmentálást követően megalkottuk saját feltevéseinket a szakirodalom segítségével a vállalkozások egyes csoportokba tartozásának lehetséges okairól. Empirikus kutatások – köztük a kérdőívünk is - azt sugallták, hogy a többség a tájékozatlanok kategóriájába tartozik. A tájékozatlanság leginkább a pénzügyi kultúra hiányával, a kockázati tőkére vonatkozó téves elméletek létezésével magyarázható. A szakmai tudás hiányához az estek egy részében szkepticizmus, pesszimista gondolkodás is társul. Ők valószínű sosem fognak a győztesek csoportjába tartozni. A „nyitottabb” vállalkozói csoportok, ugyan tényszerű ismeretekkel rendelkeznek, a kockázati tőke-befektetés megvalósulása szignifikánsan függ a vállalkozó és a vállalkozása jellemzőitől. A fejezetben rávilágítottunk, hogy a kisvállalkozásoknak a versenyhátránya, a finanszírozási nehézségeik kialakulása belső okokkal is magyarázható. Továbbá, hogy a belső okok és az életciklus erős korrelációs viszonyban állnak. Más típusú üzleti problémákkal szembesül egy kockázati tőkés, amikor egy induló fázisban lévő és más típusúval, amikor egy kései fázisban lévő vállalkozás üzleti ajánlatát értékeli. A fejezet végére körvonalazódott, hogy a keresleti attitűd alapján a vállalkozónak milyen hiányosságokkal és nehézségekkel kell szembenézniük, ha a vállalkozását külső tőke bevonásával szeretné tovább fejleszteni.

A második fejezetben felismerve az innovatív, ténylegesen növekedésre képes és hajlandó vállalatokat leginkább sújtó prominens piaci elégtelenséget, a finanszírozási rés problematikáját, a harmadik fejezetben a hazai gazdasági szereplők és a szakirodalom segítségével megpróbáltunk egy átfogó megoldási

alternatívát leírni. A modern kockázati tőke-piacal rendelkező gazdaságokban a tőkerést piaci alapon képesek megszüntetni az informális kockázati tőke-piac szereplői. Mivel azonban Magyarországon ez a réteg még nem alakult ki, szükséges az állam beavatkozása is, tekintve ezen hátrányos vállalkozói csoport kiemelt nemzetgazdasági jelentőségét. A szakértők által pozitívnak és reménytelinek ítélt központi program, a JEREMIE jelenthet mentőövet a tőkeréssel küzdő piacnak. A JEREMIE jelentős anyagi háttérrel biztosít majd célcsoportjának a növekedésorientált kisvállalatoknak. Ugyanakkor a tőkekínálati oldal dotációja nem érhet el maximális hasznosságot, ha és amennyiben a tőkekeresleti oldal nem képes a források fogadására. A második fejezet tükrében kijelenthetjük, hogy a kis- és középvállalkozói réteg szűk szegmense képes csak lehívni a tőkét, amennyiben a kockázati tőkések által használatos kritériumrendszer a programban is érvényesül. Szükségeseznek éreztük tehát megemlíteni, hogy vállalkozók fejlesztése elengedhetetlen, aminek eszközeül az ötlépcsős felkészítő program modelljét ismertettük. A program célja öt fázison keresztül megteremteni a tőkebevonás lehetőségét a vállalkozásokba, azaz hogy éretté váljanak a kockázati tőke fogadására.

Bízunk benne, hogy a jövőben további kutatások foglalkoznak a vállalkozások üzleti problémáival és az állami intervenciók, illetve a piaci mechanizmusok belső fejlődést is indukálnak a kis- és középvállalkozások életében. Reméljük dolgozatunk egy lépéssel közelebb lépett a vállalkozókhoz és felhívta a fejlesztésük szükségességét egy másfajta aspektusból.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

Bajmóczy Zoltán [2004]: Az üzleti inkubáció szerepe a vállalkozásfejlesztésben.

*Közgazdasági Szemle*, Budapest, 1132–1150. o.

Bajmóczy Zoltán – Kosztopulosz Andreász – Imreh Szabolcs [2006]: Kockázati tőke és a kisvállalkozások inkubációja. In: Makra Zsolt (szerk.): A kockázati tőke világa. AULA, Budapest

Bajmóczy Zoltán - Imreh szabolcs - Karsai Judit - Kosztopulosz Andreász - Makra Zsolt - Málovics györgy - Szerb lászló [2007]: A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei (felmérés). A felmérés adatbázisának felhasználása.

Borsi Balázs – Hunek M. – Schannen Frigyes [1998]: Kockázati tőke. In: Szirmai Péter (szerk.): Egy kockázatos iparág... A kockázati tőke Magyarországon. Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, TDK Konferencia előadásai, Budapest, 8-42. o.

Csepeli György – Örkény Antal – Székelyi Mária – Barna Ildikó [2004]: Bizalom és gyanakvás. *Szociológiai Szemle*, 7. o.

Csubák Tibor Krisztián [1998]: A kockázati tőke helyzete Magyarországon. In: Szirmai P. (szerk.): Egy kockázatos iparág... A kockázati tőke Magyarországon. Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, TDK Konferencia előadásai, Budapest, 69-88. o.

Entrepreneurship Education [2004]: Entrepreneurship Education Grows at European Universities and Business Schools. Results of 2004 Pilot Survey Conducted Jointly by EFER and EFMD. EFMD Press,

[http://www.efmd.org/html/knowledge/publ\\_detail.asp?id=040929qmsx&aid=041028nkfp&tid=3](http://www.efmd.org/html/knowledge/publ_detail.asp?id=040929qmsx&aid=041028nkfp&tid=3). Letöltve: 2008. október 12.

European Private Equity and Venture Capital Association [2004]: Central and Eastern Europe Success Stories. EVCA, [http://hun.hvca.hu//images/stories/evca\\_cee\\_stories\\_2004final.pdf](http://hun.hvca.hu//images/stories/evca_cee_stories_2004final.pdf). Letöltve: 2008. október 8.

European Private Equity and Venture Capital Association [2007]: European Private Equity Activity Survey. EVCA, [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Latest\\_Data/Activity\\_Slides\\_Preliminary2007.ppt#9](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Latest_Data/Activity_Slides_Preliminary2007.ppt#9). Letöltve: 2008. október 7.

European Venture Capital and Private Equity Association [2008]: Barometer September 2008. EVCA, [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Barometer/September\\_2008.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Barometer/September_2008.pdf). Letöltve: 2008 október 21.

European Private Equity and Venture Capital Association [2008]: History. EVCA, <http://www.evca.eu/about/default.aspx?id=1852&terms=history#Top>. Letöltve: 2008. október. 6.

Garab Kinga [2001]: Innováció és az innovációt ösztönző eszközök a KKV-k körében. A „Budapest Konzorcium Nyitóértekezlete KKV-k számára” konferencián elhangzott előadás (2001. december 6.). <http://www.tetalap.hu/docs/011206-BAC.ppt>. Letöltve: 2008. november 10.

Garantiqa Hitelgarancia Zrt. által elkészített saját piackutatás [2008. július]. Felhasználás a Garantiqa Hitelgarancia Zrt. engedélyével

Garantiqa Hitelgarancia Zrt. által megrendelt a BMB Focus Kft. által elkészített piackutatás [2008. augusztus]. Felhasználás a Garantiqa Hitelgarancia Zrt. engedélyével

Gazdasági és Közlekedési Minisztérium [2007a]: A kis- és középvállalkozások finanszírozási forrásokhoz való hozzáférése, piaci elégtelenségek vizsgálata. GKM, <http://www.nfgm.gov.hu/feladataink/kkv/vallpol/elemzesek/gap.html?query=gap>. Letöltve: 2008. október 6.

Gazdasági és Közlekedési Minisztérium [2007b]: Piaci növekedés, finanszírozás. GKM, [http://nfgm.gov.hu/data/cms1554105/piac\\_nov\\_finanszirozasl.pdf](http://nfgm.gov.hu/data/cms1554105/piac_nov_finanszirozasl.pdf), Letöltve: 2008. október 6.

GKI Gazdaságkutató Zrt. [2003]: A magyarországi kockázati tőke iparág lehetőségei a hazai vállalkozások fejlesztésében, versenyképességük növelésében. GKI, Budapest.

GKI Gazdaságkutató Zrt. [2007]: A JEREMIE program, EU pályázatok felül- és alulnézetben. GKI, [http://www.gki.hu/docs/eualulfelul\\_batora\\_laszlo.pdf](http://www.gki.hu/docs/eualulfelul_batora_laszlo.pdf). Letöltve: 2008. november 3.

Gladstone, D. – Gladstone, L. [2001]: *Venture Capital Handbook: An Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital*. FT Press.

Gompers, P. – Lerner, J. [2001]: The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 145-168. o.

Harding, R. [2002]: Plugging the knowledge gap: an international comparison of the role for policy in the venture capital market. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 59-76. o.



Jensen, M. C. – Meckling, W. H. [1976]: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360. o.

Kállay László – Imreh Szabolcs [2004]: A kis- és középvállalkozás-fejlesztés gazdaságtana. AULA, Budapest

Karsai Judit [2003]: The venture capital and private equity market in Hungary with a special focus on EU enlargement. "From Here and From There: New and Old Members' Perception on EU Enlargement" Joint Workshop of the Dutch- and Hungarian Networks of Institutional Economics, Groningen, 1-16. o.

Karsai Judit [2006a]: A magyar kockázati tőke-finanszírozás másfél évtizede (1989 – 2004). In: Makra Zs. (szerk.): A kockázati tőke világa. Aula, Budapest.

Karsai Judit [2006b]: Kockázati tőke európai szemmel. *Közgazdasági szemle*, 1023-1051. o.

Karsai Judit [2008]: Magyarországi kockázati- és magántőke-ipar öt éves fejlődése (2002-2007). Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület, Budapest

Katz, J. A. [2003]: The Chronology and intellectual trajectory of american entrepreneurship education. *Journal of Business Venturing*, 283–300. o.

Kisvállalkozások Európai Chartája [2000]: Kisvállalkozások európai chartája. Európai Bizottság Vállalkozásfejlesztési Kiadványok, [http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise\\_policy/charter/docs/charter\\_hu.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/charter/docs/charter_hu.pdf).  
Letöltve: 2008. október 13.

Kornai János [1989]: *Indulatos röpirat a gazdasági átmenet ügyében.* HVG Rt, Budapest.

Kosztópulosz Andreász [2005]: *Az üzleti angyalok szerepe a fiatal, növekedésorientált kisvállalkozások finanszírozásában és fejlesztésében.* Ph.D. értekezés, Szeged.

Kosztópulosz Andreász – Makra Zsolt [2005]: *A kockázati tőke részvételének formái a technológia-orientált vállalkozások fejlődésének korai szakaszában.* In Buzas N. (szerk.): *Tudásmenedzsment és tudásalapú gazdaságfejlesztés.* JATEPress, Szeged, 328-351. o.

Kosztópulosz Andreász - Makra Zsolt [2006]: *Az üzleti angyalok vállalkozásfinanszírozó és –fejlesztő tevékenysége.* In: Makra Zsolt (szerk.): *A kockázati tőke világa.* AULA, Budapest

KSH [2008]: *A regisztrált gazdasági szervezetek száma, 2008. I. félév,* KSH, <http://portal.ksh.hu/pls/ksh/docs/hun/xftp/gyor/gaz/gaz20806.pdf>. Letöltve: 2008. október 10.

Laki Mihály [1998]: *Kisvállalkozás a szocializmus után.* Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest

Mason M. - Harrison R.T. [2000]: *Support for regional venture capital funds: a critique of the Department of Trade and Industry's proposals.* Working paper, University of Southampton/University of Aberdeen

Mason, C. M. – Harrison R. T. [2002]: *Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments.* *Journal of Business Venturing*, 211-236. o.

Nagy Patrícia [2004]: Az informális és a formalizált kockázati tőke szerepe a finanszírozási rések feloldásában. In: MTA [2004]: Gazdasági szerkezet és versenyképesség az EU csatlakozás után. A VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia előadásai. MTA, Pécs, 422-430. o.

National Venture Capital Association [2005]: Venture Impact. NVCA, [http://www.nvca.org/pdf/NVCA\\_VentureCapital07.pdf](http://www.nvca.org/pdf/NVCA_VentureCapital07.pdf). Letöltve 2008. október 3.

OECD Venture Capital Database [2002]: Science Technology Industry. OECD, <http://www.oecd.org/dataoecd/4/11/28881195.pdf>. Letöltve: 2008. október 1.

Osman Péter [2005]: A kockázati tőke finanszírozásról. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, <http://hun.hvca.hu/media/pub/Osman-MSZH.pdf>. Letöltve: 2008. október 2.

Osman Péter [2006]: A kockázati tőkéről. In: Makra Zsolt (szerk.): A kockázati tőke világa. AULA, Budapest

Sohl, J. [2007]: The angel investor market in 2007: Mixed signs of growth. Center for Venture Research, [http://wsbe.unh.edu/files/2007%20Analysis%20Report\\_0.pdf](http://wsbe.unh.edu/files/2007%20Analysis%20Report_0.pdf). Letöltve: 2008. november 3.

Szerb László – Rappai Gábor [2005]: A kezdő vállalkozások finanszírozása és az informális tőkebefektetők jellemzői Magyarországon. In: Szerb László (szerk.): Vállalkozásindítás, vállalkozói hajlandóság, és a vállalkozási környezeti tényezők alakulása Magyarországon a 2000-es évek első felében. Pécsi Tudományegyetem, Pécs, 75-79. o.

Szerb László – Márkus Gábor [2006]: A felsőoktatási környezet hatása a vállalkozói életpálya választására. *Közgazdasági Szemle*, 248–273. o.

Szerb László [2006]: Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. In: Makra Zs. (szerk.): A kockázati tőke világa, Aula, Bp.

Szerb László – Kocsis Kisantal Orsolya [2008]: Vállalkozói kultúra Magyarországon két napilap tükrében. *Közgazdasági Szemle*, 2008. március, 243–261. o.

# MELLÉKLETEK

## 1. számú melléklet

# Kérdőív

a kockázatitőke-piac keresleti oldalának a vizsgálatához

### 1) Mi a célja a kockázati tőke konferencián való részvételének?

- a) Tájékozódás a kockázati tőke finanszírozási lehetőségről
- b) Kapcsolatok kiépítése
- c) Konkrét befektető keresése
- d) Egyéb.....

### 2) Kapott- e már kockázatitőke-típusú befektetést?

Igen

Nem

### 3) Nyújtott-e már be üzleti tervet kockázati tőkéshez?

Igen

Nem

### 4) Ha nem nyújtott még be üzleti tervet kockázati tőkéshez, akkor ennek mi az oka?

Nem nyújtott még be üzleti tervet, de nem is akar benyújtani, mert,

- a) Nem kívánja megosztani a működésre vonatkozó belső információkat
- b) Nem kívánja megosztani a működésre vonatkozó irányítási- és rendelkezési jogokat
- c) Magas a tőkebevonás költsége
- d) A kockázatitőke-bevonás túl hosszú procedúra
- e) Egyéb...

Szeretne benyújtani üzleti tervet, de még nem nyújtott be, mert:

- f) Szervezeti szempontból még nem érett meg rá a vállalat
- g) Nehézséget jelent megfelelő üzleti terv összeállítása

- h) Még nem érett rá a projekt
- i) Nem ismer kockázati tőke befektetőt
- j) Egyéb...

**5) Ha nyújtott már be üzleti tervet kockázati tőkéshez, akkor megvalósult-e a befektetés?**

Igen

Nem

**6) Ha nem valósult meg a kockázati tőke-befektetés, akkor mik voltak a főbb hivatkozási okok? (1: legkevésbé jellemző ok, 5: leginkább jellemző ok)**

- |   |   |   |   |   |   |
|---|---|---|---|---|---|
| a) Menedzsment problémák  | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| b) Pénzügyi okok  | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| c) Nem vonzó életszakaszok                                      | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| d) Az üzleti terv problémái                                     | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| e) Ágazati problémák  | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| f) Nem sikerült megállapodni a konkrét szerződési feltételekben | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| g) Egyéb...   | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |

**7) Ha megvalósult a kockázati tőke-befektetés, akkor:**

**a) Ha a vállalat kereste a kockázati tőkést, akkor mennyi idő telt el a keresés megkezdésétől, a tőke rendelkezésre bocsátásáig?**

**b) Mekkora tőkebevonásra került sor? ( összeg, részesedés %)**

**c) Ha a kiszállás után van a vállalat, akkor mennyi idő telt el a szerződés megkötésétől, a kiszállásig?**

**d) Milyen módszerrel történt a kiszállás?**

- i. Szakmai befektetőnek történő eladás
- ii. Tőzsdei értékesítés
- iii. Könyvleírás
- iv. Értékesítés kockázati tőkésnek
- v. Visszavásárlás

**e) Mekkora az átlagos megtérülési idő, és a megtérülési ráta?**

**f) Személyes tapasztalatok. ( 1: legrosszabb, 5: legjobb )**

Hogyan értékelné a kockázati tőkessel való kapcsolatát?

1      2      3      4      5

Milyen pozitív, illetve negatív dolgokat tud említeni?