

## GYORS TÉNYKÉP

### A KOCKÁZATI TŐKE LEHETŐSÉGEI A KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK FINANSZÍROZÁSÁBAN A DÉL-DUNÁNTÚLI RÉGIÓ SZEMSZÖGÉBŐL

(Possibilities of Venture Capital in Financing SME's from the Point of View of the South Transdanubian Region)

MÁRTON GYÖRGY

*Kulcsszavak:*

*kis- és középvállalkozások kockázati tőke kockázati tőkefinanszírozás regionális kockázati tőkealap*

*A szerző tanulmányában a kockázati tőke alkalmazási lehetőségét mutatja be a tőkehiánnyal küzdő hazai kis- és középvállalkozások finanszírozásában. A kereskedelmi banki hitelezés feltételeinek megfelelni nem tudó KKV-k financiaiális helyzetének javítása a kockázati tőkefinanszírozással oldható meg. E finanszírozási formában rejlő lehetőségek azonban túlmutatnak ezen, mivel a kockázati tőke megfelelő keretek között a területfejlesztés egyenlőtlenség-mérséklési törekvéseinek eszközévé válhat.*

### Bevezetés

A hazai kis- és középvállalkozások (a továbbiakban: KKV-k) fejlődését hátráltató egyik legfontosabb akadály a tőkehiány. A KKV szektor helyzetét bemutató konjunktúravizsgálatok eredményei igazolják e probléma súlyosságát: a megkérdezett vállalkozások több mint egyharmada akut tőkehiányról panaszkodik (*Kis- és közepes... 2000*), és a KKV-k közel fele aktívan érdeklődik külső finanszírozási források után (*Kis- és közepes... 1998*).

A magyar KKV-k – különösen az induló, illetve az új növekedési pályára álló vállalkozások – jelentős hányada nem képes fejlesztései finanszírozásához banki hitelhez jutni, mert nem tudnak megfelelni a kereskedelmi banki hitelezés követelményeinek. Ez még olyan országokban is nehézségeket okoz, ahol a hitelintézeti szektor lényegesen nagyobb tapasztalattal bír a vállalkozás-financezírozás területén, és ahol a vállalkozások jövőben várható jövedelemtermelő képességét sokkal inkább elfogadják a hitelnyújtás alapjaként, mint nálunk.

A magyar KKV-k jövedelemtermelő képessége jóval alacsonyabb a nyugat-európai szintnél, ebből kifolyólag még azoknál a vállalkozásoknál is, amelyek kaphatnak banki hitelt, az azzal járó adósságszolgálat a fejlődés jelentős gátjává válhat, mivel a tőke- és kamattörlesztés elvonja a forrásokat a további fejlesztési beruházások elől. Ez sok esetben a vállalkozás eladósodását eredményezi: a törlesztő részek fizetéséhez szükséges forrásokat a cég csak újabb hitelek felvételével tudja előteremteni. Ez tovább növeli a vállalkozás eladósodottságát, ráadásul rontja hitelképességét is, ami miatt további hitelekhez való hozzájutás még kedvezőtlenebb

kondíciók mellett lehetséges. A folyamat tehát egy ördögi kör, melynek legtöbb esetben elkerülhetetlen következménye a vállalkozás fizetéseképtelenné válása. A fentiekből következően a KKV-k fejlesztési célú finanszírozását többnyire nem lehet kereskedelmi banki hitel felvételével finanszírozni.

A kockázati tőke jelentősége abban van, hogy a hagyományos hitel-típusú finanszírozás helyett tőke-típusú finanszírozást valósít meg. Az ilyen tevékenységet végző befektető cégek gazdasági szemlélete eltér a kereskedelmi bankokétól, és ebből az eltérő megközelítésből fakadóan olyan KKV-k fejlesztését is finanszírozzák, amelyek azt hiteltől, saját forrásból, vagy egyéb idegen források bevonásával nem tudnák megoldani (*Forrásbővítés...* 1997). Mindez pedig kulcsfontosságú a magyar gazdaság fejlődése szempontjából, hiszen éppen az új technológiák bevezetésére és elterjesztésére alkalmas KKV-k lehetnek a magyar gazdasági fejlődés és megújulás jövőbeli motorjai.

### *A kockázati tőke fogalma és főbb jellemzői*

A fogalomnak – viszonylagos újszerűségéből és komplex jellegéből következően – nincs egységes, mindenki által elfogadott definíciója. A szakirodalomban a kockázati tőke (risk capital) és a vállalkozási tőke (venture capital) fogalmak használatában erős átfedések vannak. Az angolszász szakirodalomban a vállalkozási tőke szűkebb fogalmat takar, mint a kockázati tőke, tehát minden vállalkozási tőke egyben kockázati tőke is, de nem minden kockázati tőkebefektetés tekinthető egyben vállalkozási tőkebefektetésnek. A német, illetve a magyar szakirodalom azonban éppen fordítva kezeli ezeket a fogalmakat: a vállalkozási tőkét tekinti szélesebb körű, a kockázati tőkét pedig szűkebb körű fogalomnak. Tehát az angol venture capital magyar megfelelője a kockázati tőke, nem pedig a tükörfordításból adódó vállalkozási tőke.

A kockázati tőkefinanszírozási tevékenység definíciójaként a következő meghatározást tartjuk a legmegfelelőbbnek: „a kockázati tőke hivatásos pénzügyi közvetítők alaptőke-befektetését jelenti olyan, tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokba, amelyek az átlagosnál nagyobb növekedési potenciállal, illetve értéknövelő képességgel rendelkeznek, és ahol a befektetők célja a maximális tőkenyereség” (*Karsai 1995, 19*).

A kockázati tőkefinanszírozásnak számos olyan jellegzetessége van, ami egyértelműen megkülönbözteti az egyéb finanszírozási formáktól. A legfőbb tulajdonságok a következők:

- *Hivatásos pénzügyi közvetítők:* A kockázati tőketársaságok a befektető-finanszírozó tevékenységükkel közvetítő szerepet látnak el a pénz- és tőkepiacon a pénztulajdonosok és a kockázati finanszírozást igénybe vevő vállalkozások között. A pénztulajdonosok széles köréből megtakarításokat gyűjtenek, és az így mozgósított forrásokat vállalkozások finanszírozásába forgatják.
- *Vállalkozásokban részesedést szereznek:* A kockázati tőketársaságok nem a hitelfolyósítás szokásos módján, visszafizetési kötelezettséggel és kamatfizetés ellenében vesznek részt a vállalkozások finanszírozásában, hanem befekte-

tésük ellenében a vállalkozásokban résztulajdont szereznek. A vállalkozás számára a kockázati tőkefinanszírozás saját tőkeként jelenik meg. A kockázati tőkéstől olyan cég is részesülhet tőkében, amely nem tud hitelhez jutni, mert nem rendelkezik a hitelképességhez elegendő vagyoni fedezettel, sem pedig megfelelő kezeléssel.

- *Részt vesznek a menedzsmentben:* A kockázati tőke nemcsak tőkét biztosít az ígéretes vállalkozások számára, hanem szükség szerint részt vesz azok menedzselésében is. A menedzsmentbe való bekapcsolódás révén a kockázati tőke megteremti annak lehetőségét és intézményes kereteit is, hogy a vállalkozás sikerének biztosítása érdekében mozgósítsa saját üzleti kapcsolatait, illetve az ily módon finanszírozott cégbe szükség szerint „bevigye” a saját szakembereit is.
- *Jelentős üzleti kockázatot vállalnak:* A kockázati tőketársaságok üzleti tevékenységük lényegeként olyan kockázatokkal dolgoznak, amelyek mértéke és természete a hagyományos (pl. kereskedelmi banki) finanszírozási ügyletek gyakorlatában többnyire már elfogadhatatlan. Ezeknek a kezelése – éppen a mértékükből és a természetükből adódóan – igen sajátos ismereteket és tapasztalatokat igényel.
- *Profitérdek alapján működnek:* A kereskedelmi bankok a pénzforrásokat a hitelkérelmező általános hitelképességének vizsgálata alapján helyezik ki. A kockázati tőketársaságok ezzel szemben üzleti értelemben más minőséget képviselnek, mint a pénz- és tőkepiac többi szereplője. A magánkézben lévő kockázati tőkére jellemző, hogy a befektetés célpontjául választott vállalkozáshoz hasonlóan annak minél nagyobb jövedelmezőségét tekinti a legfontosabbnak, tehát neki is a profitszerzés az alapvető és egyben természetes célja.
- *A befektetéseiket idővel kivonják:* A befektetett tőke kivonása a résztulajdon értékesítésével realizálódik. A kockázati tőke érdekeltisége sokkal inkább a maximális tőkenyereség eléréséhez fűződik, mintsem ahhoz, hogy a részvételével felépített vállalkozásokból osztalékot húzzon.

### *A kockázati tőkefinanszírozás helyzete Európában*

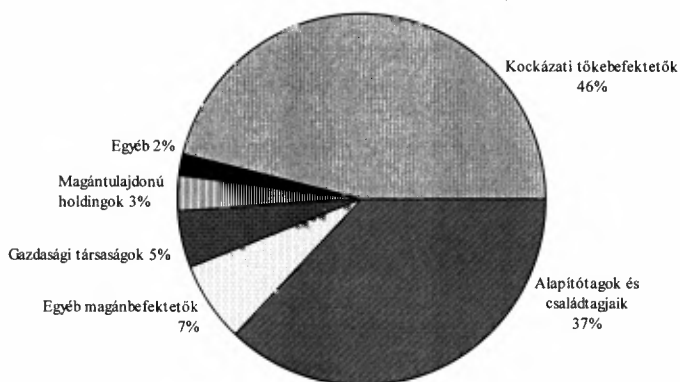
Az USA-ban és az Egyesült Királyságban már a negyvenes évek közepén megjelent a kockázati tőkebefektetési tevékenység. Európában először Franciaországban (1972) és Svédországban (1973), majd valamivel később Németországban (1975), Spanyolországban (1978) és Hollandiában (1981) is megindult a kockázati tőkefinanszírozás.

A nyolcvanas évek elejétől a kilencvenes évek végéig az európai kockázati tőkebefektetések kumulatív értéke meghaladta a 125 milliárd eurót. A befektetési érték dinamikus növekedését jelzi, hogy az 1999. évi befektetések összege elérte a 25,1 milliárd eurót, ami az 1994-es befektetési érték több mint 4,6-szorosa (*European private... 2000*).

*A kockázati tőkebefektetők szerepe a vállalkozások működésében*

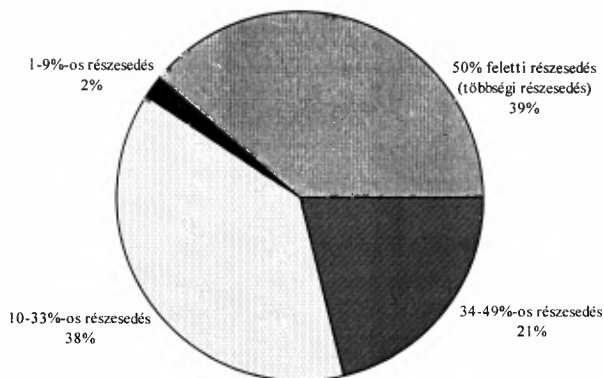
Nemzetközi vizsgálatok eredményei szerint a kockázati tőkebefektetők ugyan jelentős, átlagosan 46%-os részesedést birtokolnak portfólióvállalataikban (1. ábra), a kockázati tőkések több mint 60%-a azonban csak kisebbségi részesedéssel rendelkezik (2. ábra).

## 1. ÁBRA

*A portfólióvállalatok tulajdonosi szerkezete  
(The Proprietary Structure of Portfolio Companies)*

Forrás: The Economic Impact... 1996.

## 2. ÁBRA

*A kockázati tőkebefektetők részesedése  
(The Share of Venture Capital)*

Forrás: The Economic Impact... 1996.

A kockázati tőkebefektetők által a portfólióvállalataikba investált tőke átlagos nagysága 2000 első félévében 2,9 millió euró volt (*EVCA Mid-Year... 2000*). A kockázati tőketársaságok 71%-a 5 millió euró alatti összeget fektetett be, 42%-uk pedig 1 millió eurónál kisebb összeget (*The Economic Impact... 1996*).

A kockázati tőkefinanszírozás ügylettípusai tekintetében a kockázati tőkebefektetések 35%-a a terjeszkedés, 38%-a az MBO és MBI ügyletek, 19%-a pedig az indulás és a korai szakasz finanszírozására irányul (1. táblázat).

### 1. TÁBLÁZAT

*A kockázati tőkebefektetések ügylettípusok közötti megoszlása, 2000. 1 félév*  
(*The Distribution of Venture Capitals by Transaction Types, First Half-year, 2000*)

	Összeg		Vállalkozások száma	
	(1000 euró)	(%)	(db)	(%)
Seed	385 656	2,9	431	9,3
Start-up	2 124 013	15,8	1623	35,0
Terjeszkedés	4 762 366	35,4	1883	40,7
MBO, MBI	5 081 658	37,7	430	9,3
Tőke kiváltás	1 116 479	8,3	263	5,7
Összesen	13 470 173	100,0	4630	100,0

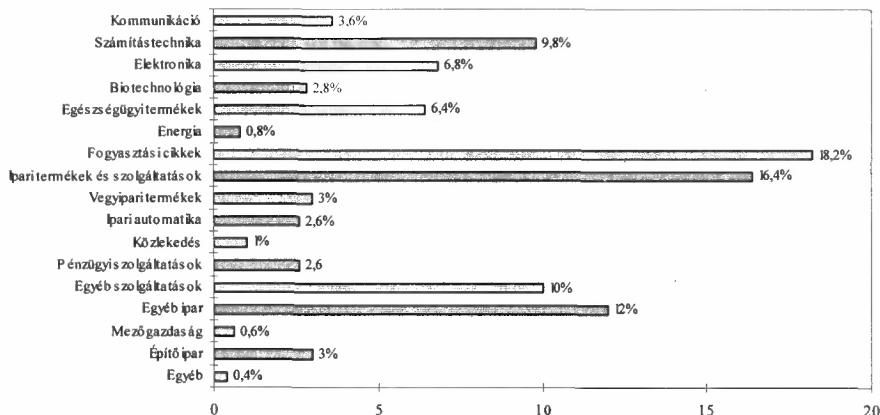
Forrás: EVCA Mid-Year... 2000.

### *A kockázati tőke támogatásával működő vállalkozások főbb jellemzői*

A kockázati tőke által támogatott vállalkozások a legkülönbözőbb tevékenységekkel foglalkoznak, de említést érdemel, hogy a vállalkozások több mint egyharmada a fejlett technológiát alkalmazó ágazatokban tevékenykedik (3. ábra).

### 3. ÁBRA

*A portfólióvállalatok által végzett tevékenységek*  
(*The Activities of Portfolio Companies*)



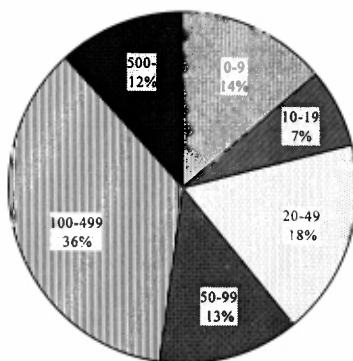
Forrás: The Economic Impact... 1996.

A vállalkozások viszonylag fiatalnak mondhatók: majdnem minden második (48%-uk) 5 évnél fiatalabb, és közel háromnegyedük (a vállalkozások 72%-a) fiatalabb 10 évnél.

A portfólióvállalatok többsége KKV: 88%-uk 500 főnél kevesebb alkalmazottat foglalkoztat. Ezen belül is kiemelkedően magas a középméretű (50–499 főt foglalkoztató) vállalkozások aránya, a felmérések szerint a portfólióvállalkozások mintegy fele sorolható ebbe a kategóriába (4. ábra).

#### 4. ÁBRA

*A vállalkozások foglalkoztatotti létszám szerinti megoszlása  
(The Share of Corporations by Size Groups of Employees)*



*Forrás:* The Economic Impact... 1996.

A kockázati tőke által megfinanszírozott vállalkozások jelentős növekedést tudtak felmutatni. A cégek árbevétele átlagosan mintegy 35%-kal nőtt évente, ami messze meghaladja az 500 legnagyobb európai vállalat növekedési ütemét.

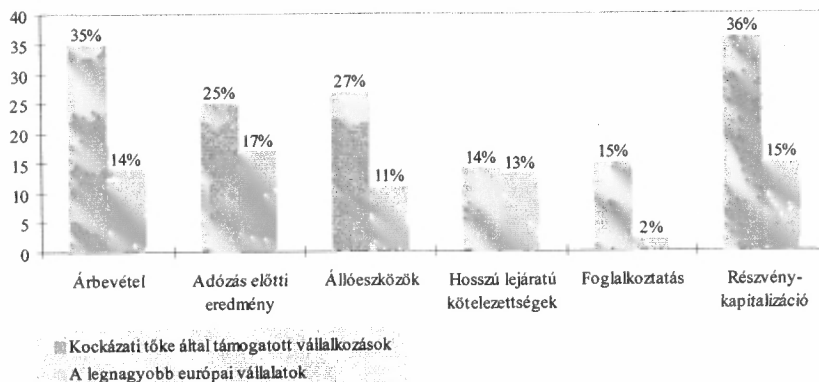
A foglalkoztatás területén ez a különbség még szembetűnőbb: a megvizsgált vállalkozásokban évente 15%-kal nőtt a munkahelyek száma, ami nem kevesebb, mint hétszer akkora növekedési rátát jelent, mint ami a legjelentősebb európai cégéknél volt tapasztalható (5. ábra).

A kockázati tőke részvételével működő vállalkozásokra igen élénk beruházási aktivitás és jelentős nemzetközi értékesítési tevékenység jellemző. Ezt mi sem bizonyítja jobban, mint hogy a megvizsgált cégek által eszközölt beruházások volumene évente átlagosan 25%-kal, exportbevételeik pedig 30%-kal nőttek.

Külön figyelmet érdemel az is, hogy a kockázati tőketársaságok közreműködésével működő vállalkozások K+F ráfordításai 1995-ben elérték az éves árbevétel 8,6%-át, ami kiugróan magas arányt jelent (a legnagyobb európai vállalatok árbevétel-arányos K+F kiadásai ugyanezen évben mindössze 1,3%-ot tettek ki).

## 5. ÁBRA

Az éves növekedési ráták összehasonlítása (1991–95)  
(The Comparison of the Yearly Growth Rate between 1991 and 1995)



Forrás: The Economic Impact... 1996.

Az előző adatok hűen bizonyítják a kockázati tőkefinanszírozásnak a KKV-k fejlesztésében, és ezen keresztül a területfejlesztésben betöltött szerepét. A kockázati tőkebefektetések jelentősen képesek növelni a KKV-k versenyképességét, ami létfontosságú a vállalkozások jövőbeni fejlődése szempontjából. A fejlesztési politikák, így a regionális fejlesztési stratégiák és programok kidolgozása és megvalósítása során célszerű tehát nagy hangsúlyt fektetni a kockázati tőkefinanszírozás ösztönzésére.

### A magyar kockázati tőkeágazat főbb jellemzői

A szűkebb értelemben vett kockázati tőkebefektetés nagysága Magyarországon megközelíti a 400 millió USD-t, a kockázati tőke céljára még be nem fektetett tőke értékével együtt azonban a potenciálisan elérhető kockázati tőke nagysága meghaladja az 1 milliárd USD-t (Karsai 2000).

A kockázati tőke piaca a befektetések nagyságát illetően három fő szegmensre bontható (A kockázati tőke... 1996):

- Néhány ezer USD-tól – 300 ezer USD-ig terjedő befektetések

Jellemzői:

- tipikusan a hazai KKV-k finanszírozását célozzák meg;
- a piac ezen szegmensében többségében vannak a hazai kockázati tőkebefektető cégek;
- a kisebbségi részesedés megszerzése az általános;
- a kockázati tőke kereslete a kínálatot meghaladja.

- 300 ezer – 3 millió USD közötti befektetések

Jellemzői:

- elsődleges befektetési célpontok a hazai közép- és nagyvállalatok;
- a szereplők döntő többsége külföldi tőkét mozgósító alap;

- a tőke kínálat meghaladja a keresletet;
- a piac viszonylag telített, az összes kockázati tőkebefektető több mint fele ide sorolható, s a külföldi alapok mellett a magyar kereskedelmi bankok tartós befektetései is ide tartoznak.
- *3 millió USD feletti részpiac*  
Jellemzői:
  - a befektetések kizárólag a nagyvállalati körre korlátozódnak;
  - viszonylag szűk a tőke kínálat;
  - mindössze 3–4 befektetési alap és az EBRD közvetlen tőkebefektetései uralják.

Magyarországon a kockázati tőke üzletágában tevékenykedő befektetők esetében nem jellemző a szektorokra történő specializáció, a kockázati tőkealapok tehát általában nem zárják ki egyetlen terület finanszírozását sem. A befektetések ágazati megoszlását vizsgálva mégis megnevezhetők olyan területek, amelyek a preferált szektorokat jelentik (2. táblázat).

## 2. TÁBLÁZAT

*A kockázati tőkebefektetések ágazati megoszlása  
(The Share of Venture Capitals by Industries)*

Ágazat	Befektetés aránya
Agrárium	5–7%
Egészségügy	5–7%
Kereskedelem	7–10%
Információtechnológia	16–22%
Feldolgozóipar	26–36%
Egyéb	13–18%
<i>Összesen</i>	<i>72–100%</i>

*Forrás: Papp 1999.*

Mint látható, a kockázati tőke kedvelt szektorai közé tartozik az iparon belül a feldolgozóipar (ezen belül is elsősorban az elektronika, a híradástechnika és a műszergyártás), a szolgáltatások közül pedig az információtechnológia és a kereskedelem. A felsorolt szektorok előtérbe kerülése összhangban van nagyobb jövedelmezőségükkel, de ez egyben területfejlesztési szükségyszerűség is, hiszen ezen ágazatok fejlesztése kulcsfontosságú a területi versenyképesség javítása szempontjából.

### *A magyar KKV-k kockázati tőkefinanszírozásának problémái*

A kockázati tőke KKV-kba történő bevonása erősen függ az érintett vállalkozások szerveződésének jellegétől:

- A vállalkozói kör jelentős része olyan, korábbi munkahelyét elvesztő kényszervállalkozó, aki akaratán kívül vált magánvállalkozóvá. E vállalkozások túlnyomó többsége alkalmazott nélküli mikrovállalkozás, melyek esetében



nemhogy a kockázati tőkefinanszírozás ismerete, de még az alapvető vállalkozói ismeretek és az átgondolt üzleti terv is hiányoznak.

- A vállalkozások másik csoportjába olyan, javarészt családi vagy rokoni alapon szerveződő mikro- és kisvállalkozások tartoznak, amelyek rendelkeznek a vállalkozói tevékenység folytatásához szükséges célokkal és ismeretekkel, de a nehéz gazdasági körülmények között főként csak a pusztá fennmaradásra törekcsenek – a jövőre vonatkozó perspektivikus elképzelések nélkül. Emellett e vállalkozásokban a kockázati tőke bevonását az is hátráltatja, hogy függetlenségük megőrzésére törekednek, ezért az új tulajdonos belépését elkerülendő, szívesebben vesznek fel kereskedelmi banki hitelt.
- A hazai KKV-k harmadik kategóriájába azok a vállalkozások sorolhatók, melynek tagjai tudatosan választották ezt az életformát. Legtöbbszük már a rendszerváltást megelőzően, főleg a nyolcvanas évek második felében vált vállalkozóvá. Ezen korai vállalkozások egy része mára már megszűnt, vagy a fizetéseképtelenség közelébe került, másik részük viszont ígéretes fejlődési lehetőségekkel rendelkezik. A számos hazai KKV közül tehát a kockázati tőke bevonására elsősorban ezek esetében kerülhet sor.

A kockázati tőke KKV-kban való részvételét nagymértékben gátolja, hogy az ágazat tőkeínálatának zömét kezelő *külföldi országalapok* akkora tőkevolumennel rendelkeznek és olyan mértékű tranzakciós költségekkel dolgoznak, hogy az általuk megkívánt *minimális tranzakcióméret* általában meghaladja a félmillió dollárt (a nagyobb tőkealapok esetében ez a limit akár több millió dollár is lehet). A hazai KKV-kra vonatkozó felmérések azt mutatják, hogy még az 50 főnél több alkalmazottat foglalkoztató középvállalkozások átlagos hitelígénye is csak 100 millió forint körül van (Kállay 2000). Ebből következtethetünk a KKV-k tőkeigényére, ami jóval alatta marad a külföldi kezelésben lévő országalapok minimális befektetési összehatárának. Így a külföldi alapok számára tulajdonképpen csak a nagyvállalkozásokba történő befektetések jöhetnek szóba.

A kis- és középvállalkozások kockázati tőkével történő finanszírozását a fentiek túl hátráltatja a kockázati tőkebefektetés sajátos vonásainak nem kellő mértékű ismerete, valamint a *vállalkozói kultúra hiánya*. Javarészt ezzel magyarázható az a KKV-kra jellemző hozzáállás, ami a külső tőkebefektetésektől való idegenkedésben nyilvánul meg.

### *A KKV-k helyzete a Dél-Dunántúlon*

Magyarországon 80, a Dél-Dunántúlon ennél csak alig kevesebb, 74 működő vállalkozás jut 1000 lakosra, ami több mint 50%-kal haladja meg az Európai Unió tagállamainak átlagát (48) (Széchenyi Terv. Vállalkozáserősítő... 2000). Tekintettel arra, hogy a vállalkozások túlnyomó többsége KKV, ezen adatok jelzik a hazai KKV szektor fejlesztésének kiemelkedő gazdasági-társadalmi jelentőségét.

A Dél-dunántúli régióban a gazdasági szervezetek működési formák szerinti megoszlásában 1999-ben a társas vállalkozások tették ki a kisebb hányadot 35,2%-kal.

Az egyéni vállalkozások ugyanakkor 64,8%-ot képviseltek, ami 6,5%-kal haladja meg az országos átlagot.

A vizsgált térségben az országos átlagnál is nagyobb az önfoglalkoztató KKV-k aránya (3. táblázat). Ez annyit jelent, hogy a vállalkozók többnyire csak önmagukat vagy családtagjaikat foglalkoztatják, és külső munkaerőt ritkán alkalmaznak. Az önfoglalkoztatás magas aránya a vállalkozói szektor gyengeségét jelzi, ami a gazdasági elmaradottsággal függ össze.

### 3. TÁBLÁZAT

*Működő vállalkozások létszám-kategória szerinti megoszlása 1999-ben (%)*  
(The Number of Active Corporations by Size Groups of Employees in 1999)

	Alkalma- zott nél- küli	Mikrováll. (1–9 fő)	Kisváll. (10–49 fő)	Középváll. (50–249 fő)	Nagyváll. (250– fő)	Összesen
Dél- Dunántúl	69,4	27,3	2,6	0,6	0,1	100
Magyar- ország	66,6	29,8	2,9	0,6	0,1	100

Forrás: KSH 2000 alapján saját számítás.

A KKV-k gazdasági ágazatok szerinti megoszlását tekintve a társas vállalkozások zöme – az országos megoszláshoz hasonlóan – a kereskedelem, az ingatlanügyletek és a gazdasági szolgáltatások területén tevékenykedik. Országos átlag feletti azonban a mezőgazdaságban és az erdőgazdálkodás területén működő, valamint a szálláshely-szolgáltatással és vendéglátással foglalkozó társas vállalkozások súlya.

Az egyéni vállalkozások esetében – az országos helyzettel analóg módon – szintén domináns a kereskedelem, az ingatlanügyletek és a gazdasági szolgáltatások terén tevékenykedő vállalkozások száma, valamint jelentős hányaduk dolgozik a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás területén is: ez az ágazat a régió egyéni vállalkozóinak 11,5%-át foglalkoztatja (országosan ez csupán 6,4%).

A KKV-k mind országosan, de különösképpen a Dél-dunántúli régióban önfoglalkoztató jellegük miatt meghatározó szerepet játszanak a foglalkoztatási helyzet alakulásában. A foglalkoztatottságban betöltött szerepük jóval meghaladja a nagyvállalkozásokét (Magyarországon 1999-ben az összes foglalkoztatott 69%-a dolgozott a KKV-kban, ezek közül is több mint 50% a mikro- és kisvállalkozásokban), ők alkotják azt a szektort, ahol a legtöbb új munkahely jön létre (a KKV-kban foglalkoztatottak aránya évente több mint 1%-kal növekszik). Ugyanakkor a KKV szektor problémáit jól jellemzi, hogy gazdasági súlyuk jelentősen elmarad a foglalkoztatásban betöltött szerepük mögött: a KKV-k GDP részesedése nem éri el a 45%-ot, ezen belül a mikro- és kisvállalkozások által megtermelt GDP aránya alig éri el az összes nemzeti termék 20%-át (*A kis- és középvállalkozások...* 2000).

A KKV-k alacsony teljesítőképességének okai között előkelő helyet foglal el az alacsony tőkeellátottság. A tőkeellátottsági helyzet alakulását jelző egy alkalmazott-ra jutó saját tőke mutatója KKV-k esetében nem éri el az összes vállalkozásra jellemző átlagérték 50%-át, míg a nagyvállalkozások esetében ez a mutató az átlagos

szintet annak 2/3-ával haladja meg. A nagyvállalati tőkekoncentráció töretlenül folytatódik: az utóbbi 2–3 évben a nagyvállalkozásokban évente mintegy 40%-kal nőtt a tőkeellátottsági mutató, miközben a mutató értéke a KKV-k esetében csak alig növekedett (*A kis- és középvállalkozások... 2000*).

Látható tehát, hogy a KKV-k tőkehiányos helyzetének oldása elengedhetetlenül fontos jövőbeni fejlődésük szempontjából.

### *Regionális kockázati tőkealap kialakításának lehetőségei a Dél-Dunántúlon*

#### *Az alap illeszkedése a kormányzati célkitűzésekhez*

A kormány a KKV-k működési feltételeinek javítása céljából elfogadta az 1161/1998. (XII.17.) sz. kormányhatározatot a mikro-, kis- és középvállalkozások fejlesztésének középtávú stratégiájáról. E határozattal olyan környezet kialakítását támogatja, amely arra ösztönzi a KKV-kat, hogy egyre nagyobb szerepet tölthessenek be a gazdaság és a társadalom fejlődésében. A kormányhatározat alapvető jelentőségűnek tekinti a KKV-k finanszírozási lehetőségeinek bővítését, és a finanszírozási eszközök egyikeként jelöli meg a gyorsan fejlődő vállalkozások tőkéhez jutásának előmozdítására a regionális kockázati tőkealapok (a továbbiakban: RKTA) létrehozásának támogatását.

A kormányhatározatnak megfelelően a Gazdasági Minisztérium kidolgozta a KKV fejlesztés 1999–2002. évi munkaprogramját, illetve 2000. január 1-jétől hatályba lépett az 1999. évi XCV. törvény a kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról. A törvény alapján a kormány elkülönített Kis- és Középvállalkozói Célelőirányzatot (a továbbiakban: KKC) hozott létre. A KKC kizárólag a törvény által definiált KKV-k támogatására használható fel, és a törvény által meghatározott támogatási formák között szerepel kockázati tőkealapokban való tőkejegy jegyzéséhez, illetve kockázati tőketársaságokban történő részesedés szerzéséhez folyósított támogatás nyújtása is, amennyiben a tőkealap vagy a tőketársaság a KKV-k finanszírozási lehetőségeit bővíti. A jogszabályok tehát egyértelműen támogatják a KKV-k finanszírozását célzó regionális tőketársaságok, illetve -alapok létrejöttét.

A kormányzat konkrét lépéseket is tett annak érdekében, hogy a kockázati tőkét felhasználja gazdaságpolitikai célkitűzései megvalósítására, különös tekintettel a Széchenyi Tervben is kiemelt hangsúllyal kezelt beszállítói kapcsolatok fejlesztésére. Ennek letéteményese egy Beszállítói Tőkealap létrehozásának a terve. Bár az alap a tervek szerint országos tőkealapként funkcionálna, a létrehozása mögött rejlő megfontolások sok tekintetben rokonságot mutatnak az RKTA koncepciójával. Emiatt a Beszállítói Tőkealap megvalósíthatósági tanulmányában (*Beszállítói Tőkealap... 2000*) foglalt megállapításokat felhasználtuk az RKTA működési modelljének meghatározása során.

### *A regionális kockázati tőkealap kapcsolódása a Dél-Dunántúl tervezési programdokumentumaihoz*

A hazai regionalizációs folyamat kezdő lépéseként a dél-dunántúli megyék saját kezdeményezéseként 1994-ben készült el a Dél-Dunántúl Területfejlesztési Konceptiója. Ezt követően elkészültek a megyei területfejlesztési koncepciók, majd a tervezési és statisztikai régiók megalakulásával a Dél-dunántúli Regionális Fejlesztési Tanács által 1999 júliusában került elfogadásra a Dél-dunántúli Régió Komplex Fejlesztési Programja.

A Komplex Fejlesztési Program meghatározta a Dél-dunántúli régió fejlesztési prioritásait, melyek között stratégiai programként került definiálásra az üzleti szolgáltatások fejlesztése (*A Dél-Dunántúl... 1999*).

A Dél-Dunántúli Regionális Fejlesztési Tanács 1999. év végén pályázatot írt ki regionális operatív programok elkészítésére, melyek között szerepelt az üzleti szolgáltatások fejlesztése programkör is. E pályázat keretében a Balatoni Regionális Fejlesztési Rt. kidolgozta a dél-dunántúli RKTA kialakítására vonatkozó operatív programot (*Dél-dunántúli... 2000*). A programtanulmány kitér az alap létrehozásának kérdéseire, a célkitűzések meghatározására, a működési és szervezeti mechanizmusra, mindezt beillesztve a Dél-dunántúli régió gazdasági környezetébe. A következőkben bemutatásra kerülő RKTA működési modell leírása során alapul vettük az RKTA létrehozásának operatív programját.

Emellett a modell jellemzésekor az 1999 decemberében létrehozott Északkelet-magyarországi Kockázati Tőkealap működési alapelveire és szabályrendszerére is támaszkodtunk (*Framework... 1999*). Ez a regionális alap az első magyarországi RKTA, amely részben az EU PHARE HU9705 Regionális Kísérleti Program Alap, részben pedig magyar költségvetési társfinanszírozási forrás felhasználásával került kialakításra. Az alapnak juttatott PHARE támogatás bizonyítja, hogy az Unió nagyon fontos szerepet tulajdonít a kockázati tőkefinanszírozásnak a KKV-k pénzügyi helyzetének stabilizálásában és ezen keresztül a regionális egyenlőtlenségek mérséklésében.

### *A regionális kockázati tőkealap céljai*

A Dél-dunántúli régió fejlődésének alapvető problémája, hogy hiányoznak belőle azok a szervezetek, amelyek tőkével szállnak be az ígéretes, nagy növekedési képességű, de jelentős befektetési kockázatot hordozó KKV-kba. Mindez indokoltá teszi egy RKTA létrehozását, amelynek feladata a régióban működő KKV-k finanszírozása.

Az RKTA területfejlesztési szempontokkal összefüggő céljai az alábbiakban foglaltathatók össze:

- Az RKTA alapvető célkitűzése egyrészt az, hogy minél több tőkét csábítson a régióba, így bővítsen a térségben működő KKV-k számára elérhető tőkekinálatot, ezáltal hozzájáruljon a piacképes, gyors fejlődésre képes kis- és középvállalkozások finanszírozási gondjainak enyhítéséhez.

- Az alap további célkitűzése a *munkahelyteremtés*. Ezt egyrészt a közvetlen tőkejuttatásban részesülő KKV-k által teremtett, illetve megtartott munkahelyek száma jelzi. Másrészt a munkahelyteremtő hatás megfigyelhető a befektetés célpontjait jelentő KKV-kkal gazdasági együttműködési kapcsolatban lévő vállalkozások esetében is, ahol a piaci feltételek javulásán keresztül az általuk foglalkoztatott munkaerő számának növekedése valószínűsíthető.
- A fejlődésre leginkább képes, fejlett technológiai színvonalon működő, innovatív és exportképes KKV-k támogatása révén az alap működése hozzájárul a dél-dunántúli KKV szektor versenyképességének növeléséhez.
- Mint az a kockázati tőke általános jellemzői között már említésre került, a kockázati tőke gyakran aktív szerepet vállal a célvállalkozás menedzsmentjében, és arra törekszik, hogy a vállalkozást a legkorszerűbb vezetési elvek alapján irányítsák. Ez elősegíti a *KKV-k menedzsment kultúrájának javulását*.
- Az RKTA működése során kulcsfontosságú a megfelelő mértékű *multiplikátor hatás* elérése. Ez annyit jelent, hogy a kockázati tőkebefektetések gazdaság- és térségfejlesztő hatása számottevő mértékben túlmegy a közvetlen tőkeinjekcióban részesülő vállalkozások körén. Így az alap által eszközölt befektetések megsokszorozott pozitív hatást érhetnek el, ami jelentősen javíthatja a régió KKV-inak működési feltételeit.

A fent említett célok mellett természetesen az RKTA alapvető célkitűzésének tekintik a kockázati tőke hagyományosnak tekinthető célját, azaz a *profitérdekeltséget*. Az RKTA menedzsmentjének egyik legnagyobb feladata *összhangba hozni az alap működése során a területfejlesztési célkitűzéseket a kockázati tőkefinanszírozás nyereségérdekeltségen alapuló szemléletével* (Beszállítói... 2000).

Általánosságban elmondható, hogy egyik érdekrendszer sem érvényesülhet a másik rovására, hiszen hosszú távon csak profitábilis KKV-kba történő befektetések szolgálhatják a regionális fejlesztési célok teljesülését.

### *A befektetés célszektorai*

Hasonlóan a Magyarországon jelenleg működő kockázati tőkealapokhoz, az RKTA esetében sem szükséges a szektorspecializált működés. Fejlődési potenciáljukat tekintve a Dél-Dunántúlon mégis meghatározhatók olyan ágazatok, amelyek – figyelembe véve a KKV-k régióbeli helyzetét, valamint a fentiekben említett kettős célrendszert – a legkedvezőbbnek tekinthetők a kockázati tőkebefektetések szempontjából:

- feldolgozóipar (ezen belül a gépipar, elektronikai ipar, műszeripar);
- vendéglátás, szálláshely-szolgáltatás;
- gazdasági szolgáltatások;
- környezetvédelmi szolgáltatások;
- logisztikai szolgáltatások.

Bár a Dél-Dunántúlon a KKV-k nagy százaléka tevékenykedik az agrárszektorban és az élelmiszeriparban, ezek a szektorok magas kockázatuk miatt várhatóan csak mérsékeltten lehetnek célterületei a kockázati tőkének.

*A regionális kockázati tőkealap működésére vonatkozó javaslatok*

Az RKTA-t a kockázati tőkebefektetésekről, a kockázati tőketársaságokról, valamint a kockázati tőkealapokról szóló törvény (a továbbiakban: Törvény) keretei között célszerű működtetni. Ez annak ellenére javasolt, hogy a törvényi szabályozással kapcsolatos problémák (kötelezően betartandó befektetési mértékek, tiszta profil követelménye, a kockázati tőkealapokba befektetőkre vonatkozó adókedvezmények hiánya) több tekintetben is megnehezítik az alap működését. A Törvény hatálya alá történő bejelentkezés mellett a következő érveket lehet felhozni:

- a Törvény hatálya alá tartozó alap élvezheti csak a tőkenyereségből származó adómentességet, valamint a Hitelgarancia Rt. által biztosított készfizető kezességvállalás igénybevételének lehetőségét;
- a törvényi szabályozásnak megfelelő működés mellett lehetőség nyílna arra, hogy – megfelelő lobbitevékenység eredményeképpen – az RKTA az Észak-magyarországi Kockázati Tőkealaphoz hasonlóan a KKC-ből vagy más központi költségvetési forrásból alapítói tőkejuttatásban részesüljön.

Az RKTA legfőbb jellegzetessége, hogy *működési területe a Dél-dunántúli régióra terjed ki*. Az alap tehát az e térségben bejegyzett és ott működő KKV-k finanszírozását igyekszik elősegíteni. Ezáltal az RKTA a Dél-Dunántúl regionális politikai eszközrendszerének nagyon fontos eszközévé válik. Figyelembe véve azt a tényt, hogy jelenleg Magyarországon igen alacsony a közvetlen területfejlesztési célú támogatások aránya, és azoknak is csak egy része kerül elosztásra decentralizáltan, a regionális kompetenciában működő RKTA fontos szerepet tölthet be a Dél-Dunántúl regionalizációs folyamatában.

Nagyon fontos kérdés az RKTA *alaptőkéjét biztosító szervezetek* köre. Az ezzel kapcsolatos megfontolások – az alap célrendszerét jellemző kettősség analógiájára – két fő érdekkör köré csoportosíthatók:

- Az egyik lehetőség az RKTA-ra vonatkozó dél-dunántúli operatív program által felvázolt modell, ami tisztán kormányzati kontroll alatt működő alapra vonatkozik: az alapítók között a tervek szerint a Gazdasági Minisztérium és az RFH regionális helyi fejlesztési társaságai szerepelnek (*Dél-dunántúli... 2000*). Az alapkezelő igazgatóságába és közgyűlésébe ennek megfelelően az alapításban részt vevő kormányzati szervek delegálnának tagokat. Ezt némileg árnyalja az észak-magyarországi RKTA modellje, ahol a PHARE támogatás miatt az állami irányítás kiegészül az EU Magyarországi Delegációja által a befektetési döntések felett gyakorolt kontrollal (*Framework... 1999*).
- A másik lehetőséget a kormány által létrehozni kívánt Beszállítói Tőkealap jelenti. Ebben a tervek szerint az állami költségvetés által biztosított források aránya legfeljebb az alaptőke 50%-a lehet, a többi forrásnak a magánszférától kell származnia (*Beszállítói... 2000*). A lehetséges magánbefektetők körét képezhetik a magyarországi beszállítói rendszerek fejlesztésében érdekelt külföldi multinacionális cégek hazai leányvállalatai, illetve a Magyarországon működő kockázati tőkealapok. A tőkealap irányítását teljes egészében a ma-

gánszféra befektetőinek képviselői végeznék, az állam nem venne részt az irányításban – ezzel is biztosítva a magánszféra önállóságát a befektetési döntések meghozatalában. Nagy kérdés, hogy megvalósítható-e a közösségi és a magánszféra ilyen jellegű együttműködése, azaz egy ún. „*public private partnership*”. A modell mindenesetre tanulságos a regionális fejlesztési orientációjú RKTA lehetséges jövőbeni működése szempontjából.

Az RKTA által megvalósított *befektetések nagyságát* 50 és 150 millió forint között célszerű megszabni. A minimumkövetelmény oka, hogy a befektetésekkel együtt járó magas tranzakciós költségek miatt alacsonyabb összegű befektetések irreálissá tennék annak megtérülését. A befektetési összeg felső határa lehet magasabb is, de nem lehet magasabb a Törvény által megszabott maximumnál (a kockázati tőkealap vagyona terhére a vállalkozásban és a vállalkozás által ellenőrzött más vállalkozásban együttesen szerzett részesedése a befektetéskor nem haladhatja meg az alap saját tőkéjének 15%-át [1998. évi XXXIV. tv.]). A befektetési korlátok fentiek szerinti meghatározása lehetővé teszi azt, hogy kockázati tőke a magyar tulajdonú KKV-k számára is elérhetővé váljék. Magasabb befektetési összeghatárok alkalmazásával ugyanis az RKTA esetében is fennállna a KKV-k korlátozott tőkeabszorpciós képességéből fakadó probléma. Tekintettel a hazai KKV-k külső forrásigényeire (Kállay 2000), az RKTA forrásai elsősorban a középvállalkozások számára lennének elérhetőek. A kisebb KKV-k közvetetten, a már említett multiplikátor hatás révén válhatnak haszonélvezőivé az alap működésének.

Az RKTA-nak a nyugat-európai tendenciákhoz hasonlóan célszerű előnyben részesítenie a befektetés tárgyát képező KKV-kban a *kisebbségi részesedés* (50%-nál kisebb tulajdon) megszerzését. Ez ugyanis lehetővé teszi a rendelkezésre álló alap-tőke minél több vállalkozásba történő befektetését, és ezen keresztül a régióban működő KKV-k fokozottabb támogatását. Mindazonáltal, speciális helyzetekben az alap többségi pozíciót is szerezhethet, pl. turnaround jellegű investíciók esetében, amikor a vállalkozásnak a nehézségekből történő kilábaláshoz az átlagosnál nagyobb mértékű tőkeinjekcióra van szüksége.

Az alap prudens működése szempontjából nagy jelentősége van a *kockázatmegosztásnak*, amit a portfólió rendszeres figyelemmel kíséréssel lehet elérni. Az alapkezelőnek törekednie kell arra, hogy az alap portfóliójában lévő befektetéseket egyenletesen elossza a különféle szektorok, a vállalatok fejlesztési szakaszai és a befektetési méretek között. A kockázatmérséklés további eszköze, hogy az RKTA alapkezelője mindig képviselteti magát a portfólióvállalkozás igazgatóságában vagy felügyelőbizottságában, ami lehetővé teszi a vállalkozás folyamatos monitoringját.

Tekintettel a hazai kockázati tőkeágazatnak a tőkekivonással kapcsolatos nehézségeire, már a befektetési döntések meghozatala előtt nagyon fontos a későbbi tőkekivonás lehetőségeinek részletes elemzése és az *exit lehetőségeinek meghatározása*. Az RKTA sikeres működése szempontjából ennek jelentősége, ha lehet, még nagyobb, mint a Magyarországon jelenleg működő kockázati tőkecégek esetében. Ez szintén az alap területfejlesztési orientációjával van összefüggésben. Az RKTA befektetési célpontjait a jövőbeni fejlődési potenciállal rendelkező, de jelentős üzle-

ti kockázatot magukban hordozó dél-dunántúli KKV-k jelentik. Figyelembe véve a tőzsdei bevezetés kivitelezhetetlenségét, a szakmai befektetők régióbeli hiányát, valamint a Dél-Dunántúlon működő KKV-k tulajdonosainak tőkeszegénységét, egy előre meg nem tervezett tőkekivonás könnyen a vállalkozásokban való bennragadással járhat. Ezért szükséges megfelelő kilépési biztosítékok beépítése a finanszírozási megállapodásba, de természetesen csak olyan mértékig, hogy az ne menjen a kockázati tőkefinanszírozás KKV-k számára előnyös tulajdonságainak rovására.

### Összegzés

A tanulmány megírásának célja a kockázati tőke alkalmazási lehetőségeinek bemutatása volt az ágazati és területi fejlesztéspolitikában. Megállapítható, hogy a kockázati tőke hatékonyan képes hozzájárulni a KKV-k financiaális helyzetének javításához. A finanszírozási formában rejlő lehetőségek azonban túlmutatnak ezen, és a kockázati tőke megfelelő keretek között a rá jellemző alaptulajdonságok megtartása mellett értékes eszközzé válhat a területfejlesztés egyenlőtlenség-mérséklési, tehát nem elsősorban hatékonyságelvű törekvéseinek is.

A Dél-Dunántúl gazdaságának stabil növekedési pályára állásához és a régiók egyre kiélezettebb versenyében való helytállásához elengedhetetlenül szükséges a régió gazdasági életének egyik bázisát képező KKV szféra fejlődése előtt tornyosuló problémák felszámolása. Ebben jelenthet segítséget a kockázati tőke, amely egyedi tulajdonságai révén felerősítheti a hagyományos fejlesztéspolitikai eszközök pozitív hatásait.

### Irodalom

- A Dél-Dunántúl Komplex Fejlesztési Programja.* (1999) DDRFÜ, Pécs.  
*A kis- és középvállalkozások helyzete. Éves jelentés 2000.* (2000) KFI, Budapest.  
*A kockázati tőke üzletága Magyarországon.* (1996) MKTE, Budapest.  
*Beszállítói Tőkealap létrehozása. Megvalósíthatósági tanulmány.* (2000) Economix, Budapest.  
*Dél-dunántúli Regionális Kockázati Tőkealap. Operatív program.* (2000) DDRFÜ, Pécs.  
*Framework Agreement on the North-East Hungarian Venture Capital Scheme.* (1999) RFH, Budapest.  
*European Private Equity Highlights.* (2000) EVCA. Zaventem, Belgium.  
*EVCA Mid-Year Survey 2000.* (2000) EVCA. Zaventem, Belgium.  
 Forrásbővítés kockázati tőkével. (1997) – *Magyar Hírlap.* November 27.  
 Kállay L. (2000) Mikrohitelzés piaci alapon. – *Közgazdasági Szemle.* Január. 41–63. o.  
 Karsai J. (1995) A kockázati tőkefinanszírozás nyílt és rejtett csatornái Magyarországon. – *Külgazdaság.* 10. 17–35. o.  
 Karsai J. (2000) A kockázati tőkebefektetések hatása a magyar gazdaságra. – *www.hvca.hu*  
*Kis- és közepes vállalkozói konjunktúrajelentés.* (1998) KFI, Budapest.  
*Kis- és közepes vállalkozói konjunktúrajelentés.* (2000) KFI, Budapest.  
 Papp E. (1999) Kockázató tőkések. – *Cégvezetés.* Május. 133–135. o.  
*Széchenyi Terv. Vállalkozáserősítő Program.* (2000) Gazdasági Minisztérium, Budapest.  
*Területi Statisztikai Évkönyv 1999.* (2000) KSH, Budapest.  
*The Economic Impact of Venture Capital in Europe.* (1996) Coopers&Lybrand Corporate Finance – EVCA. Zaventem, Belgium.  
 1998. évi XXXIV. törvény a kockázati tőkebefektetésekről, a kockázati tőketársaságokról, valamint a kockázati tőkealapokról. (1998) Budapest.