

NYUGAT-MAGYARORSZÁGI EGYETEM
SZÉCHENYI ISTVÁN
GAZDÁLKODÁS- ÉS SZERVEZÉSTUDOMÁNYOK DOKTORI ISKOLA

**A kockázati tőke-befektetések hatása
a gazdaságra**

DOKTORI (Ph.D.) ÉRTEKEZÉS

Készítette:

Kovács Tamás

Témavezető:

Dr. Vágyi Ferenc Róbert Ph.D.

Sopron, 2013

A KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK HATÁSA A GAZDASÁGRA

Értekezés doktori (Ph.D.) fokozat elnyerése érdekében

Készült a Nyugat-magyarországi Egyetem

Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola

Vállalkozásgazdaságtan és menedzsment programja keretében

Írta:

Kovács Tamás

Témavezető: Dr. Vágyi Ferenc Ph.D.

.....

Elfogadásra javaslom (igen / nem)

(aláírás)

A jelölt a doktori szigorlaton 92,6 %-ot ért el.

Sopron, 2009. március 9.

.....

a Szigorlati Bizottság elnöke

Az értekezést bírálóként elfogadásra javaslom (igen /nem)

Első bíráló (.....) igen /nem

.....

(aláírás)

Második bíráló (.....) igen /nem

.....

(aláírás)

A jelölt az értekezés nyilvános vitáján %-ot ért el.

Sopron,

.....

a Bírálóbizottság elnöke

A doktori (Ph.D.) oklevél minősítése

.....

Az EDT elnöke

TARTALOMJEGYZÉK

1. BEVEZETÉS.....	7
1.1. Téma aktualitása és jelentősége	7
1.2. Célkitűzések.....	9
1.3. Hipotézisek	9
2. Fogalmi meghatározás és vizsgálati keret	13
2.1. Kockázati tőke, magántőke.....	13
2.2. A piac szereplői	18
2.3. Kiszállás – a hozzáadott érték realizálása.....	21
3. Kockázati tőke a gazdaságban.....	26
3.1. A kockázati tőke súlya a gazdaságban.....	26
3.2. A kockázati tőke gazdasági hatása.....	31
3.2.1. A kockázati tőke és az innováció	31
3.2.2. A befektetések hatása a foglalkoztatásra és a bérekre.....	36
3.2.3. A befektetések értékelése további szempontok szerint.....	46
3.2.4. A befektető szerepvállalása, az értékteremtés forrásai.....	54
4. Az állami szerepvállalás	60
4.1. Az állam jelenlétének indoka.....	60
4.2. Az állami szerepvállalás eszközrendszere	65
4.3. Az állami tőkebefektetések megítélése.....	70
4.4. A magyar állam jelenléte a kockázati tőke-piacon	75
4.4.1. Állami tőkebefektetések a JEREMIE program előtt.....	75
4.4.2. Szemléletváltás az állami beavatkozás módjában: a JEREMIE program	78
5. KUTATÁS TARTALMA, MÓDSZERE.....	87

6. EREDMÉNYEK, következtetések	94
6.1. A célvállalatok és a befektetések ismertetése	94
6.2. Az ügyletek és a célvállalatok értékelése.....	105
6.2.1. Munkahelyteremtés	105
6.2.2. Székhely szerinti megoszlás.....	106
6.2.3. A célvállalatok életciklusai a befektetéskor	108
6.2.4. A kiszállások értékelése	109
6.2.5. A vállalatok jövedelmezősége.....	110
6.2.6. Az életszakasz és a sikeresség kapcsolata.....	112
6.2.7. A célvállalatok exporttevékenysége.....	113
6.2.8. Osztalékfizetési politika a finanszírozott vállalatoknál.....	114
6.3. Új és újszerű eredmények	114
7. JAVASLATOK	116
8. ÖSSZEFOGLALÁS	118
9. SUMMARY	121
MELLÉKLETEK	124
M1. IRODALOMJEGYZÉK.....	125
M2. JEREMIE ALAPOK, ALAPKEZELŐK, ÜGYLETEK	135
M3. ADATOK AZ MFB CÉLVÁLLALATAIRÓL	149
M4. AZ MFB TŐKEJUTTATÁSAINAK ÉRTÉKE	153
M5. KERESZTTÁBLA-ELEMZÉSEK	154
M6. JÖVEDELMEZŐSÉGI MUTATÓK	157

ÁBRAJEGYZÉK

1. ábra: Az európai és az egyesült államokbeli terminológiai különbségek.....	16
2. ábra: A magántőke piac	21
3. ábra: A gyűjtött tőke nagysága Európában az alap fókusz szerint	26
4. ábra: A menedzsment és az egyéb alkalmazottak jövedelmeinek változása a vállalatoknál.....	38
5. ábra: Munkahelyteremtés a vállalatoknál	39
6. ábra: A foglalkoztatottak számának éves növekedése, US, 2003-2005	41
7. ábra: A foglalkoztatottak számának éves növekedése globális szinten, UK, 2000-2005	41
8. ábra: Éves forgalomnövekedés a kivásárlás körüli években	47
9. ábra: EBIT a forgalom százalékában kifejezve a kivásárolt vállalatoknál	47
10. ábra: A válaszadó vállalatok véleménye a versenytársakéhoz viszonyított saját forgalmuk és nyereségük növekedésének mértékéről.....	48
11. ábra: A kockázati tőkésnek a vállalatok által észlelt hatásai bizonyos területeken.....	49
12. ábra: A forgalom növekedése éves szinten, US, 2003-2005	50
13. ábra: A forgalom növekedése éves szinten, UK, 2000-2005	51
14. ábra: Befektetők hozzájárulása a vállalat sikeréhez az Egyesült Királyságban	56
15. ábra: A francia üzleti angyalok szerepvállalása a finanszírozott vállalat életében.....	58
16. ábra: Az értékteremtés forrásainak háromtényezős dinamikus modellje	59
17. ábra: A finanszírozási rés	65
18. ábra: A befektetési lehetőségről szerzett információ forrásai hazánkban	70
19. ábra: JEREMIE kockázati tőkealapok által támogatott vállalatok tevékenységi szektor szerint	83

20. ábra: A JEREMIE alapok által befektetett cégek székhelyei	84
21. ábra: A CKTA és az IKTA vállalatának székhelyei.....	107
22. ábra: Az MFB vállalatának székhelyei.....	108
23. ábra: A portfólióvállalatok sajátőke-arányos üzemi/üzleti eredménye	111
24. ábra: A portfólióvállalatok jövedelmezősége (ROE)	112

TÁBLÁZATJEGYZÉK

1. táblázat: A kockázatitőke-befektetések egyes formáinak összehasonlítása	20
2. táblázat: A befektetések értéke és a célvállalatok száma Európában	27
3. táblázat: A befektetések értéke és a célvállalatok száma Magyarországon.....	28
4. táblázat: Az export értéke a forgalom százalékában	49
5. táblázat: Kockázati tőkét kapott vállalatok forgalma szektoronként, US, 2005.....	51
6. táblázat: A befektetők tevékenysége a tőkét kapott családi vállalkozásoknál.....	57
7. táblázat: A magánbefektetők részvételét fokozó sémák.....	74
8. táblázat: A JEREMIE I. alapjai által megcélzott életszakaszok és befektetési méretek .	82
9. táblázat: JEREMIE I. megvalósulása: a befektetések száma és értéke	85
10. táblázat: A CKTA és az IKTA vizsgált vállalatai	91
11. táblázat: Az MFB vizsgált vállalatai	92
12. táblázat: Az N-GENE Kft. adatai	94
13. táblázat: Az N-GENE Kft. adatai	95
14. táblázat: Az Agroinvent adatai	96
15. táblázat: Literaton Kft. adatai	96
16. táblázat: BLOGTER.COM Kft. adatai	97
17. táblázat: edusys Infokommunikációs Zrt. adatai	98
18. táblázat: EME Zrt. adatai.....	99
19. táblázat: Inter.net Média Kft. adatai	99
20. táblázat: Gergi Háló Kft. adatai.....	100
21. táblázat: MediSmart Kft. adatai.....	101
22. táblázat: Sani – Net Medic Kft. adatai.....	102

23. táblázat: Odin Technologies Kft. adatai	103
24. táblázat: Opticon Kft. adatai	104
25. táblázat: A CELIN és az IKTA exitjei	109
26. táblázat: A veszteségleírások száma és aránya az összes kiszálláshoz képest	113

1. BEVEZETÉS

1.1. Téma aktualitása és jelentősége

Az Európai Unióban a kis- és középvállalatokat (kkv) a gazdasági élet fontos szereplőinek tekintik, közel 100 millió embert foglalkoztatnak az öreg kontinensen. Az elmúlt évtizedben ezek a vállalkozások hozták létre az új álláshelyek 85 százalékát az Unióban. Az összes vállalkozás 99,8%-a tekinthető kkv-nak, ezen belül is a többség mikro-vállalkozás. Az Eurostat szerint 2009-ben a hozzáadott érték 58,7%-át adta a kkv-szektor.

A magyar vállalkozások több mint 99,8%-át szintén a kkv-k adják, amelyek jelentősen hozzájárulnak a gazdaság folyamatos megújulásához. Jövőbeli versenyképességüket a nagyvállalatokkal szemben az új üzleti elgondolások kidolgozására, a piaci rések feltárására, az innováció és az új technológiák előnyös felhasználására vonatkozó képességük biztosítja. A nemzetközi és hazai tapasztalatok alapján azonban a különböző innovációs tevékenységek, a piacra történő bevezetés előtti stádiumban lévő projektek, az induló vagy jelentős növekedési potenciállal rendelkező, de alultőkésített vállalkozások finanszírozása a hagyományos (banki) hitelezési struktúrákban nem oldható meg kielégítően. Ennek okai az átlagosnál nagyobb kockázatokban keresendőek. Ráadásul a gazdálkodók többségének nem adósságra, hanem szabadon felhasználható tőkére lenne szüksége, a saját forrásait pedig nem a tőke- és kamattörlesztési kötelezettségek teljesítésére, hanem belső felhalmozásra és jövedelemtermelő képességük fokozására kellene fordítani.

Ezen probléma áthidalását tette lehetővé a kockázati tőkével való finanszírozás kialakulása, amely a banki értelemben vett fedezetlenség esetén lép színre és az alaptőke egy részét biztosítja a vállalkozás számára. A kockázati tőke a vállalat életében saját tőkeként működik.

A kereskedelmi bankok hitelebírási rendszerükben csak azzal a többé-kevésbé jól előre látható és felmérhető kockázattal dolgoznak, hogy a projekt sikertelensége esetén a hitel-felvevő esetleg fizetéképtelenné válik. Ekkor azonban még a kikötött biztosítékok és garanciák fedezetet nyújthatnak az elszenvedett veszteségekre. A kockázati tőkés viszont éppen arra vállalkozik, hogy az esetlegesen bekövetkező kudarc esetén saját maga viseli a veszteségek egy részét vagy egészét. Emiatt azonban a kockázati tőke „ára” magasabb, mint egy átlagos hitelkonstrukció és szigorúbb kötöttségekkel jár.

A kockázati tőkés által tudatosan vállalt magasabb kockázatok minőségileg is különböznek a hagyományos hitelezési ügyletekben szereplő kockázatoktól. A kockázati és magántőke-befektetők tevékenységüknél fogva például jelentős humán kockázattal néznek szembe a befektetési folyamat összes fázisában.

A kockázati tőkével történő finanszírozás az innovatív tevékenységek megvalósítása érdekében alakult ki a XX. század közepén, mert az ilyen jellegű vállalkozások ígértek jelentős hozamot a befektető számára. Azonban az innováció-finanszírozás és a kockázati tőke finanszírozás fogalmának szoros összetartozása csak a 80-as évek közepéig volt jellemző. A befektetők más típusú ügyleteket is kezdtek megvalósítani, és manapság már a kivásárlásokhoz tartozó tranzakciók jelentik a legtöbb befektetett tőkét.

A Magyarországon induló vagy már működő vállalkozásokba történő befektetések száma elenyésző, a korai és expanzív fázist finanszírozó ügyletek jó része mögött az előző évtized közepén valamilyen állami szervezet állt. Az állami befektetések súlya és a magánszféra ügyleteinek teljes körű feltérképezésének nehézségei miatt a primer kutatás során az állami befektetésekre történő fókuszálás mellett döntöttem.

Az állam korán felismerte, hogy a piaci kockázati tőke sem oldja meg magától a kkv-k finanszírozását, így maga is beavatkozott. A szerepvállalásnak több módja ismert. Jelen értekezésben a 2000-es évek közepén lévő közvetlen állami tőkebefektetések gazdaságra és vállalatra gyakorolt hatásait vizsgáltam meg.

Az állami szerepvállalás aktualitása talán nem is érzékeltethető jobban mással, mint a JEREMIE¹ programmal: az ennek keretében kialakított kockázattőke-programnak már a negyedik körét hirdették meg 2013-ban Magyarországon.

Munkám első felében ismertetem a kockázati és magántőke fogalmak körüli különbségeket, valamint a kockázati- és magántőke-befektetések jelentőségét és hatását a külföldi és a hazai szakirodalom alapján. Foglalkozom a tőkekihelyezést gátló problémákkal, a lehetséges állami szerepvállalással és a hazai JEREMIE programmal. Az értekezés második felében három állami szervezet befektetéseire irányuló kutatásomat, annak eredményeit és javaslataimat ismertetem.

¹ A JEREMIE (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises) az Európai Bizottság által kezdeményezett program a kis- és középvállalkozások pénzügyi forráshoz való jobb hozzáféréseinek megteremtése érdekében. Keretében nem csak kockázattőke-program, hanem mikrohitel- és garancia-program is működik. A félreértések elkerülése végett a továbbiakban, ha nem utalok rá külön, akkor a JEREMIE program alatt csak a JEREMIE Kockázati Tőke Programot értem.

1.2. Célkitűzések

Az értekezésben azt a célt tűztem ki, hogy bemutatom a kockázatitőke-befektetések szerepét, súlyát, valamint a vállalatokra és a gazdaságra gyakorolt hatását. Kiemelt célként fogalmaztam meg, hogy a hazai állami szerepvállalást olyan aspektusból vizsgáljam, amely más kutatók munkáiban fő célkitűzésként még kevésbé jelent meg. Ennek következtében megoldandó feladatnak fogalmaztam meg

- hogy felmérjem a magyarországi közvetlen tőkebefektetést megvalósító állami szervezetek mikro- és makrogazdasági hatásait,
- annak megállapítását, hogy közelebb ért-e az állam bizonyos gazdaságpolitikai céljaihoz (elsősorban a foglalkoztatási és regionális célokhoz),
- az állami befektetések sikerességének vizsgálatát.

A célok között szerepel, hogy az eredményekből levonható következtetések után olyan ajánlásokat, javaslatokat fogalmazzak meg, melyek segíthetik a megfelelő tőkejuttatási eszközök kiválasztását és azok megfelelő használatát. Továbbá fontosnak tartom a megkezdett út lehetséges folytatásainak kijelölését is.

1.3. Hipotézisek

A gazdaságpolitikai célok közül az egyik legfontosabb a foglalkoztatási szint növelése. Ezt a mindenkori kormányok többek között – a közismert és fentebb is megemlített okok miatt – a kkv szektor problémáinak megoldásában látják elérni. A gazdaságpolitika széles eszköztárat vonultat fel, értekezésem témájának megfelelően az állam közvetlen kockázatitőke-befektetéseinek² hatását vizsgálom. E befektetéseket megvalósító szervezetek, programok célmeghatározásaiban közvetlenül is megjelenik a foglalkoztatásbővítés szándéka. A Regionális Fejlesztési Holding Rt. (RFH) által megalapított Informatikai Kockázati Tőkealap (IKTA) – más egyéb mellett – azokat a befektetéseket preferálta, amelyek foglalkoztatási lehetőséget teremtenek (GKM 2005). A Magyar Fejlesztési Bank (MFB) által 2003-ban indított Kis- és Középvállalkozás Fejlesztési Tőkebefektetési Programjában meghirdetésre került, hogy előnyt élveznek a munkahelyteremtő beruházások (Tóth 2005). A Corvinus Első Innovációs Kockázati Tőkealap

² Kovács (2011) szerint egyes állami tőkebefektetések távol állnak az igazi kockázati tőkétől, erre később az értekezésben még kitérek.

(CELIN) felállításával a Kormány többek között a munkahelyteremtéshez és munkahely-megőrzéshez kívánt hozzájárulni (Kormány 2007).

H1. A közvetlen állami szerepvállalás a munkahelyek számának növelésével hozzájárul a foglalkoztatási célok eléréséhez.

A regionális politika célja a regionális különbségek mérséklése, a periférikus régiók felzárkóztatása. Az RFH kifejezett célja, hogy előmozdítsa a vállalkozások és régiók fejlődését, a vállalatközi és határmenti gazdasági kapcsolatok fejlődését.³ Hasonlóval találkozunk az MFB-nél is: a fejlesztési tőkebefektetési program alapvetően kis- és középvállalkozások versenyképességének megalapozását, annak fokozását, valamint strukturális, *regionális* és színvonalbeli felzárkózását segíti elő (GKM 2005). Az ÁSZ 2006-os jelentése úgy fogalmaz, hogy a források a KKV beruházásainak ösztönzésére, a regionális különbségek kiegyenlítésére, valamint térség- és településfelzárkóztatásra használhatók fel. A Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.(CKTA) esetében konkrétan nem jelent meg célítúzként a periférikus régióban megalakuló, működő vállalatok preferálása. A társaság által működtetett kockázati tőkealap-program elsősorban a „finanszírozási résbe” szorult kisvállalkozásokat célozta (Kormány 2007). Ugyanakkor a finanszírozási rés kialakulásának egyik oka lehet, ahogy arról később még a szakirodalmi áttekintésnél szó lesz, a vállalat centrumtól távol történő működése.

H2. A vizsgált állami közvetlen tőkebefektetési eszközök segítik a periférikus területek felzárkóztatását azáltal, hogy fókuszuk nem a közép-magyarországi régióban található vállalkozásokra helyeződik.

A kockázati tőke ügylettípusainak egy részét a célvállalatok életszakaszai alapján lehet csoportosítani. Az állami forrásokat felhasználó befektető szervezetek akkor hatékonyak, ha más és más a fókuszuk, nincsenek párhuzamosságok (Csapó 2009, MKME 2005). (A fókusz meghatározása persze nem csak az életszakaszokra vonatkozhat, hanem például

³ 2002-ben felállított tőkealapjánál a szektorspecifikusság azért hangsúlyosabb, ugyanakkor például az exportlehetőséget teremtő ügyletek preferálása is megfogalmazásra került.

ágazatokra is.) Az IKTA célja, hogy segítse az informatikai és a távközlés terén tevékenykedő induló és kezdeti fejlődési szakaszában lévő vállalkozásokat kockázatitőke-befektető tevékenységével (GKM 2005). A CELIN befektetéseit elsősorban az olyan induló és kezdeti szakaszban lévő vállalkozásokba tervezte végrehajtani, ahol az indulótőke felhasználásával biztosítható az innovatív termék teljes körű hasznosítása és ezen keresztül a vállalkozás növekedési potenciáljának kiaknázása (CKTA honlapja, Kormány 2007). Az MFB a vizsgált programjában jellemzően a vállalatok növekedési szakaszára kívánt összpontosítani fejlesztési tőke nyújtásával (MKME 2005). A bank stratégiája szerint „a fejlesztési tőkefinanszírozás célja az értékelhető múlttal rendelkező, kiegyensúlyozott gazdálkodású, üzleti hírnévre (árbevételre és eredményre) szert tett, növekedésre képes, illetve stabil gazdálkodás mellett működő, de jelentős hozam elérésére nem képes vállalkozások számára források biztosítása” (ÁSZ 2006. p. 35.). (Ugyanakkor azon projektársaságok is részesei lehettek a tőkebefektetési programnak, amelyek tulajdonosai megfeleltek a programban rögzített feltételeknek (Tóth 2005)).

H3. Az állam fejlesztésösztönző szerepe a vállalatok életciklusának megfelelően valósult meg. Az állami tőkebefektető szervezeteknél az életszakasz tekintetében érvényesülnek a célkitűzések, elkerülve ezzel e téren a párhuzamos aktivitást.

A mindennapokban is sokszor hallani, hogy az állam bizonyos szituációkban „rossz gazdának” minősült. Az állami szerepvállalást az elért hozamok tekintetében is lehetne értékelni, de sokszor a hozammaximalizálás nem lehet az elsődleges cél (lásd MFB-nél), hanem inkább a vállalat fejlesztése, versenyképességének javítása (Piac és Profit 2006). A relatíve kicsi elemszám és az összehasonlítható adatok hiányában egyébként sem lehet megítélni a tranzakciókat a hozam szempontjából. A közvetlen állami befektetések kritikájára a szakirodalmi részben fogok kitérni. A sikeresség úgy is megközelíthető, hogy a befektetés ideje alatt megszűnt vagy felszámolás alá került cégek számát vizsgálom.

H4. Az ágazat egészéhez képest a közvetlen állami kockázatitőke-befektetések Magyarországon több sikertelenséghez vezetnek.

A legtöbb újonnan induló cég megszűnik az első néhány évben. A kudarcnak több oka is lehet: a piac nem megfelelő felmérése, tudáshiány, tőkehiány... stb. A Magyarországon 2005-ben alakult 28 990 társas vállalkozásnak csak 48,5%-a tevékenykedett 2010-ben is (KSH 2012). Az EVCA 2013-as statisztikái szerint a magvető, induló, korai fázisba fektető kockázati tőke-alapok a darabszám arányait tekintve többször kényszerülnek veszteség-leírásra, mint a későbbi életszakaszokat finanszírozó buyout és growth alapok.

H5. Az expanszív szakaszt finanszírozó magyar állami közvetlen tőkebefektetések sikeresebbek (kevesebb felszámolást élnek meg), mint az induló, korai fázist finanszírozók.

2. FOGALMI MEGHATÁROZÁS ÉS VIZSGÁLATI KERET

2.1. Kockázati tőke, magántőke

Mit is értünk kockázati tőke és magántőke alatt? A szakirodalom egyelőre nem jutott egy egységes definícióra. A téma hazai kutatói is időről időre foglalkoznak a fogalmi meghatározással. Pontosabban szólva jellemzően a kockázati és magántőke körülírására, jellemzőinek felsorolására, bemutatására vállalkoznak a szerzők a külföldi szakirodalomra alapozva. A főbb szakirodalmi meghatározások rövid bemutatása mondhatni kötelező egy értekezésben, ugyanakkor a kutatásban vizsgált befektetések lehatárolása miatt is fontos ennek megtétele, mert a kockázati tőke-finanszírozás nagyon tág fogalmával is találkozom már.

A fogalmi zavart a befektetések, ügyletek jellegének változása, bővülése is okozta. Az innováció-finanszírozás és a kockázati tőke finanszírozás fogalmának szoros összetartozása csak a 80-as évek közepéig volt jellemző. Az ágazat részletes és kevésbé részletes történeti feldolgozásaival (Gompers 1994, Fenn, Liang és Prowse 1995, Coopey 1995, Gompers és Lerner 2001) az ágazat fejlődése, a befektetői irányváltások nyomon követhetők. A mai, modern kockázati tőke nemcsak az újdonsággal jelentkező, hanem a terjeszkedni kívánó, az átfordítást végrehajtó és a vezetői kivásárlás során a menedzsment által átvett cégeket is megfinanszírozza. Tulajdonképpen ez már a tágabb magántőke (angolul private equity) kategóriája.

A magántőke magában foglal minden olyan ügyletet, amely professzionálisan kezelt tőkebefektetést jelent társaságokba (Fenn, Liang és Prowse 1995). A magántőke-befektetők nagy tulajdoni részt szereznek, aktív monitoring tevékenységet látnak el és tanácsokat adnak a célvállalatnak. Sok esetben vezető pozíciókat is betöltönek.

Povaly (2007) Lerner (1999) művére hivatkozva a magántőkét mint szervezetet mutatja be azzal, hogy milyen ügyletek tartoznak hozzá (klasszikus kockázati tőke – venture capital, áttételes kivásárlások, mezzazine befektetések, felépítő tőke, válságban/adósságban lévő cégekbe történő befektetések és egyéb hasonló ügyletek). Továbbá megjegyzi, hogy általában tőzsdén nem jegyzett cégeket finanszíroz. Az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (European Private Equity & Venture Capital Association, EVCA), az ágazat európai szereplőinek érdekvédő, promótáló, összefogó szervezete az utóbbi pár évben is

már hasonlóan definiál (pl. EVCA 2011): a magántőke magában foglal minden olyan tulajdonosi finanszírozást, amelyet egy külső befektető hajt végre egy általában tőzsdén nem jegyzett vállalkozás számára azzal a céllal, hogy növelje a vállalkozás értékét. A magántőkealapok rendszerint zártkörű, meghatározott időre létesített vagyontömegek. A „tőzsdén nem jegyzett vállalkozás számára” mondatrész elé fontos kitenni az „általában” szót, ugyanis, bár a többi típushoz képest elenyésző a számuk, de vannak olyan esetek, amikor a befektető tőzsdén szereplő vállalatban szerez részesedést, utána viszont onnan ki is vezeti a céget.

A venture capital, a ma klasszikus kockázati tőkének hívott befektetések kivételes növekedési képességgel rendelkező induló vagy korai fázisban lévő kisvállalkozásokba történnek. Coopey (1995) kiemeli még, hogy hosszú távú (évet nem említ), tulajdonosi tőkét biztosító, magas kockázatú, induló és fejlődő cégekbe történő befektetéseket jelent. Megjelenik a high-tech projektekhez való kapcsolás is, bár rögtön hozzá teszi, hogy az ágazat ezen része is sokat változott már a 70-es, 80-as évek egyesült államokbeli ügyleteihez képest.

Bygrave és Timmons (1992) az ágazat fejlődésének bemutatása után értelmezi és eloszlatja a venture capital-lel kapcsolatos sztereotípiákat (a venture capital türelmes és bátor/merész pénzt, ami új és növekvő cégeket keres, hosszú távra, gyakran több mint 10 évre fektet be; a venture capital cégek alapjaiban véve hasonlóak; a befektetési folyamat magasan szervezett és jól kifinomult).

Landström (2007) úgy fogalmaz, hogy a venture capital a magántőke-piacnak egy része, s olyan befektetés szervezetek, vállalatok és tehető magánszemélyek által olyan vállalkozásokba, amelyeket nem jegyeznek a tőzsdén, és amelyek jelentős növekedési potenciállal rendelkeznek akár a nemzetközi piacokon is.

Az EVCA szerint is a venture capital szigorúan értelmezve a magántőke egy részét képezi és olyan tulajdonosi tőkebefektetést jelent, ahol a célvállalat az induló, a korai fejlesztés vagy terjeszkedés fázisában van.

Magyar nyelvű irodalom is akad bőven. Az elsők között jelent meg Gladstone (1997) széles alapozó műve, ami Popovics Béla Gézának köszönhetően magyar vonatkozású részeket is tartalmazott. Gladstone a kockázati tőkét úgy határozza meg, hogy leírja, mi nem számít annak. Mindenképpen szükséges kiemelni Osman Péter műveit (pl. Osman (1996, 2005, 2006), valamint az e területen talán legtöbbet kutató Karsai Judit munkáit.

A kockázati tőkét tágan értelmezve (azaz a private equity-re gondolva) Karsai (1997. p. 168.) szerint a fogalom „a professzionális befektetők olyan hosszú távú, jelentős kockázattal járó tőkebefektetéseit takarja, amelyek elsődleges célja a kiszálláskori tőke-jövedelem megszerzése, amit a befektetés ideje alatt kapott osztalék csak kiegészít.” A kockázati tőke kezdeti jellegzetességeit megőrző befektetőket, akik elsősorban a technológia-intenzív, gyorsan fejlődő, több országra kiterjedő piaccal rendelkező ágazatokban lévő cégeket keresik meg, az úgynevezett hagyományos kockázati tőke (classical venture capital) elnevezéssel lehet illetni. Karsai (1997) utal arra is, hogy a klasszikus kockázati tőke-befektetőktől a szakirodalom megkülönbözteti a fejlesztési tőkét (development capital). Ugyanakkor mivel a kockázati tőkésék túlnyomó hányadát a 90-es években már ez utóbbi befektetők alkották, a kockázati tőke elnevezés már inkább rájuk vonatkozik. E befektetőket az innovációt finanszírozó társaiktól többnyire viszonylag nagyobb befektetési potenciáljuk különbözteti meg, valamint az, hogy portfóliócégeik irányítása helyett sokkal inkább azok ellenőrzésére helyezik a hangsúlyt.

Kovács (2011) Karsaira és külföldi szerzőkre hivatkozva említi a fejlesztési tőkét, majd Osman (2006)⁴ véleményét írja le a kockázati tőke elnevezéséről, mely szerint célszerűbb lett volna fejlesztőtőkeként meghonosítani a fogalmat. Ezek után Kovács (2011) egy ábrán bemutatja a kockázati tőke-befektetésekkel összefüggő fogalmak értelmezési tartományát, mely során a fejlesztőtőke (development capital) a magántőkénél (private equity) is tágabb halmazt jelent. (Ezen értelmezésre sehol máshol nem találtam más példát.)

Glavanits (2012b) röviden foglalkozik a venture capital/risk capital más nyelvekben (nem angol) való használatával, illetve ennek kapcsán kitér a magyarban elterjedt elnevezésre. Szerencsésebbnek találná, ha esetleg a „kockázati vállalkozó” tőke került volna bevezetésre anno. Véleményem szerint ez sem vinné közelebb a fogalmat a tartalomhoz, hiszen más típusú befektetők is tulajdonképpen kockázatot vállalnak ügyleteik során.

Ezek után érdemes kitérni röviden az Európai Unió intézményeinek definícióira, ugyanis van rá példa, amikor nagyon tágan értelmezik a kockázati tőkefinanszírozást: azon programoknak a jelzésére használják, amelyek keretében a kkv-k állami pénzekhez jutnak azon az alapon, hogy az ott felhasznált összegek újra felhasználhatók, és serkentő hatást is kifejtenek a magánszektorból származó további finanszírozási forrásokra is. Ez lehet hitel, törzstőke biztosítása, garancia és egyéb eszköz (EB 2004). Tény, hogy rögtön el is ismerik,

⁴ Kovács (2011) valójában Osman (2008)-ra hivatkozik, de véleményem szerint csak egy elgépelésről lehet szó.

hogy tágabb értelemben értelmezendő fogalom, mint a Bizottság 1999-es Kockázati Tőke Akciótervében (Risk Capital Action Plan) használt meghatározás.

Más dokumentumokban a Bizottság már a fent leírt szakirodalmi megközelítéseket használja (EC 2006), s az 1. ábrán látható módon foglalja össze az Egyesült Államokban és Európában használt fogalmi megközelítéseket:

A Private Equity iparág			
Európa	Venture Capital	Expansion Capital	Buy-outs
US	Venture Capital		Private Equity

1. ábra: Az európai és az egyesült államokbeli terminológiai különbségek

Forrás: EC (2006)

Nagyon röviden érdemes még megemlíteni a jogszabályokban található meghatározásokat. Glavanits (2012b) munkájában kitér mind az angolszász, mind az uniós jogforrásokra, s bemutatja, hogyan próbálják meghatározni a jogalkotók az ilyen típusú befektetések és befektetők körét.

Magyarországon először az 1998. évi XXXIV. törvény rendelkezett a kockázati tőkebefektetésekről, a kockázati tőketársaságokról, valamint a kockázati tőkealapokról. A törvény meghatározta a kockázati tőkealap, mint jogi személyiséggel rendelkező vagyontömeg, a kockázati tőkealap-kezelő, a kockázati tőketársaság, valamint a kockázati tőkebefektetés fogalmát. Utóbbi valójában csak a törvény egészében ismerhetjük meg, hiszen az értelmező rendelkezések csak ennyit mondtak: „a kockázati tőketársaság, illetve a kockázati tőkealap e törvénynek megfelelő tulajdon szerzése korlátolt felelősségű társaságban vagy részvénytársaságban”.⁵

A 2005. évi CLXXXVI. törvény a tőkepiaci törvény (2001. évi CXX. tv.) kereteiben helyezte el a piac szabályozását. Az értelmező rendelkezések között megtaláljuk

⁵ A törvény végül sikertelennek bizonyult. Ennek legfőbb oka, hogy olyan többletkötelezettségeket rótt a befektetőkre, amelyek meghaladták a különböző kedvezmények alapján biztosított előnyöket.

a kockázati tőkealap-kezelési tevékenység⁶ és a kockázati tőkealap-jegy⁷ fogalmát. A kockázati tőketársaság fogalma kikerült a szabályozásból.

Térjünk vissza a közgazdasági oldalra! Összefoglalva a fentieket a private equity négy alapvető tulajdonságát Karsai (2012. p. 11.) a következőképpen fogalmazza meg⁸:

- „1. A kockázati tőke pénzügyi közvetítő szerepet lát el, azaz mások tőkáját összegyűjtve azt közvetlenül befekteti vállalkozásokba.
2. Csak olyan cégekbe fektet be, amelyek részvényei a befektetést követően nem szerepelnek a tőzsdei kereskedelemben.
3. Résztulajdonosként aktív szerepet játszik az általa finanszírozott cégek életében.⁹
4. Végül elsődleges célja annak a hozamnak a maximalizálása, amit az általa finanszírozott vállalkozások értékesítésekor realizál, azaz amikor tulajdonosként kilép a cégekből.”

A kockázati tőke-alapokat általában 10 évre hozzák létre. A tőkebefektetés időtávja általában 3-7 év, ugyanis jó esetben ennyi idő alatt ér el a befektetés megfelelő értéknövekedést. Az aktív szerepvállaláshoz elengedhetetlen a nagyobb részesedésszerzés (Osman 2006), de ez nem jelenti feltétlenül a többségi tulajdon megszerzését.

Az ügylettípusok alapján az EVCA az utóbbi évek statisztikáiban az alábbi besorolást használja¹⁰:

„*Venture ügyletek*”: magvető (seed), induló (start-up), egyéb korai fázis, later-stage venture (pl. expanzió finanszírozása, második és harmadik körös befektetések), áthidaló finanszírozás (tőzsdei bevezetéshez).

„*Kivásárlás és növekedési tőke*”: kivásárlási alapok terjeszkedést finanszírozó befektetései, menedzseri kivásárlások, menedzsmentbe való bevásárlások, jegyzett részvények vásárlása, megfordítás (turnaround), tőkekiváltás (replacement capital).

⁶ A kockázati tőkealap-kezelő által a meghirdetett befektetési elveknek megfelelő kockázati tőkealap kialakítása és a kockázati tőkealap vagyonának a kockázati tőkealap-kezelő döntése alapján a kockázati tőkealap alapkezelési szabályzatában meghirdetett befektetési elveknek megfelelő kezelése, befektetése.

⁷ A kockázati tőkealap nevében (javára és terhére) – e törvényben meghatározott módon és alakszerűséggel – sorozatban kibocsátott, vagyoni és egyéb jogokat biztosító, átruházható értékpapír

⁸ Karsai (2012) valójában a kockázati tőke kifejezést használja itt, de később megjegyzi, hogy a tőkeközvetítő ágazat egészére (private equity) használja az elnevezést.

⁹ Az aktivitás persze nagyon eltérő intenzitású lehet a különböző esetekben (saját megjegyzés).

¹⁰ Bővebb értelmezésüket lásd pl. EVCA (2011).

Az értekezésben innentől a kockázati tőke kifejezést – elterjedtsége miatt – a private equity fogalmára, tehát az egész ágazatra (valójában a magántőkére) használom. A kutatás legfőbb célja viszont a szűkebb értelemben vett kockázati tőke hatásaira irányul, így természetesen utalni fogok arra, ha erre a típusra gondolok. A szűkebb kockázati tőkén kívüli ügyletekre pedig összefoglalóan a kivásárlás elnevezést használom majd.

2.2. A piac szereplői

A keresleti oldalon azok a vállalkozások, ötletgazdák vannak, akik nem képesek megfelelő mennyiségű tulajdonosi tőkét biztosítani, illetve a hitel típusú források sem elérhetők számukra a kívánt mértékben és kondíciókkal. A kínálati oldalon a tulajdonviszonyaik vagy hovatarozásuk alapján lehet megkülönböztetni a szereplőket. Léteznek kockázati tőkealapok, amelyeket cégjogilag elkülönült alapkezelő társaságok kezelnek és léteznek rt., illetve kft. formát választó, saját tőkét befektető kockázati tőketársaságok.

Az úgynevezett formális, intézményes piacon a finanszírozók és a finanszírozottak közé közvetítő intézmények ékelődnek (Osman 2006). Megkülönböztethetjük a független és a nem független kockázati tőke-alapokat/alapkezelőket/társaságokat. Előbbieket nagy tapasztalattal rendelkező kockázati tőkészek hozzák létre. A *független társaságok/alapkezelők* (general partners, GPs) alapjainak forrásai jellemzően nem az alapítók saját pénzeszközeiből származnak, hanem különböző pénzügyi intézményektől, nyugdíjalapoktól, alapítványoktól, biztosítóktól illetve magánszemélyektől gyűjtenek tőkét (limited partners, LPs). Az Egyesült Államokban a formális tőkeágazat által eszközölt befektetések 75%-a e társaságok közreműködésével kerül a vállalkozókhoz. Előnyük a rendkívüli rugalmasság és a lehetőségük arra, hogy szabadon válogassanak a befektetési lehetőségek közül (BÉT, 2003).

Az *intézményi befektetők* (nyugdíjalapok, biztosítótársaságok, bankok) által alapított szervezetek forrásainak jelentős részét ezek az intézmények adják, azonban biztonsági okokból az általában törvényileg szabályozva van, hogy saját tőkéjük mekkora hányadát helyezhetik ki ilyen célokra. Itt is a legfőbb cél az árfolyamnyereség elérése, de jellegükből adódóan fontos lehet számukra a folyó jövedelem biztosítása is.

Az *állami szervezetek, közületek* által létrehozott társaságok és alapok általában különböző központi fejlesztési programokhoz, kkv-kat segítő tevékenységekhez, kutatásokhoz kapcsolódnak. Létük azért fontos, mert kitölthetik a piaci réseket, a befektetési döntése-

iknél előtérbe helyezhetnek olyan érdekeket, amelyek a nemzetgazdaság szempontjából előnyösek. Az értekezésben velük később bővebben is foglalkozok, illetve ismertetem a rájuk irányuló kutatásom eredményeit.

Az informális piacon két befektetői csoportról beszélhetünk:

Üzleti angyalok (business angels): Tehetős magánszemélyek és gazdag családok, akik általában egyedül hajtják végre befektetéseiket, de vannak esetek, amikor szindikátusba tömörülnek. Befektetéseik jellemzően a kkv-k kezdeti szakaszában realizálódnak („early stage” fázis). Tőkeerejük különösképpen az Egyesült Államokban erős. Hazai kutatásuk egyik úttörője Makra Zsolt. Makra (2007) utal arra, hogy az angolszász eredetű üzleti angyal fogalom terén sincs minden egyértelműen tisztázva a szakirodalomban. Például csak a közvetlenül magánszemélyként vagy adózási megfontolások miatt saját társaságokon keresztül befektetők is ide sorolandók? Bizonyos kutatók számszerűsítik, mekkora vagyonnal és éves jövedelemmel „kell” rendelkeznie egy üzleti angyalnak, mások megelégszenek azzal, hogy csak annyit mondanak: vagyonos, tehetős magánszemélyek (Kosztópulosz – Makra 2007). Az üzleti angyalokkal együtt szinonimaként értendő általában az angyal befektető, informális tőkebefektető, privát kockázati tőkés kifejezések is.

Az önállóan befektető nagyvállalatok általában a tevékenységükhöz szorosan kapcsolódó területen fektetnek be (corporate venture capital). Egyik főbb céljuk az informálódás az új kutatási és fejlesztési eredményekről, a másik fél stratégiaileg fontos erőforrásaihoz való hozzáférés. Makra (2007) Osman (2000a) és Biczók (2006) alapján összefoglalja a főbb ismérveket, sőt, Biczók (2006, p. 156.) egy saját meghatározást is javasol: „a corporate venturing során a befektető (nem pénzügyi közvetítő) vállalat olyan hosszú távra ható vállalati (iparági) változásokat indukál a gyorsan változó környezetnek való megfelelés érdekében, amelyek a meglévő vállalati (iparági) feltételek mellett nem vagy csak lassan következhetek volna be. Ezt a befektető belső és/vagy külső vállalkozások finanszírozása, a velük való együttműködés, és az erőforrások kölcsönös átengedése révén éri el.” Munkám során a vállalati kockázati tőke-befektetésekkel nem, csak az intézményes kockázati tőkével foglalkozok.

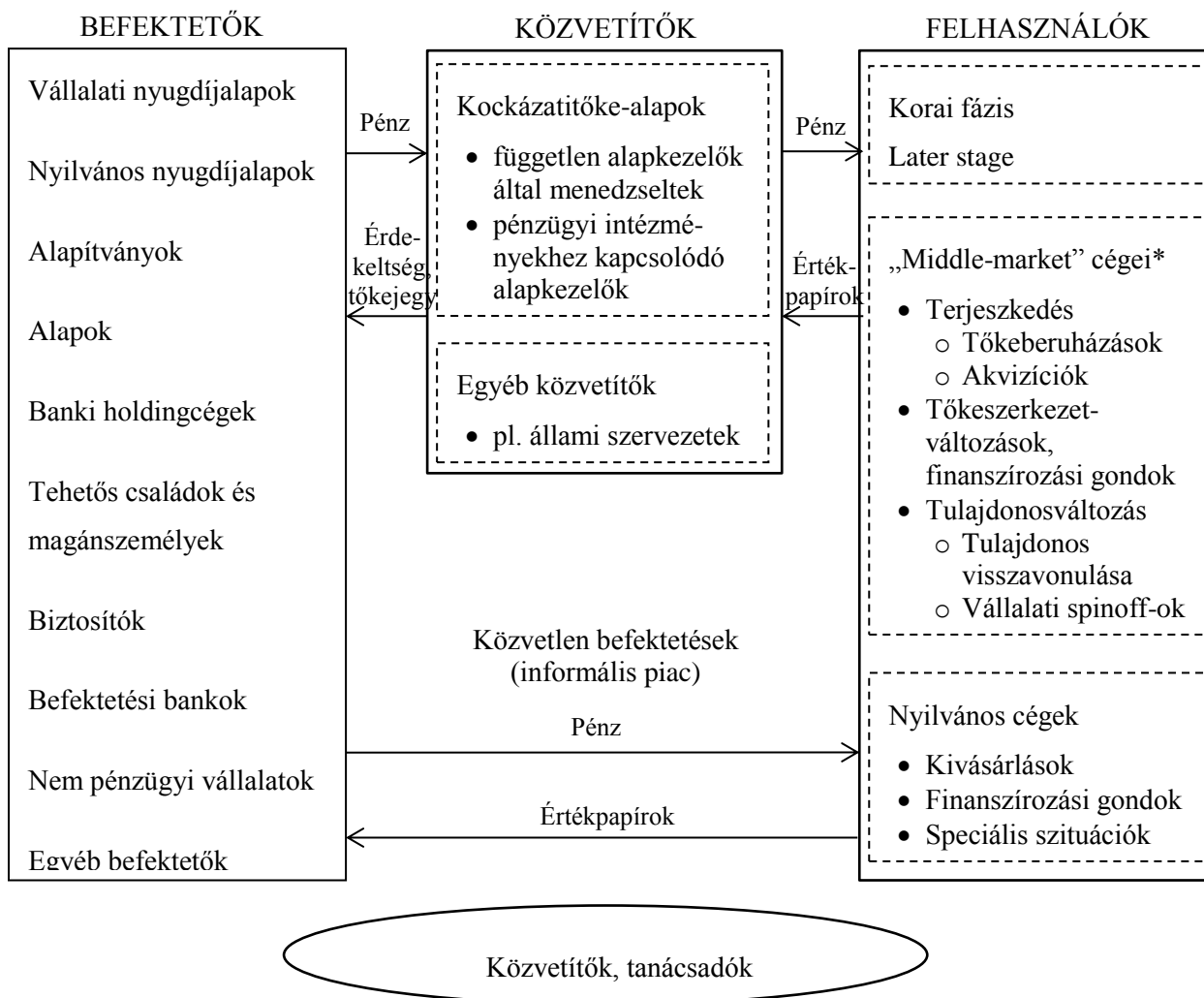
Kovács (2011) egy táblázatban foglalja össze az informális és a formális piac ügyletei közötti különbségeket. Az 1. táblázat ezt tartalmazza az általam fontosnak vélt, *dőlt betűvel* jelzett kiegészítéseimmal.

1. táblázat: A kockázati tőke-befektetések egyes formáinak összehasonlítása

Jellemző	Informális befektetés	Formális/intézményes befektetés
Alanyi oldala	Magánszemély vagy vállalkozás	Kockázati tőkebefektető vállalkozás
Személyes közreműködés	Napi rutin szintjén	Csak stratégiailag
Finanszírozási fázis	Korai életszakasz	<i>Korai és érett életszakasz</i>
A befektetett tőke jellemzője	Saját vagyon és személyes kapcsolati tőke	<i>A társaság/alap vagyona, de a szervezettől függően változó intenzitással a kapcsolati tőke itt is jelen van</i>
Befektető portfóliója	Kisebb, egy-egy iparágra koncentrált	<i>Nagyobb, diverzifikált, de lehet ágazatra specializálódó is</i>
Stratégiai cél	Vállalat vagy vállalatcsoport sikere	Kiszállás a legnagyobb hozammal
Lokalizáció	Regionális, helyi szinten	Országos, nemzetközi szinten

Forrás: Kovács (2011) saját kiegészítéssel

A fejezet lezárásaként a 2. ábra a private equity piacának egészét szemlélteti (Fenn, Liang és Prowse 1995).



* A szerzők cikkükben 25-500 millió dolláros forgalmú cégeket értenek ez alatt, mely a növekedési és kivásárlási tőke számára vonzó.

2. ábra: A magántőke piac

Forrás: Fenn, Liang és Prowse (1995) alapján kicsit egyszerűsítve

2.3. Kiszállás – a hozzáadott érték realizálása

A kockázati tőkést, mint minden profitorientált befektetőt a várható hozam ösztönzi a befektetésre.¹¹ Sikeres tevékenység esetén a vállalat értéke növekszik, azonban a kockázati

¹¹ Az állami tulajdonú társaságoknál jelennek meg a profitszerzésen kívül egyéb célok. Ezekről később még lesz szó. Továbbá, ahogy korábban utaltam rá, az üzleti angyaloknál és a vállalkozási fejlesztőtőke esetében szintén lehetnek más motivációk, lásd bővebben pl. Makra (2007) és Biczók (2006).

tőkés számára ez még nem elég: a hozamot realizálni kell. A befektetők tipikus elvárásai a következők (Gladstone 1997, Becskyné – Biczók 2006, Becskyné 2008):

1. A befektetés kockázatának megfelelő legmagasabb hozam. A hozam jó részét általában a részesedés értékesítésekor realizált árfolyamnyereség teszi ki, mivel osztalékot és egyéb pénzjövedelmet ritkán vesznek ki a befektetők. A realizálható hozamra nagymértékben hat a következő két pont is.
2. A kiszállás megfelelő időzítése, lehetőség szerint a befektetést követő 3-7 éven belül. Viszont az sem mindegy, hogy teljes vagy részleges kiszállást hajt végre a befektető (Cumming – MacIntosh 2003). Zárt végű alap esetén pedig el kell kerülni, hogy a futamidő végére maradjon a kiszállás, mert a gyors értékesítési kényszer lenyomhatja a részesedés árát.
3. Világos kép a kiszállás mikéntjéről. Ideális esetben már a befektetés előtt elkezdik tervezni a proaktív befektetők és a befektetés folyamata során is mindent megtesznek a legjobb kiszállás elérésére. Az ún. passzív befektetőknek általában nincs meg a fejükben a pontos kiszállási útvonal (Wall és Smith 1997).
4. Befolyás az exit időzítésével kapcsolatos döntésekre, bizonyos esetekben jogot formálva a kiszállás kikényszerítésére is. Ez a proaktív befektetőknél tulajdonképpen az előzőekből egyértelműen következik.

A kiszállás alapvető módszere a következő öt egyike lehet.¹²

1. *Tőzsdei bevezetés, nyilvános részvénykibocsátás*

Az Egyesült Államokban a legnépszerűbb megoldás a kiszállásra, Európában azonban a befektetett tőke csak alig több mint tizede hagyja el így a vállalkozásokat (BÉT 2003): 2010-ben a befektetett tőke 11,0%-a, 2011-ben 11,6%-a, 2012-ben 14,7%-a volt tőzsdei kiszállás (a befektetésiértékek százalékában számolva) (EVCA 2013b). Kelet- és Közép-Európában még rosszabb a helyzet: 2010-ben a tőke 0,4%-a hagyta el tőzsdén keresztül a céget (EVCA 2011). Ennek egyik oka az európai befektetők alacsonyabb kockázatvállalói kultúrája, illetve a high-tech tőzsdék hiánya. A tőzsdei úton történő kiszállásnak (divestment by public offering) egyébként két fajtáját különböztetik meg: az egyik az első nyilvános tőzsdei bevezetés (initial public offering, IPO), a másik a meglévő

¹² Az EVCA statisztikáiban a kilépéseket ennél részletesebben veszi számba.

részesedés értékesítése a másodlagos piacon (sale of quoted equity). A nyilvános kibocsátás előnyei:

- A nagyobb likviditás a részvényeket értékesebbé teheti.
- A hatékonyabb piac reálisabban áraz.
- Ha egyszer már a társaság a tőzsdén szerepel, könnyebben lehet pótlólagos tőkéhez jutni.
- A társaság vezetését részvényopciókkal lehet motiválni.
- Ha a vállalkozó később úgy gondolja, meglévő részvényeinek egy részét bármikor készpénzzé alakíthatja.

A nyilvános piacra lépésnek azonban hátrányai is vannak:

- Sok belső információt kell nyilvánosságra hozni, amit felhasználhatnak a versenytársak, a fogyasztók és az alkalmazottak is.
- A tőzsdén jelen lévő cégnek szigorúbb beszámolási kötelezettsége van.
- A teljesítménynövekedések esetleges elmaradásával a társaság részvényeinek ára az eladások révén csökkenhet.
- A nyilvános kibocsátás megszervezése költséges és időigényes. Az IPO ezért a legtöbb kkv számára nem reális alternatíva.
- A makrogazdasági hanyatlást jól tükröző tőzsdén többet veszíthetnek értékükből a vállalat részvényei.

2. *A cég, tulajdonosok vagy a vezetés általi visszavásárlás*

A cég, a vállalkozó és esetleg a menedzsment is ajánlhat olyan árat, amiért a kockázati tőkés eladja neki a részesedését. Több módszer is lehetséges a kivásárlásra. Ha nincs készpénze, felvehet bankhitelt, ennek költsége viszont további terhet ró a vállalatra. További lehetőséget jelenthetnek a részvénycserék, a Munkavállalói Részvényesi Programok (ez elsősorban Angliában jellemző), valamint a még a befektetés elején megkötött eladási és vételi opciókról szóló megállapodások. Több hazai szerző művéből (Kovács 2011, Kovácsné 2011), és a saját kutatásomból is kitűnik, hogy a magyar állami szervezetek kiszállásának leggyakoribb módja ez.

Oszkó (2011) alapján Papp (2012) arra hívja fel a figyelmet, hogy a menedzsment és a kockázati tőkés között ekkor érdekellentét alakulhat ki. Míg a vezetés, aki képes befolyásolni a társaság teljesítményét, abban érdekelt, hogy a céget minél alacsonyabb áron vásárolja ki, addig a befektető a lehető legmagasabb árra törekszik. Ez a konfliktus sokszor szétfeszíti a céget, és a rendes üzletmenet helyett a fókusz a védekezési mechanizmusok és érdekkövetési stratégiák felé tolódik el.

3. *A cég értékesítése stratégiai befektetőnek (trade sale)*

A kiszállás harmadik módja, amikor a kockázati tőkés és esetleg a vállalkozó is eladja részesedését egy szakmai befektetőnek. Ez a vállalkozás tulajdonosaiban/menedzsereiben gyakran okozhat negatív érzéseket, hiszen egy versenytársnak kell eladni a céget. Azonban ennek az eshetőségnek is számos jó oldala van. A stratégiai befektetők általában azért – és nem annak ellenére – vásárolnak meg egy céget, mert jónak ítélik a cég addigi irányítását és ezáltal az új tulajdonosok érdekeltek lehetnek abban, hogy megtartsák a régi vezetést (a stratégiai befektetők gyakran vásárolnak ily módon maguknak piacot). Ha ez mégsem így van, még mindig megvan az a vonzereje az alternatívának, hogy a szakmai befektető többre értékelheti a vállalatot egy jelentősebb kontroll prémium hozzáadásával (Mansel-Pleydell 2002), és így a tulajdonosok és a kockázati tőkés is jelentős hozamot realizálhatnak.

4. *Értékesítés más kockázati tőke-befektetőnek vagy más pénzügyi intézménynek (sale to another private equity house/sale to financial institution)*

Megfelelő tőzsdéi exit vagy szakmai befektető hiányában egyfajta lehetőséget jelent a vállalatnak egy másik alapnak, vagy egy pénzügyi befektetőnek történő értékesítése. A trade sale esetével szemben a befektető itt nem stratégiai érdekekből dönt, nem a szinergiahatásokat keresi. Sor kerülhet e kiszállási módra akkor is, ha a portfólióvállalat egy újabb életszakaszba lépett, és a kockázati tőke-alap befektetési politikája, gyakorlata miatt nem akar, vagy jogszabályi előírások miatt nem tudja tovább finanszírozni a céget (lásd pl. Jeremie alapok).

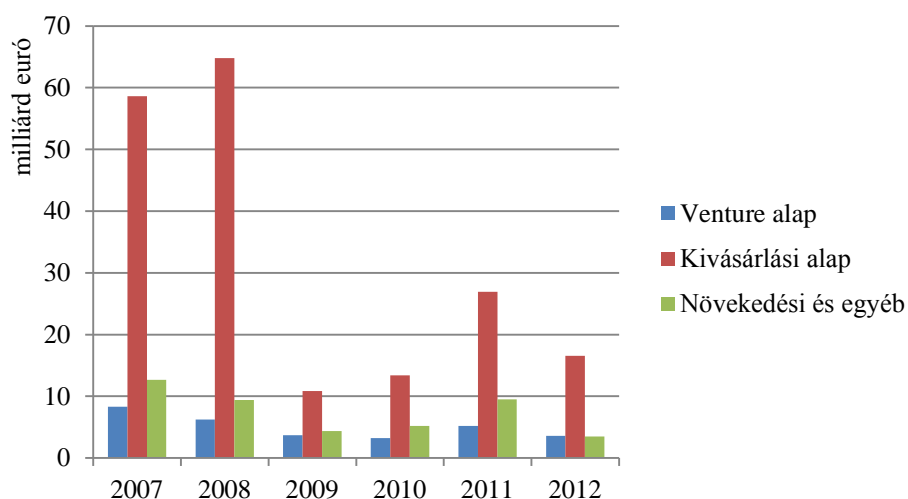
5. *A vállalkozás felszámolása*

Gyengén teljesítő vállalkozások esetén egyszerűbb lehet felszámolni a céget és kiárulni az értékeesebb eszközöket, mint találni egy vevőt. Olyan eset is lehetséges, hogy a vállalat már elérte az életciklusának érettségi szakaszát és nincsenek pozitív kilátások a vállalkozás jövőjére nézve. Ilyenkor is megeshet, hogy a föld, az épületek, a gépek és az egyéb eszközök értékesítése többet ér, mint az egész működő vállalat. Az azonban biztos, hogy ha ilyen helyzetbe kerül egy vállalkozás, akkor a kockázati tőkés már nem fogja megkapni az eredetileg elvárt nagyobb hozamát. A befektetés leírására (divestment by write-off) 2010-ben az exitek befektetésiértékének 21,5%-ban került sor Európában. Közép- és Kelet-Európában az átlag ennél magasabb, 27,6% volt (EVCA 2011). A kutatásomban az állami cégek sikertelen befektetéseinek arányára is ki fogok térni.

3. KOCKÁZATI TŐKE A GAZDASÁGBAN

3.1. A kockázati tőke súlya a gazdaságban

A kockázati tőke-ágazat fejlődését, adott országban betöltött súlyát több szempontból is lehet jellemezni. Fontos jelzésértéke lehet a finanszírozási célra allokkált tőke nagyságának, ugyanis ez jelzi, mennyire vonzó befektetési alternatívának tekintik a kockázati tőkét. A gazdasági válság e téren is éreztette hatását Európában. 2009-ben 75%-kal kevesebb tőkét gyűjtöttek össze kockázati tőke-alapokba, mint 2007-ben és 2008-ban. Az alábbi ábrán jól látható, hogy azóta sem tért vissza a korábbi befektetési kedv. Az alapok száma is csökkent: míg 2007-ben 483 új alap jött létre, addig 2011-ben csak 337, 2012-ben 239 új alap került az EVCA látókörébe.



3. ábra: A gyűjtött tőke nagysága Európában az alap fókusza szerint

Forrás: EVCA (2013a)

Az Egyesült Államokban az alapokba történő gyűjtés szintén visszaesett, de nem olyan mértékben, mint Európában. A szűkebb értelemben vett kockázati tőke-alapokba allokkált tőke a Thomson Reuters és a National Venture Capital Association szerint 2008-ban 25,6 milliárd dollár volt, 2010-ben a mélypontra 13,7 milliárd, majd 2012-ben 20,6 milliárd dollár értéket ért el (Thomson Reuters – NVCA 2013).

Fontos tartalommal bír a befektetett tőke éves összege, az ügyletek száma, a tőkét kapott cégek száma is.¹³ Európában az összes befektetett magántőke 2012-ben 52%-a volt a válság előtti 2007-es értéknek. A legkevesebb befektetett tőke 2009-ben volt (a 2007-es 35%-a) Az ágazaton belül a venture capital szegmens helyzete tűnik rosszabbnak: még 2012-ben is csökkent mind a befektetett tőke értéke, mind a célvállalatok száma az előző évhez képest. (Az NVCA szerint az Egyesült Államokban e téren is valamivel jobb a helyzet: 2007-ben a venture capital szegmensben 4211 ügylet keretében 31,9 milliárd dollárt fektettek be, 2012-ben 3698 ügylet során 26,5 milliárdot (ez 83%-a a 2007-es befektetett értéknek).

2. táblázat: A befektetések értéke és a célvállalatok száma Európában

befektetett tőke milliárd euróban

	2007				2008				2009			
	bef. tőke	%	váll.-k száma	%	bef. tőke	%	váll.-k száma	%	bef. tőke	%	váll.-k száma	%
Venture	6,0	8,6	3 339	65,2	6,3	11,8	3 667	65,8	3,8	15,7	3 155	65,4
Buyout és egyéb	63,8	6,2	348	6,6	47,1	12,6	593	10,2	20,5	21,2	775	15,6
Összesen	69,8	100,0	5 114	100,0	53,4	100,0	5 567	100,0	24,3	100,0	4 762	100,0
	2010				2011				2012			
	bef. tőke	%	váll.-k száma	%	bef. tőke	%	váll.-k száma	%	bef. tőke	%	váll.-k száma	%
Venture	3,7	8,7	3 039	60,2	3,7	8,2	2 965	60,2	3,2	8,7	2 923	58,6
Buyout és egyéb	38,3	91,3	2 044	39,8	41,2	91,8	1 992	39,8	33,3	91,3	2 110	41,4
Összesen	41,9	100,0	5 017	100,0	44,9	100,0	4 903	100,0	36,5	100,0	4 975	100,0

Forrás: EVCA (2013b)

Magyarországon az összes befektetett tőke 2007-től jelentős mértékben ingadozott, ami leginkább a kivásárlások változásának tudható be. Ugyanakkor a szűkebb értelemben vett kockázattőke-szegmensben mind az ügyletek számának, mind a befektetett tőke tekintetében jelentős növekedés ment végbe. Ennek oka az EU-s forrásokból is felállított hibrid alapok növekvő aktivitása.¹⁴

¹³ Sőt, a vállalatok életciklusa és ágazat szerinti megoszlása további lehetőségeket adnak kockázattőke-piac elemzéséhez.

¹⁴ Az állami szerepvállalás ezen eszközére 4. fejezetben még kitérek. A hazai kockázattőke-piac 2007 előtti alakulását pedig az MKME statisztikáiból és Karsai műveiből (pl. Karsai 2011) ismerheti meg bővebben az olvasó.

3. táblázat: A befektetések értéke és a célvállalatok száma Magyarországon

befektetett tőke millió euróban

	2007				2008				2009			
	bef. tőke	%	váll.-k száma	%	bef. tőke	%	váll.-k száma	%	bef. tőke	%	váll.-k száma	%
Venture	10,5	8,6	13	68,4	12,8	11,8	10	66,7	1,3	15,7	3	27,3
Buyout és egyéb	212,2	95,3	6	31,6	451,2	97,2	5	33,3	212,4	99,4	8	72,7
Összesen	222,7	100,0	19	100,0	464,0	100,0	14	100,0	213,6	100,0	11	100,0
	2010				2011				2012			
	bef. tőke	%	váll.-k száma	%	bef. tőke	%	váll.-k száma	%	bef. tőke	%	váll.-k száma	%
Venture	17,9	8,7	11	64,7	40,0	8,2	29	78,4	64,2	8,7	40	95,2
Buyout és egyéb	47,1	72,5	6	35,3	154,8	79,5	8	21,6	37,2	36,7	2	4,8
Összesen	65,0	100,0	17	100,0	194,8	100,0	37	100,0	101,5	100,0	42	100,0

Forrás: EVCA (2013b)

A fenti statisztikák az intézményes piacra vonatkoznak.¹⁵ Az üzleti angyalok számáról, tranzakcióikról csak nagyvonalúbb becslések ismertek. Sohl (2013) szerint 268 000 aktív angyal 67 000 cégbe 22,9 milliárd dollárt fektettek be tavaly az Egyesült Államokban. Az Európai Unió tagállamaiban egyes becslések szerint a látható piacon 2010-ben 28 500-30 000 üzleti angyal lehetett, ennek körülbelül fele volt aktív és 660 millió euró értékben fektethettek be. A nem látható piaccal együtt¹⁶ viszont 170 000-240 000 lehet a számuk, és a befektetett tőke értéke akár 4-5 milliárd euró is lehetett (CSES 2012). Jelentőségüket érzékelteti az is, hogy Freear et al. (1995) szerint az Egyesült Államokban a magas kockázatú, technológia-orientált, induló vagy korai fázisban lévő cégek számára a tulajdonosi tőke jellegű külső finanszírozási eszközök közül az angyalok bevonása játszotta az elsődleges szerepet.

Visszatérve az intézményes piacra, a kockázati tőke jelentőségét jobban meg lehet ítélni, ha adatait más makroszintű adatokhoz hasonlítjuk. Az egyik szokásos viszonyítási alap az egyes országok GDP-je, ugyanis az ezzel képzett mutató előnye az, hogy figyelembe veszi az egyes gazdaságok méretét. Az európai vállalatokba fektetett kockázati tőke 2010-ben az európai GDP 0,32%-a, 2011-ben 0,33%-a, 2012-ben 0,26%-a volt. 2012-ben a legnagyobb értéket Svédország érte el (0,602%), őt követte az Egyesült Királyság (0,530%) és – már

¹⁵ Ez sem teljes körű, az EVCA, pontosabban a PEREP_Analytics az ágazat és a módszerek sajátosságaiból adódóan nem tud 100%-os lefedettséget produkálni az adatgyűjtés során, de azért az iparág főbb tendenciái mindenképpen jól tükröződnek.

¹⁶ Azon üzleti angyalok, akik nem tagjai egyik üzleti angyal hálózatnak sem.

kissé leszakadva – Belgium (0,373%). Magyarország 0,103%-kal az európai átlag alatt van (0,260%), de Közép- és Kelet-Európában csak Bulgária (0,211%) és Lengyelország (0,125%) előzte meg. Ha 2007 és 2012 közötti átlagos befektetett tőke/GDP arányt nézzük, akkor az európai érték 0,338%, a magyar pedig 0,209% (EVCA 2013b). A hat év átlagát tekintve Bulgária és Csehország előzi meg hazánkat. Ugyanakkor, ha azt nézzük, hogy a magyarországi cégekbe mekkora nagyságú szűkebb értelemben vett kockázati tőke érkezett GDP arányosan, akkor hazánk 0,065%-kal 2012-ben a hibrid alapoknak köszönhetően az első helyet szerezte meg az EVCA adatai szerint. NVCA (2011) szerint az Egyesült Államokban a venture-befektetések értéke 2010-ben nem érte el a GDP 0,2%-át, míg ugyanez Európában 0,028% volt.

A kockázati tőke-piac méretét a nyilvános részvénypiacokon lévő részvények értékéhez is szokták viszonyítani. Az EVCA az európai kockázati tőke-alapok által 2007-ben kezelt tőke értékét 300 milliárd euróra tette, ami az európai nyilvános tőkepiacok értékének körülbelül 3%-t jelentette (EVCA 2009). Norbäck et al. (2010) szerint (Kaplan és Strömberg 2009-es munkájára hivatkozva) az Egyesült Államok magántőkealapjaihoz tartozó vállalatok értéke 1985 és 2006 között az ottani tőzsdei kapitalizációhoz viszonyítva évente átlagosan 1% körül volt, a 3%-os csúcserőértéket épp 2006-ban észlelték.

A kivásárlások keretében nyújtott kockázati tőke jelentőségét lehet érzékeltetni úgy is, ha annak értékét a vállalati összeolvadásokhoz és felvásárlásokhoz (mergers and acquisitions, M&A) hasonlítjuk. A világban 2011-ben kötött ügyletek értékének 6,9%-a kötődött kockázati tőkéhez, 2012 első felében pedig az 5,9%-a (TheCityUK 2012).

Kaplan – Lerner (2010) szerint azon cégek körében, amelyek eljutnak a tőzsdére, igen magas a szűkebb értelemben vett kockázati tőkével finanszírozottak aránya. 1999 és 2009 között az első nyilvános tőzsdei megjelenések (IPO) több mint 60%-a olyan vállalkozáshoz kötődött, amelyet kockázati tőkés is finanszíroztak. Vagyis, ahogy ez alapján Karsai (2012) is megállapítja, az induló cégek ritkán jutnak kockázati tőkéhez és ritkán kerülnek tőzsdére, ám a kockázati tőke bekapcsolódása jelentősen növeli a tőzsdére jutás valószínűségét. 2011-ben 19 kiszállás volt európai cégekből IPO-val, 2012-ben csak 6 (EVCA 2013b) Ezzel szemben amerikai tőzsdére 2011-ben 51, 2012-ben 49 klasszikus kockázati tőkével finanszírozott céget¹⁷ vezettek első alkalommal (NVCA 2013).

¹⁷ Olyan cégek, amelyeknél legalább egy egyesült államokbeli kockázati tőke-befektető tulajdonos volt.

Végül érdemes megvizsgálni azt is, hogy a vállalkozások hány százalékában érintett a kockázati tőke. Intézményes kockázati tőkét a vállalkozásoknak csak nagyon kis hányada kap. Persze, hozzá kell rögtön tenni azt is, hogy a többségének nincs is szüksége rá. Bygrave – Hunt (2004) a Global Entrepreneurship Monitor (GEM) 34 országra kiterjedő kutatásában azt találta, hogy az induló vállalkozásoknak csak kevesebb, mint 0,01%-a kap tőkét klasszikus intézményi kockázati tőke-befektetőtől vagy üzleti angyaltól. Az Inc. magazine 2000. október 17-i számára hivatkozva mondják, hogy még Amerika 500 leggyorsabban növekvő vállalatának 88%-a sem kapott soha üzleti angyaltól tőkét. A GEM későbbi, már 42 országra kiterjedt kutatását bemutató munkában Bygrave – Quill (2007) annyit tesz még hozzá, hogy az Egyesült Államokban, a kockázati tőke-piac kiemelkedő országában is ezer vállalkozásból kevesebb, mint egy kapott valaha is kockázati tőkét az életében. Kaplan és Lerner (2010) szerint az Egyesült Államokban évente létrejövő, a tulajdonosokon kívül másokat is foglalkoztató vállalkozásoknak is csupán körülbelül 0,17%-a kapott első körös finanszírozást kockázati tőke-befektetőtől. Ugyanakkor elmondható az is, hogy az USA 20 legnagyobb cége közül 4 kapott kockázati tőkét az indulása idején. Puri és Zarutskie (2010) is hasonlóan számol: a 90-es évek végén az új cégek 0,22%-a kapott kockázati tőkét.

Európában és hazánkban sem más a helyzet. A KSH szerint 2009-ben 32 015 db, 2010-ben pedig 34 055 db jogi személyiségű gazdasági társaság számított valódi új társas vállalkozásnak¹⁸ hazánkban, míg a magvető és start-up ügyletek száma 2009-ben 23 db, 2010-ben 24 db volt.

Tovább árnyalja a helyzetet, hogy az éves befektetések egy része olyan cégekbe megy, amelyek már korábban is kaptak tőkét, tehát az adott évi ügylet már a második vagy a harmadik körnek számít. Az EVCA adatai szerint 2011-ben és 2012-ben az európai ügyleteknek csak 43-44%-a volt első körös befektetés. (Magyarországon egyébként inkább ezek dominálnak.) 2008-ban 1 179 cég kapott első körös finanszírozást intézményi befektetőtől az Egyesült Államokban és ezek közül csak 330 volt magvető vagy start-up ügylet (Bosma – Levie 2010).

¹⁸ A KSH akkor tekint valódi új vállalkozásnak egy társaságot, ha az abban az évben a működő vállalkozások halmazához tartozik, és a megelőző két évben nem számított működőnek. (Tehát a pontosítás kedvéért ebben a számban nem csak az adott évben alapított cégek vannak benne.) A jogelőddel rendelkező szervezetek nem számítanak valódi alakulásnak.

Összefoglalva a fentieket elmondható, hogy bár bizonyos szegmensekben több ezer társaság életében fontos szerepet játszanak a kockázati- és magántőke-befektetők, de a vállalatoknak csak nagyon kis hányadában vannak jelen. Hozzá kell tenni persze azt is, hogy Magyarországon és Közép- és Kelet-Európa más országaiban maguk a kkv-k is kevésbé nyitottak a kockázati tőke befogadására (Flash EB 2006, GKI 2009).

3.2. A kockázati tőke gazdasági hatása

3.2.1. A kockázati tőke és az innováció

A kockázati tőkének az innovációk finanszírozásában betöltött szerepe természetesnek tűnik, ugyanakkor a kérdéskör tudományos vizsgálatai során e finanszírozási eszköz és a vállalkozások innovatív viselkedése közötti kapcsolat irányát és mélységét bizonyos esetekben a kutatók eltérően ítélik meg. Magyarországon többek között Karsai Judit igyekezett összefoglalni a külföldi és a hazai szakirodalmat, illetve próbálta számszerűsíteni az ágazat szerepét e téren (Karsai 2002, 2012).

A befektetések hatásait a cégekre és a gazdaságra nehéz felmérni. Karsai felhívja a figyelmet, hogy a kockázati tőke és az innováció kapcsolatát sem könnyű pontosan számszerűsíteni. A „mi lett volna ha...” típusú kérdések megválaszolása nem egyszerű. Azt kellene tudni, hogy a kockázati tőke-befektetések nélkül „a vállalkozások milyen dinamikával fejlődtek volna, mennyien vállalkoztak volna új – fejlett technológián alapuló – termékek kifejlesztésére és piaci bevezetésére, s ehhez például mennyit fordítottak volna K+F-re” (Karsai 2012, 27).

Nehezíti a vizsgálatokat az innováció természete és megjelenése is. Az OECD és az Európai Bizottság közös égisze alatt előkészített Oslo kézikönyv harmadik kiadása (2005) a korábbiakhoz képest az innováció fogalmát szélesebb körűen definiálja: Az innováció

- új, vagy jelentősen javított termék (áru vagy szolgáltatás) vagy eljárás,
- új marketing-módszer,
- vagy új szervezési-szervezeti módszer

bevezetése az üzleti gyakorlatban, munkahelyi szervezetben, vagy a külső kapcsolatokban (Katona 2006). A szabadalmak számát talán könnyebben nyomon lehet követni, de a például az árképzésben vagy a reklámozásban jelentős változást hozó új marketing-módszerek vagy az új munkaszervezési módszerek vizsgálata komplexebb feladat lehet.

Karsai (2012) felhívja a figyelmet arra is, hogy nem csak a befektetések ösztönözhetik az innovációt, mert fordított oksági összefüggés is lehet közöttük: az innováció is kiválthatja a kockázati-tőke-befektetéseket, azaz megnövelheti az azok iránti keresletet.

Kortum és Lerner (2000) a szűkebb értelemben vett kockázati tőke hatását vizsgálta a szabadalmaztatott találmányokra az Egyesült Államok 20 iparágában. Arra jutottak, hogy a kockázati tőke növekvő aktivitása egy iparágban szignifikáns kapcsolatban van a magasabb szabadalmi mutatókkal. Továbbá míg a kockázati tőke és a K+F kiadások aránya 1983 és 1992 között átlagosan kevesebb volt, mint 3%, addig az iparági innovációk 8%-a kötődött a kockázati tőkével finanszírozott cégekhez.

Popov és Roosenboom (2012) 20 európai ország 10 iparágát vizsgálta az 1991 és 2005 közötti időszakban. A magasan fejlett kockázati-tőke-piaccaal rendelkező országokban van szignifikáns hatása a kockázati tőkének: a kockázati tőke / K+F ráta a vizsgált években átlagosan 3,9% körül alakult, míg az ipari innovációk 10,2%-a volt kapcsolható a kockázati tőkéhez. Továbbá arra jutott még a szerzőpáros, hogy a kockázati tőke viszonylag ott sikeresebb az innováció előmozdításában, ahol kevesebb akadályokba ütköznek a vállalkozások, kedvezőbb adó- és egyéb szabályozó környezetet biztosítanak a befektetéseknek és alacsonyabb szinten adóztatják meg a tőkejövedelmeket.

Visszatérve Kortum és Lerner munkájára, azt állapították meg meg, hogy a kockázati tőkés cégek szabadalmait gyakrabban idézték másokénál és sokkal agresszívabban voltak perelve is. Továbbá statisztikailag bizonyították, hogy egy dollár kockázati tőke háromszor-négyszer több szabadalmat stimulál, mint 1 dollár hagyományos vállalati K+F kiadás.

Tian (2011) a szindikátusi formában és az egyedül befektető kockázati tőkésekét vizsgálta és hasonlította össze. A szindikátusi formában tőkét kapó cégek szignifikánsan több szabadalmat generáltak, mint az egy befektetőtől tőkét kapók. Továbbá szignifikáns különbség van a szabadalmakra való hivatkozások száma kapcsán is az előbbieik javára így hatásuk is jóval nagyobbak tekinthető.

Hellmann és Puri (2000) egy 170 fiatal, az amerikai Szilícium-völgyben alapított cégekből álló mintát vizsgált. A vállalatok között volt, amely kockázati tőkével és anélkül finanszírozott cég is. Kérdőíves felmérésük alapján bizonyítékot találtak arra, hogy van kapcsolat a kockázati tőke, valamint a termék piaci stratégia és a cégek eredményei között. Azok a cégek, amelyek innovációs stratégiát folytattak, szignifikánsan nagyobb

valószínűséggel jutottak hozzá kockázati tőkéhez, továbbá azt a működésük korábbi szakaszában kapták, mint a többi cég. A szerzőpáros szerint a kockázati tőkével támogatott cégek gyorsabbak voltak a termékek fejlesztésében és piacra vitelében is. A cégek a kockázati tőkéhez jutást sokkal fontosabbnak tartották bármely más finanszírozással kapcsolatos eseménynél. Lerner (2002a) ugyanakkor megemlíti, hogy Hellmann és Puri (2000) a kicsi minta és az adatok korlátozottsága miatt csak szerény megállapításokat tehettek az oksági viszonyra vonatkozóan. Sajnos megmaradt a lehetősége annak is, hogy inkább az innovatív cégek választják maguknak a kockázati tőkét finanszírozási eszközül és nem a kockázati tőke okozza a cégek nagyobb innovativitását.

Lerner (2002a) a kockázati tőke-piac visszaesése kapcsán ugyanakkor megjegyzi, hogy az nem feltétlenül jár nagymértékű csökkenéssel az innovációban, mint ahogy a piac felfutásakor sem hangsúlyosabb annak a hatása. Mindezt több módon is igyekszik alátámasztani.

Cumming – Johan (2012) ausztrál befektetéseket elemzett. A vizsgálat kiterjedt mind a klasszikus kockázati tőkére, mind pedig a magántőke-befektetésekre. Sőt, külön figyelmet fordítottak az ausztrál kormány legnagyobb és legfontosabb kockázati tőke-programjára. Az ennek keretében létrehozott Innovation Investment Found (IIF) co-investment alapként működik. Az IIF 1997-es felállítása előtt alig voltak befektetések a korai fázisba az országban, azóta viszont az IIF és a piaci szereplők fontos szerepet játszanak ezen a téren. Sok vállalat nélkül nem virágozna vagy nem is jött volna létre. A klasszikus kockázati tőkét kapott 477 cég 2 165 szabadalmi bejegyzést nyújtott be, 18 160 hivatkozással rendelkeznek és 2011-ben 300 millió dollárt költöttek K+F-re. Az IIF által finanszírozott 90 cégek összesen 548 szabadalmi bejegyzést nyújtottak be és 2011-ben 58 millió dollár volt a K+F büdzsájuk. Az abszolút számok azonban keveset mondanak ezen szereplők gazdaságban betöltött súlyáról. A tisztán piaci kockázati tőkét kapott vállalatok a mintába vont, összehasonlítható vállalatok 5,8%-át tették ki. Az összes eszköztérből 0,04%-kal, az összes bevételből 0,08%-kal részesedtek. Ehhez képest az összes K+F kiadás 9,9%-a, a szabadalmak 12,2%-a és a hivatkozások 26,2%-a hozzájuk kapcsolódott. Az állami co-investment alap célvállalatai az összes vállalat 1,1%-át, valamint az összes vállalat összes eszközének és összes bevételének 0,01-0,01%-át tették ki. Ugyanakkor az összes K+F kiadás 1,9%-a, a szabadalmak 3,1%-a és a hivatkozások 4,7%-a hozzájuk kapcsolódott.

Bertoni és Tykvova (2012) 7 európai ország összesen 865 biotechnológiai és gyógyszer-gyártó cégét vizsgálta meg. Ezek közül 159 kapott kockázati tőkét. Az innovációval való

kapcsolatot Cumming – Johan (2012) és Tian (2011) kutatásaihoz részben hasonlóan a befektetők típusa szerint is vizsgálták. Bertoni és Tykvova (2012) azonban jóval több szempont szerint csoportosított. Először is vannak állami és magánbefektetők. Aztán különbséget tettek a szindikátusban és az egyedül végrehajtott tranzakciók között is. Végül a szindikátusi ügyletek további bontását végezték el: megkülönböztették az ügyleteket aszerint, hogy ki volt a vezető fél (magánbefektető vagy az állam), illetve hogy a benne részt vevők azonos típusúak voltak-e (mind magán vagy mind állami) vagy különbözők (volt magán és állami is). A szerzőpáros arra jutott, hogy a szindikátusban, illetve a magánbefektetők által egyedül megvalósított tranzakciókban nagyobb növekedés volt az innovációs teljesítményben, mint a kockázati tőkét nem kapott cégek esetében. Az innovációt leginkább támogató forma pedig a magánbefektető által vezetett, heterogén szindikátus volt. Ezek fényében azt javasolják, hogy ha az állam tőkejuttatással kívánja a vállalatokat segíteni, akkor azt magánbefektető által vezetett szindikátus keretében tegyék.

A tőkeáttételes menedzsment kivásárlások (LBO) általában több vitát generálnak. Zahra (1995) ezért 47 kivásárláson átment céget vizsgált meg. A társaságok a kivásárlást követően növelték elkötelezettségüket az új termékek kifejlesztése iránt, nagyobb hangsúlyt tettek a technológiájuk üzleti alapokra helyezésére és megerősítették a K+F funkciókat (bár utóbbi nem jelentett szignifikáns költségnövekedést is). A teljesítményük ugyancsak szignifikánsan magasabb lett a cégeknek és ez szignifikánsan összefüggött a vállalkozási, illetve innovációs aktivitással. Bruining – Wright (2002) holland esettanulmányai szerint a kivásárlásokat követően szintén új termékek kifejlesztésére kerül sor és javul a vállalatok vállalkozóképessége is.

Wright et al. (1992) az Egyesült Királyságban megvalósított LBO-kat hasonlította össze az Egyesült Államokban lévő társaival. A vizsgálat eredményei szerint az európai cégek nagyobb mértékű termékfejlesztésbe fognak, mint a tengerentúliak a kivásárlást követően.

Az EVCA és a CMBOR 2001-es felmérése szerint a kivásárlások után a cégek többségénél széles körű stratégiai változások mentek végbe: az ügyletek 69,5%-a esetében bővült a termékkála, 62,5%-a esetében új piac bevonására került sor, a cégek 53,7%-a új épületekbe vagy telephelyekbe ruházott be, s 52%-a meglévő telephelyén hajtott végre fejlesztést. Növekedtek a K+F-ra, a marketingre és a tréningekre fordított kiadások is. A EVCA egy későbbi megbízásából készült felmérés szerint (EVCA 2005a) a venture capital által támogatott vállalatoknál évente átlagosan 3,4 millió eurót költöttek K+F-re, ami 50 500 eurót jelent egy alkalmazottra levetítve. Ez hatszor több, mint az EU 500, K+F-

re legtöbbet költő vállalatánál az egy főre jutó kiadás (8 500 euró). A munkatársak harmada dolgozik K+F területen és 13%-uknak van Ph.D. vagy azzal ekvivalens fokozata.

Ahogy Karsai (2012) utal rá, a vállalkozó és a finanszírozó sajátos kapcsolatában látják a szakemberek a kockázati tőkének az innovációban betöltött szerepének magyarázatát. A tulajdonosok, a menedzserek (ahol vannak külön) és a külső finanszírozók közötti információs asszimetria csökkentésére a kockázatitőke-típusú megoldások alkalmasak. Azon általános nézet miatt, hogy a kockázati tőke stimulálja az innovációs tevékenységet, a politikusok szerte a világban igyekeznek kiépíteni és fejleszteni a helyi kockázatitőke-piacokat (Hirukawa – Ueda 2011).

Azonban több kutató nem lát szoros összefüggést. Engel és Keilbach (2007) német induló cégeket vizsgált és úgy találta, hogy a befektetést követő 1 évben nincs változás a szabadalmi bejelentésekre való hajlandóságban, illetve intenzitásban. Caselli és társai (2009) 37 db olyan szűkebb értelemben vett kockázati tőkével finanszírozott olasz társaságot elemzett, amelyek 1995 és 2004 között valamikor tőzsdére mentek. Az eredmények azt mutatják, hogy az innováció nagyon fontos tényezőnek számított a befektetőnek a célvállalat kiválasztásakor, de miután a befektetés megtörtént, az innovációs tevékenység támogatása helyett más területek javítására került a hangsúly.¹⁹

Peneder (2010) osztrák cégek analizálása után állapítja meg, hogy nincs szignifikáns hatása a kockázati tőkének az innovációs teljesítményre.²⁰ A befektetők inkább az innovatív cégekre történő sikeres forrásallokációval járulnak hozzá a struktuális változásokhoz.

Hirukawa és Ueda (2011) az Egyesült Államok feldolgozóiparába történő befektetéseket tanulmányozva²¹ úgy találta, hogy a vizsgált termelékenységi mutató növekedése szignifikánsan összefüggött a jövőbeli kockázatitőke-befektetéssel, azaz az innováció indukálja a kockázati tőkét. Ugyanakkor a szabadalmak számát vizsgálva gyenge bizonyítékot találtak arra is, hogy az innováció van előbb, és arra is, hogy a kockázati tőke fogja a nagyobb innovativitást eredményezni. Sőt, a tanulmány szerint gyakran lehet azt tapasztalni, hogy mihelyst megtörténik a befektetés, mind a termelékenység növekedésében, mind a szabadalmak számában egy kisebb csökkenés következik be.

¹⁹ Egyébként a forgalomnövekedésben a kockázati tőkét kapott cégek például szignifikánsan jobbak voltak a kockázati tőkével nem rendelkező társaiknál.

²⁰ Ezt az új termékek és szolgáltatások forgalomból való részesedésével mérte.

²¹ A vizsgált időszak: 1968-2001.

Arvanitis és Stucki (2013) 1996-ban és 1997-ben Svájcban alapított társaságokkal kapcsolatban vizsgálta, hogy a kockázati tőkés stimulálja-e a start-up cégek kezdeti, illetve a hosszú távú, tartós innovációs aktivitását. Szignifikáns különbségek a kockázati tőkével nem finanszírozott cégekhez képest sem rövid, sem hosszú távon nincsenek.²²

A szakirodalom két fő okot határoz meg az esetleges innovációs és egyéb teljesítménybeli különbségekre. Az első az ún. szelektáló funkció. A kockázati tőkés a befektetési döntés előtt részletesen átvilágítják a cégeket és képesek azonosítani a különösen ígéretes induló cégeket. A másik ok, hogy tudásukat, kapcsolati tőkéjüket a vállalatok rendelkezésére bocsátják (lásd pl. Baum – Silverman 2004, Peneder 2010, Arvanitis – Stucki 2013, Becskyné 2008). Hogy mikor melyik az erősebb, az változó. Sørensen (2007) kutatása szerint a tapasztaltabb befektetőktől tőkét kapó cégek nagyobb valószínűséggel mennek tőzsdére. Ez köszönhető mind a kockázati tőkés befektetési idő alatti tevékenységének²³, mind pedig a jobb kiválasztási folyamatnak. Ugyanakkor a jobb ügyfélszelektálás kétszer fontosabbnak bizonyult, mint az ügyletkötés utáni tevékenység.

A szakirodalom alapján úgy tűnik, a kockázati tőke valóban finanszírozza az innovatív cégeket. Azonban a befektetést követően a célvállalatok már nem feltétlenül innovatívabbak a társaiknál, vagy ha igen, akkor annak több, akár egyszerre is fennálló oka lehet (jó kiválasztás versus befektetési idő alatti támogatás <tudás, kapcsolati tőke... stb.>).

3.2.2. A befektetések hatása a foglalkoztatásra és a bérekre

Az ezredfordulót követően a magántőke terjeszkedését növekvő médiafigyelem és kritika kísérte (Karsai 2009). Ahogy az sokszor lenni szokott, a rossz példák, negatív esetek kerültek egyre inkább reflektorfénybe, így egyre nagyobb nyomás nehezedett a befektetőkre. Az Egyesült Királyságban, Németországban és az Egyesült Államokban a szak-szervezetek és a politikusok részéről is több támadás érte a piacot: az alapkezelők lecsupaszítják a célvállalatokat (asset stripping), a munkavállalók elbocsátásával negatívan hatnak a foglalkoztatásra, csökkentik a bérszínvonalat, túl kevés adót fizetnek, viszont az

²² A megfigyelt változók közül egyedül a szabadalmak terén van egy nagyon gyenge különbség a kezdeti időkben.

²³ Ez meg nyilvánulhat a jobb monitoringban és menedzselésben, illetve a szélesebb kapcsolati hálóban is.

alapkezelők menedzsereit túlfizetik (Campbell – Campbell 2008).²⁴ A The Economist 2007-es cikke az előbbieken túl további kritikákat is említ: a private equity kiszívja a tőkét, kevés figyelmet fordít a munkavállalókra és a szállítókra.

Az alapkezelőket megvádolták, hogy tevékenységükkel aláaknázzák a nyugdíjalapokat, és hogy tulajdonképpen a célvállalat többi érintettjének kárára érnek el magas hozamokat. Ugyanakkor érdekes módon olyan kritika is érte őket, hogy a saját befektetőiknek (LP) nem tudnak megfelelő hozamokat biztosítani.

A brit pénzügyi felügyelet, a Financial Services Authority (FSA) 2006-ban külön anyagban foglalkozott az ágazattal, amelyben többek között az alábbi kockázatokra hívta fel a figyelmet:

- túlzott tőkeáttétel;
- egyes finanszírozási módok összetettsége homályos viszonyokhoz vezethet a kockázatviselésben;
- piaci visszaélések;
- érdekkonfliktusok a sok érintett között.

A magántőkepiac működését érintő vitát tovább mélyítette a pénzügyi és gazdasági válság, hiszen a nagy hiteltelherrel rendelkező társaságokra különösen nagy nyomás nehezedett, miközben a magántőke-ágazat működése maga is megnehezült.

Ahogy Karsai (2009) is említi, a vádak hatására vizsgálatok alá vetették a piacot (lásd pl. az Egyesült Királyságban a Treasury Select Committee 2007-es jelentése). Egyre többen követelték a piac szigorúbb szabályozását az Európai Parlamentben is (lásd pl. PSE 2007), ami végül az európai pénzügyi rendszer stabilitását célul kitűző, az ún. alternatív befektetésialap-kezelőkről szóló 2011/61/EU irányelv (AIFM irányelv) megalkotásához vezetett.²⁵

A befektetők érdekvédelmét ellátó szervezetek sem voltak restek: a válaszreakció sok kutatás, jelentés és az iparági legjobb gyakorlatra tett javaslat készítésére szóló megbízás lett (Karsai 2012).

²⁴ A magántőke-befektetőket ért kritikák hatásai olyan apróságokon is észrevehetők, hogy egyes angol nyelvű (persze nem feltétlenül mérvadó) oldalak az „asset stripping” definiálásakor a mai napig a magántőke-befektetőket hozzák fel példaként. Lásd: <http://www.economicshelp.org/blog/glossary/asset-stripping/>

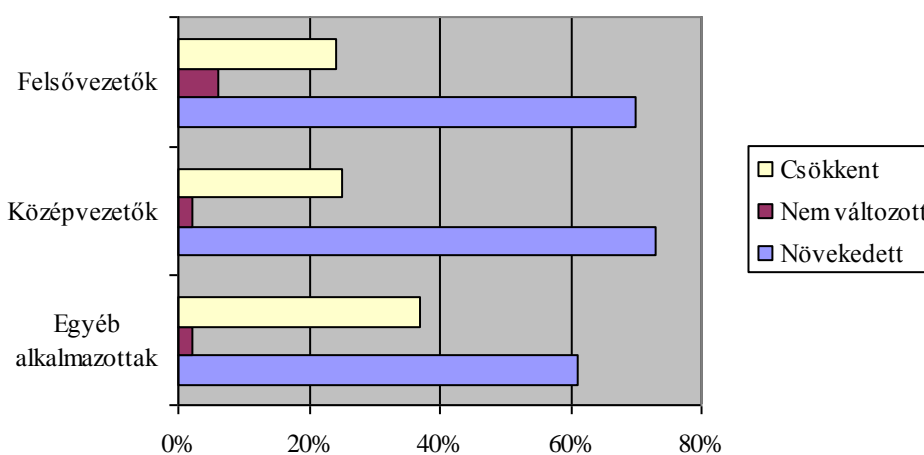
²⁵ Az AIFM direktíva átültetését 2013 júliusáig kell volna Magyarországnak is megtennie, de a megadott határidőig erre nem került sor.

Az ágazatot összefogó, érdekvédő szervezetek által megrendelt munkák jó része a magántőkével finanszírozott vállalkozások teljesítményét hasonlítják össze a gazdaság egészének, vagy a vállalatok valamely csoportjának eredményeivel, így például a tőzsdei cégek vagy a legnagyobb méretű vállalkozások adataival (Karsai 2012). E fejezetben a munkahelyteremtés és a bérszínvonal kerül górcső alá.

Az EVCA 2000-ben kérdőíves felmérést végzett azon európai vállalatok körében, amelyek 1992 és 1997 között kockázati tőkével támogatott kivásárláson mentek keresztül. A foglalkoztatással kapcsolatos megállapításai a következők.²⁶

A 298 válaszadó társaság háromötödénél (61,4%) emelkedett a foglalkoztatottak száma, 13,1%-ánál nem változott, míg 25,5%-ánál csökkent. Az átlagos változás a létszám tekintetében 46,9%-os növekedés volt.

A vállalatok többségénél emelkedett a foglalkoztatottak átlagos jövedelme, ami minden bizonnyal emelte az életszínvonalukat. A felsővezetők fizetései és egyéb díjazásai a kivásárlásban érintett cégek 70%-ánál nőttek. Ez a mutató a középvezetők esetében több, mint 70%, az egyéb alkalmazottaknál pedig több, mint 60%. Az addicionális díjazás különböző formái is népszerűbbek lettek. A részvényopciók alkalmazása megötszöröződött, 2,1%-ról a vizsgált időszak végére 10,7%-ra emelkedett. A teljesítményarányos bérezésben részesülő alkalmazottak száma megduplázódott, így 16%-ról 37,7%-ra nőtt.



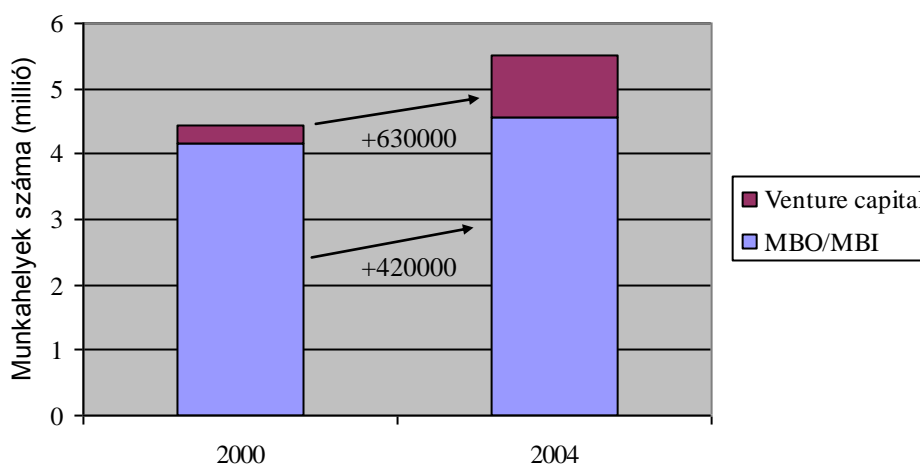
4. ábra: A menedzsment és az egyéb alkalmazottak jövedelmeinek változása a vállalatoknál

Forrás: EVCA (2001)

²⁶ A tanulmány egyéb fontos eredményeit a következő, 3.2.2. számú alfejezetben mutatom be.

Az EVCA megbízásából a Müncheni Műszaki Egyetem Center for Entrepreneurship and Financial Studies (CEFS) intézete által 2005-ben készített felmérés szintén pozitívumokról számol be. A kutatók a válaszadásra felkért alapoktól az 1997 és 2004 között befektetésben részesített portfóliócégeikről kértek információt. Az adatbázis végül közel 200 magántőkét kapott vállalat adatait tartalmazta.

EVCA (2005) szerint különösen az MBO/MBI ügylettípusoknál figyelhető meg a magasabb munkahelyszám, míg a venture capital befektetéseknek az innovációban és a K+F-ben betöltött szerepük a hangsúlyos. Az európai kockázati és magántőke 1 millió új munkahelyet hozott létre 2000 és 2004 között, amiből 420 ezer kivásárolt társaságnál, 630 ezer pedig venture capital által támogatott cégeknél valósult meg (5. ábra). A foglalkoztatottak számának növekedése átlagosan 5,4%/év volt a vizsgált periódusban. Ez nyolcszor több, mint az EU 25-ök éves rátája (0,7%). A közel 6 millió foglalkoztatott 83%-a kivásárolt társaságnál alkalmazott, míg 17%-uk venture capital által támogatottaknál. (Ennek oka, hogy a kivásárlások mind értékben, mind a foglalkoztatottak számának tekintetében nagyobb vállalatokra jellemzőek.)



5. ábra: Munkahelyteremtés a vállalatoknál

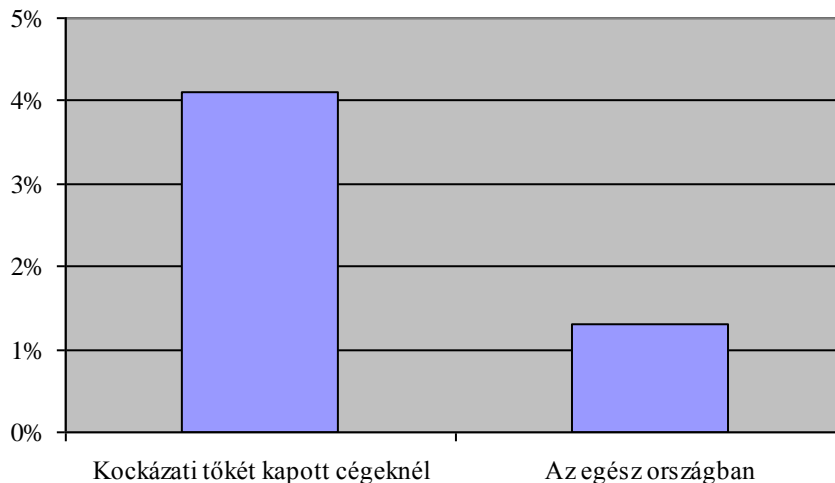
Forrás: EVCA (2005)

A kivásárolt vállalatoknál 1997 és 2004 között évente átlagosan 2,4%-kal növekedett az alkalmazottak száma. Ezen ügylettípuson belül a családi vállalkozásokhoz kapcsolódó tranzakciók után emelkedett meg különösen nagy mértékben a mutató (7%/év). A

klasszikus kockázati tőkebefektetéseknél az említett periódusban az éves növekedés 30,5%-ot ért el.

Pozitív képet festett az amerikai Nemzeti Kockázati Tőke Egyesület (NVCA) által a Global Insight cégtől megrendelt felmérés is, mely az Egyesült Államokban a kockázati tőke gazdasági hatását 23 476 db befektetésben részesült cég (venture-backed company) vizsgálatán keresztül elemezte (Global Insight 2007). A brit érdekvédő szervezet, a British Venture Capital and Private Equity Association (BVCA) megbízásából pedig az IE Consulting készített egy tanulmányt 223 magántőkét kapott cég válaszaira alapozva. A két ismertetett felmérés jóformán ugyanazt az időszakot öleli fel, az utolsó vizsgált év a 2005-ös esztendő volt. Az amerikai az adatokat az ország összes vállalatának adataival hasonlítja össze, míg a brit a Londoni Értéktőzsdének az FTSE 100 és az FTSE Mid-250 vállalatainak adataival is.

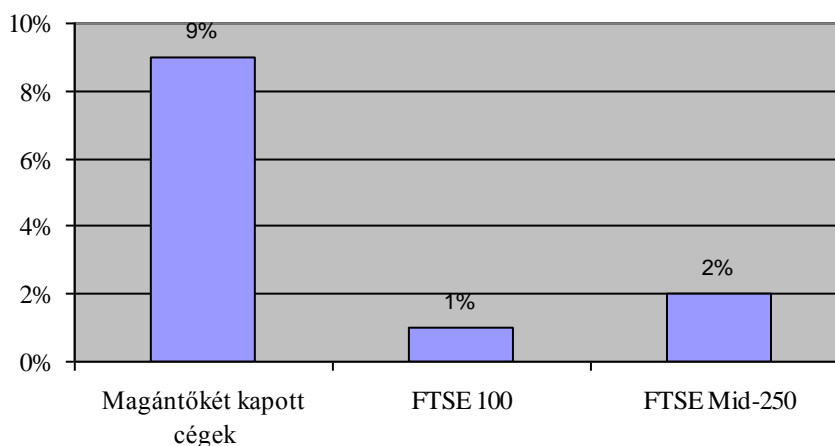
Az Egyesült Államokban 2000 és 2005 között 1,3 millióval nőtt a foglalkoztatottak száma a kockázati tőkével finanszírozott cégeknél, ez 2,9%-os növekedést jelent évente. 2005-ben 10 millió munkahely volt ilyen cégeknél, ami az Államok összes munkahelyének 9%-át tette ki. A 2003 és 2005 közötti időszakot nézve látványosabb a növekedés: a kockázati tőkével támogatott cégeknél a foglalkoztatottak száma 4,1%-kal nőtt, míg az egész magánszektorban ez a mutató csak 1,3% volt (6. ábra). Egyes szektorokban még nagyobb a különbség: a pénzügyi szektorban a kockázati finanszírozást kapó vállalatoknál a növekedés 10,7% volt, míg az összes ilyen cégnél csak 1,2%. A biotechnológiában ezek az adatok sorban 9,4%, illetve 3,2%, az elektronikában pedig 9,0% és 1,5%. Egyes szektorokban annyira jelentős a „venture-backed” cégek szerepe, hogy az adott iparágban ők foglalkoztatják a dolgozók többségét: a szoftver iparágban az összes alkalmazott 89,4%-át, a számítógép- és perifériagyártó szektorban a 88,9%-át, a média és szórakoztatóiparban az 50,3%-át.



6. ábra: A foglalkoztatottak számának éves növekedése, US, 2003-2005

Forrás: Global Insight (2007)

Az Egyesült Királyságban szintén jelentősebb szerep jutott a foglalkoztatásban a kockázati és magántőke iparágnak. A 2005-ig tartó öt éves periódusban az ilyen finanszírozásban részesült vállalatok a munkahelyek számát globálisan évi 9%-kal növelték, míg az FTSE 100-as és az FTSE Mid-250-es vállalatok 1, illetve 2%-kal (7. ábra). Az Egyesült Királyságban 2005-ben körülbelül 2,8 millió főt alkalmaztak ezek a vállalatok, amely a magánszektorban foglalkoztatottak 19%-ának felelt meg. Az országban 6%-kal növelték éves szinten a munkahelyek számát, míg ez országos szinten 0,4%-kal csökkent az 5 év alatt.



7. ábra: A foglalkoztatottak számának éves növekedése globális szinten, UK, 2000-2005

Forrás: BVCA (2006)

Azért Karsai (2009) rámutat arra, hogy a fenti számítások meglehetősen sok becslést tartalmaztak, az általuk alkalmazott összehasonlítások módszertanilag sok tekintetben megkérdőjelezhetők és a magántőke-ágazat iránti elfogultságuk sem zárható ki. A magántőke-iparág pozitív hatásokat hangsúlyozó felméréseire válaszul például a brit Unite szakszervezet által megrendelt tanulmányban Hall (2007) a már említett három elemzés (EVCA (2005), BVCA (2006), NVCA/Global Insight (2007)), valamint a Financial Times által 2007-ben közölt kutatás eredményének tudományos voltát kérdőjelezte meg. A szerző szerint az elemzések hibás módszertan alapján jutottak a közölt következtetésekhez. Néhány észrevétel ezek közül:²⁷

- adatgyűjtési problémák (pl. a minta nem reprezentatív, az adatok a cégek önkéntes válaszain alapulnak, a jobban teljesítő cégek szívesebben adnak ki információt, mint a gyengébben teljesítők, továbbá a már tönkrement cégek adatai teljesen hiányoznak is);
- az adatok sokszor a cégek becslései, egy részüket nem is lehet ellenőrizni;
- esetenként a buyout és a venture capital ügyleteket egyszerre kezelik, pedig egy induló vállalkozás, ha túléli az első éveket, jóval nagyobb növekedési ütemet produkálhat például a foglalkoztatás területén is, míg egy kivásárláson átment cég lehet alulteljesítő;
- a magántőkével finanszírozott cégek adatainak összehasonlítása az egész gazdaság adataival nem feltétlenül célszerű, hiszen a magántőke háttérű vállalatok jobb foglalkoztatottsági mutatói köszönhetők esetleg annak is, hogy egy gyorsabban növekvő szektorban tevékenykednek;
- néhány esetben a növekedés fúzióknak vagy felvásárlásnak köszönhető és nem a vállalat organikus növekedésének.

Tény, hogy a befektetők és a célvállalatok nem megfelelő adatközlése, az ügyletkötésekről szóló hiányos információk, a vállalatok fejlődése, megszűnése megnehezítik a magántőke-befektetések hatásainak felmérését és elemzését. Még ha rendelkezésre is állnak használható adatok, akkor is a kutatóknak több módszertani problémát kell megoldaniuk (lásd pl. Watt 2008, Karsai 2012 és még sokan mások). Az egyik legnagyobb gond a

²⁷ Az itt felsorolt hiányosságok nem teljes körűek, és nem egyszerre érvényesek minden érintett tanulmányban.

Davis et al. (2008) egyébként Hall munkájára és a Service Employees International Union 2007-es elemzésére hivatkozva szintén hasonlóan fogalmaz.

következő kérdéssel érzékeltethető: mi lett volna a vállalattal, ha nincsen magántőkebefektetés? Ennek biztos megválaszolása tulajdonképpen lehetetlen, de akkor mihez kellene hasonlítani a célvállalatban végbe menő változásokat? Továbbá figyelni kell a kutatásoknál, hogy mindig a megfelelő szinten készüljenek el az elemzések. A mikro-szintről makroszintre történő következtetések sokszor tévesek lehetnek. Egy finanszírozott cégnél látható munkahelyteremtés vagy csökkenés más helyeken (pl. leányvállalatoknál, eladott üzletrészeknél) ellensúlyozódhat (Watt 2008). Sőt, tovább gondolva az előbbieket, ha a vállalat bizonyos érintettjeire, a beszállítókra gondolunk, akkor nemzetgazdasági szinten a beszállítókön keresztül a foglalkoztatásra akár akkor is pozitívan hathat a magántőke, ha a célvállalat rövid távon csökkenti dolgozói létszámát.

Davis et al. (2008) pedig megemlíti még, hogy az sem mindegy, milyen országban történik leépítés és munkahelyteremtés. A dolgozóknak, a munkakeresőknek, és a politikusoknak is számít, hogy otthon vagy külföldön viszi véghez az elbocsátásokat a magántőkét kapott társaság.

A magántőke-ágazatot összefogó szervezetek megrendelésére készített műveken kívül számos tudományos, megfelelő módszertannal készült tanulmány látott már napvilágot. Nagy részüket már Karsai is feldolgozta és bemutatta hazánkban (Karsai 2009, 2012). A következőkben kitérek néhány általa is említett műre, valamint friss tanulmányokat ismertetek.

Amess és Wright (2007) 1350 tőkeáttételes kivásárlást (LBO) vizsgált az Egyesült Királyságban. 4029 hasonló céghez viszonyítva a szerzőpáros szerint nincs szignifikáns különbség a kivásárlást követő ötéves időtávon a munkahelyek változásában.²⁸ Ugyanakkor MBO-k esetében a növekedési ütem nagyobb volt, mint a kontrollcsoport cégeinél, MBI-k esetében viszont kisebb. A bérek növekedési üteme azonban szignifikánsan kisebb volt a kivásárolt cégeknél.

Davis és társai a 2008-as Világ gazdasági Fórumra készített mély és alapos tanulmányukban 1980 és 2005 közötti amerikai kivásárlásokat és egyéb, nem klasszikus kockázati tőkét kapott társaságokat vizsgáltak. Arra jutottak, hogy a foglalkoztatottak száma a kivásárlás előtti években a kontrollcsoport cégeihez képest sokkal lassabban nőtt a magántőkét kapott vállalatoknál, a kivásárlást követően pedig sokkal gyorsabban esett

²⁸ Meg kell említeni, hogy Hall (2007) Amess és Wright módszerében is talált kritikus részeket, de sokkal jobb munkának tartotta, mint az EVCA és a BVCA megrendelésére készült tanulmányokat.

vissza. A tranzakció utáni második és a harmadik évben jelentősen kisebb volt a nettó növekedési ráta a célvállalatoknál²⁹, ugyanakkor a negyedik és az ötödik évben a mutató valamivel nagyobb volt, mint a kontrollcsoporté.

Davis és társai további kutatásokat végeztek, 2009-es tanulmányukban a bérszínvonalat és a termelékenységet elemezték. A munkahelyek teremtésére és megszüntetésére, a telephelyek létrehozására és leépítésére, valamint a felvásárlásokra és eladásukra irányuló tevékenység a magántőke által finanszírozott cégek körében (különösen a feldolgozóiparban) sokkal intenzívebb volt, mint a kontrollcsoport cégeinél. A munkahelyek nagyobb mértékű megszüntetése persze nagyobb ellenszenvet is eredményez a szakszervezeteknél és a politikusoknál, azonban a kutatók úgy találták, hogy a kivásárlást követő két évben a magántőke háttérű vállalatok jelentős (2 százalékpontnyi) különbséget tudtak elérni előnyükre a termelékenység területén. A portfóliócégek azon telephelyeinél, amelyek a tranzakciót követően is megmaradtak, egy dolgozóra vetítve a kontrollcsoport cégeihez képest 1,1%-kal magasabb bért fizettek a kivásárlások idején. Két évvel később a bérek között már nem voltak eltérések. Ezen túl a kutatók valamivel erősebb korrelációt mutattak ki a termelékenység és a bérek növekedése között a magántőkével finanszírozott cégeknél.

Davis és társai 2011-es tanulmányukban – az előzőekre alapozva – szintén a kivásárlások utáni nagyobb (bruttó) munkahely-megszüntésekről számoltak be a telephelyeken: a kumulált érték a kivásárlást követő ötödik évben 10 százalékponttal nagyobb, mint a többi vizsgált cégnél. Azonban a célvállalatok az ún. „zöldmezős” telephelyeken gyorsabb ütemben hoznak létre új munkahelyeket, így végül a nettó munkahelyteremtésben már nincs nagy különbség a két csoport között. A kutatók szerint a kivásárolt cégeknél tulajdonképpen ún. kreatív rombolás megy végbe, és a befektetők inkább tekinthetők a restrukturálás képviselőinek. Davis és szerzőtársai ágazati és ügylettípusok szerinti bontásban is vizsgálták. A legnagyobb elbocsátások a kontrollcégekhez képest a kiskereskedelmi szektorban voltak, az ügylettípusok közül pedig a nyilvánosan működő cégek megvásárlása után történtek meg a legnagyobb leépítések.

²⁹ A mutató valójában negatív értékű, így összességében csökkenés történt. Egyébként a bruttó munkahelyteremtési ráta mindkét csoportban hasonló, de a bruttó megszüntetési ráta a magántőkét kapott cégeknél volt nagyobb.

A nottinghami Centre for Management Buyout Research által készített, az EVCA által 2008-ban publikált felmérés 190 db, 2002 és 2006 között tőkét kapott társaság válaszain alapult. A válaszadók 70%-a szerint a kivásárlás előtti évhez képest a felmérés évében nagyobb volt a dolgozók száma. 46%-uk állította, hogy emelkedtek a bérek a menedzseri körön kívül, s ugyanennyien jelezték, hogy a bérek nem változtak a kivásárlások után. A kutatók más szempontokat is vizsgálva arra jutottak, hogy a munkavállalók érdekeit hasonló, vagy nagyobb súllyal vették figyelembe az ügyleteket követően, mint előtte. Például a szakszervezetekkel való kapcsolat szintje sem lett kevesebb, illetve magukat a dolgozókat is jobban bevonták a cég életébe.

Boucly et al. (2009) szerint Franciaországban a tőkeáttételes kivásárlások a kkv-k növekedésének motorjai lehetnek, és a célvállalatoknál szignifikáns növekedés tapasztalható a foglalkoztatás terén.³⁰

Lutz és Achleitner (2009) 43 különböző tanulmányt elemzett a foglalkoztatás szempontjából. Arra jutottak, hogy nem jelenik meg minden kivásárlás után a foglalkoztatotti létszám csökkenése, a vizsgált tanulmányok vegyes képet mutatnak. A hatások különböznek például tekintetben, hogy milyen fejlettségű tőkepiac van az adott országban. Az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban a kivásárlást követően jellemző a munkahelyek számának csökkenése a kontrollcsoport vállalataihoz képest, viszont Franciaországban, Spanyolországban és Belgiumban inkább növekedést tapasztaltak. Utóbbi piacokon a magántőke-befektetők tehát a növekedés finanszírozására is biztosíthatnak külső forrást. Továbbá az eltérő munkajogszabályok és a részvényes- vagy érintettorientált kultúrák szintén eltérő hatásokat eredményezhetnek. A szerzőpáros úgy találta, hogy a magántőke-finanszírozás a bérekre inkább semleges hatással van. Végül megjegyzi, hogy a magántőke-befektetéseket nagyobb számban kellene vizsgálni ügylettípusok szerint is, hiszen a különböző ügyletek eltérő hatást gyakorolhatnak a foglalkoztatásra és a bérekre.

Tåg (2010) 17 tanulmány áttekintése után jutott arra, hogy a kivásárlásoknak gyengén negatív vagy semleges hatása van a foglalkoztatási szintre. A bérekkel kapcsolatban pedig azt állapította meg, hogy azok általában enyhén emelkednek a tranzakciókat követően, ugyanis a magasabb termelékenység hasznait megosztják az alkalmazottakkal.

³⁰ A kutatók adatbázisába 830 db, 1994 és 2004 között megvalósított LBO került. 2011-ben a kutatásból újabb publikáció is született.

Bacon és társai (2013) – a szakirodalom széles körére és saját kutatásaikra alapozva – egy 2x2-es mátrixban különböztették meg a kivásárlások típusait a stratégiájuk és a befektetési időhorizontjuk alapján. Csak a nagyon rövid távú szemlélettel rendelkező, a szervezeti hatékonyságra alapozó „sáskák”-nál figyelhető meg a tartós csökkenés a munkahelyek és a bérek tekintetében. Összességében hosszú távon a tőkeáttételes kivásárlások foglalkoztatotti létszámának növekedése nem tér el lényegesen más cégek mutatójától. Ugyannakkor a szerzők hangsúlyozzák a kivásárlások típusainak különbözőségét is: a menedzsmentbe való bevásárlásoknál a pozitív hatások általában erősebbek, mint a menedzseri kivásárlásoknál. A kreatív rombolás jelensége szintén említésre kerül: az új tulajdonosok gyorsan leépítik a nem kulcsfontosságú üzleteket, emellett pedig újakat akvirálnak és fejlesztenek tovább.

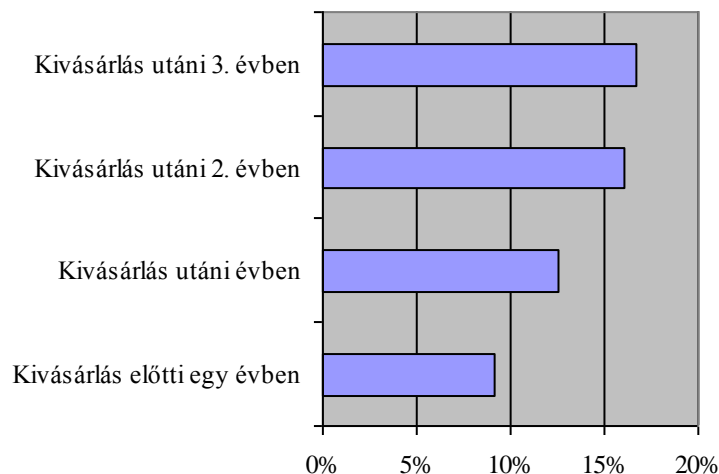
Ahogy látszik, a magántőke-befektetők foglalkoztatásra gyakorolt hatásáról folyó vita kapcsán a tudományos kutatási eredmények összességében eltérő konklúzióra jutottak, de abban egyetértés van, hogy a portfóliócégek hatékonyabb működésük révén gazdasági értéket teremtenek.

3.2.3. A befektetések értékelése további szempontok szerint

A magántőke-befektetéseket vizsgálhatjuk a forgalomra, az eredményre vagy akár a termelékenységre gyakorolt hatásuk alapján is. Mindezen hatásoknak a kiszállások utáni maradandósága sem lehet mellékes téma. Elmondható, hogy számos tanulmány született a világ több országában megvalósult ügyletek elemzése kapcsán. Ezek közül elsőként a magántőke európai és amerikai érdekvédő szervezeteihez kapcsolódóakat ismeretemet, utána pedig a frissebb tudományos munkákra térek ki.³¹

A már említett, 2001-ben az EVCA által publikált felmérés szerint a kivásárlás utáni időszak legfontosabb jellemzője, hogy a vállalatok forgalma szignifikánsan növekedett. Ez egy fontos faktor a részvényesek számára, a vállalati fejlődés egyik jelének tekinthető. A felmérésben részt vett vállalatoknál az éves forgalommnövekedés a kivásárlás utáni második és harmadik évben átlagosan évi 15% felett volt.

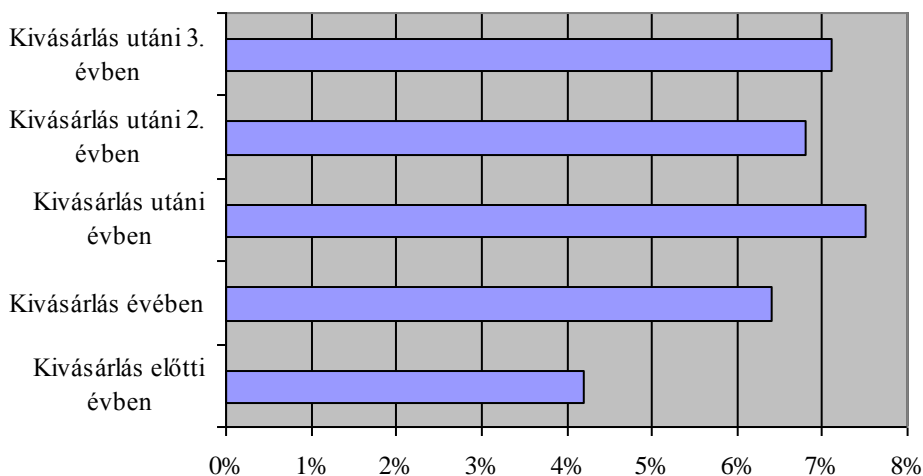
³¹ Az ezredfordulót megelőző évtizedben, illetve a 2000-es évek első felében született tanulmányokra feldolgozottságuk szintje miatt jelen munkában a szerző nem tér ki. Ezek megismerését többek között Karsai (2009) alapján teheti meg az olvasó.



8. ábra: Éves forgalomnövekedés a kivásárlás körüli években

Forrás: EVCA (2001)

A kamatfizetés és adózás előtti nyereség (EBIT) forgalomhoz viszonyított százalékos mutatója szintén növekedett. A kivásárlás évében a mutató átlagosan 52%-kal emelkedett: 4,2%-ról 6,4%-ra változott a forgalomhoz viszonyított eredmény. A legnagyobb változás a kivásárlást követő évben történik (7,5%), majd 7% körül stabilizálódik az EBIT.

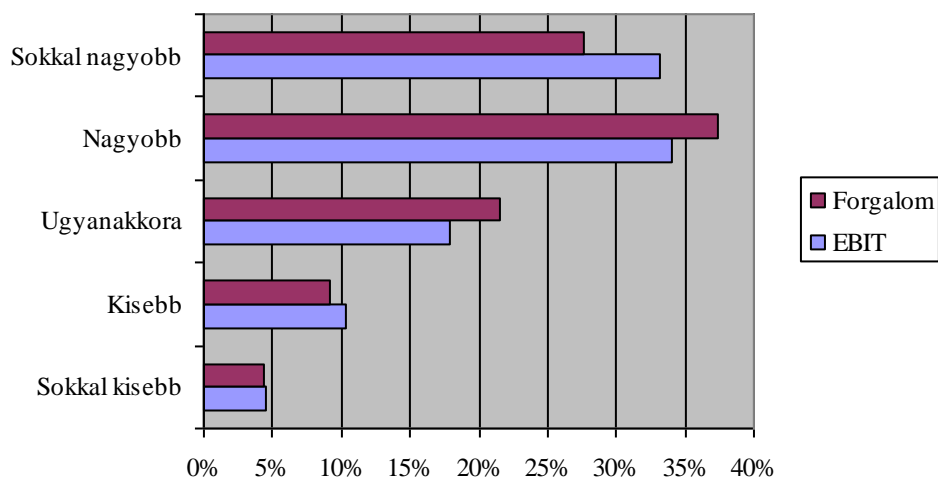


9. ábra: EBIT a forgalom százalékában kifejezve a kivásárolt vállalatoknál

Forrás: EVCA (2001)

Az előző két mutatót természetesen a többi versenytársával egybevetve érdemes vizsgálni, értékelni. Ezért az EVCA megkérte a felmérésbe bevont vállalatokat, hogy hasonlítsák

össze teljesítményüket a piac többi cégével szemben. Bár az ilyen jellegű adatok nagyon szubjektívek, mégis jelzésértékű, hogy a válaszadók kétharmada (65%) állítja, hogy a forgalma jobban növekedett, mint a versenytársaké, továbbá megközelítőleg ugyanennyien (67,3%) jelezték, hogy a vállalati eredményük nagyobb mértékben emelkedett a többiekéhez képest.



10. ábra: A válaszadó vállalatok véleménye a versenytársakéhoz viszonyított saját forgalmuk és nyereségük növekedésének mértékéről

Forrás: EVCA (2001)

A felmérés alapján azt a következtetést is le lehet vonni, miszerint a kockázati tőkével támogatott vállalatoknál az exportra történő termelés megnőtt. 234 vállalat adatai alapján elmondható, hogy az exportban érdekeltek aránya a kivásárlás előtti 72,6%-ról a befektető kiszállásának évére³² 83,8%-ra emelkedett. Ez 15%-os növekedést jelent. Az exportáló társaságok termelésének exporthányada 14,7%-kal, 24,7%-ról 28,3%-ra emelkedett.

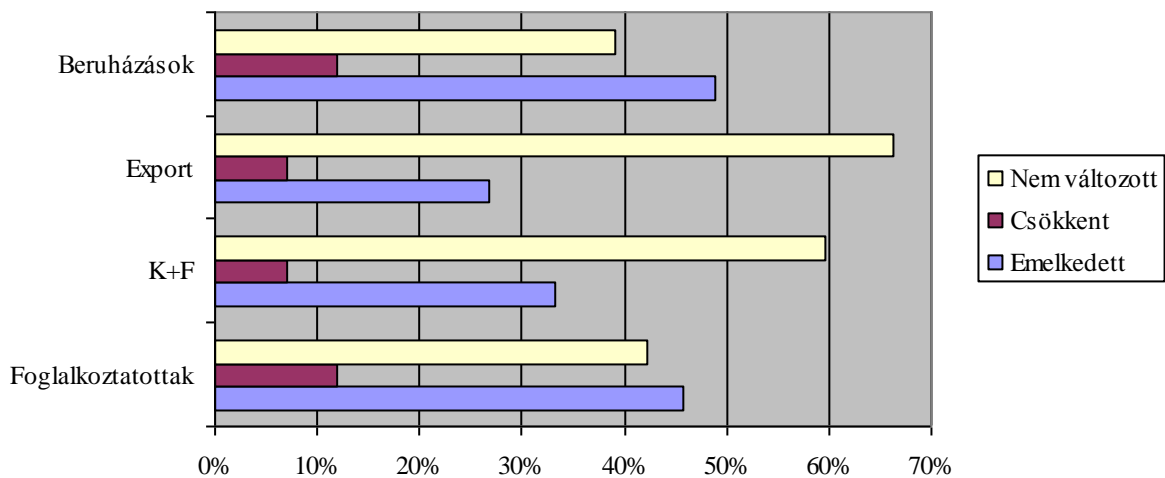
³² A felmérésben a kiszállás évét, illetve ha az még nem történt meg, akkor a vizsgált időszak utolsó évét, 1999-et figyelték.

4. táblázat: Az export értéke a forgalom százalékában

Export	Kivásárlás előtti évben	A kivásárlás utolsó évében
Más EU-s országokba	14,4%	16,0%
Európán kívülre	10,3%	12,3%

Forrás: EVCA (2001)

Az említett sikerek magyarázhatóak – többek között – azzal, hogy a kivásárlási ügyletek után – a forgalomhoz viszonyítva – emelkedett a kutatásra és fejlesztésre, a marketingre és az alkalmazottak számára tartott gyakorlatokra és tanfolyamokra fordított kiadások. A kockázati tőkés hozzájárulása döntő volt a vállalat sikerében: a válaszadók majdnem fele állítja, hogy a beruházásokkal és a munkatársakkal jobban foglalkoztak, mint tették volna akkor, ha nincs kockázati tőkeberuházás a vállalatba. Az esetek 33,2%-nál a befektetőnek tulajdonítják, hogy emelkedett a K+F kiadások értéke, míg 26,8%-nál az exportnövekedésre volt pozitív hatással a kockázati tőkés.

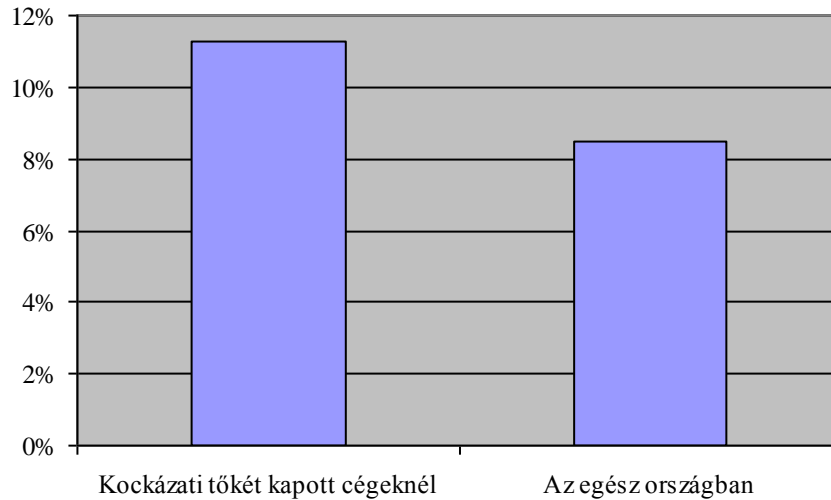


11. ábra: A kockázati tőkésnek a vállalatok által észlelt hatásai bizonyos területeken

Forrás: EVCA (2001)

A Global Insight 2007-es publikációjában szereplő vállalatok jobban teljesítettek versenytársaikhoz képest a forgalom növekedésében. Az Egyesült Államokban a 2000-ben elért 1500 milliárd dolláros forgalom 2005-re 2100 milliárdra nőtt. Ez éves szinten 6,8%-os emelkedést jelent. A 2005-ös forgalom az összes vállalat forgalmának 7,8%-át tette ki.

A növekedési rátára, ahogy korábban a munkahelyteremtéshez hasonlóan, ismét találunk összehasonlító adatot: 2003 és 2005 között a „venture-backed” társaságoknál ez az érték 11,3% volt, míg az egész gazdaságban „csak” 8,5% (12. ábra).



12. ábra: A forgalom növekedése éves szinten, US, 2003-2005

Forrás: Global Insight (2007)

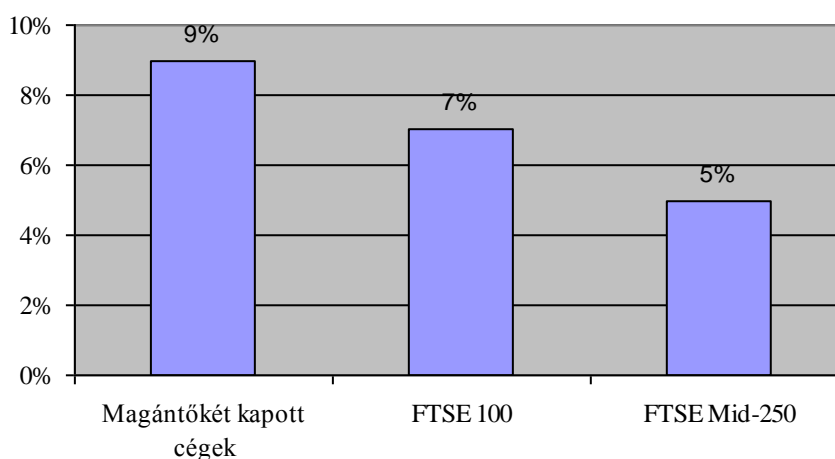
A gazdaság szektoraira lebontva az adatokat, szintén észrevehetünk érdekességeket: a biotechnológia területén tevékenykedő cégek közül a kockázati tőkét kapottak forgalomnövekedése évente 16,4% volt, míg az ágazat egészére nézve ez az érték csak 9,7%-ot ért el. Hasonló adatokat találunk az elektronikai szektor és szoftvergyártás területén is, bár itt a különbségek nem olyan jelentősek. Az 5. táblázat a kockázati tőkével támogatott cégek forgalomrészesedését mutatja szektorokra lebontva.

5. táblázat: Kockázati tőkét kapott vállalatok forgalma szektoronként, US, 2005

Iparág	Kockázati tőkét kapott cégek forgalma, Mrd USD	Az egész szektor forgalma, Mrd USD	Kockázati tőkét kapott cégek forgalom-részesedése, %
<i>Számítógépgyártás</i>	466	670	69,5
<i>Média és szórakoztatóipar</i>	299	822	36,4
<i>Ipar, energia</i>	268	6000	4,5
<i>Szoftver</i>	211	584	36,1
<i>Telekommunikáció</i>	161	426	37,7

Forrás: Global Insight (2007)

Az Egyesült Királyságban az éves növekedés a BVCA által vizsgált ötéves periódusban 9%-ot tett ki, míg az FTSE 100 és az FTSE Mid-250 vállalatai 7%-os és 5%-os eredményt értek el (13. ábra). Az exportnövekedés 6%-os volt évente a magántőkét kapott cégeknél, míg a nemzetgazdaság egészére nézve ez csak 2%-ot ért el. A magántőkét kapott cégeknél az átlagos éves forgalom 30 millió fontról 46 millióra nőtt, míg az általuk generált összforgalom 424 milliárd fontra tehető. Egy további adat a brit felmérésben: e társaságok 26 milliárd fonttal járultak hozzá az állami költségvetéshez.



13. ábra: A forgalom növekedése éves szinten, UK, 2000-2005

Forrás: BVCA (2006)

Gottschalg (2007) az Európai Parlament számára készült tanulmányában 63 db 1992 és 2002 közötti, európai kivásárlást hasonlított össze 1340 nyilvánosan működő részvénytársasággal (figyelembe véve a szektorális különbségeket is). A forgalom és az EBITDA átlagos növekedése, valamint a ROA³³ tekintetében is a kivásárlásokat összességében jobbnak találta a kontrollcsoport cégeihez képest. A szerző megjegyzi, hogy bár a minta kicsi volt, de az eredmények azt sugallják, hogy az átlagos tranzakciók esetében a magántőkének nincsenek negatív hatásai a vizsgált mutatók tekintetében.

Cressy és társai (2007) az Egyesült Királyságban 1995 és 2002 között megvalósított 122 kivásárlást elemeztek a forgalom és a jövedelmezőség szempontjából. A vizsgálatuk eredményei szerint a kivásárolt cégek szignifikánsan jobban teljesítettek a kontrollvállalatoknál. Azt is megállapították, hogy az ágazatspecifikus alapok cégei jobb mutatókat értek el, és hogy a befektetők nem csak a „nyerő” cégek kiválasztása miatt lettek sikeresek, hanem igazi értéket teremtettek.

Davis és társai 2009-es tanulmányukban nem csak a foglalkoztatásra gyakorolt hatásokat vizsgálták.³⁴ A magántőkével rendelkező vállalatoknál más cégekhez képest intenzívebb átalakítások voltak megfigyelhetők: nagyobb volt a munkahelyteremtés és a megszüntetés mértéke, több telephelyet érintettek a fejlesztések és a leépítések, több telephely felvásárlására és eladására került sor. A reallokációnak köszönhetően a tranzakciót követő két év során a termelékenység növekedésében jelentős előnyt értek el a célvállalatok. A 2 százalékpontnyi előny kétharmada a tovább működő telephelyeken bekövetkezett termelékenység-növekedésnek tudható be, egyharmada pedig annak, hogy a célvállalatok a kontrollcsoport cégeihez képest gyakrabban zártak be alulteljesítő telephelyeket.

Strömberg (2009) 13 tudományos, a magántőke érdekvédő szervezeteihez nem köthető kutatás eredményeit vizsgálva jutott arra, hogy a magántőke fokozza a vállalati teljesítményt. A tőkeáttételes kivásárlásokat követően javul a jövedelmezőség, a termelékenység és a tőkehatékonyság. Több empirikus kutatás alapján úgy találta, hogy a teljesítménynövekedés az európai kivásárlásoknál nagyobb, mint az egyesült államokbelieknél. A klasszikus kockázati tőkével finanszírozott vállalatok a kontrollcsoport cégeihez képest gyorsabban növekedtek és termékeiket gyorsabban vitték a piacra. A pozitív hatások nem a növekedés kárára jelentkeztek. Ráadásul, a magántőke-befektetések előnyös hatása még a befektetők kiszállása után is érzékelhető volt.

³³ A ROA számítása itt: EBITDA/összes eszköz.

³⁴ Főbb megállapításait a 3.2.2-es fejezetben ismertettem.

Peneder (2010) az osztrák kockázatitőke-piacon végzett kérdőíves kutatást, mely szerint a portfólióvállalatok nem csak a foglalkoztatás, hanem az értékesítési bevételek terén úgyszintén nagyobb növekedést értek el más vizsgált társaságokhoz képest. A növekedési teljesítmény köszönhető a tájékozott és aktív kockázatitőke-befektetők tevékenységének (hozzáadott érték), valamint a szelektálási hatásnak is.

Boucly és társai (2009) francia tőkeáttételes kivásárlásokat vizsgáltak. Több mint 800 ügyletet elemezve arra jutottak, hogy a kontrollcégekhez képest nagyobb növekedést és jövedelmezőséget értek el a kivásárolt cégek. Ez a hatás a korábban kevésbé hitelképesnek számító cégekre is érvényesült, sőt, a kivásárlást követően a cégek hitelképesség javult. A társaságok szignifikánsan növelték exportértékesítéseiket is.

Értekezésem témája miatt külön figyelmet érdemel Brander és szerzőtársainak 2010-es publikációja az állami szerepvállalásról. A világ több országában klasszikus kockázati tőkét kapott vállalatokat hasonlítottak össze aszerint, hogy az államnak volt-e tőkebefektetése a cégben vagy csak tisztán piaci alapok vettek részt a finanszírozásában. Azokat a befektetéseket tekintették sikeresnek, ahol a kiszállás IPO-val, vagy harmadik félnek történő értékesítéssel történt meg. Azok a cégek, amelyekben az állami részesedés mérsékelt volt, felülmúlták teljesítményben mind a tisztán piaci szereplők által finanszírozott, mind pedig a döntő többségében állami háttérrel rendelkező társaikat. Különbség tehető az állami szerepvállalás szintje szerint is: az állami forrásokat használó nemzeti vagy nemzetközi szintű szervezetek erősebb teljesítményt produkáltak, mint a piaci befektetők. Utóbbiak viszont megelőzték a szubnacionális szinten szerveződött intézményeket. Ugyanakkor jelentős eltérések figyelhetők meg a különböző országokban, tehát önmagában az állami közvetlen beavatkozás nem jár mindenhol szignifikáns előnyökkel.

A portfólióvállalatok szintjéről elmozdulva vessünk egy pillantást az alapok által elért hozamokra. A magán- és kockázati tőke egyesületek rendszeresen publikálnak különböző megtérülési rátákat és a tudományos irodalom is szélesnek tekinthető. A feldolgozottság magas foka és az értekezés orientáltsága miatt csak két szerző cikkére térek ki röviden a következőkben.

Az Egyesült Államokban a buyout-alapok hosszú távon átlagosan 3 százalékponttal magasabb bruttó éves hozamokat értek el az S&P 500 indexekhez képest. Ugyanakkor a legjobb és a legrosszabb teljesítményt produkáló alapok között óriási eltérés mutatkozott. A legjobb alapkezelők tízszer több hozamot értek a tőzsdei indexhez képest, míg a

legrosszabbak gyakorlatilag a rájuk bízott tőke nagy részét elvesztették. Az említett átlagos többlethozam csábító, ugyanakkor az alapokba befektetők nettó hozama az alapkezelőknek járó díjak miatt valójában 3 százalékponttal kevesebb, mint a részvénytőke hozam. A különbség a bruttó és a nettó értékek között soknak tűnhet, de az alapok menedzselése sokkal nagyobb erőfeszítéseket és tudást igényel (Gottschalg 2007).

A statisztikai adatok és a szakirodalom elemzése során Becskyné (2008) arra jutott, hogy míg az Egyesült Államokban a klasszikus kockázati tőke-befektetések átlagosan magasabb hozamot hoztak, mint a kivásárlások, addig Európában a klasszikus kockázati tőke hozamai nem érték el a nagyobb ügylettípusokét. A kockázati tőkéhez kapcsolódó magasabb kockázatot Európában nem kompenzálták a magasabb hozamok. Ez is hozzájárult ahhoz, hogy az európai piacokon megfigyelhető, a kivásárlások irányába történő elmozdulás erősebb lett. Becskyné az alapok mérete és az általuk elért hozamok között szintén erős kapcsolatot talált, de hozzá kell tenni, hogy az alapok orientáltsága és a mérete között is minden bizonnyal van összefüggés. Becskyné szerint a kockázat-hozam viszony rendeződése esetén az induló és expanzív finanszírozással foglalkozó alapokba történő befektetési hajlandóság javulna. Az alapok által elért hozamokat az egyes ügyletekből történő kilépési mód is befolyásolja. A téma magyar nyelvű feldolgozását többek között Becskyné és Karsai munkái jelentik.

3.2.4. A befektető szerepvállalása, az értékteremtés forrásai

Arról, hogy az előző fejezetekben tárgyalt, az alapokhoz, illetve a portfóliócégekhez kapcsolódó pozitív változások minek köszönhetőek, számos kutatótól születtek tanulmányok.

Az alapok teljesítményeit vizsgálva Söderblom és Wiklund (2005) több mint 120 tudományos munkát elemzett. Eredményeik alapján, részben az amerikai és az európai korai szakaszokba befektető alapok teljesítménye közötti eltérésre is utalva, a következő tényezőket tartották a siker szempontjából különösen meghatározóknak:

- ágazati specializáció (tudás tényezők);
- nagy alapterület (méret tényezők, hozzátéve, hogy a túl nagy sem jó azért);
- szindikált befektetések (hálózati tényezők);
- menedzsment minősége és képessége (humán erőforrás tényezők, amelyek az idő függvényében javulnak);

- nagy összegű, túl hosszú ideig nem tartó befektetések, a nem teljesítő projektek gyors elhagyása (végrehajtási tényezők).

Egyesek bizonyos változásokat inkább a befektetők jó szelektáló képességének tudnak be, mások a kockázati tőkés egyéb képességével, tevékenységével magyarázzák a változásokat.³⁵ A kockázattőke-befektető ugyanis nem csak tőkét biztosít a vállalkozás számára. Mind a formális, mind a nem formális befektetés tulajdonképpen egyfajta hozzáadott értéket teremt azáltal, hogy a befektető a vállalkozás rendelkezésére bocsátja eddigi tapasztalatát, tudását, kapcsolatrendszerét (Makra 2007). A kockázati tőkés mindezt teszi azért, mert közös célja van az eredeti tulajdonosokkal: érjen el kiegyensúlyozott növekedést a vállalat.

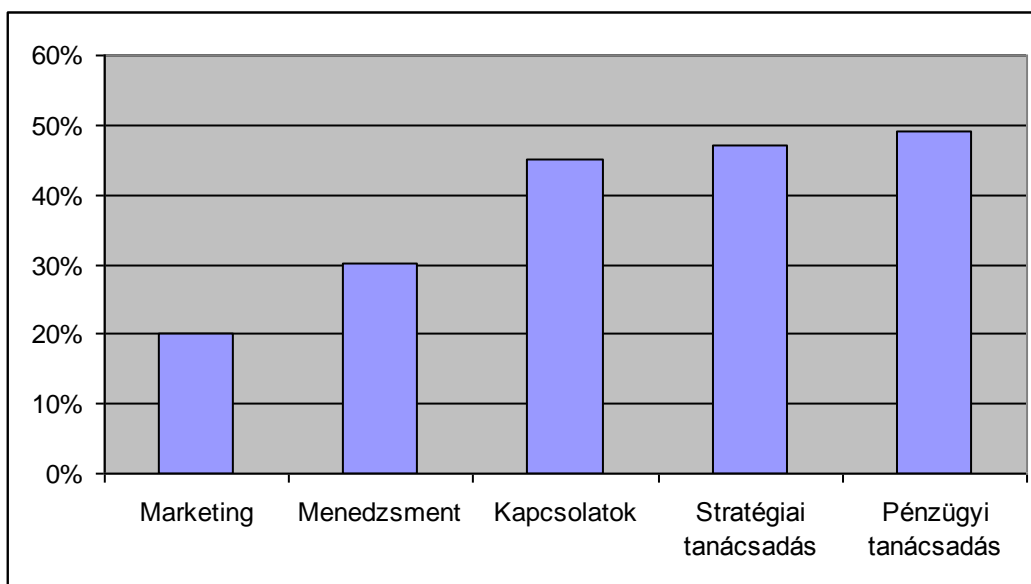
Becslyné (2008) szerint a kockázati tőkés a hálózati, a stratégia-alkotó és a monitoring tevékenysége révén tudja növelni a vállalat hozzáadott értékét.

A hálózati tevékenység folytatása során a befektető értékes információkat bocsát a vállalat rendelkezésére, felhasználja kapcsolati tőkéjét, így segítve a vállalkozást iparági és szakértői kapcsolatainak kiszélesítésében, érdekérvényesítő képességének javításában és kritikus erőforrásainak biztosításában. A stratégia-alkotó tevékenység annyit jelent, hogy a kockázati tőkés részt vesz a vállalat környezeti kihívásokhoz alkalmazkodó stratégiájának kidolgozásában és a stratégiai szintű döntések meghozatalában. A monitoring tevékenység a befektetési idő alatti pénzügyi és operatív ellenőrzést jelent. A kockázati tőkésnek aktív szerepe van a hálózati és a stratégia-alkotó tevékenységek során és ezáltal értékteremtő funkciót tölt be, míg a passzív szerepnek tekinthető monitoring tevékenysége alapján értékmegőrző funkciót tölt be a befektető (Becslyné 2008 p. 78. más szerzők munkáira hivatkozva).

A társaság életében való aktivitás függ magától a befektetőtől, illetve attól is, hogy az adott vállalat milyen életciklusban van. Az üzleti angyalok általában tevékenyebben részt vesznek a vállalat működésében, mint a kockázattőke-alapkezelők, bár a szakirodalom esetükben is megkülönböztet passzív és aktív befektetőt (Linde és Prasad 2000). A korai fázisba tartó cégek több „odafigyelést” igényelnek: a befektető több fontos pozíció betöltésére befolyást kérhet, rendszeresebb teljesítményellenőrzéseket végezhet, és akár az operatív munkába is belefolyhat (bár ez utóbbi lényegesen ritkábban történik meg).

³⁵ Valójában ezekre részben már utaltam a korábbiakban is (pl. 3.2.1. fejezet végén).

A magántőkét kapott cégek a felmérések szerint szintén értékelik a befektetőktől kapott nem pénzügyi hozzájárulást. A BVCA 2007-es felmérésében a válaszadók 91%-a vélte úgy, hogy a magántőke nélkül nem létezne már, vagy lassabban fejlődött volna. A válaszadók úgy érezték, hogy a befektetők a következő területeken járultak hozzá a vállalat sikerességéhez: pénzügyi tanácsadás (49%), stratégiai irányítás (47%), kapcsolatszerzés (45%), menedzsment-építés (30%).



14. ábra: Befektetők hozzájárulása a vállalat sikeréhez az Egyesült Királyságban

Forrás: BVCA (2007)

Az EVCA 2005-ös felmérése a magántőkét kapott családi vállalkozásokról is hasonló eredményekről számol be (EVCA 2005b). A vállalkozások 32,7%-a vélte úgy, hogy magántőke nélkül nem tudták volna önálló entitásként megőrizni vállalkozásukat (mert például esetleg felvásárolta volna őket egy nagyobb társaság). 17,7%-uk szerint lassabban fejlődött volna, 11,5%-uk szerint meg is szűnt volna a tevékenységük magántőke-befektetés nélkül.

Az EVCA felmérésében résztvevők 1-től 5-ig terjedő skálán értékelték a befektetők részvételét bizonyos területeken (1: nem vett részt benne; 5: teljes mértékű részvétel). A legaktívabban a pénzügyi és operatív teljesítmény monitoringjában, és a kiszállás megszervezésében vettek részt. Többször adtak pénzügyi tanácsot és gyakran képviselték az igazgatóság előtt a menedzsment ötleteit is.

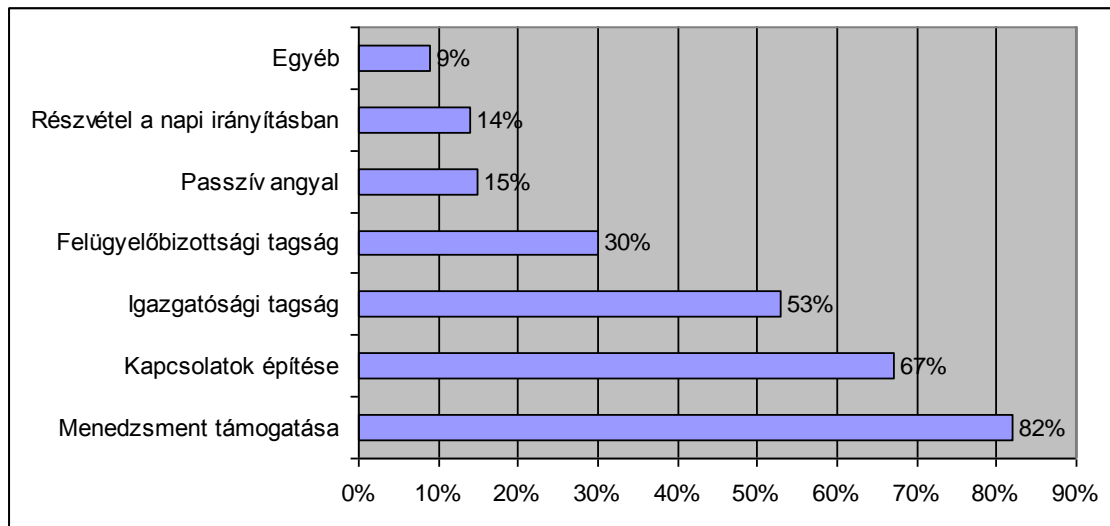
6. táblázat: A befektetők tevékenysége a tőkét kapott családi vállalkozásoknál

Tevékenység	Értékelés
Pénzügyi teljesítmény monitoringja	3,99
Beszámolóképzítés	3,76
Operatív teljesítmény monitoringja	3,25
Segítség a kiszállás megtervezésében	3,03
Pénzügyi tanácsadás	2,99
Segítség a fókusztartásában	2,99
Vállalati stratégia/irányítás formázása	2,76
Marketingterv formázása, értékelése	2,08
Menedzsment ötleteinek támogatása az igazgatóság előtt	2,81
Kapcsolatok azonosítása	1,93
Menedzsment toborzása, fejlesztése	1,86
Menedzsment és a család közötti kapcsolat menedzselése	1,80
Alkalmazottakkal való kapcsolattartás és motivációjuk	1,51
Szállítók beazonosítása	1,31
Vásárlók beazonosítása	1,28

Forrás: EVCA (2005b)

Franciaországban az informális piac vizsgálatok az üzleti angyalok négyötöde nyilatkozott arról, hogy rendszeresen segíti a menedzsment munkáját, továbbá több mint a fele állította, hogy rendelkezésre bocsátja kapcsolatait, segít a kapcsolati háló kiépítésében, és részt vesz az igazgatóság munkájában (15. ábra). A francia felmérés arra is rávilágított, hogy az angyaloknak e három tevékenysége az életkoruk növekedésével egyre erősebb lesz.

Hazánkban Makra Zsolt és Kosztópulosz Andreász végzett hasonló kutatásokat. Likert-skálán mérve arra jutottak, hogy a hazai üzleti angyal közreműködése a finanszírozást kapott vállalkozásnál a legerősebben a kapcsolatok felhasználásánál jelentkezett (4,71). A magyar angyalok továbbá általában tagjai a vezetőségnek (4,29), részt vesznek az ellenőrzésben (4,00) és a menedzsment összeállításában (3,57) (Makra – Kosztópulosz 2004).



15. ábra: A francia üzleti angyalok szerepvállalása a finanszírozott vállalat életében

Forrás: France Angels (2004)

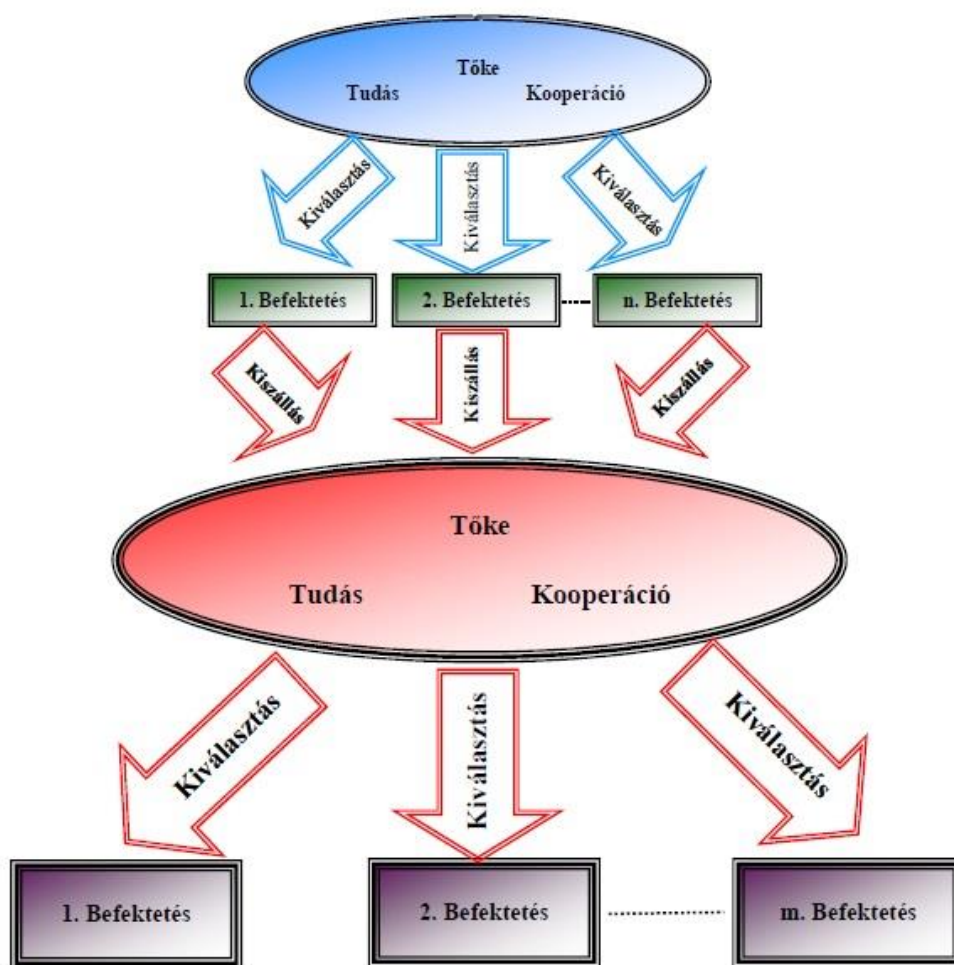
Becszyné (2008) széleskörű, nemzetközi, empirikus kutatások eredményeinek és megállapításainak összevetése és szintetizálása után elkészített egy háromtényezős dinamikus modellt a kockázati tőkések értékteremtésének forrásairól. Én a következőkben a modellt csak röviden mutatom be, viszont Becszyné (2008) a modell részletes ismertetése során a szakirodalomban és a sajtóban megjelent esetek közül néhánynak az összegzését is szerepelteti az értékteremtés mozzanatainak szemléltetése céljából.

Meerkatt és társai (2008) szerint a magántőke-piac teljesítményben nem múlja felül a nyilvános tőkepiacokat, de a piacon lévő legjobb alapkezelők rendszeresen magasabb hozamokat érnek el.³⁶ Ezen alapkezelőket különleges szervezeti és szervezési képességeik különböztetik meg a riváisaiktól. A különböző kutatások alapján megállapítható, hogy a kockázati tőke-befektetés értékteremtésének forrásai a kockázati tőkések tőkéje, tudása és együttműködése (Becszyné 2008). A befektetőknek a cégek értékteremtéséhez való hozzájárulási képessége függ a vállalkozói, iparági és befektetési tapasztalataiktól. A kockázati tőke-alapkezelők képesek a legjobb üzletek azonosítására (szelektálására), megkötésére és a portfóliócégek teljesítményének javítására. Az értékteremtés eredményei megjelennek a kockázati tőke-alap hozamaiban³⁷, így az alapkezelők által allokkált alapokba befektetni szándékozó magánszemélyek és intézményi befektetők befektetési hajlandóságára is hatást gyakorolnak. A jobb hozamokat elérő alapkezelők könnyebben

³⁶ A szerzők tanulmányukban tőkeáttételes kivásárlásokat vizsgáltak.

³⁷ Lásd pl. Söderblom és Wiklund (2005) néhány megállapítását.

allokálnak tőkét a későbbiekben és az új portfóliócégekben végzett személyes közreműködésük és együttműködésük folytán tudásuk és kooperációs képességük tovább gyarapszik. Lehetőségük nyílik az alapok és az ügyletek méretének növelésére, és akár az iparági és a földrajzi fókusz kiszélesítésére is.³⁸ „Az értékteremtő mechanizmus tehát egy öngerjesztő, önmagát erősítő folyamat, ami a strukturális tényezőkre (alap mérete, ügyletek mérete, iparági fókusz, földrajzi fókusz) is hatást gyakorol.” (Becslyné 2008 p. 83.) A modell azért nevezhető dinamikusnak, mert egyrészt az alapok által korábban elvégzett befektetések hatással vannak későbbi befektetési lehetőségeikre, másrészt az értékteremtés mechanizmusai áthatják az egész befektetési folyamatot.



16. ábra: Az értékteremtés forrásainak háromtényezős dinamikus modellje

Forrás: Becslyné (2008)

³⁸ A növekedés és a diverzifikáció fokozódása Meerkatt és társai (2008) szerint jól megfigyelhető a piacon. Ugyanakkor szerintük a méret és a fókusz kevésbé meghatározó tényezők a sikerben.

4. AZ ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁS

4.1. Az állam jelenlétének indoka

A kis- és középvállalkozások gazdasági és társadalmi jelentősége vitathatatlan. A nagyvállalati és a kkv-szektor egymáshoz kapcsolódását, a piaci verseny fenntartását vagy a helyi és speciális vásárlói igények kielégítését mind-mind a kkv-k fontossága mellett szokás felsorakoztatni. Sok kkv élen jár az innováció és fejlesztés terén, új ötleteknek, találmányoknak biztosítanak teret, így ezek a gazdaság megújulásának és növekedésének mozgatórugói. A kkv-k száma, aktivitása, szerkezete e tekintetben tulajdonképpen versenyképességi kérdés a gazdaság számára (Imreh 2005). Szociális szempontból a foglalkoztatásban betöltött szerepüket szokás a szakirodalomban és a politikában kiemelni. A KSH szerint az előző évtized végén a vállalkozásoknál dolgozók 74%-ának a kkv-k biztosítottak kereseti lehetőséget Magyarországon. A foglalkoztatottak területi megoszlása a vállalkozásokéhoz hasonlóan alakult, legnagyobb hányaduk, több mint négytizedük közép-magyarországi szervezetnél dolgozott, a többi régió részesedése pedig 8-12% között szóródott. Ugyanakkor a kkv-k munkaerőpiaci súlya Közép-Magyarország és a Közép-Dunántúl kivételével minden régióban az országos átlag felett volt. Mindezek miatt méltán tekintik a kkv-kat a szociális háló tartóoszlopainak.

A szektor vállalkozásainak nehézségeit jól tükrözi például a nagyvállalatokhoz viszonyított kisebb túlélési képességük. A 2004-ben Magyarországon alakult valódi új vállalkozásokat³⁹ vizsgálva a működésük kezdetét követő ötödik évben a kkv-k 42%-a létezett. Ez 5 százalékponttal kedvezőtlenebb a legalább 250 főt foglalkoztató szervezetek mutatójánál. Regionális összehasonlításban a túlélési mutató a gazdasági fejlettségben is megfigyelhető rangsort követi: Közép-Magyarországon és Nyugat-Dunántúlon a vállalkozások 43-44%-a működött 5 év elteltével, míg a legkedvezőtlenebb helyzetben az észak-magyarországi és az észak-alföldi vállalkozások voltak a vizsgált időszakban, ahol alig 40%-uk volt képes fennmaradni (KSH 2011). A társas vállalkozások fennmaradási képessége az egyéni vállalkozásokhoz képest lényegesen jobb: a 2004-ben társas formában

³⁹ A KSH definíciója szerint valódi új vállalkozásról beszélünk egy adott évben, ha az abban az évben a működő vállalkozások halmazához tartozik, és a megelőző két évben nem számított működőnek. A jogelőddel rendelkező szervezetek nem számítanak valódi alakulásnak.

indult cégeknek a 48%-a, a 2005-ben alakultaknak a 48,5%-a működött 5 év múlva is. Az egyéni vállalkozások mutatója csak 36% volt.

A kkv-k túlélési képességét tevékenységük jellege szintén befolyásolja. A 2004-ben alakult szervezetek közül a legjobb fennmaradási mutatóval a humán-egészségügyi, szociális ellátás ágazatban működők rendelkeztek (67,6%). Emellett 50%-osnál nagyobb túlélési rátát értek a szakmai, tudományos, műszaki tevékenység területén, valamint az iparban bejegyzett szervezetek is. Az információ és kommunikáció ágazatban a túlélők aránya csak 44,6% volt (KSH 2011).⁴⁰

Ha kitekintünk Európára, hasonló adatokat találunk, bár az egyes országok között lényeges különbségek vannak. Az Európai Bizottság 2013. január 9-én elfogadott közleménye⁴¹ meg is jelöli problémaként, hogy a cégek túlélési képessége alacsony, és a világ többi fontos államához képest lassan fejlődnek az induló vállalkozások (EB 2013).

Ugyanakkor az üzleti siker és kudarc a piacgazdaság elválaszthatatlan része. Az Európai Bizottság a közgazdasági szakirodalomra hivatkozva felhívja a figyelmet, hogy az alacsony túlélési ráta nem feltétlenül lehet ok az aggodalomra – annak a folyamatnak a része, amelynek során a vállalkozók reagálnak a piaci körülményekre és új cégeket indítanak (EB 2007). A Bizottság hivatkozik egy OECD-tanulmányra, mely szerint a vállalatok négy éven túli túlélési rátája az Egyesült Államokban még alacsonyabb, mint a kontinentális Európa országaiban. Ez azt sugallja, hogy a vállalatok megszűnése összeegyeztethető a gazdasági dinamikával, a növekvő globális verseny pedig a vállalkozókat gyorsabb és rugalmasabb reagálásra kényszeríti, akár a vállalkozásuk bezárása és egy újabb indítása árán is. A statisztikai adatok alapján a Bizottság szerint arra lehet következtetni, hogy létezik egy folyamatos „alkotó rombolás”, amelynek során az alacsony termelékenységű vállalatok elhagyják a piacot, és újak lépnek helyükre. Az alapítás, illetve az újrakezdés viszont nem egyszerű. Az állami beavatkozásnak ez lehet az egyik területe. Azonban sok esetben a vállalkozás megmentése egy időben hozott intézkedéssel célszerűbb, mint a felszámolása, így az állami szerepvállalás a csődhelyzet elkerülése érdekében is szükséges lehet.

⁴⁰ A legrosszabb rátát a pénzügyi, biztosítási szektor produkálta (17,6%). Ez a kicsi túlélési képesség összefügg az ágazatban tevékenykedő egyéni vállalkozások magas számával és azok tevékenységének jellegével (KSH 2011).

⁴¹ A közlemény címe: „Vállalkozás 2020” cselekvési terv – A vállalkozói szellem felélénkítése Európában.

Számos kkv nagyvállalatokkal szembeni versenyhátrányát, növekedésre való képtelenségét, illetve megszűnését okozza az alacsony tőkeellátottság, az alulfinanszírozottság, a sok esetben alacsony hatékonyság és termelékenység, a vállalkozási ismeretek hiánya, az információhiány, a belső fogyasztástól való erőteljes függés és a feketegazdaságnak való kitettség.⁴² A problémák szakirodalmi feldolgozása széles, és jó részük véleményem szerint ma már közismertnek is tekinthető.

Az állami szerepvállalás eszközrendszere rendkívül széles: a vállalkozásokat érintő jogszabályi környezet alakításától kezdődően a vissza nem térítendő támogatásokon keresztül a tőkejuttatásokig számos lehetőség áll rendelkezésre a kkv-k versenyhátrányának csökkentésére, a szociális célok elérésére. A továbbiakban az állami beavatkozás indokait – az értekezés témáját szem előtt tartva – a kockázatitőke-piac vonatkozásában ismertetem.

Az állam megjelenése a kockázatitőke-ágazatban egyrészt azon a feltételezésen alapszik, hogy a magánszféra a fontosnak tartott kkv-szektor új, gyors növekedésre képes, innovációt hordozó számos tagjának sem biztosít megfelelő mennyiségű tőkét, másrészt azon, hogy az állam képes ezen a helyzeten javítani (Karsai 2004, 2012). Fontos leszögezni, hogy elvileg az állam sem a növekedési potenciállal nem rendelkező, így kockázatitőke-finanszírozásra alkalmatlan cégek tulajdonosi tőkéhez jutását hiányolja a piacon. A gond az, hogy több, arra érdemes vállalat finanszírozása sem oldódik meg, mert nem „találkozik” egymással a befektetői oldal és a kkv-szektor. Az ún. finanszírozási vagy egyes szerzők által tőkerésnek hívott probléma megoldása az államot szerepvállalásra sarkallja.

A finanszírozási rés egyaránt kialakulhat a tőke elégtelen kínálata, valamint a keresleti oldal hiányosságai miatt (lásd pl. Lawton 2002, Szerb 2006, Makra 2007, Bergquist et al. 2008).

A kínálat elégtelensége nem szűnik meg feltétlenül a kockázati tőke szimpla bővülésével. Ugyanis nem mindegy, hogy hol működő, milyen tevékenységet végző vállalkozásoknak mekkora összegű finanszírozási igénye elégül ki a kínálat növekedésével. Harrison és Mason (2000) szerint a tőkerést okozhatja

- a vállalkozások által igényelt külső forrás nagysága (kisebb összegű befektetéseket nehezebb kapni, mint nagyobbakat),

⁴² A sort természetesen lehetne folytatni, de a fejezetnek nem célja a kkv-k problémáinak teljes körű és általános bemutatása.

- a vállalkozások életciklusa (az induló cégek jóval nehezebben tudnak tőkét szerezni, mint a már működők), vagy
- az érintett technológia (a technológia-alapú cégeknek nehezebb tőkét kapni, mint a technológiailag kevésbé fejletteknek)

Bár néhány befektető vitatja, hogy szándékosan diszkriminálnának bizonyos régiókat, de a földrajzi elhelyezkedés szintén hozzájárulhat a tőkerés kialakulásához, mivel a periférikus régiókban lévő vállalkozások kevésbé férnek hozzá a tőkéhez, mint a gazdasági központokban működők (Harrison – Mason 2000, Martin et al. 2005). Hazai viszonylatban Makra (2007) szintén ezt támasztja alá 2004-es adatok alapján: a magyarországi kockázati- és magántőke-piac jelentős mértékben Budapest-centrikus. Ugyanakkor ennek nemcsak kínálati, hanem keresleti okai is vannak.

Mivel a kisebb összegű befektetéseknek relatíve magasak a tranzakciós költségei⁴³, ezért az intézményesült kockázati-tőke-befektetéseknek megfigyelhető egy alsó határa. Az ez alatti igényeket az üzleti angyalok elégíthetnék ki, de az információs eredetű problémák és az egyes országokban (például hazánkban is) tapasztalható alacsony számuk ezt nem teszik teljes mértékben lehetővé (Szerb 2006, Makra 2007).

A korai életszakasz finanszírozása általában eleve kisebb összegű tőkejuttatásokat igényel. Ugyanakkor az induló vagy életük korai szakaszában található vállalatok finanszírozása kockázatosabb is, mint az érettebbeké. A kockázat még nagyobb lehet, ha a cég innovatív technológiákra épül (Mason – Harrison 2004). Ha a tényleges hozamok rendszeresen nem érik el a nagyobb kockázat miatti elvárt hozamot (mint Európában, lásd 3.2.3. fejezet), akkor a piac a kései szakaszok felé mozdulhat el (Kovácsné 2011).

A finanszírozási rés gyakran az információs asszimmetria miatt keletkezik (lásd pl. Lawton 2002, Mason – Harrison 2004, Makra 2007). Az információs asszimmetria gyakran azért lép fel, mert a kockázati-tőke-befektető nem fér hozzá azokhoz az információkhoz a cégtől, amelyek segítségével korrektül fel tudná mérni a kockázatokat. Ugyanakkor gyakori, hogy maguk a kkv-k nem ismerik eléggé a kockázati tőkét, mint finanszírozási alternatívát. Tucker és Lean (2003) szerint ez oda vezethet, hogy rossz projektek jövedelmezőknek tűnhetnek, ezért finanszírozást kapnak, majd pedig a megvalósulást követő tényleges

⁴³ Itt a befektetés előtti átvilágítás, valamint a befektetést követő monitoring és támogatás/tanácsadás relatív magas, jórészt fix költségeire kell gondolni.

hozamok további eltolódást eredményezhetnek az érettebb vállalkozások finanszírozásának irányába. Ugyanakkor jó projektek az információhiány miatt végül nem kapnak tőkét.

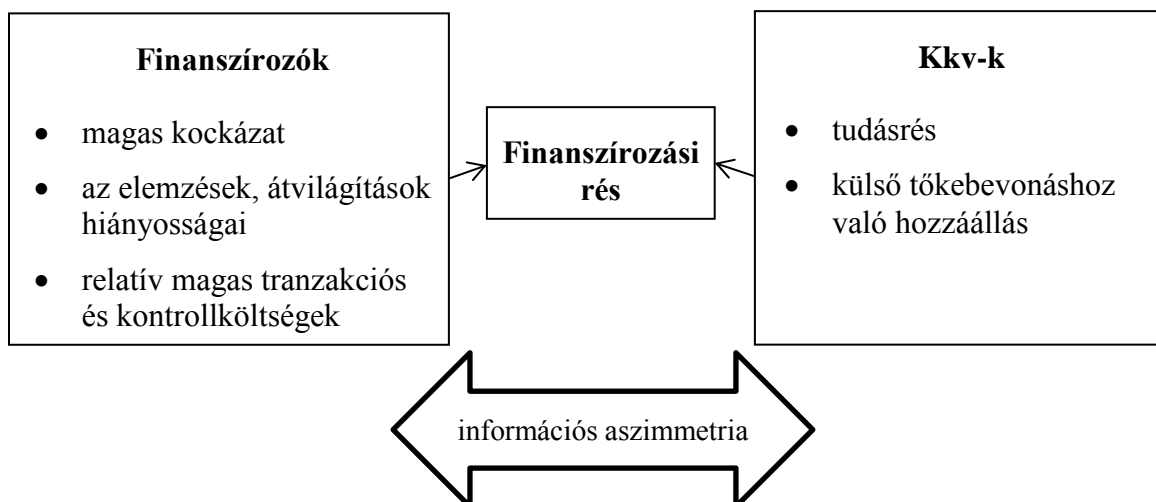
Az információs réshez járulhat hozzá az üzlet angyalok rejtőzködő magatartása is. Az üzleti angyalok sokszor igyekeznek megőrizni anonimitásukat, hogy elkerüljék a megkeresések áradatát (Makra 2007).

Rasila et al. (2002) más tanulmányokra is hivatkozva említi, hogy az ígéretes vállalkozások sokszor szenvednek a jó menedzserek, szakértők hiányától és emiatt nem képesek sikerre vinni az üzletet. Ezt az ún. tudásrészt a kockázatitőke-befektetők a vállalat életében való közreműködésükkel korábban pótolni tudták, azonban az ágazati változások eredményeként manapság már egyre kevésbé tudnak ilyen jellegű szolgáltatást nyújtani a célvállalatoknak: az alapkezelőknek nincs elég idejük és sokszor a kisvállalati szakértelmük is hiányos. A tudásrés megszüntetése szintén indokolttá teheti az állami beavatkozást. Az már más kérdés, hogy ha maga az állam ezt befektetőként képzelel el, képes-e a tudáshiány pótlására. Karsai (2012), Kovács (2011) és saját tapasztalataim szerint az előző évtizedben a magyar állami befektetők saját portfólióvállalataiknál jellemzően a monitoringban merült ki a tevékenységük, így menedzseri, szakértői hozzájárulásuk nem lehetett jelentős.⁴⁴

A keresleti oldalra hat a felmerülő ötletek száma, a vállalkozókészség, valamint a tulajdonosok hozzáállása a külső befektetőkhez. Sok kisvállalkozónak van averziója a külső tőkejellegű források bevonásától (Landström 2003, Makra 2007). Az eredeti tulajdonosokban szindikált befektetések esetében ráadásul még erősebben felmerülhet a tulajdonjog túlzott „felhígulásának” réme.

A fejezet lezárásaként úgy gondolom, jól összefoglalja a finanszírozási réshez kapcsolódó főbb ismereteket Landström ábrája:

⁴⁴ Az is igaz, hogy kutatómunkám során nem is talákoztam olyan esettel, ahol az állami befektető kiemelten hangsúlyozta volna a tudásrés megszüntetésére irányuló szándékát.



17. ábra: A finanszírozási rés

Forrás: Landström (2003)

A kockázatitőke-piacon történő állami beavatkozás indokait áttekintve a következő fejezetben a kormányok lehetséges eszközeit veszem számba.

4.2. Az állami szerepvállalás eszközrendszere

A mindenkori kormányoknak számos lehetőségük van támogatni a kkv-szektor. A bevethető eszközök körét számos tényező befolyásolja, mint például a gazdaság, azon belül is a tőkepiacok fejlettsége, a problémákat kiváltó okok jellege, a társadalmi beállítottságok, hagyományok és persze a felhasználható költségvetési források nagysága. Ahogy Imreh (2005) tömören megfogalmazza, akkor éri meg támogatni a kkv-kat, ha a támogatásukkal elérhető társadalmi hasznok magasabbak, mint a támogatásuk társadalmi költsége. Továbbgondolva annak az eszköznek a használata a legoptimálisabb, amely mellett a társadalmi hasznok és költségek különbsége a legnagyobb. Ennek mérése a gyakorlatban persze meglehetősen nehézkes (Imreh 2005), és persze az sem mellékes, hogy a valóságban a különböző eszközök kombinációja kerül alkalmazásra. Az államnak először meg kell határoznia, hogy hol és miért alakult ki finanszírozási rés, majd pedig fel kell mérnie az összes szóba jöhető megoldási lehetőséget a rés csökkentésére, megszüntetésére (OECD 2004).

A kockázatitőke-piac keresleti és kínálati oldalára egyaránt hathat az állam. A piac befolyásolható szabályozással és saját (állami) források biztosításával. A különböző

eszközök számbavételét és értékelését számos tanulmányban megtalálhatjuk (lásd pl. OECD 2004, Murray 2007, Karsai 2002, 2004, 2012, Kovács 2011, Kovácsné 2011).

Az állam a jogszabályok alakításával befolyással lehet

- a kockázattőke-ágazat számára forrást biztosítókra,
- a források kezelőire (alapkezelőkre), és
- magukra a tőkét kereső vállalkozásokra.

A jogszabályi környezet egyik kiemelt fontosságú területe az adózás. A személyi- és a tőkejövedelem-adózás relatív és abszolút nagysága befolyásolja a megtakarítások kockázattőke-befektetőkhez kerülését (Karsai 2004). Az adórendszer komplexitása, átláthatósága és kiszámíthatósága (különösen a jövedelmek és a vagyon vonatkozásában) szintén hatással bír a piacra (OECD 2004, EVCA 2008). Külön figyelmet érdemel a célvállalattól a tőkét biztosító intézményekig eljutó jövedelmek többszörös adóztatása, valamint az olyan esetek, melyeknél a szereplők különböző államok adórendszere alá tartozhatnak (Karsai 2004, Glavanits 2012a).

A vállalkozásalapítás, a kutatás-fejlesztési tevékenység, a technológiatranszfer, valamint a kutatóintézetekkel és egyetemekkel való együttműködés fiskális ösztönzése kedvezően hathat a piacra. Fontos kérdés lehet a részvényopciók és a menedzsment juttatások megítélése is (Glavanits 2012a).

Adott ország vállalateladásokra, fúziókra, tőzsdei bevezetésekre vonatkozó jogszabályi környezete befolyásolja a kilépési lehetőségeket, s ezáltal a befektetők kockázatát és hozamát (Becskeyné 2008). A befektető szempontjából előnyös szabályok növelhetik a tőkekinálatot.

A kockázattőke-alapokba érkező tőke jó része intézményi befektetőktől (bankoktól, biztosítóktól, nyugdíjpénztáraktól) érkezik. A számviteli standardok és teljesítménymérők fejlesztésével növelni lehet a kockázattőke-alapok átlátszóságát és védeni lehet a befektetőket. Emellett az állam azzal, hogy meghatározza az intézmények vagyonkezelési előírásait, befolyásolja azt, hogy a hagyományos eszközök (kötvények, részvények, befektetési jegyek... stb.) mellett az intézmények vagyonuk mekkora hányadát helyezhetik el kockázattőke-alapokba (Karsai 2004, OECD 2004). A válságot követően felerősödtek Európában a szigorúbb szabályozást szükségesnek tartó politikusok és szakemberek hangjai. A Bazel III a bankok, a Szolvencia II a biztosítók tőkekövetelményeit szigorítja. Mindkét szabályozás az EVCA szerint túlzó mértékű, a piaci értékelésnek köszönhetően

sokkal nagyobb mértékben ingadozó tőkehelyezethez vezethet, és a kockázatitőke-ágazatba allokált tőke csökkenését eredményezheti (EVCA 2013c).

A magvető alapok kisebb mérete miatt az állam az alapok létrehozásához vagy működéséhez is hozzájárulhat az adminisztratív terhek csökkentésén, vagy az alapok megszervezéséhez szükséges költségek részbeni átvállalásán keresztül (Kosztopolosz – Makra 2005).

A kockázatitőke-alapkezelőkre az állam engedélyeztetési, beszámolási és adatszolgáltatási kötelezettséget írhat elő. Az Unióban korábban ezek jellemzően tagállami szinten voltak meghatározva. A kockázatitőke-alapkezelőkre (is) vonatkozó, 2011-ben elfogadott AIFM irányelv célja egységes szabályozás alá vonni a legalább 500 millió eurót kezelő szereplőket. Az EVCA tetszését a direktíva nem nyerte el teljes mértékben: változhat az alapok működésének rugalmassága, emelkedhetnek a költségek, s ezáltal csökkenhetnek az elérhető hozamok (EVCA 2010). Az irányelv kiterjed az engedélyezés és a működés számos területére, érinti az alapkezelők kockázat- és likviditáskezelési gyakorlatát, a menedzserekre vonatkozó javadalmazási rendszert, korlátozza a hitelfelvételeket, valamint szabályozza a letétkezelést és a tájékoztatási kötelezettségeket. A kisebb alapokra a 2013 tavaszán elfogadott European Venture Capital Funds Regulation (EVCFR) fog vonatkozni, amely többek között egyszerűsíti a határon átnyúló forrásszerzéseket is (Crisp 2013).

Az állami beavatkozás fontos típusa az, mely során az állam befektetőként jelenik meg a piacon (lásd pl. Karsai 2002, 2004, 2012, Murray 2007). Ekkor alapvetően két választási lehetőségük van az állami döntéshozóknak: vagy a közvetlen, vagy a közvetett intervenció mellett tehetik le a voksukat. Az ilyen jellegű szerepvállalások világszerte komoly tényezőkké váltak a magvető, induló és korai szakaszok finanszírozásában, és a magánszféra visszahúzódásának következtében egyes helyeken az államra – talán kis túlzással – mint az utolsó kockázati tőkésre tekintenek (Nichols 2011).

A közvetlen tőkebefektetés során az állam saját befektető társaságán⁴⁵ keresztül finanszírozza a kkv-kat vagy költségvetési forrásokból létrehoz egy alapot, amelynek kezelését saját vállalatára bízta.⁴⁶ Az állami alkalmazottak végzik a célvállalatok kiválasztását, átvilágítását és a befektetések gondozását.

Közvetett intervenció esetén az alapkezelést magánvállalatok végzik, akik így az állam ügynökeinek tekinthetők. Ez a módszer azon a feltételezésen alapul, hogy az állam nem

⁴⁵ Erre példa hazánkban a primer kutatásom egyik tárgya, az MFB tevékenysége is.

⁴⁶ Lásd CKTA és IKTK, melyeket szintén górcső alá vettem.

rendelkezik azokkal a professzionális képességekkel, amelyek a közvetlen tőkebefektetéshez szükségesek. Az ún. hibrid modellekben az állami és a magánpiaci szereplők társfinanszírozókként működnek együtt. Az ilyen struktúrákban megvalósuló tőkejuttatások ma már nagyon sok országban megtalálhatók (Karsai 2004, Murray 2007), Magyarországon a JEREMIE-program keretében jöttek létre ilyen együttműködések. Az efféle modellekben az állam nem befolyásolja az alapkezelők befektetési döntéseit, az alap működésére, irányultságára vonatkozó megállapodást és az állami pénzek alapkezelőre bízását követően operatív részvétele megszűnik (Murray 2007, Kovácsné 2011).

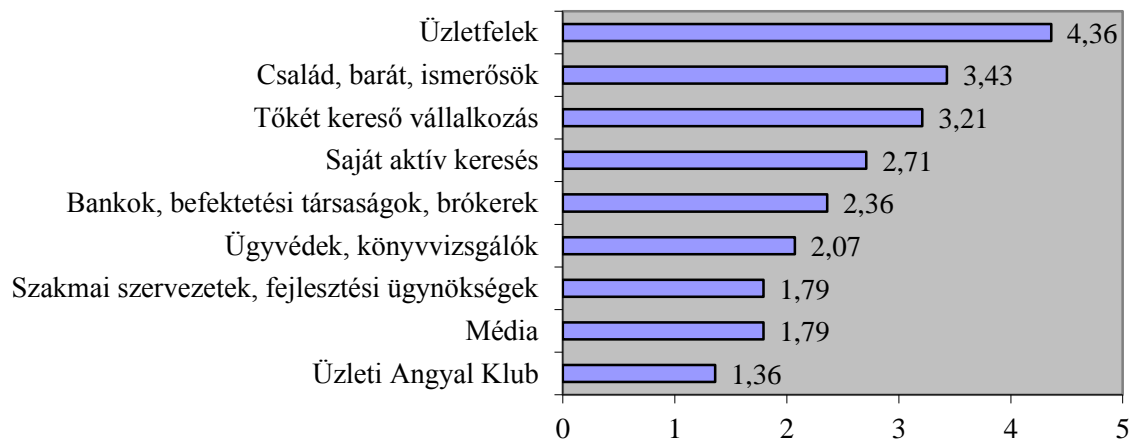
Az állam az indirekt tőkejuttatások során igyekszik a magánbefektetők minél nagyobb mértékű bevonását is elérni. Például korlátozhatja saját hozamát, aminek a realizálását követően a fennmaradó pénzjövödelmek a magánbefektetők hozamait emelik meg (felfelé irányuló ösztönzés). A magánbefektetők kivásárlási opciót is kaphatnak, amelynek lehívásakor megvásárolhatják az állam részesedését egy előre meghatározott áron. A kormány dönthet úgy, hogy ún. lefelé irányuló védelmet biztosít a magánbefektetők részére, mely során a befektetések veszteségeit részben vagy egészben magára vállalja. További ösztönző lehetőséget jelentenek azok a megoldások, amelyek során a tőke lehívására elsőként az államtól kerül sor, a tőke visszafizetésekor és a hozamok realizálásakor pedig az állam kapja meg utoljára a részét

Az állami részvétel a fentiek mellett megjelenhet alapok alapja formában is. Az esernyő-alapokon keresztül az állam csak olyan alapoknak juttat forrást, amelyek rögzítik befektetési politikájukban, hogy fiatal, nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalatokat finanszíroznak (Murray 2007).

A kínálatra ható eszközök rövid ismertetése után essen még szó a keresleti oldalról! A piac keresleti oldalát a felmerülő ötletek száma és a vállalkozókészség határozza meg (Makra – Kosztopulosz 2004). Az állam feladata abban áll, hogy olyan környezetet teremtsen, amely ösztönzi az innovációt, a kreativitást és a kockázatvállalást. Az egyik ilyen tényező a magas szintű oktatási és innovációs rendszer. A kulturális környezet hatása szintén nem lebecsülendő, bár ennek megváltoztatása csak hosszú távon lehetséges. Egyes társadalmakban a túlzott individualizmus, a saját személyes befolyás többre értékelése a növekedési lehetőségeknél csökkentheti a kockázati tőke iránti keresletet. A vállalkozókészséget növeli a szabályozási, adminisztrációs akadályok lebontása (pl. társaságalapítási eljárás). A keresleti oldal erősödését érheti el az állam, ha segíti felkészíteni a vállalkozókat a befektetések fogadására. A vállalkozóknak ismerniük kell e finanszírozási forma sajátos-

ságait, az intézményi befektetők és az üzleti angyalok elvárásait, és tudniuk kell megfelelő, érdeklődést felkeltő üzleti tervet készíteniük. Az ismeretek továbbadásában, a felkészültség javításában kulcsszerepe lehet például az üzleti angyal hálózatoknak (Makra – Kosztopulosz 2004). Ugyanis az informális piac hatékonyságát érdekes módon épp bizonyos intézmények létrehozásával, működésüknek támogatásával lehet fokozni. Az üzleti angyal hálózatok egyfajta kommunikációs csatornát képeznek az üzleti angyalok és a forrást kereső vállalkozások között. Tevékenységükkel megoldást lehet találni az angyalok rejtőzködő magatartására, valamint a mindkét oldalt sújtó tetemes keresési költségekre. Segítik a befektetők és a vállalkozások egymásra találását, különböző szolgáltatásokat nyújtanak, részt vesznek a vállalkozók képzésében, felkészítik őket a befektetések fogadására, népszerűsítik az iparágat. További feladatuk lehet a külföldi üzleti angyal hálózatokkal való kapcsolat felvétele, közös fórumok szervezése, más vállalkozásfejlesztési intézményekkel, egyetemekkel, kutatóközpontokkal történő együttműködés kialakítása (Makra 2007). Magyarországon az informális kockázati tőkepiac fejlődéséhez nagyban hozzájárulna egy jól működő üzleti angyal hálózat, de amint az a következő ábrán is látható, 2004-ben még nagyon kicsi volt a jelentőségük. A befektetési lehetőségek hiányára panaszkodó kockázati tőkések egy esetleges üzletről szóló információikat legtöbbször üzletfeleiktől, barátoktól, ismerősöktől kapták. Az Üzleti Angyal Klub és más ún. formális források szerepe minimális volt.⁴⁷

⁴⁷ Magyarországon az ilyen szerveződések szerepe később minden bizonnyal növekedett: az Üzleti Angyal Klub után az Innostart 2007-ben megalapította az Első Magyar Üzleti Angyal Hálózatot, a Pannon Projekt Kft. pedig a Regionális Üzleti Angyal Hálózat és Mentor Programot indította el.



18. ábra: A befektetési lehetőségről szerzett információ forrásai hazánkban

(Likert-skálán mérve) Forrás: Makra – Kosztopulosz (2004)

A hálózatokkal kapcsolatos állami szerepvállalás több területre kiterjedhet. Először a jogszabályi környezet alakításával a hálózatok létrehozását és működési feltételeit lehet könnyíteni. Másodsor a hálózatok működését akár anyagi formában is lehet támogatni. A jól megszervezett, hatékony üzleti angyal hálózatok minden bizonnyal hozzájárulhatnak a kisvállalatok jobb tőkeellátottságához és ezzel a kitűzött gazdaságpolitikai célok (pl. foglalkoztatottság) eléréséhez (Makra 2007, Murray 2007).

4.3. Az állami tőkebefektetések megítélése

Az állami kockázati tőke-befektetések értékelése igen sokszínű. A politikusok, kutatók és üzletemberek az állami tőkejuttatások térnyerésével párhuzamosan egyre több véleményt fogalmaztak meg és tettek állásfoglalást az állami beavatkozás mellett és ellen. Hazánkban e témában is számos tanulmányt publikált Karsai (Karsai 2002, 2004, 2007, 2012), de meg kell említeni többek között Kovács és Kovácsné munkáit is (Kovács 2011, Kovácsné 2011).

A kkv-szektor támogatásának indokai jellemzően nem vitatottak, de a beavatkozás mélysége és a használandó eszközök megválasztása megosztja az érintetteket. Az előző alfejezetben Imreh értékezésére hivatkozva már említettem, elméletben azok az eszközök megfelelőek, amelyek segítségével az elérhető társadalmi hasznok magasabbak, mint a társadalmi költségek. A kockázati tőke-programok értékelése a gyakorlatban viszont nem

könnyű. Ahogy Karsai (2002) utal rá, már a programok célkitűzései sincsenek sokszor egyértelműen és részletesen megfogalmazva és nincsenek olyan konkrét kritériumok sem, amelyek teljesítésével megítélhető az adott állami szerepvállalás. Egy-egy állami konstrukció hatását mérni lehet például azzal, hogy a beavatkozás mekkora költséggel hány munkahelyet teremtett, milyen hatással volt a vállalkozások túlélési rátájának alakulására, vagy mondjuk az állami részvétel következtében megjelentek-e új magántőkealapok. Az általam vizsgált állami befektetőknél én is csak általánosan megfogalmazott célkitűzésekkel találkoztam. Murray (2007) szintén azt ajánlja a politikusoknak, hogy világosan fejezzék ki, milyen célokat tűznek ki, illetve hogy mit tekintenek „eredménynek” a különböző célok tekintetében, pl. a megtérülés, a foglalkoztatás, az innováció és a regionalitás vonatkozásában. A hozamcélok és a különböző gazdaságfejlesztési célok megvalósítása gyakran kerülnek ellentmondásba, ugyanakkor az előbbi elérésének teljes felhagyásával a programok hatékonysága kérdőjeleződhet meg. Ezért fontos, hogy valamilyen kompromisszum jöjjön létre és egyensúly alakuljon ki közöttük (Karsai (2004). Murray (2007) ugyancsak elengedhetetlennek tartja, hogy az új kockázati tőke-programok kidolgozásánál már a tervezési szakaszukban határozzanak meg egy hivatalos, független méréseken alapuló értékelési rendszert.

Az állami beavatkozásokat kritizálók általánosságban vagy konkrét eszközzel (jellemzően a közvetlen tőkebefektetésekkel) kapcsolatban fejtik ki érveiket.

Hwang⁴⁸ 5 pontban foglalja össze, hogy általában miért rossz kockázati tőkések a mindenkori kormányok (Hwang 2013).

1. Szerinte a politikusok különbséget tesznek az innovációs folyamatok szakaszai között: a K+F tevékenységek gyakrabban kapnak támogatást, a technológia üzleti alapokra helyezése viszont nem. Nem valószínű, hogy a vállalkozás egyik nap még K+F-fel foglalkozik, a másik nap meg már az üzletét építi.
2. A kormányok gyakran olyan területekre, ügyletekre csoportosítanak forrásokat, amelyeket a piac nem igényel, viszont ahol tényleg létezik a finanszírozási rés, ott nem biztosít elég pénzt az állam.
3. Az innovációs folyamatokban sokszor vannak fordulatok, végkimenetelük nagyon bizonytalan. A legsikeresebb kockázati tőkések nyugodtabbak és megértik ezeket a folya-

⁴⁸ Victor W. Hwang kockázati tőke-befektető a Szilícium-völgyben.

matokat. A közszolgák többsége azonban soha nem volt az üzleti életben és – például az elbocsátásuk lehetősége miatt – kerülik a tévedés és a hibázás lehetőségét, kisebb kockázatot hajlandók vállalni.

4. Az utolsó dolog, amit egy kormánytag látni szeretne az újságok címlapján, az az állami befektetések bukása, a tőke elvesztése. A közvélemény állandó nyomása miatt a befektetési döntéseket óvatosan hozzák meg. Ezért van az is, hogy a kormányok a technológia-fejlesztésre sokszor inkább támogatásokat és hiteleket adnak, nem pedig tulajdonosi tőkét.

5. Végül, ha a kormány támogatja is a magánszféra által menedzselt alapokat, gyakran megesik, hogy az alapkezelő menedzsereinek és az államnak a céljai nem esnek egybe. A kormány gazdasági növekedést szeretne, új munkahelyeket, új termékeket és szolgáltatásokat, magasabb életszínvonalat. A menedzserek azonban alapvetően arra vannak ösztönözve, hogy maximalizálják a hozamokat.⁴⁹

Természetesen Hwang mellett több kutató, szakember már korábban megjelölt olyan hasonló kérdéseket, problémákat, amelyek az állam közvetlen befektetése során merülnek fel. Murray (2007) szerint az állam nem feltétlenül rendelkezik sok olyan közszolgálattal, akiknek megvan a tudásuk ahhoz, hogy az innováció szempontjából legígéretesebb projekteket válasszák ki és az ezekbe történő befektetéseket véghezvigyék.

A közvetlen tőkebefektetésekkel kapcsolatban érvként szokták felhozni, hogy a fejletlen kockázatitőke-piacon elősegíti a piaci alapon finanszírozók megjelenését. Leleux és Surlemont (2003) 15 európai országra kiterjedő, az 1990 és 1996 közötti időszakot felölelő kutatása viszont ezt nem támasztotta alá.

A közvetlen befektetések ellen szokták felhozni, hogy az állam bizonyos esetekben a piaci szereplők versenytársaként léphet fel és olyan cégekbe is beszállhat, amelyek a magánbefektetőket is érdekelték volna (Leleux és Surlemont 2003, Karsai 2004, Murray 2007). Ezt nevezi a szakirodalom kiszorító hatásnak. Ha az állam a piacnál puhább követelmények mellett vállalkozik befektetésre (pl. alacsonyabb hozamot vár el), akkor a legjobb projekteket kisajátíthatja és a magánfinanszírozóknak végül csak a rosszabb projektek maradnak. Emiatt viszont a magánszféra befektetői nem hajtanak végre tranzakciókat, vagy akár elhalaszthatják az alapok létrehozását is. Cumming és MacIntosh (2003) például egy kanadai kockázatitőke-programnak⁵⁰ a piactorzító hatását mutatta ki.

⁴⁹ Ahogy azt korábban láthatta az olvasó, a célok közötti ellentétre utalt Karsai (2004) és Murray (2007) is.

⁵⁰ Canadian Labor-Sponsored Venture Capital Corporations

A magyar állam szerepvállalását az állami befektetők jellegzetességei és néhány esettanulmány alapján Kovács (2011) is értékelte. Kutatása szerint a vizsgált ügyletek némelyike esetben felléphetett a kiszorító hatás.

Karsai (2004) hivatkozva két 90-es években készült tanulmányra⁵¹ felhossa az állam közvetlen részvétele ellen, hogy az állami befektetések és támogatások nyújtása mindig magában hordozza a visszaélés lehetőségét. A különböző személyi és politikai összefonódások, valamint szándékos visszaélések miatt a tőke nem azokhoz a kkv-khoz kerül, amelyeknek tényleg szükségük van rá. Lerner (2002b) szerint a közvetlen állami befektetés érzékenyebb a pártok és a lobbicsoportok által kifejtett nyomásra. Kovács (2011) szintén felveti magyar befektetések kapcsán ezt a tényezőt. Lerner (2002b) megemlíti azt is, hogy a hivatalnokok esetleg a cégek sikerének valószínűsége szerint válogatnak, és nincsenek tekintettel arra, hogy az állami tőkére lehet nincs is szüksége a vállalatnak.

Az említett problémák miatt az állam szerepvállalásának sokkal piacközelibbnek kell lennie és olyan ösztönzőket kell biztosítani, amelyek segítik növelni az alapok teljesítményét, s ezáltal a magánszféra aktivitását a fiatal cégek finanszírozásában (lásd például Karsai 2004, EC 2005, Murray 2007). Az ezredfordulót követően egyre nagyobb konszenzus alakult ki a szakemberek és a politikusok körében, hogy az államnak közvetlen tőkebefektetőként csak korlátozott szerepe lehet (Murray 2007), így a figyelem a közvetett beavatkozásokra terelődött. A magán és állami tőkével dolgozó, gondosan kidolgozott hibrid modellek segíthetik a finanszírozási rést megszüntetni ezért az OECD és az EU is ajánlja őket (OECD 2004, EC 2005).⁵²

Annak érdekében, hogy a magánszektor minél nagyobb mértékben vegyen részt az ilyen struktúrákban, az államnak vonzó profitlehetőségeket kell biztosítani. Az egyes ösztönző eszközöket és értékelésüket foglalja össze a következő táblázat.

⁵¹ Florida és Smith (1993), Leleux és társai (1998)

⁵² A JEREMIE kockázatitőke-program keretében is hibrid alapok működnek.

7. táblázat: A magánbefektetők részvételét fokozó sémák

Eszköz	Leírás	Hatás
Az állami és a magánszektor együttes befektetései (co-investment)	A kormányzat befektetéseit a magánbefektetők döntik el és hangolják össze	Segítség az alapok létrehozásában, illetve méretgazdaságossági szempontból megfelelően nagyméretű alap felállításában. Önmagában a társbefektetéseknek nincs közvetlen ösztönző hatása, mert nem javítják a magánbefektetők számára a várható megtérülést a korai szakasz befektetéseinél.
Korlátozott hozam az állami befektetőnek	Miután valamennyi befektető (az államot is beleértve) realizált egy bizonyos hozamot (pl. referencia kamatláb + valamekkora kockázati prémium), a fennmaradó pénzáramokat már csak a magánbefektetők között osztják el.	Az állam korlátozott hozamelvárása növeli a magánbefektetőknek jutó hozamot. Ez erős ösztönző hatást jelent a magánszektorban sikeres befektetések végrehajtására és a portfólió cégekben a hozzáadott érték növelésére.
Kivásárlási opció a magánbefektetőknek	Az opciós jog lehívásával a magánbefektetők megvásárolhatják az állam részesedését adott időpontban (vagy időpontig) előre meghatározott áron (jellemzően névérték+adott kamat értéken).	Ezen megoldás hasonló hatást eredményez, mint az állam saját hozamának korlátozása, azonban két további előnye is van: 1) Az opció mind az állami, mind a magánbefektetőknek lehetőséget biztosít korábban és láthatóbban igazolni a befektetés sikerességét, mint ahogy ez az állam korlátozott hozamelvárása esetében lenne. 2) Sikeres befektetés esetén a gyors kilépéssel az állam a tőkét újból befektetheti, és nem kell várakoznia az alap megszűnésére.
Lefelé irányuló védelem	A befektetésekből származó veszteségek egy részét az állam viseli.	A lefelé irányuló védelem negatív hatást gyakorol a magánalapok ösztönzésére. Miközben a lefelé irányuló védelem növeli a magánbefektetők hozamát, csökkenti a hozamkülönbséget a sikeres és sikertelen befektetések között. Az alapok teljesítményét így kevésbé befolyásolják a befektetések megfelelő kiválasztására és a hozzáadott érték növelésére tett erőfeszítések.
Hozzájárulás az alapok működési költségeihez	A kormányzat az alapkezelőt támogatja a működési költségek egy részének megtérítésével.	Az alap működési költségeinek megtérítése hatását tekintve semleges az alapkezelők ösztönzését illetően, miközben az alap által realizált IRR-t növeli.
A pénzáramok időzítése	A tőke lehívására elsőként az államtól kerül sor, a tőke visszafizetésekor és a hozamok realizálásakor pedig az állam kapja meg utoljára a részét.	A magántőke befektetők IRR-je javulhat a tőkájük lekötésének rövidebb ideje miatt és ez vonzóvá teheti a kockázattőke-alapot.

Forrás: Murray (2007)

Jääskeläinen et al. (2007) a különböző lehetőségeket vizsgálva arra jutott, hogy a pénzáramok különböző időzítése biztosítja a legnagyobb nettó hozamot az alapokba fektető intézményeknek, így ez lehet a legjobb ösztönző a magánszféra számára. Ugyanakkor az állam korlátozott hozamelvárása magas befektetési teljesítmény esetén nagyon vonzó hozamokat eredményezhet a magánbefektetőknek, így az olyan piacokon, ahol nincs akkora szükség az időzített befektetésekre, ott ez lehet a legalkalmasabb eszköz.

Kovácsné (2011) a szakirodalmi elemzést követően arra a megállapításra jut, hogy az állam korlátozott hozamelvárására és a magánbefektetők által alkalmazható kivásárlási opcióra épülő megoldások a legalkalmasabbak az alapkezelők hatékony ösztönzésére, sikeres befektetések végrehajtására és a portfólió cégekben a hozzáadott érték növelésére.

Karsai (2012) összefoglalva a külföldi tapasztalatokat szintén azt a következtetést vonja le, hogy az állami kockázati tőke megfelelő konstrukciót alkalmazva hatékony eszköze lehet az ágazat fejlesztésének, s ezáltal a kkv-szektor támogatásának a gazdaságpolitikai célok elérése érdekében. Azonban az állami forrásokból befektethető tőke egyszerű biztosítása nem elégséges. Az alapkezelők menedzsereinek piacon megszerzett tudását az állam nem feltétlenül tudja helyettesíteni, nem is beszélve a politikai nyomásra történő befektetések és a piaci szereplők esetleges kiszorításának káros hatásairól. Az államnak a magánszféra intézményeivel együtt kell befektetnie úgy, hogy előre tisztázza saját céljait és megfelelő ösztönző eszközt biztosít a magánbefektetők részvételének növelése érdekében. Ahogy a 3.2.3-as fejezetben már említettem, Brander és társai (2010) szerint az olyan hibrid alapok, amelyekben az állam kisebbségi tulajdonos, teljesítményben akár felül is múlhatják a tisztán magánalapokat.

4.4. A magyar állam jelenléte a kockázati tőke-piacon

4.4.1. Állami tőkebefektetések a JEREMIE program előtt

Karsai Judit neve évek óta szorosan összekapcsolódik a hazai kockázati tőke-piac kutatásával. A kockázati tőke rendszerváltástól kezdődő magyarországi múltjáról és az állam változó intenzitású jelenlétéről számos tanulmányt jelentetett meg (lásd Karsai 2002, 2004, 2007, 2012). Fontos megemlíteni Kovács Balázs és Kovácsné Antal Anita munkáit is, akik a magyar állami szervezetek bizonyos befektetéseit vizsgálták (Kovács 2011, Kovácsné 2011). A művek ismeretében az állami szerepvállalás JEREMIE program előtti bemutatása véleményem szerint teljes körűnek mondható, ugyanakkor úgy gondolom,

hogy primer kutatásom miatt röviden nekem is ki kell térnem rá. A következőkben többnyire Karsai munkáira hagyatkozom.

Karsai statisztikái szerint 1989 és 2006 között az állami forrásból származó befektetések értéke több mint félmilliárd dollárt tett ki, az ügyletek száma közel 180, az átlagos befektetési méret pedig 2,8 millió dollár volt. Az átlag jócskán meghaladja a piaci szereplők minimális befektetési összegét⁵³, ami egyrészt annak köszönhető, hogy az állami támogatásból a magvető szakaszban tőkét igénylő cégek kimaradtak, másrészt az MFB számos reorganizációra szoruló magyar iparvállalatot finanszírozott nagy összegekkel a 90-es években. Az állam jellemzően az expanzív szakaszban tartó cégeket finanszírozta, a befektetések értékének hatoda, számának három tizede került induló és korai stádiumban tartó vállalatokhoz (Karsai 2007).

Az MFB részvételét a kockázati tőke-finanszírozásban 2000-ben megszüntették, helyét a Regionális Fejlesztési Holding Rt. (RFH) vette át (Karsai 2004). A pénzügyi szolgáltató és tanácsadó társaság országos hatáskörű leányvállalatai és regionális központjai révén igyekszik kedvező fejlesztési forrásokat biztosítani a kvv-szektorban. A leányvállalatok között található a 2002-ben létrehozott Informatikai Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.-t (IKTK) amely azóta is egyetlen, csak állami forrásból létrehozott alap, az IKTA-t kezeli.⁵⁴ Az alapító komoly szándékait jelezte, hogy ez volt az első és egyetlen olyan alap, amely bejelentkezett az akkor még érvényben lévő 1998-as kockázati tőke-törvény hatálya alá.

2001-ben alakult a közel 100%-ban állami tulajdonban lévő Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Zrt. (KvFP), amely maximum 100 millió forintig emel tőkét a vállalatokban. Kovácsné (2011) – többek között – a társaság célvállalataira alapozva folytatta le kutatását, ugyanakkor a KvFP befektetési politikája, tevékenysége miatt távol áll a kockázati tőke-befektető kategóriájától (Kovács 2011).

Az MFB-t 2003-ban aktivizálta ismét az akkori kormány és nyáron elindította új befektetési programját. A Kis- és Középvállalkozások Fejlesztési Tőkebefektetési Programban 40 milliárd forint állt rendelkezésre, melynek keretében 50 és (főszabályként) 500 millió

⁵³ Kovács (2005) által az MKME 2004-es évkönyve és Karsai (2004) alapján összeállított kimutatás szerint 2003-ban a magánbefektetők minimális befektetési mérete 0,5 millió dollár volt.

⁵⁴ RFH IKTK honlap alapján. Az RFH egyébként több alap is létrehozását is tervezte, de végül egyik sem valósult meg.

forint közötti tőkeinjekciót igényelhettek kiegyensúlyozott(!) gazdálkodású, növekedésre képes és pozitív jövedelmezőségi kilátásokkal rendelkező kkv-k (MKME 2004).

2005-ben jött létre a CKTA, amely az MFB csoportján belül kezdetben a Corvinus Nemzetközi Befektetési Rt. leányvállalataként tevékenykedett, majd a 2007-ben végrehajtott tulajdonosváltást követően az MFB Invest Zrt.-hez került. Az általa kezelt CELIN elsősorban a finanszírozási részbe szorult azon magas növekedési potenciált mutató innovatív kisvállalkozásokat célozta, amelyek kezdeti fejlettségi stádiumuk miatt alkalmatlanok az egyéb forrásbevonásra.

Az állami szerepvállalás javította az induló, korai fázisban lévő vállalatok finanszírozását⁵⁵, de az ilyen ügyletek száma azért korántsem tekinthető jelentősnek (az MKME statisztikája szerint az éves átlag kevesebb, mint 10 tranzakció volt). Az expanzív szakasz finanszírozása döntő többségben maradt: 2000 és 2006 között az ilyen fázisban lévő vállalatok kapták az állami háttérű befektetések értékének 90%-át, az expanzív cégek számaránya pedig az állami befektetésekben 73% volt (Karsai 2007).

A különböző alapok létrehozásakor felmerült a magánszektor bevonásának lehetősége is, de az állam végül közvetlenül valósította meg tőkebefektetéseit. Ezzel tulajdonképpen azt a – már akkor kevésbé ajánlott (OECD 2004, EC 2005) – megoldást alkalmazta, mely során az állami alkalmazottak döntése alapján kiválasztott cégek finanszírozására kerül sor (Karsai 2007). Az állami szervezetek hozamkövetelményei kedvezőbbek voltak a piacon megszokottaknál, egyes esetekben pedig a kondíciók miatt inkább burkolt hitelezésről, s nem valódi kockázatvállalással járó tőkebefektetésekről lehetett szó. További jellegzetessége volt az állami befektetéseknek, hogy csak a célvállalatok ellenőrzését tartották fontosnak, s így a tudásrés csökkentése, a befektető aktív szerepvállalása eleve elmaradt (Karsai 2004, Karsai 2007).

A hazai kockázati tőke-ágazat szempontjából lényeges változások 2007-ben történtek: a szükséges törvényi módosításokat követően kialakították az MFB Invest cégcsoportját és jelentősen átszervezték a Corvinus-csoportot⁵⁶ (Kovács 2011). Az MFB ezzel számos befektetését egy gazdasági társaságba vonta össze: az MFB Investhez került a CKTA és a 2006-ban létrehozott, tőkegarancia-szolgáltatást kínáló Start Tőkegarancia Zrt. is. A módosításoknak köszönhetően lehetővé vált az MFB számára, hogy alapszerűen

⁵⁵ Jellemzően ezek a CELIN-hez és az IKTA-hoz kötődtek.

⁵⁶ Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt., Beszállítói Befektető Zrt. és CKTA.

kezelhesse tőkebefektetéseit, és hogy esetleg magánszektorból származó tőkét vonjon be (Karsai 2007).

2007-ben az állam a JEREMIE program magyarországi megvalósítása érdekében létrehozta a PSZÁF-engedéllyel rendelkező MV-Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt.-t (MV Zrt.). Az MV Zrt.-t 2 milliárd forint saját tőkével az MFB alapította, feladatait és kötelezettségeit a Nemzeti Fejlesztési Ügynökség (NFÜ) határozza meg.⁵⁷ A program keretében többek között a hibrid kockázati-tőke-modell hazai kialakítására került sor. A szemléletváltás kézzel fogható – a következő alfejezetben ezt mutatom be –, mégis furcsa érzése van az embernek, mert az állam csak nem akar szabadulni a régi koncepciótól sem: az Új Széchenyi Terv részeként 2011-ben létrehozták a Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt.-t, amely a Magyar Állam 100%-os tulajdonában áll. Az alapkezelő mintegy 14 milliárd forint EU-s forrás kihelyezése felett rendelkezik. Ez a forrás az Európai Unió Regionális Operatív Programjaiból a hét magyarországi Regionális Fejlesztési Ügynökség részére juttatott támogatási keretektől rendelkezésre bocsátott 2-2 milliárd forint összességéből áll össze. Küldetésük szerint az alapból történő forráskihelyezésnek minden esetben a befektetési program legfontosabb üzletpolitikai (foglalkoztatási, növekedési, régiós fejlesztési) céljai megvalósítását kell szolgálnia. Azt, hogy ez valóban megvalósul-e, csak pár év múlva lehet vizsgálni.

4.4.2. Szemléletváltás az állami beavatkozás módjában: a JEREMIE program

A JEREMIE az Európai Bizottság által az Európai Beruházási Alappal (EBA) közösen létrehozott kezdeményezés, amelynek során az EU-tagállamok az európai strukturális alapokban számukra kijelölt keretek egy részét a kkv-szektor támogatása érdekében olyan eszközök ösztönzésére használhatják fel, mint a mikrohitel, kezességvállalások és kockázati-tőke-befektetések. 2012-ig kettő kivételével minden uniós tagállam kialakította saját programjait⁵⁸, amelyek közül több nem országos, hanem régiós szinten indult el. 2012. december 31-ig 124 tőkebefektetést végző alap 2021 db tranzakció keretében juttatott forrásokat vállalkozások számára (EC 2013).

⁵⁷ MV Zrt. honlapja alapján.

⁵⁸ A két kivétel: Írország és Luxemburg.

A hazai vállalkozásfejlesztési program egyik eleme a JEREMIE Kockázati Tőkeprogram⁵⁹, mely a hazai KKV szektor korai, valamint növekedési életszakaszban lévő vállalatai tőkehelyzetének javítását tűzte ki célul (MV 2008).

Hazánk az elsők között dolgozta ki a JEREMIE által lehetővé tett hibrid modell kereteit és indította el saját kockázati tőke-programját. A JEREMIE-alapok már 2010-ben, működésük első évében a magánszektorhoz hasonló súlyt értek el befektetéseikkel (Karsai 2012), aktivitásuk további erősödével kijelenthető, hogy a támogatott tőkealapok meghatározó elemivé váltak a hazai kockázati tőke-piacnak. 2013 júniusában a programnak már a negyedik körét hirdette meg az NFÜ (Privátbankár 2013).

A JEREMIE I. keretében létrejött alapok mérete közel 44,9 milliárd forint.⁶⁰ A program kidolgozásakor két konstrukciót hoztak létre: Közös Alap és Co-investment. Az együttműködési forma meghatározza a befektetés struktúráját, és szabályozásra került az is, hogy az alapok mely régiókban fektethetnek be.

A Közös Alap konstrukció jellemzői a következők:⁶¹

- Az MV Zrt. a Közös Alap tőkéjének – az alap fennállásának bármely időpontjában – maximum 70%-áig szerezhet tőkejegyet. Azaz az alap vagyonának legfeljebb 70%-a származhat közösségi forrásból, így legalább 30%-ot kell magánbefektetőknek biztosítaniuk.
- Az MV Zrt. hozzájárulása legalább 700 millió Ft, legfeljebb 5 milliárd forint egy adott alaphoz.
- A maximális futamidő 10 év.
- Az MV Zrt. és a magánbefektetők kötelezettséget vállalnak alaptőke-részesedésük befizetésére. A tényleges befizetést az alapkezelő felhívására teljesítik, a Közös Alapban való részvételük arányában és a befektetések ütemében.

Közös Alap konstrukcióban az első körben 7 alap került létrehozásra. Ez a hibrid modell a Gazdaságfejlesztési Operatív Programban (GOP) került elhelyezésre, így annak szabályai értelmében a Közös Alapok csak a közép-magyarországi régió kivül fektethetnek be.

⁵⁹ Ahogy az első lábjegyzetben már jeleztem, alapesetben a JEREMIE program alatt a JEREMIE Kockázati Tőkeprogramot értem. Továbbá megjegyzendő még, hogy valójában a Kockázati Tőkeprogram először Új Magyarország Kockázati Tőkeprogram néven indult el, majd a 2010-es kormányváltást követően meghirdetett program az Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogram elnevezést kapta.

⁶⁰ MV Zrt. honlapja alapján. Az érték nem tartalmazza az Euroventures IV Kockázati tőkealaphoz a Svájci–Magyar Együttműködési Program 2011. évi 3,1 milliárd forintos hozzájárulását.

⁶¹ MV Zrt. honlapja alapján.

A Co-investment struktúra:

- Az MV Zrt. önálló jogi személyiséggel bíró alapot hoz létre (Co-investment Alap). A Co-investment Alap társbefektetőkkel hajt végre közös befektetéseket, úgy, hogy tranzakciónként állapodik meg velük a befektetési feltételekről. Az alap vagyona így teljes mértékben közösségi forrásból származik.
- Az alap önállóan nem, csak magánbefektető bevonása mellett fektethet be, az alap részesedése az egyes befektetési projektek esetében maximum 70% lehet.
- A maximális futamidő 10 év.
- Az alap „Pledge Fund”-ként működik, azaz az MV Zrt. kötelezettséget vállal a szükséges alaptőke befizetésére. A tényleges befizetést az alapkezelő felhívására teljesíti.

Co-investment konstrukcióban egy alap került létrehozásra. Ez az Euroventures IV Kockázati tőkealap, amit az Euroventures Zrt. kezel. Ez a struktúra a Közép-magyarországi Operatív Programba (KMOP) került be, így az alap kizárólag a közép-magyarországi régióban működő cégekbe fektethet be.

Az alapkezelők jövedelme két tételből áll: az alap mérete után fizetett fix díjból és a sikerdíjból. Az éves fix díjnak van egy felső korlátja: a mindenkori jegyzett tőke maximum 3%-ánál nem lehet több. A pontos összege az alapkezelők versenyeztetése során dőlt el. Az alapok többsége esetében ez 2% (Papp 2012).

Az állam felfelé irányuló ösztönzést és lefelé irányuló védelmet biztosít a magánszféra befektetőinek. A közösségi forrás tekintetében a mindenkori EU alapkamatlábnak megfelelő mértékű az elvárt hozam, az ezt meghaladó hozam teljes egészében a magánbefektetőket illeti. Az alap veszteséges működése esetén a megszűnéskor a Közös Alap alapkezelési díjjal és elismerhető működési költségekkel csökkentett legmagasabb befizetett jegyzett tőkéje legfeljebb 5%-ának megfelelő mértékű veszteségrész az államot terheli (MV 2009).

A hibrid struktúrákban az állam és az Unió az üzleti döntéseket közvetlenül nem befolyásolja, de a keretfeltételek kialakítása során számos korlátozást és feltételt szabott meg az alapok forrásainak felhasználására vonatkozóan (Papp 2012). Rögzítésre kerültek a potenciális célvállalatok paraméterei földrajzi elhelyezkedés és méret szempontjából, meghatározták az éves befektetési összeget, a befektetés formáját. A JEREMIE program tiltó rendelkezéseket tartalmaz a tőke felhasználására és bizonyos ágazatok finanszíro-

zására vonatkozóan.⁶² A korlátozások célja az, hogy csak azok a vállalatok kapjanak közösségi forrást is tartalmazó kockázati tőkét, amelyeknek támogatását a gazdaságpolitikai célok elérése érdekében az állam érdemesnek tart.

A regionális politikai célok elérését a GOP kerete igyekszik biztosítani. Papp (2012) ugyanakkor felhívja a figyelmet Zsembery Leventével⁶³ készült interjúja alapján, hogy ha a megfelelő célvállalat esetleg budapesti, pest megyei vagy külföldi székhelyű, akkor akár egy spin-off, akár egy székhelyáthelyezés keretében ez a korlát is feloldható. Sőt, a vállalatok korai vagy növekedési szakaszára, a cégalapítás óta eltelt évre, valamint a nettó árbevételre vonatkozó korlátozások is megfelelő üzleti döntésekkel, technikákkal (például kiválás) kikerülhetők annak érdekében, hogy az adott ügylet megfeleljen a program feltételeinek. Ez azt jelenti, hogy a kívánt célcsoportok helyett mások is tőkeemelésben részesülhetnek, emiatt pedig nem biztos, hogy egy-két paraméternél többet (például, hogy mekkora az egy évben befektethető maximum összeg egy cégbe) érdemes előre megadni (Papp 2012).

Az alapok egy 12 hónapos időszakon belül legfeljebb 1,5 millió eurót fektethetnek be, ezt két alkalommal ismételhetik meg, azaz egy célvállalatba összesen max. 4,5 millió euró érkezhetsz. A befektetések méretgazdaságossága Papp (2012) szerint 100 millió forint körül lehet, ugyanakkor négy alap honlapja alapján akár ennél kisebb értékben is juttathatnak tőkét a kkv-knak.

Az alapok által a befektetési politikájuk részeként közölt megcélzott életszakaszok jóformán mindegyiknél ugyanazok, inkább csak a súlyuk tekintetében van eltérés. Az életszakaszokat és az egy ügylettel kapcsolatban megfogalmazott befektetési méreteket foglalja össze a következő táblázat.

⁶² Például nem lehet a kapott tőkét hitelkiváltásra használni, továbbá nem támogathatók nehéz helyzetben lévő vállalkozások; a hajógyártásban, a szén- és acéliparban, valamint a pénzügyi-, illetve az agrárágazatban tevékenykedő vállalkozások.

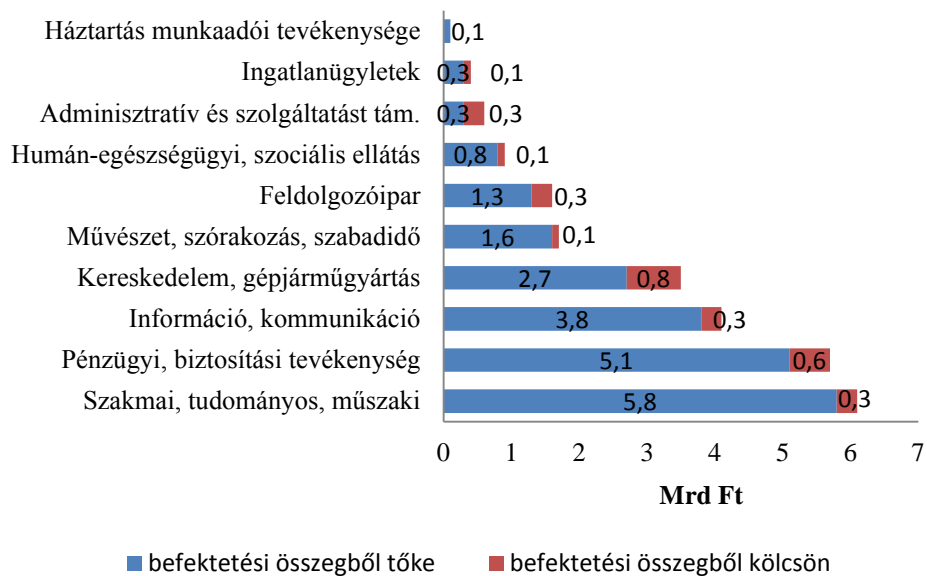
⁶³ A Biggeorge's-NV Equity vezérigazgatója.

8. táblázat: A JEREMIE I. alapjai által megcélzott életszakaszok és befektetési méretek

Alapkezelő neve	Életszakasz	Befektetési méret
Biggeorge's NV Equity	elsősorban korai szakasz	min. 80-100 millió Ft
Central Fund	kezdeti és növekedési fázis	min. 50 millió Ft
DBH Investment	elsősorban start up	min. 50-70 millió Ft
Euroventures (Etalon Capital)	korai fázisú vagy expanzió	min. 100 millió Ft
Finext Startup	korai és növekedési	min. 1,5 millió, max. 10 millió EUR bef. potenciállal rendelkező vállalkozást keresnek
Morando	korai, induló és – kisebb részben – expanziós életciklus	min. 50, max. 420 millió Ft korai fázis esetén; min. 150, max. 600 millió Ft expanzív fázis esetén
PortfoLion	korai és expanzív fázis	min. 150 millió Ft
Primus Capital	elsősorban korai szakasz, és esetenként induló és expanziós szakasz	nincs adat

Forrás: alapkezelők honlapjai alapján saját gyűjtés

A befektetők ágazati fókuszát valóban csak az Unió korlátozza, de többségüknek van preferált ágazatuk. A leggyakrabban előfordulók: egészségügy, informatika, telekommunikáció és biotechnológia. Ugyanakkor a 2012 augusztusáig leszerződött összegek közel negyede a szakmai, tudományos és műszaki szektorban működő vállalatokhoz jutott. A források további közel 50%-án osztoztak az elsődlegesen pénzügyi, biztosítási tevékenységet folytató, az információ és kommunikáció, illetve a kereskedelem és gépjárműjavítás területén működő társaságok (NFÜ 2013). Az adatokat a 19. ábra szemlélteti.



19. ábra: JEREMIE kockázati tőkealapok által támogatott vállalatok tevékenységi szektor szerint (2012. augusztus)

Forrás: NFÜ (2013)

A célvállalatok földrajzi elhelyezkedését nézve 2011 végéig a régiók között nincs nagy eltérés, talán csak a Nyugat-Dunántúl lóg ki a sorból, de az összes ügylet száma ekkor még nem volt nagy, így mély következtéseket sem lehet levonni (20. ábra).



20. ábra: A JEREMIE alapok által befektetett cégek székhelyei

(2011.12.31-ig) Forrás: Papp (2012)

Tóth (2013) az alapkezelők által 2012 végéig megvalósított befektetések számát és értékét elemezte. Az alapok segítségével 72 esetben emeltek tőkét kkv-kban, a kihelyezett tőke nagysága meghaladja a 23,5 milliárd forintot. A legtöbb befektetést a PortfoLion és a Morando hajtotta végre, egyenként 11-11 befektetéssel. A második helyen az Euroventures állt 10 ügylettel, a harmadikon holtversenyben a Finext és a Primus 9-9 befektetéssel (9. táblázat). Az átlagos befektetési méret 328 millió forint.

Érdekes az eddig befektetett tőke összértékét és ennek az összes kihelyezhető tőkéhez viszonyított arányát is megvizsgálni (Tóth 2013). Ha a befektetések abszolút értékét nézzük, akkor is a PortfoLion és a Morando áll a képzeletbeli dobogó legfelső fokán. Az arányok alapján felállított rangsor azonban más lesz. A PortfoLion 74%-kal első, s tőle jócskán lemaradnak a többiek. A legtöbb tőkével (7360 millió forinttal) a Finext Startup rendelkezik, azonban ennek az összegnek csak kb. 40%-át tudta befektetni. Az Euroventures eddig 3 milliárd forint tőke kihelyezését segítette elő. Tóth (2013) felhívja a figyelmet, hogy ez azonban nem az alap által kihelyezett összeg egymaga, mivel az Euroventures co-investment befektetéseket végez. Ez azt jelenti, hogy a kihelyezett 3 milliárd forint legkevesebb 30%-a (tehát 900 millió forint) magánbefektetőktől származik. Ha

ezekkel a feltételezésekkel élünk, akkor ez az alap is csak az összes rendelkezésre álló tőkéjének alig 50%-át fektette be eddig.⁶⁴ A Central-Fund és a DBH a rendelkezésükre álló tőkének pedig csak kb. 1/3-át fektették be 2012 végéig.

Tóth (2013) rávilágít arra is, hogy mivel az alapok fennállásuk 3 éve alatt csak a tőkéjük valamivel több, mint felét tudták kihelyezni, kérdés, hogy 2013 végéig sikerül-e nekik az eredeti tőkekihelyezési célkitűzéseket elérni.⁶⁵

**9. táblázat: JEREMIE I. megvalósulása: a befektetések száma és értéke
(2012. december 31-ig)**

Alapkezelő neve	Befektetések száma (db)	Alap mérete (millió Ft)	Kihelyezett tőke nagysága (millió Ft)	Kihelyezett tőke aránya az alap méretéhez viszonyítva
Biggeorge's NV Equity	8	4 000	1 700	42,5 %
Central-Fund	7	5 000	1 400	28,0 %
DBH Investment	7	5 000	1 600	32,0 %
Euroventures (Etalon Capital)	10	4 000	3 000	75,0 %
Finext Startup	9	7 360	3 000	40,8 %
Morando	11	6 506	4 000	61,5 %
PortfoLion	11	6 800	5 000	73,5 %
Primus Capital	9	6 200	3 900	62,9 %
Összesen	72	44 866	23 600	52,6 %

Forrás: Tóth (2013), saját szerkesztés

⁶⁴ Sőt, Tóth (2013) nem említi, de a Svájci–Magyar Együttműködési Program további 3,1 milliárd forintos hozzájárulását figyelembe véve még rosszabbak az arányok.

⁶⁵ Ugyanis a pályázati kiírás szerint 2013. december 31. napjával végződik a befektetési időszak, amely alatt az alapoknak az üzleti tervben vállalt kockázati tőkebefektetéseivel kapcsolatos befektetési döntéseiket – az MV Zrt. ettől való eltérést engedő esetleges írásbeli hozzájárulásának hiányában – meg kell hozniuk (MV 2009).

A JEREMIE Kockázati Tőke Program második körének meghirdetésére 2012 júniusában került sor. A kiírásakor a korábbi tapasztalatokat felhasználva a magvető, induló vállalkozásokra szabták az egyik alprogramot. Ennek keretében 4 db Közös Magvető Alap jött létre, melyek egyenként 1,5 milliárd forint közösségi forráshoz jutottak. A másik alprogramban pedig a pályázatok lezárása után 6 db Közös Növekedési Alapot állított fel az állam és a magánszféra. 3 esetben a közösségi hozzájárulás 3 milliárd, 3 esetben 4,5 milliárd forint.⁶⁶ A JEREMIE II.-ben így a holding alap által biztosított tőke 28,5 milliárd forint, amit 2015 végéig lehet kihelyezni a konvergenciaregiókban.

A Magvető Alapok céltársaságai olyan mikro- vagy kisvállalkozások lehetnek, amelyeknek az alapítása 3 évnél nem régebbiek és éves árbevételük max. 200 millió forint volt. Az egy cégbe történő befektetés összege egy 12 hónapos időszakon belül max. 150 ezer euró lehet, amelyet egy alkalommal további 150 ezer euró követhet pénzkölcsön formájában.

A Növekedési alapok céltársaságai középvállalkozások is lehetnek. További feltétel az 5 éven belüli alapítás és max. 5 milliárd forintos árbevétel. Egy 12 hónapos időszakon belül max. 2,5 millió euró lehet egy befektetés értéke, amely többször megismételhető.

A hozamplafon és a veszteségmérés a JEREMIE I. után is megmaradt ösztönzőnek (a veszteségátvállalás új határa 10%).

A JEREMIE II. óta eltelt idő még kevesebb, mint az I. esetében, így a további bemutatásától, elemzésétől eltekintek, mint ahogy a 2013-ban meghirdetett további két körrel sem foglalkozom, értékelésüket a jövőben kell megtenni. Ugyanakkor már most érdemes elmerengeni azon, hogy a közösségi forrásokból biztosított tőkét vajon sikerül-e majd mind kihelyezni. Különösen nehéz lehet ebben a tekintetben a Magvető Alapok helyzete, amelyeknek évente átlagosan minimum 6-7 cégbe kellene befektetniük.

⁶⁶ MV Zrt. honlapja alapján.

5. KUTATÁS TARTALMA, MÓDSZERE

A kockázatitőke-befektetések hatásait több szempont alapján is el lehet végezni. Becskyné (2008) esettanulmányokkal vizsgálta a kockázati tőke hozzáadott és „elvett” értékét. Nyolc vállalatba történt tíz befektetést mutat be, az esetek között volt korai fázisú, expanszív és kivásárlási ügylet is. Ezek mind piaci alapokhoz kapcsolhatók, bár volt olyan alap, amelyben az EBRD is befektető volt.

Kovács (2011) az állami szerepvállalást részben szintén néhány esettanulmány keretében is elemezte, de maguknak a célvállalatoknak a fejlődését mélyen nem érintette (nem is ez volt a célkitűzése). Én a kutatásban bizonyos állami szervezetek tevékenységét, ügyleteit vizsgáltam. Ezek a szervezetek:

- Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő (CKTA, kezelt alapja: Corvinus Első Innovációs Kockázati Tőkealap, CELIN),
- A Regionális Fejlesztési Holding Zrt.-hez tartozó Informatikai Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. (Informatikai Kockázati Tőkealap, IKTA),
- Magyar Fejlesztési Bank.

A befektetések 2004 és 2007 között történtek, s tudomásom szerint a CKTA és az IKTA esetében az összes ügyletet tartalmazza (4 és 11 db befektetés). A CKTA és az IKTA ügyleteire azért esett a választásom, mert nagyjából egy időben voltak aktívak, közvetlen állami befektetéseket valósítottak meg.⁶⁷ Emellett Kovács (2011) szerint is ezek álltak a legközelebb az „igazi”, piaci kockázatitőke-szervezetekhez.

Az MFB-nek a 2003 közepén indított Kis- és Középvállalkozás Fejlesztési Tőkebefektetési Programja került a fókuszba. A piaci befektetések jellemzőitől ezek az ügyletek sok helyen eltérnek (Piac és Profit 2006, Kovács 2011), de az MKME statisztikáiban szerepeltek, ezért vettem górcső alá a programot. A legtöbb ügyletre 2004-ben és 2005-ben került sor, az átszervezések után 2007-ben már nem történt befektetés. A befektetések számára vonatkozóan kisebb eltérések tapasztalhatók az egyes forrásokban (ÁSZ 2006a, Piac és Profit 2006, Kormány 2007), amit sajnos az MFB sem pontosított kérésemre, de végül újságcikkek, az MKME felmérése és az MFB éves jelentései alapján sikerült

⁶⁷ Az IKTA még később is megvalósított néhány befektetést, de az azóta eltelt idő rövidegsége miatt ezeket nem vizsgáltam.

összeállítanom a teljes listát. A közvetlenül tőkeemelésre fordítható összeg mértéke vállalkozásonként 50 és 500 millió forint között volt, de nem sokkal az indulást követően egyedi döntés keretében már lehetőség volt 500 millió forintot meghaladó befektetésekre is. Ezen ügyleteket méretük és jellegük miatt (lásd pl. Ganz Transelektro Rt.) nem vettem bele a vizsgált célvállalatok közé. Így 19 társaságot tanulmányoztam, amik közül két-két cég egy-egy cégcsoportba tartozott, egyszerre volt a tőkeemelésük is (a Kenguru Gold és a Kenguru Kid, valamint a Victoria Gem és a Victoria Trade esete). Ezeket jellemzően összevontan kezeltem a statisztikai elemzéseknél, ezért az elemszám valójában 17 db.

A vizsgálandó kérdések között szerepelhet többek között, hogy a különböző vállalati életciklusokban mennyit fordítanak K+F-re, hogyan alakul a humán erőforrás-menedzsment, a foglalkoztatottak száma, a vállalat forgalma, eredménye, exporthányada. További fontos tartalommal bírhatnak azok az adatok, amelyek arra vonatkoznak, hogy mekkora mértékben járulnak hozzá a kockázati tőkével támogatott vállalatok az állami költségvetés bevételeihez. A piacon történő állami beavatkozási lehetőségeknek vizsgálatát a bevételekhez kapcsolódóan is el lehet végezni. Egyes paramétereket érdemes különböző dimenziókban megvizsgálni: milyen a cégek földrajzi elhelyezkedése, milyen szektorban tevékenykednek, illetve az adott szektorban mekkora szereppel bírnak.

A kockázati tőke gazdasági és társadalmi hatásait a következő indikátorokkal mutatom be:

- munkavállalói létszám,
- keresetek,
- exporthányad,
- forgalom,
- profit.

A külföldi felmérések a kockázati vagy magántőke finanszírozásban részesült vállalatok adatait a következők valamelyikéhez viszonyítják például az amerikai és európai érdekvédő szervezetek: az adott nemzetgazdaság összes vállalatához; egy adott iparág eredményeihez; az adott országban működő tőzsde összes vállalatához. Sajnos ez utóbbi lehetőség Magyarországon nehézkes az alábbi okok miatt:

- A Budapesti Értéktőzsde (BÉT) nem elég nagy: kevés vállalat szerepel a nyilvános piacon és viszonylag kicsi a tőzsde kapitalizációja.

- A magántőkét kapó hazai vállalatok esetében kevés alkalommal szállt ki a befektető a cég tőzsdére vezetésével (IPO), illetve ilyen esetben is többször nem a pesti börzét választották.

A hazánkban működő kkv-k számához képest elenyésző az állami befektetések száma, így a nemzetgazdasági vagy ágazati összehasonlítás sem lenne mérvadó nagyobb következtetések levonásához. A célvállalatokat talán a legközelebbi versenytársaikhoz célszerű hasonlítani, ez a kutatások folytatásánál lehet egy kitűzött cél.

A primer kutatásnál felmerült a cégvezetőknek/tulajdonosoknak levélben/interneten kiküldött kérdőíves felmérés lehetősége, de ezt két okból végül elvettem:

- a tapasztalatok szerint nagyon rossz a válaszadási hajlandóság,
- a kért számadatok (létszám, árbevétel... stb.), ha „fejből” válaszolnak több évre vonatkozóan, nem feltétlenül lesznek valós adatok, csak becslések,
- több cég azóta megszűnt, vagy felszámolás alá került, az elérhetőségek megszerzése így nagyon bizonytalan.

A célvállalatok meghatározásának, az ügyletek jellemzőinek, a vizsgált adatoknak a forrásai:

- Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület évkönyvei, statisztikái,
- sajtóban megjelent hírek,
- céginformációs adatbázisok:
 - Közigazgatási és Igazságügyi Minisztérium Céginformációs és az Elektronikus Cégeljárásban Közreműködő Szolgálat (cégkivonatok, beszámolók)
 - CompLex Céginfó adatbázisa (cégmásolat, beszámolók)
- célvállalatok honlapjai.

A foglalkoztatásra vonatkozó adatoknál a kiegészítő mellékletekben található átlagos statisztikai létszámra⁶⁸ támaszkodok. Nem gondolom, hogy ez a legjobb adat, amellyel a

⁶⁸ Alapértelmezésben az átlagos állományi létszám a munkavállalók (munkavégzésre irányuló jogviszonyban állók, egyéni vállalkozó és nem fizetett segítő családtagjai) folyamatosan vezetett létszámnyilvántartása alapján számított mutató. Az átlagolást havonta kell elvégezni az adott hónap naptári napjainak figyelembevételével, vagyis a naponkénti állományi létszámok összegét, a munkarend szerinti pihenőnapokra és ünnepnapokra az azt megelőző munkanap létszámát véve figyelembe, el kell osztani a hónap napjainak számával. Az adott hónap naptári napjainak számával kell osztani abban az esetben is, ha a gazdasági szervezet csak a hónap egy részében működött. Az éves átlagos állományi létszám a leírtak alapján már

foglalkoztatásra való hatást lehet elemezni, a tartalmi háttére mellett magát a számot is alap esetben egész számra kerekítve kell megadniuk a vállalatoknak, de más adat beszerzését nem találtam járható útnak.

A keresetek vizsgálata esetén a foglalkoztatottak bérköltsége valósabb, pontosabb következtetéseket tenne lehetővé, de a beszámolókból sok esetben csak a személyi jellegű ráfordítások találhatók meg, ami tartalmazza pl. a felügyelő bizottsági tagok díját és a járulékokat is.

A forgalmi változásokat az értékesítés nettó árbevételének tükrében ítélem meg, ezen belül pedig vizsgáltam az exportértékesítés nettó árbevételét is.

Az eredménykategóriák közül az üzemi/üzleti tevékenység eredményét, az adózás előtti eredményt és az adózás utáni eredményt vizsgáltam, illetve ehhez kapcsolódóan a sajáttőke-arányos jövedelmezőséget.

Hipotéziseim egy részénél a statisztikailag értelmezhető összefüggések kimutatására keresztábra-elemzéseket végeztem. Az elemzések során a változók közötti összefüggés mérésére a Pearson-féle χ^2 -statisztikát alkalmaztam, melynek nullhipotézise szerint a vizsgált változók között nincsen összefüggés. A kapcsolat erősségének mérésére a szimmetrikus Cramer-féle V mérőszámot használtam az SPSS statisztikai szoftver segítségével.

A vizsgálatba került cégeket az alábbi táblázatok mutatják.

kiszámított havi átlagos létszámadatok egyszerű számtani átlaga, vagyis éves átlagszámítás esetén 12-vel kell elosztani a havi átlagos létszámadatok összegét. A tartalmáról bővebben: KSH (2008).

10. táblázat: A CKTA és az IKTA vizsgált vállalatai

Befektető	Céltársaság	Főtevékenység/ágazat	Alapítás éve	Befektetés éve
CELIN	N-GENE Kutatási és Fejlesztési Kft.	Biotechnológiai kutatás, fejlesztés	1998	2006
	Maggot 2006 Kft.	Egyéb természettudományi, műszaki kutatás, fejlesztés	2007	2007
	Agroinvent Mezőgazdasági Technológia Fejlesztő és Kereskedelmi Zrt.	Egyéb mezőgazdasági gép gyártása	2006	2006
	Literaton Kft	Adatbázis szolgáltatás, on-line kiadás	2006	2006
RFH IKTA	BLOGTER.COM Kft.	Világháló-portál szolgáltatás	2006	2007
	edusys Infokommunikációs Zrt.	Egyéb információ-technológiai szolgáltatás	2001	2006
	EME Zrt.	Egyéb szakmai, tudományos, műszaki tevékenység (mobilfizetés)	2005	2006
	Inter.net Média Szolgáltató Kft.	Távközlés (internetszolgáltatás)	2004	2004
	Gergi Háló Szolgáltató és Kereskedelmi Kft. ⁶⁹	Távközlés	1999	2007
	MediSmart Szolgáltató Kft.	M.n.s. egyéb információs szolgáltatás ⁷⁰	1999	2004
	Sani - Net Medic Orvosi Informatikai és Kommunikációs Szolg. Kft. ⁷¹	Szoftver, programozás	2003	2004
	Odin Technologies Budapest Szolgáltató és Kereskedelmi Kft.	Információ-technológiai szaktanácsadás	2006	2006
	OPTICON Telekommunikációs Hálózati Szolgáltató Kft. ⁷²	Vezetékes távközlés	1998	2006
	Stormregion Kft. ⁷³	Szoftverkiadás	1996	2005
	EVOLIT Informatikai és Szolgáltató Rt.	Szoftverkészítés, -szaktanácsadás, informatikai rendszerek működtetése	2002	2004

Forrás: saját gyűjtés

⁶⁹ Bt. jogelődje 2004-ben alakult át kft.-vé.

⁷⁰ Egészségügyi kártyarendszer szolgáltatások és Elektronikus számlarendszer szolgáltatások

⁷¹ Korábbi név: Meditcom Kft. 2013-tól viszont Meditcom EMER Kft.

⁷² Alapítva Bács-NET-ként, 2004 januárjában változtatták meg a nevét Opticonra.

⁷³ 1996 dec.-ben Media Star néven alapítva.

11. táblázat: Az MFB vizsgált vállalatai

Céltársaság	Főtevékenység /ágazat	Alapítás éve	Befektetés éve
Arany Kapu Borászati Melléktermék-feldolgozó Rt. ⁷⁴	borászati melléktermékek feldolgozás	2002	2003
Budai Egészségközpont Kft.	egyéb humán-egészségügyi ellátás	2000	2004
Civil Biztonsági Szolgálat Rt.	nyomozási, biztonsági tevékenység	2001	2004
Csepány és Társai Zöldség- és Konzervipari Nagykereskedelmi Kft.	zöldség-, gyümölcs-nagykereskedelem és konzervipar	1993	2005
Grafika Press Rt.	nyomdaipar	2003	2005
Kenguru Gold Innovációs és Kereskedelmi Kft.	alsóruházat gyártása	1991	2005
Kenguru Kid Kft.	textil-kiskereskedelem	2000	2005
Organica Környezettechnológiák Rt.	ipari és kommunális szennyvíztisztítók építése és üzemeltetése	2003	2005
Lamba Rt.	üdítőital, ásványvíz gyártása	2003	2004
LAUREL Számítástechnikai Kft.	szoftverkészítés, -szaktanácsadás	1993	2005
Monofix Ker.-i és Szolg. Rt.	elektronikus háztartási cikk kereskedelme	1997	2005
PrintXBudavár Rt. ⁷⁵	nyomdaipari tevékenység	2001	2004
Royal Balaton Golf & Yacht Rt. ⁷⁶	golfpálya építő és üzemeltető	2005	2006
Skublics és Társai Kft.	építőkö, díszítőkö fejtése (bányászat)	1995	2005
Sz+C Stúdió Kft.	vasáru-, festék-, üveg-kiskereskedelem	1997	2006
Stúdió 96 Reklámügynökség és Nyomda ⁷⁷ Zrt.	nyomdaipari tevékenység	2005	2005
Duna-Resort Kft.	szállodaépítés és üzemeltetés	2003	2006
Victoria Gem Kft.	ékszerpiac	1994	2004
Victoria Trade Kft.	ékszer kiskereskedelem	1989	2004

Forrás: saját gyűjtés

Az értekezés következő fejezetében röviden ismertetem a CKTA és az IKTA cégeit, a befektetéssel kapcsolatos információkat, majd számszerűleg is elemzem őket. Az MFB cégeihez fűződő releváns tudnivalókra az eredményeknél és a mellékletekben utalok majd.

A táblázatokban használt rövidítések a következőket takarják:

ÉNÁ: értékesítés nettó árbevétele

Exportért. NÁ: exportértékesítés nettó árbevétele

⁷⁴ Arany Kapu Szombathely Tejtermék Feldolgozó Rt. néven valójában már 1993 óta működik. A program első ügylete 2003 végén.

⁷⁵ Kft. elődje 1991-től működött.

⁷⁶ Az 1999-ben alapított Balaton Golf Kft. átalakulásával jött létre.

⁷⁷ Kft. elődje 1994-től működött.

ÜÜTE:	üzemi (üzleti) tevékenység eredménye
AEE:	adózás előtti eredmény
AE:	adózott eredmény
SZJR:	személyi jellegű ráfordítások
ÁSL:	átlagos statisztikai létszám
ST:	saját tőke

Az eredménykimutatás és a mérleg adatai ezer forintban értendők, az átlagos statisztikai létszám mértékegysége pedig fő.

6. EREDMÉNYEK, KÖVETKEZTETÉSEK

6.1. A célvállalatok és a befektetések ismertetése

N-GENE Kutatási és Fejlesztési Kft.

Az N-GENE Kft. gyógyszerkutató cég (a diabétesz területén), 1998-ban alapították budapesti székhellyel. A CELIN 2006-ban lépett be, törzsbetétje 335 millió Ft volt, majd 2007-ben további 305 milliós tőkeemelése volt, ezzel 2007-ben 34,8%-os tulajdonosi aránnyal rendelkezett. A CELIN-nek érdekeltsége van a N-GENE Research Laboratories Inc. anyavállalatnál is⁷⁸, amibe 2009-ben a PHYLAXIA 1912. Holding Nyrt. is beszállt. Hatékony szer piacra dobása esetén a kutatás-fejlesztési tevékenység hosszú távon óriási siker lehet, de a hazai leányvállalat megítélése csak a beszámoló adatait nézve – egyelőre – kedvezőtlennek tűnik (bár tényleg hangsúlyozni kell, hogy ez egy kutató cég). A személyjellegű ráfordítások (közel 80%-ot csökkent négy év alatt) az államháztartás bevételeinek csökkenését eredményezi, s az átlagos statisztikai létszám alapján (21 főről 12-re, 43%-os visszaesés) a munkahelyteremtésben sem járt az élen.

12. táblázat: Az N-GENE Kft. adatai

Év	ÉNÁ	Exportért. NÁ	ÜÜTE	AEE	AE	SZJR	ÁSL	ST
2007	113 366	0	15 087	10 574	10 369	125 011	21	1 872 732
2008	0	0	-74 152	-72 465	-72 508	78 838	11	1 800 223
2009	0	0	-307 555	-304 729	-304 808	18 155	7	1 495 416
2010	0	0	-33 050	-41 277	-41 277	25 399	12	1 454 139
2011	0	0	-29 094	-42 752	-42 752	24 418	12	1 411 386

Forrás: e-beszamolo.hu

Maggot 2006 Kft.

A Maggot 2006 Kft. légylárvákra alapuló sebkezelési terápiában kíván eredményeket elérni. Jegyzett tőkéje az alapítás óta 360 470 000 Ft. A CELIN az alapítás idején szerzett

⁷⁸ A CELIN üzletrésze a megállapodás értelmében az amerikai N-Gene további részvényeire lesz átváltható.

jelentős befolyást adó részesedést (szavazati arány: 44,39%). A másik tulajdonos egy Máltán bejegyzett cég: Bio-Inno Consulting Limited.

A társaságot tevékenységéből fakadóan szintén hosszabb távon lehet majd megítélni, egyelőre a beszámolók alapján árbevétele jelentéktelen, eredménye negatív, társasági adót nem fizetett. 2009-ben pályázati forrást kapott 2009-ben kb. 112 M Ft értékben. A személyi jellegű ráfordításai (s így a fizetett járulékok is) kb. a kétszeresére emelkedtek, s az átlagos statisztikai létszám 2 főről – egy 2008-as és 2009-es csökkenés után – 2010-re 3 főre emelkedett.

13. táblázat: Az N-GENE Kft. adatai

Év	ÉNÁ	Exportért. NÁ	ÜÜTE	AEE	AE	SZJR	ÁSL	ST
2007	633	0	-16 958	-10 372	-10 372	6 122	2	349 916
2008	3 275	0	-15 289	-6 588	-6 588	3 369	1	343 328
2009	0	0	-12 812	-320	-320	9 981	0	343 008
2010	90	0	-11 864	-5 804	-5 804	18 008	3	337 205
2011	713	0	-10 378	-4 642	-4 642	14 741	2	332 562

Forrás: e-beszamolo.hu

Agroinvent Mezőgazdasági Technológia Fejlesztő és Ker.-i Zrt.

A CELIN 2006-ban alapította meg egy Delaware-i (USA) céggel együtt a szombathelyi Agroinvent Zrt.-t, amely a Diarex Kft. akkoriban szabadalmaztatott találmányára, egy minőségi díjas mezőgazdasági eszközre épült. A CELIN 55 millió Ft-os befektetésével az alaptőke 47%-val rendelkezett. A Diarex Kft. 2009-ben végelszámolásra került. Az Agroinvent Zrt. 2009-ben a Corvinus 100%-os tulajdona lett, majd egyedüli részvényesként az átalakulásról döntött, és a korábban 117 milliós jegyzett tőkéjű részvénytársaság 500 000 forintos jegyzett tőkéjű kft.-vé alakult. 2010 áprilisától különösebb üzleti aktivitás nélkül működött, 2012. februári határozat alapján a CELIN az eredménytartalék terhére 4 416 000 Ft osztalékot vett fel. 2012-ben egy magánszemély vette meg. Az átlagos állományi létszám 1 főnél sosem volt több.

14. táblázat: Az Agroinvent adatai

Év	ÉNÁ	Exportért. NÁ	ÜÜTE	AEE	AE	SZJR	ÁSL	ST
2007	0	0	-29 714	-29 518	-29 518	19 468	1	77 684
2008	0	0	-17 795	-17 787	-17 831	1 836	1	59 853
2009	0	0	-26 664	-26 662	-26 662	31	1	20 396
2010	7 775		1 170	1 170	1 170	0	0	15 047
2011	0		-10 228	-10 117	-10 117	0	0	4 916

Forrás: e-beszamolo.hu

Literaton Kiadó és Informatikai Kft.

A 2006-ban alapított Literaton Kft. virtuális osztályterem-rendszert fejlesztett ki és interaktív tananyagokat terjesztett. A rendszer használata a közoktatásnak ingyenes, a felnőttoktatásban fizetős volt. A CELIN az alapítók között volt 48,15%-os részesedéssel, a jegyzett tőke 27 millió Ft. A cég hamar nehéz helyzetben találta magát, a fejlesztések lelassultak, megcsappant a pénzállomány. A cég felszámolása 2010 júliusában indult, 2013 februárjában megszűnt. Az átlagos állományi létszám 1 főnél sosem volt több.

15. táblázat: Literaton Kft. adatai

Év	ÉNÁ	Exportért. NÁ	ÜÜTE	AEE	AE	SZJR	ÁSL	ST
2007	4 347	0	-7 358	-7 958	-7 958	2 688	1	11 205
2008	1 794	0	-2 801	-5 320	-5 320	821	1	11 507
2009	288	0	-7 045	-9 503	-9 503	86	0	6 561

Forrás: e-beszamolo.hu

BLOGTER.COM Nemzetközi Információsztárság Kft.

Az RFH leányvállalata által kezelt Informatikai Kockázati Tőkealap a 2006-ban 3 millió Ft törzstőkével alapított világháló-portál szolgáltatást nyújtó BLOGTER.COM Kft.-ben 2007-ben emelt tőkét 28 millió Ft értékben., egy időben a másik tulajdonossal, a Blogter Információsztárság Kft.-vel. A budapesti projekt cég egyik feladata a Blogter nemzetközi terjeszkedésének elősegítése volt. A BLOGTER.COM Kft. saját tőkéje

negatívba fordult 2010-ben, az alapító BLOGTER Kft. 2012 márciusa óta felszámolás alatt van. Foglalkoztatásban betöltött szerepe csökkent, az induló 4 főről 2011-re 1 főre esett az átlagos állományi létszám.

16. táblázat: BLOGTER.COM Kft. adatai

Év	ÉNÁ	Exportért. NÁ	ÜÜTE	AEE	AE	SZJR	ÁSL	ST
2007	10		-31 454	-35 057	-35 057	9 944	4	93 941
2008	31 636		-23 949	-31 495	-31 611	28 777	4	62 330
2009	45 006		-18 488	-31 791	-31 936	29 767	5	30 394
2010	16 954		-34 050	-53 047	-53 097	14 558	3	-22 703
2011	11 228		-24 249	-42 975	-42 998	5 737	1	-65 701

Forrás: e-beszamolo.hu

edusys Infokommunikációs Zrt.

A 2001-ben⁷⁹ a fővárosban bejegyzett edusys Infokommunikációs Zrt.-be 2006-ban szállt be az IKTA.⁸⁰ Mondhatni, hogy a legrosszabbkor. 2007-től az árbevétele és az eredménye is folyamatosan csökkent. 2010-re a nettó árbevétele 92%-kal csökkent a 2007-es szinthez képest, adózás előtti eredménye negatívba fordult, 2011-ben felszámolás alá került. 2011 januárjában bírósági keresetet nyújtott be a NEFMI ellen államigazgatási jogkörben okozott kár megtérítése iránt. Profilja a számítástechnikai infrastruktúrák tervezése, kialakítása, értékesítése és rendszerfelügyelet volt. Az IKTA belépése után további munkahelyteremtésre sem volt lehetőség.

⁷⁹ Az alapító egy magánszemély és egy svájci cég volt.

⁸⁰ A szervezet 25 millió Ft törzstőkeemeléssel 29,4%-os részesedést szerzett, a tőketartalékba 85 millió Ft került, illetve további 100 millió Ft hosszú lejáratú kötelezettség szerepel még a beszámolóban.

17. táblázat: edusys Infokommunikációs Zrt. adatai

Év	ÉNÁ	Exportért. NÁ	ÜÜTE	AEE	AE	SZJR	ÁSL	ST
2006	195 911	0	25 613	10 067	9 932	84 887	8	199 504
2007	180 590	0	32 573	17 950	17 232	43 108	4*	287 164
2008	133 655	48 481	24 273	12 388	11 892	36 393	4	307 686
2009	139 610	0	9469	3 135	3 010	42 549	4	297 658
2010	14 531	0	-88 475	-88 716	-88 716	15 968	3	167 498

* Bérköltés alapján becslés

Forrás: e-beszamolo.hu

Első Mobilfizetés Elszámoló Szolgáltató Zrt.

Az Első Mobilfizetés Elszámoló Szolgáltató Zrt. (EME Zrt.) megalakulásának fő célja a mobiltelefonhoz kapcsolódó mobilfizetési megoldások (mikro-, makrofizetés) kifejlesztése és minél szélesebb körben történő elterjesztése mind a magyar, mind a nemzetközi piacokon. Ennek első lépéseként Magyarországon 2006. július 1-én elindították az országos egységesítésre törekvő mobilparkolás rendszerüket Budapesten és 33 vidéki városban. Ezt követően a parkoló szolgáltatás további termékekkel – autópályamatrix-vásárlással és az újságelőfizetéssel – bővült. Az IKTA 2006 őszén szállt be az ígéretes vállalkozásba. A cég árbevételét a vizsgált időszakban megötszörözte, s adózás előtti eredményét is -74 millióról közel +100 millióra tudta növelni. Az IKTA 2011-ben ki is szállt, helyét közvetetten a magántulajdonú Central Fund Kockázati Tőkealap „vette át”.⁸¹ A 2006-os 11 fős létszám 2011-re 20 főre bővült.

⁸¹ Central-Fund és EME Holding Kft. által közösen alapított projektársaság,

18. táblázat: EME Zrt. adatai

Év	ÉNÁ	Exportért. NÁ	ÜÜTE	AEE	AE	SZJR	ÁSL	ST
2006	155 595	0	-198 829	-201 330	-201 330	16 553	11	-11 757
2007	545 473	0	-60 414	-74 632	-74 632	62 930	16	-12 333
2008	836 968	0	-25 820	-38 015	-38 661	68 400	16*	28 005
2009	1 772 591	0	52 172	41 780	40 109	59 051	13	106 775
2010	2 786 399	0	113 793	97 218	97 218	63 258	13	203 993
2011	3 749 633	0	145 862	134 988	134 988	96 456	20	338 981

* Bérkötség alapján becslés

Forrás: e-beszamolo.hu

Inter.net Média Szolgáltató Kft.

A 2004 közepén Budapesten megalapított cég a távközlés (internetszolgáltatás) területén tevékenykedett. Az alapításkor már ott volt az IKTA. A Kft. jegyzett tőkéje 600 millió Ft volt, ebből 344 millió volt készpénz. A másik tulajdonos az Inter.net Magyarország Informatikai és Számítástechnikai Kft. (egyesült államokbeli tulajdonosokkal). Az anyavállalat később felszámolás alá került, az IKTA portfóliócége sem adott be több beszámolót, 2013. március 18-a a megszüntetési (hivatalból törlési) eljárás kezdete. A cég mindössze 1 főt alkalmazott (2006-ban és 2007-ben, részmunkaidőben). 2009-től nem tett közzé beszámolót.

19. táblázat: Inter.net Média Kft. adatai

Év	ÉNÁ	Exportért. NÁ	ÜÜTE	AEE	AE	SZJR	ÁSL	ST
2005	68 003	0	66 749	65 248	65 248	4 993	0	521 116
2006	245 560	0	27 706	27 456	27 089	5 160	1	548 204
2007	2 435	1 420	-206 829	-213 289	-213 289	5 500	1	334 915
2008	293	0	-70 456	-126 091	-126 093	1 329	0	208 821

Forrás: e-beszamolo.hu

Gergi Háló Szolgáltató és Kereskedelmi Kft.

Gergi Háló jogelődje 1999-ben alakult betéti társaságként, ezt vette meg két magánszemély, akik 2004-ben kft-vé alakították 3 millió Ft-os tőzstőkével. 2005. október 28-án a társaság egyik magánszemély tagja üzletrészét átruházta a Nagy Utazás Kft-re, ezzel együtt a társaság jegyzett tőkéjét 13.500.000,- Ft-ra emelték. Tevékenységi köre: kábeltévé- és internethálózat kiépítése, üzemeltetése Nógrád megyében (a székhelye a fővárosban van, de telephelyei Bátonyterenyén és Dorogházán találhatók).

2007. február 27-én a tagok a Társaság jegyzett tőkéjét 25 500 000 Ft-ra emelték. 2007. augusztus 17-én a cégbe az újabb fejlesztések finanszírozása valamint a kedvezőtlen banki hitelek kiváltása miatt az IKTA révén 149 500 000 Ft tőkebevonás történt, melynek eredményeképpen a cég jegyzett tőkéje 50 000 000 Ft-ra emelkedett, tulajdonviszonyai a jelenleg érvényesre változtak. A cég Felügyelő Bizottsága 3 tagból áll, melyből két főt az IKTA delegál. A cég ORTT, GVOP és GOP támogatásokat is nyert, 2012-ben pedig az ÚSZT keretében kapott támogatást a szélessávú internet infrastruktúra szolgáltatási színvonalának emelésére. A cég évek óta 6 fővel működik, 2009-ben volt még +3 fő műszaki alkalmazott, akiknek a bére az akkori beruházásra lett aktiválva. Az üzleti tevékenység eredménye 2008-2010-ig évi 20 millió Ft feletti negatívumot mutatott, a támogatásból származó rendkívüli bevételekkel lett pozitív az adózás előtti eredmény.

20. táblázat: Gergi Háló Kft. adatai

Év	ÉNÁ	Exportért. NÁ	ÜÜTE	AEE	AE	SZJR	ÁSL	ST
2004	8 829	0	-25 159	-17 681	-17 681	8	0	-14 649
2005	hiányzik							
2006	hiányzik							
2007	176 133	0	12 217	33 056	33 056	5 654	NA	186 769
2008	142 084	0	-24 834	5 405	5 405	11 583	NA	192 174
2009	157 835	0	-20 280	4 136	4 136	9 813	6	196 310
2010	155 520	0	-25 153	4 324	4 324	11 899	6	200 634
2011	176 802	0	4 656	29 717	29 717	11 780	6	230 351

Forrás: e-beszamolo.hu

MediSmart Szolgáltató Kft.

Az 1999-ben alakult, budapesti székhelyű társaság egészségügyi kártyarendszer szolgáltatásokat és elektronikus számlarendszer szolgáltatásokat nyújt, többek között 5 egészségpénztárnak.

2004. augusztus 12-i társasági szerződés módosításával új tag felvételére került sor az IKTA személyében. 12 millió forint tulajdoni részesedésének következtében a törzstőke 25 millió forintra növekedett. A 2004. évben megkötött szindikátusi szerződés alapján a társaságba még 108 millió Ft értékű tőkebefektetés érkezett, melyből 58 millió Ft 2004-ben, 50 millió Ft pedig 2005-ben került befizetésre a tőketartalékba.

Árbevételét 2004-ről 2011-re meghatszorosozta és a munkahelyteremtésben is élen járt: 4-ről 18 főre emelkedett az átlagos állományi létszám (+350%).

2009-ben az IKTA 11 millió Ft-os üzletrészből 1 millió Ft-os üzletrészt a Medismart Kft. visszavásárolt 12,5 millió Ft-ért, így ez eddig egy sikeres részleges kiszállásnak tekinthető.

21. táblázat: MediSmart Kft. adatai

Év	ÉNÁ	Exportért. NÁ	ÜÜTE	AEE	AE	SZJR	ÁSL	ST
2004	31 545	0	-1 572	-1 369	-1 369	11 978	4	57 022
2005	44 815	0	-30 493	-28 050	-28 050	33 812	10	90 972
2006	92 345	0	-4 914	-8 118	-8 118	44 486	10	82 854
2007	155 046	0	17 237	10 314	9 901	50 483	12,6	92 755
2008	145 574	0	9 159	2 328	2 228	46 377	hiányzik	94 983
2009	176 343	0	20 279	12 909	12 390	50 052	15,7	107 373
2010	170 318	0	7 446	389	13	51 836	16	107 386
2011	181 616	0	15 115	8 254	7 317	59 055	18	114 703

Forrás: e-beszamolo.hu

Sani – Net Medic Orvosi Informatikai és Kommunikációs Szolgáltató Kft.

A 2003-ban Budapesten alapított Meditcom Kft. 2011-ben vette fel a Sani – Net Medic elnevezését, 2013-as jogutódja pedig Meditcom EMER Kft. néven fut. 2003-ban rövid ideig még Kóka János is volt tulajdonos. A cég teljes körű funkcionalitást biztosít a SaniNET Integrált Medikai Rendszerének (HIS) területén. A gazdasági, kontrolling és egyéb szakterületekre specializált alrendszerek integrálásával igyekszik minden intézményi igényt teljes körűen kielégíteni.

2004-ben tőkeemeléssel 37,5% lett az IKTA-é az 500 milliós jegyzett tőkéből. 2007-ben két cég olvadt be (Celix Kft. és Novcom Kft.)

A vállalkozás dinamikusan fejlődött, árbevétele 2004-ről 2011-re megötszöröződött, bár üzemi eredménye csak 2007-től pozitív, és az adózás előtti eredménye is csak 2010-ben volt kiugró (15,5 millió Ft). Munkahelyteremtésben viszont nagyon jelentős szerepet játszott: a befektetés évétől több mint hétszeresére növekedett a létszám (4,75 átlagfőről 34-re változott).

22. táblázat: Sani – Net Medic Kft. adatai

Év	ÉNÁ	Exportért. NÁ	ÜÜTE	AEE	AE	SZJR	ÁSL	ST
2004	102 994	0	-8 036	4 331	4 331	7 018	4,75	653 685
2005	204 841	0	5 573	5 850	5 850	26 564	11	659 685
2006	215 512	0	-2 337	8 846	8 492	39 328	18	668 177
2007	692 911	0	19 516	3 781	3 781	119 289	31	673 915
2008	426 626	0	29 767	4 284	4 284	125 811	30	678 199
2009	500 500	672	31 641	7 059	7 231	129 765	36	685 429
2010	551 702	0	59 010	15 568	15 568	97 759	32	700 998
2011	541 115	0	50 133	3 671	2 866	96 024	34	703 863

Forrás: e-beszamolo.hu

Odin Technologies Budapest Szolgáltató és Kereskedelmi Kft.

Az ODIN Technologies az RFID (rádiófrekvenciás azonosítás) megoldások kialakításának, telepítésének és hitelesítésének szakértője. Multinacionális vállalatok négy kontinensen alkalmazzák az ODIN tapasztalt mérnökeket és RFID optimalizációs szoftvereit. Munkatársai rádiófrekvencia-szakértő mérnökök, fizikusok és szoftverfejlesztők akik az ODIN laborjában dolgozva nyújtanak RFID tanácsadási szolgáltatásokat a már meglévő nemzetközi (Wal-Mart, Airbus, Goodyear, US Secret Service) és hazai ügyfeleiknek.⁸²

Egyik társtulajdonos Delaware államban (US), másik Vaduzban (Lichtenstein) van bejegyezve. Az IKTA is tulajdonképpen az alapítás óta részesedéssel bír. A jegyzett tőke 300 millió Ft, valamint további 600 millió Ft-ot tettek az alapítók a tőketartalékba (IKTA tulajdoni hányada 49%).

⁸² <http://odinbudapest.hu>

Az árbevétel 5 év alatt az ötszörösére emelkedett, a 2010-es év kiugró volt, ebben az évben volt egyedül kis mértékű pozitív eredménye. A sokévi veszteség a saját tőkét is összezsugorította. Talán ennek is köszönhető, hogy 2011.05.01-től a felügyelőbizottsági tagokat nem illeti meg díjazás. Az átlagos évi létszám 2006-ban 2 fő volt, 2010-ben 5 fő, 2011-ben 4 fő.

23. táblázat: Odin Technologies Kft. adatai

Év	ÉNÁ	Exportért. NÁ	ÜÜTE	AEE	AE	SZJR	ÁSL	ST
2006	20 281	1 581	-91 363	-88 321	-88 321	16 020	2	810 245
2007	41 887	23 169	-178 571	-173 587	-173 587	15 727	2	636 689
2008	28 939	6 001	-169 077	-169 616	169 695	15 321	1,5	466 993
2009	65 161	5 474	-123 463	-123 518	-123 717	18 779	3,3	343 276
2010	190 042	0	2 920	622	154	22 975	5	343 430
2011	78 355	0	-98 190	-102 551	-102 653	13 594	4	240 777

Forrás: e-beszamolo.hu

OPTICON Telekommunikációs Hálózati Szolgáltató Kft.

A társaság kezdetben csak Internet szolgáltatással foglalkozott, majd 2003-ban a rohamosan növekvő igények kielégítése érdekében, átlépve Bács-Kiskun megye határait terjeszkedni kezdett. Ekkor változott meg a cég neve Bács-Internetről **OptimalConnection**-ra. Napjainkban a vállalat jelen van az ország sok területén, közel 1500 km hálózat használatával, a korszerű távközlési technológiák alkalmazásával. Ma már az Opticon Kft. nemcsak Internet szolgáltatással foglalkozik, hanem magas színvonalú telefon és televíziós szolgáltatást is biztosít. A GVOP 4.4.2-es pályázat keretein belül 70 településen építettek optikai gerinchálózatot, a legmodernebb technológiával, amely közel 100 000 háztartás részére biztosít 100 Mbps-os sávszélességű szimmetrikus adatkapcsolatot, amely nemcsak internet szolgáltatásra, hanem telefon és televíziós műsorszolgáltatásokra is alkalmas. Az ÚSZT keretén belül 6 pályázaton nyertek már több mint 1 milliárd Ft értékben. Célkitűzéseik közt szerepel, hogy teljesen Triple Play (kép-hang-adat) szolgáltatók legyenek.

Az IKTA 2006-ban szállt be, ekkor a jegyzett tőke 70 millióról 199 millióra ugrik és a tőketartalékba is kerül még 151 millió Ft. 2008-ban a tulajdonosok tulajdonrészt

hitelből kivásárolták az alapot. A hosszú lejáratú hitelek növekedésének összegéből arra lehet következtetni, hogy az IKTA nyert az ügyleten.

Az értékesítés nettó árbevétele 2008 kivételével folyamatosan nőtt, nem egyszer 70-80%-os emelkedést ért el a cég az előző évhez képest. Az üzemi eredmény is mindvégig pozitív, 2008-ban sikerült tripláznia a társaságnak (ez az adózott eredményben kétszeres növekedést jelentett). Az állományi átlaglétszám is folyamatosan emelkedett: 2004-ben 4,5, 2006-ban, a befektetés évében 11, a kiszálláskor 21 fő, 2011-ben pedig 27 fő volt.

24. táblázat: Opticon Kft. adatai

Év	ÉNÁ	Exportért. NÁ	ÜÜTE	AEE	AE	SZJR	ÁSL	ST
2003	95 472	0	1 195	756	650	1 053	1	12 152
2004	190 317	0	47 267	46 969	46 109	4 820	4,5	68 261
2005	225 999	0	27 057	26 991	26 991	11 313	4,7	109 253
2006	384 547	0	12 571	4 011	3 765	26 293	11	368 017
2007	695 821	0	42 431	23 284	19 048	36 980	15	387 065
2008	610 175	0	153 796	43 728	38 079	54 616	21	274 144
2009	923 961	0	185 452	17 379	15 026	47 815	21	511 170
2010	1 103 357	0	166 796	18 197	17 528	46 027	26	528 699
2011	1 581 745	0	235 735	11 342	10 713	47 410	27	537 727

Forrás: e-beszamolo.hu

Stormregion Szoftverfejlesztő Kft.

A céget 1996 decemberében alapították kifejezetten számítógépes játékszoftverek fejlesztésére, akkor még Media Star néven. Az alapítók között volt az akkori legnagyobb magyarországi játékszoftver-disztribútor, az Automex Kft., amely a kezdetekben biztosította az induláshoz szükséges pénzügyi támogatást, valamint gondoskodott a teljes infrastruktúráról. A kft. 2001-ben vette fel a Stormregion nevet, utalva ezzel a Békés megyei Viharsarokra, ahonnan az akkori fejlesztők nagy része származott. A társaság az akkori törvényekben minimálisan megszabott jegyzett tőkével és 18 fővel indult, 2007-ben több mint százan dolgoztak ott.

Az IKTA 2005 tavaszán fektetett be a cégbe jelentős befolyást szerezve és 2007-ben szállt ki. A német 10tacle Studios AG kivásárolta az összes tulajdonost. Az ígéretesnek

tűnő felvásárlás után viszont likviditási gondok adódtak és a cégnyilvántartás szerint a mai napig felszámolás alatt van.⁸³ Sajnos a beszámolók sem érhetőek el az ingyenes adatbázisokban, így csak sajtócikk alapján lehet tudni, az árbevétele 2001-ben 57,4 millió Ft, 2004-ben 300 millió Ft, 2005-ben 462 millió Ft és 2006-ban 540 millió Ft volt.⁸⁴

EVOLIT Informatikai és Szolgáltató Zrt.

A társaság fő tevékenysége vállalatok, intézmények informatikai infrastruktúráinak folyamatos és biztonságos üzemeltetése. Az EVOLIT Informatikai és Szolgáltató Rt. a KFKI Számítástechnikai Csoport informatikai infrastruktúra üzemeltetési szolgáltatásokat nyújtó leányvállalata. A KFKI Csoport hozta létre, azzal a céllal, hogy ebben a cégben egyesítse az IT infrastruktúra működtetésével kapcsolatos szakértelmét. Első feladatként a Cégcsoport informatikai eszközeinek működtetése hárult az Evolitra, majd az így megszerzett tapasztalat, szakembergárda és kapacitás lehetővé tette, hogy a vállalat szolgáltatásaival megjelenjen az informatikai piacon. 2004 második felében az IKTA tőkeemeléssel 40%-os részesedést szerzett (80 millió Ft a jegyzett tőkébe, 320 millió a tőketartalékba kerülhetett), amely 2005 tavaszára ÁSZ (2006b) és a cégmásolat alapján megtérült... (Az ilyen rövid idő kuriózumnak számít az ágazatban, de az ügyletről sajnos nem sikerült többet megtudnom.) Még abban az évben, 2005 novemberében végelszámolás indult el, amely 2006. június 26-án fejeződött be. A beszámolók nem álltak a rendelkezésemre.

6.2. Az ügyletek és a célvállalatok értékelése

6.2.1. Munkahelyteremtés

A foglalkoztatásra való hatás megítélése nem egyszerű dolog. Egyrészt ha új vállalatba történő befektetésről van szó, akkor eleve történik munkahelyteremtés, ami önmagában nézve pozitív. Ha az új vállalatnak valójában már volt jogelődje, vagy már egy régóta működő cégről van szó, akkor elsöre célszerűnek tűnhet azt nézni, hogy a beszállást követően hogy változtak az adatok. Ha nem látszik az átlagos állományi létszám növekedése, akkor is persze feltehető még az a kérdés is, hogy vajon mi lett volna, ha nem

⁸³ A felszámolási eljárás megindítására irányuló kérelem benyújtásának időpontja: 2008. júl. 29.

⁸⁴ www.sg.hu

fektet be az állam. Hiszen, ha nem kap tőkét, akkor lehet, hogy csődbe ment volna már hamarabb és előbb megszűntek volna munkahelyek. Ennek vizsgálata viszont nagyon nehézkes, jóformán lehetetlen. Így én azt néztem meg, hogy az állami befektető beszállásának évét követő években hosszú távon növekedett-e a foglalkoztatottak száma.⁸⁵ Az IKTA és a CKTA vizsgálható 13 cége közül csak 4 esetben történt létszámnövekedés, ezen esetekben viszont a növekedés jelentős volt. Mivel a többi társaságnál egy kivétellel alacsony szinten volt a foglalkoztatottak száma (1-6 fő), és az esetleges csökkenések sem voltak így abszolút értelemben nagyok, így nettó értelemben is növekedett a foglalkoztatottak száma. Hasonló a helyzet az MFB Fejlesztési Tőkebefektetési programja esetében is. Hét célvállalatnál a kiegészítő mellékletek szerint növekedett az átlagos állományi létszám. 2011-ben a létszám 5,8%-kal volt több, mint a befektetés előtti vagy a befektetés évében.⁸⁶ Az adatok a 3. számú mellékletben találhatóak.

6.2.2. Székhely szerinti megoszlás

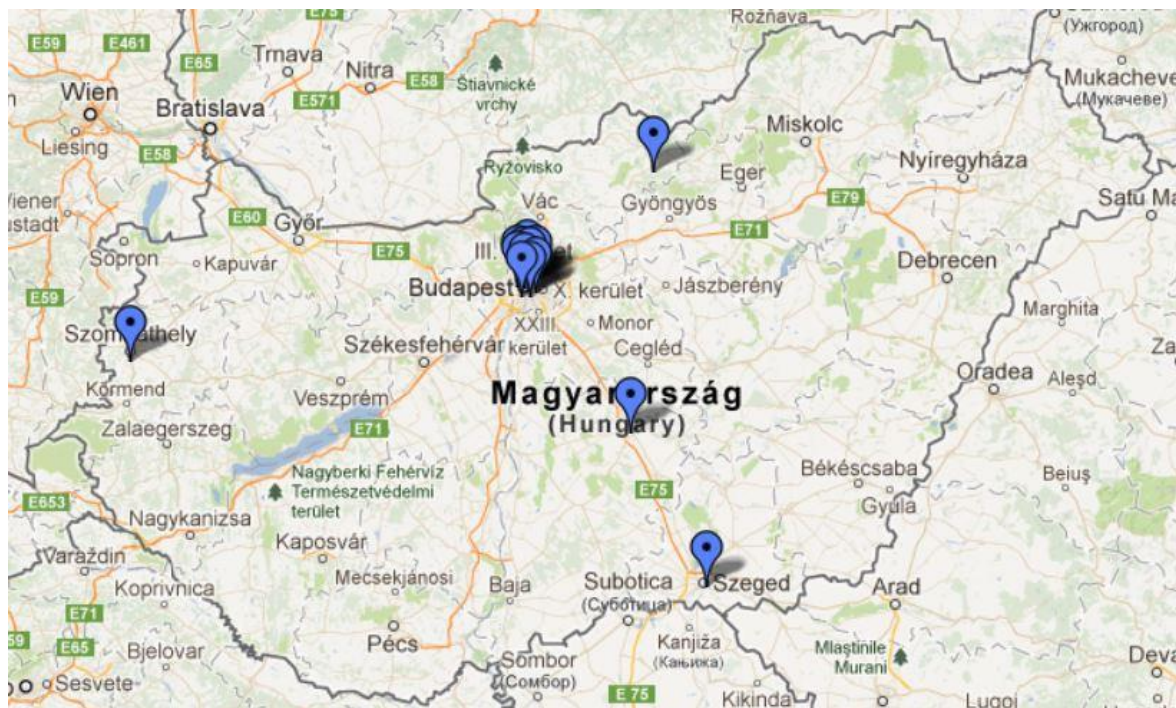
Mivel a periférián lévő vállalkozások kevésbé férnek hozzá a tőkéhez, mint a centrumbeliek⁸⁷, ezért megvizsgáltam, az állami befektetéseknél érvényesül-e a földrajzi koncentráció. A JEREMIE alapokból finanszírozott cégek székhelyeinek elhelyezkedését már a szakirodalmi áttekintésben bemutattam. A direkt beavatkozások esetében a vizsgálat azzal is indokolható, hogy mind az RFH, mind az MFB esetében a célkitűzések között megtaláljuk a regionális felzárkóztatást (GKM 2005).

⁸⁵ Ennek nyomon követése is nehézkes, gondoljunk csak az esetleges kiválásokra vagy a leányvállalatoknak, egyéb alvállalkozóknak történő kiszervezésekre. Továbbá a foglalkoztatásra gyakorolt hatás megjelenhet a beszállító cégeknél is.

⁸⁶ Figyelembe véve azt is, hogy a megszűnt vagy felszámolási eljárás alatt lévő cégeknél már megszűntek a munkahelyek. Továbbá legalább két okból a szám valószínűleg egy alsó becslést jelent a munkahelyteremtésre vonatkozóan. A CBSZ-nél a folyamatosan növekvő megrendelések és árbevétel ellenére a foglalkoztatottak száma csökkent 2010-ig, és a 2004-es szintet csak 2011-ben érte el újra. Az ágazatban elterjedt volt a hosszú alvállalkozói láncok alkalmazása. A parlament által csak 2011 márciusában elfogadott törvénymódosítás után nem lehetett alvállalkozói láncokat alkalmazni megbízások teljesítéséhez, kizárólag egy alvállalkozót (Fabók 2011). Véleményem szerint mindezeket támaszthatja alá az igénybe vett szolgáltatások (illetve 2006-tól az átsorolás miatt az eladott közvetített szolgáltatások) értékének alakulása is az évek során. A foglalkoztatás növelésének alábecslését feltételezem azért is, mert az Organica Környezettechnológiák Zrt.-ből 2007 közepén kivált az Organica-VWS Zrt. Az utóbbi cégben alkalmazottakat nem tartalmazza a statisztikám.

⁸⁷ Például 2005-ben a nem állami, korai és expanzív fázisba fektető kockázati tőke-befektetések 84,6%-a fővárosi vagy környéki cégbe történt. Mindössze két társaság székhelye volt más régióban. Illetve a budapesti cégek közül egynek volt telephelye a Közép-dunántúli régióban (Monostorapátiában).

Az elmúlt évezred közepén történt közvetlen állami befektetések székhelyei az ügyletkötés idején a CKTA és az IKTA esetében a következők: 12 társaság budapesti székhelyű és 3 cég folytatja tevékenységét vidéki településről.⁸⁸



21. ábra: A CKTA és az IKTA vállalatának székhelyei

Forrás: cégmásolatok alapján saját szerkesztés

A befektetési korai székhelyt tekintve az MFB portfóliójában is a közép-magyarországi cégek vannak többségben. 19-ből 9 volt a fővárosban, további 3 pedig Solymáron (Pest megye), ez az összes vállalat 63,16%-át jelenti (21. ábra). A KSH adatbázisa szerint a működő társas vállalkozások 50-51%-a működött Közép-Magyarországon 2004 és 2007 között.

Megnéztem, jobb-e a helyzet abban az esetben, ha a fióktelepet is figyelembe veszem. A három állami szervezet 32 esetéből⁸⁹ csak 13-nál (40,53%) lehet elmondani, hogy a célvállalatnak a székhelye vagy legalább egy fióktelepe a periférikus régiókban volt.

⁸⁸ Valójában a Gergi Hálónak is a fővárosban van a székhelye, de telephelyei vannak Bátonyterenyén és Dorogházán, hálózatképzési tevékenységét és szolgáltatását Nógrád megyében végzi, így később a statisztikában a „vidéki” kategóriába soroltam.

⁸⁹ Két-két vállalat egy-egynek számítva cégcsoportba tartozás végett.



22. ábra: Az MFB vállalatainak székhelyei

Forrás: cégmásolatok alapján saját szerkesztés

Tehát a közvetlen állami tőkebefektetések során túlnyomó többségben a centrumban található, vagy ott induló vállalkozások kaptak tőkét és így nem érvényesült a periférikus területek segítése, élénkítése.

Keresztábra-elemzéssel megvizsgáltam azt is, hogy mivel talán az MFB tőkebefektetési programjánál hangsúlyosak jobban a regionális politikai célok, van-e összefüggés a „régiós aktivitás”⁹⁰ és a befektető személye között. Arra jutottam, hogy nincs szignifikáns összefüggés a kettő között. (A pontos eredmények az 5. számú mellékletben találhatóak.)

6.2.3. A célvállalatok életciklusai a befektetéskor

A CKTA-IKTA párosa a 2007-ig megvalósult ügyleteik közül 10 érintett induló vagy egyéb korai fázisban lévő céget (66,67%), míg 5 tranzakció későbbi fázisban lévő vállalatokra irányult (33,33%).

⁹⁰ Ha a célvállalatnak a székhelye vagy legalább egy fióktelepe a periférikus régiókban volt a befektetés évében, akkor azt a regionális célokhoz való közeledésként értékeltem.

A MFB Kkv Fejlesztési Tőkebefektetési Programjában 15 az expanszív ügylettípus kategóriájába esett (88,24%)⁹¹, illetve két esetben turisztikai projektcégek kaptak beruházásaikhoz tőkét (11,76%).

Keresztábra-elemzéssel megvizsgáltam, hogy statisztikailag is kimutatható-e összefüggés a befektető személye és az életszakasz között. Az eredmények (5. számú melléklet) azt mutatják, hogy van szignifikáns kapcsolat. Ezt igazolja a Pearson-féle Khi-négyzet próba ($\chi^2=10,248$; szabadságfok=1, $p=0,001$), a kapcsolat erőssége pedig közepesnek mondható (Cramer V=0,566).

6.2.4. A kiszállások értékelése

A CELIN és az IKTA esetében további adatok híján sikeres befektetésnek és kilépésnek tekintettem azokat az eseteket, ahol nem szűnt meg a cég, nem került felszámolási eljárás alá a befektetés ideje alatt, s így valószínűleg nem került/kerülhet sor a veszteség elszámolására. Öt esetben még nem került sor a kiszállásra, így a beszámolók alapján magam minősítettem a várható eredményt. Az N-Gen és a Maggot 2006 esetében tevékenységük jellegére tekintettel nem foglaltam állást, így a később leírt statisztikai elemzésbe sem kerültek bele.

25. táblázat: A CELIN és az IKTA exitjei

	db	%
sikeres kiszállás	3	26,67
sikeres részleges kiszállás	1	6,67
sikertelen	5	33,33
még nem történt kiszállás	6	33,33
<i>ebből valószínűleg sikertelen</i>	<i>1</i>	<i>6,67</i>
<i>ebből még nem tudni</i>	<i>2</i>	<i>13,33</i>
<i>ebből valószínűleg sikeres</i>	<i>3</i>	<i>13,33</i>
összes ügylet	15	100,00

Forrás: saját gyűjtés

⁹¹ Ha a két cégcsoport cégeit külön nézzük, akkor az expansziós ügyletek száma 17.

Az MFB 2003-ban indult programjában 12 esetben sikerült úgy kiszállnia, hogy az eredeti tulajdonosok vagy a cég vásárolta meg a bank részesedését (illetve a CBSZ Zrt. esetében tőkeleszállítás történt). 5 esetben (29,41%) a befektetés ideje alatt felszámolási eljárás indult, illetve a legtöbb esetben meg is szűnt a cég. Ezek közül három, 2004-ben és 2005 elején megvalósított ügylettel ÁSZ (2006a) is foglalkozik részletesebben.⁹²

Az EVCA (2011) által publikált, a venture capital ágazatra vonatkozó adatok szerint Közép- és Kelet-Európában veszteségleírásra⁹³ 2009-ben az összes kiszállás 18,75%-ában, 2010-ben az esetek 14,29%-ában került sor. (Az egész európai VC-piacra vonatkozó adatok 2008-ban 16%, 2009-ben 25,7%, 2010-ben 24,5% EVCA (2013b) alapján.) Bár mindig fennáll a veszély, hogy az EVCA-hoz hasonló felmérésekben az alapok rossz ügyletei kimaradnak, a magyar állami szervezetek sikertelen kiszállásainak aránya jócskán eltér az átlagtól. Az okok sokrétűek lehetnek, kezdve azzal, hogy az állam elvileg a finanszírozási résnél kíván szerepet vállalni (az esetleges kizorító hatástól most tekintsünk el), kontraszelektált ügyfélkörből választ magának befektetést.

Megvizsgáltam keresztábra-elemzéssel, hogy a befektető személye és a sikeresség között van-e összefüggés. Bár az MFB arányaiban sikeresebb, de ez nem szignifikáns, nincs összefüggés a kettő között (5. számú melléklet).

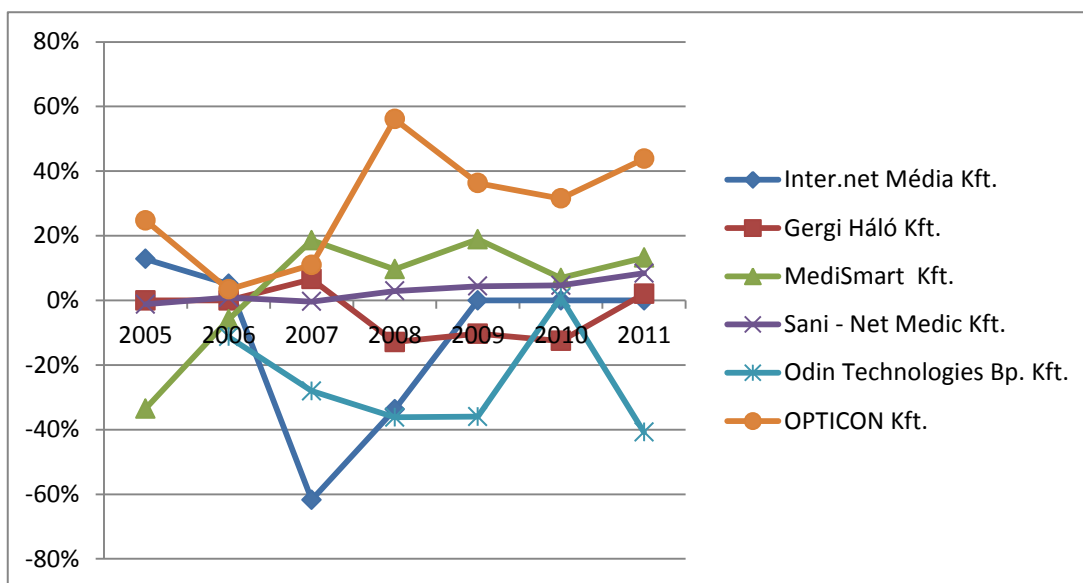
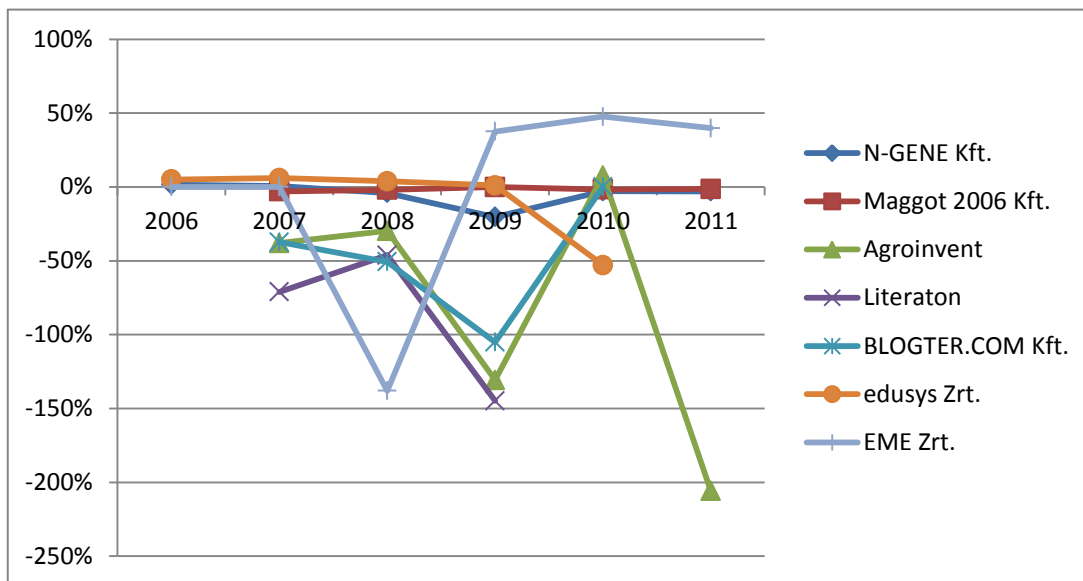
6.2.5. A vállalatok jövedelmezősége

A CKTA és az IKTA portfóliója esetében megvizsgáltam a jövedelmezőséget is. A mutatók terén a célvállalatok többsége gyengén teljesít. A jövedelmezőség nagyon hektikusan változik, de az látható, hogy sok esetben a sajáttőke-arányos üzemi eredmény is nagyon alacsony, vagy inkább negatív. Célszerű lehet a jövőben a közvetlen versenytársakhoz való összehasonlítás. A rossz jövedelmezőség természetesen már összefüggésben van a kiszállások sikertelenségével is, a lehetséges okokra esetleg a feldolgozott szakirodalomban találhatunk válaszlehetőségeket. Konkrétan az okokat nem vizsgáltam, de a magyar esetek vonatkozásában mindenképpen meg lehet említeni, hogy az állami szervezetek általában passzívak a tőkeemelés után, nem folynak bele mélyebben a

⁹² A Lamba Rt., a Victoria Gem és Victoria Trade, valamint a Monofix Rt. esetei.

⁹³ A kiszállás ezen típusának EVCA által meghatározott fogalma teljes egészében nem feleltethető meg a sikertelenség általam meghatározott esetének, de úgy gondolom, szoros a kapcsolat a kettő között. Továbbá megjegyzem, a hazánkban megvalósult kevés ügyletszám miatt – aminek egyébként is jó részét az állami szervezetek valósították meg – hazai összehasonlítást nem végeztem.

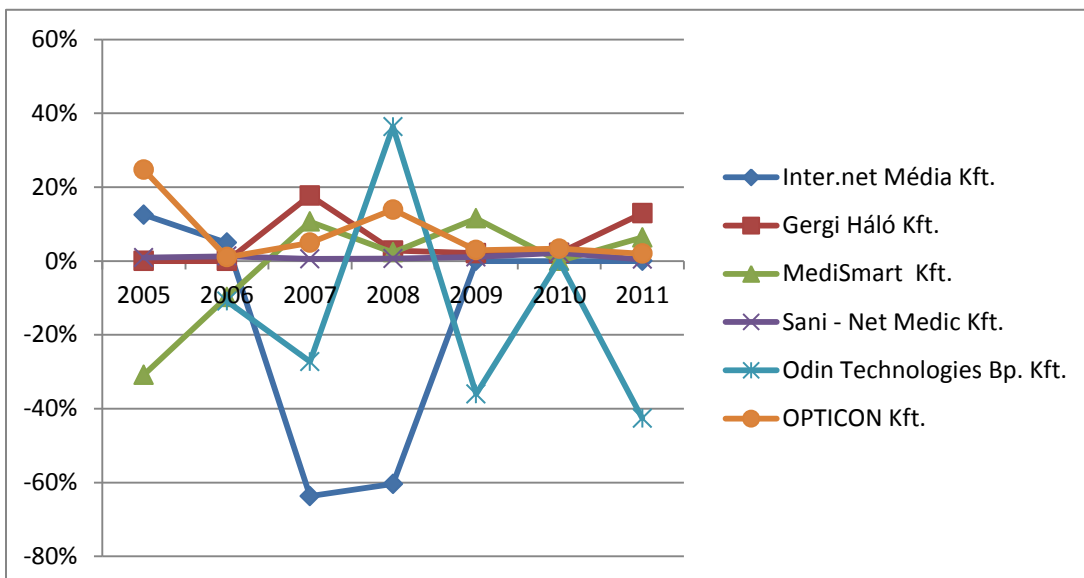
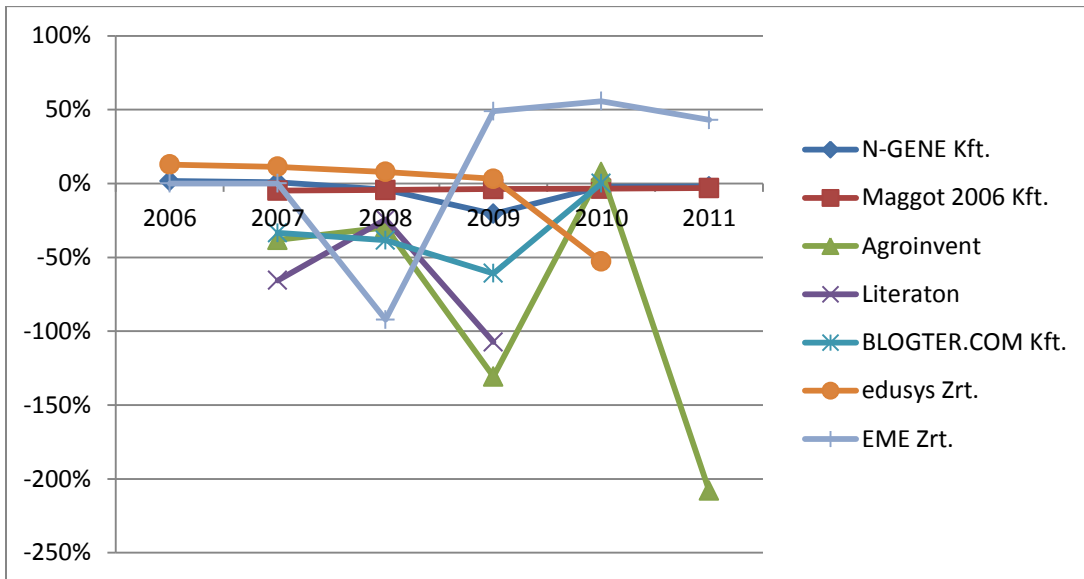
vállalatirányításba.⁹⁴ A következő ábrák a jövedelmezőségi mutatók változását mutatják. Az adatok táblázatos formában a mellékletben található.



23. ábra: A portfólióvállalatok sajátőke-arányos üzemi/üzleti eredménye

Forrás: beszámolók alapján saját számítás

⁹⁴ Jellemzően a monitoringra helyeződött a hangsúly az MFB programjában is, valamint a kisebbségi tulajdon következtében is jellemzően kisebb a mozgásterük az állami befektetőknek.



24. ábra: A portfólióvállalatok jövedelmezősége (ROE)

Forrás: beszámolók alapján saját számítás

6.2.6. Az életszakasz és a sikeresség kapcsolata

A legtöbb újonnan induló cég megszűnik a működésének első néhány évében. A kudarcnak több oka is lehet: a piac nem megfelelő felmérése, tudáshiány, tőkehiány... stb. A KSH statisztikája szerint a Magyarországon 2005-ben alakult 28 990 társas vállalkozásnak csak 48,5%-a tevékenykedett 2010-ben is (KSH 2012). Az EVCA 2013-as statisztikái szerint a magvető, induló, korai fázisba fektető kockázati tőke-alapok társaságok

a darabszám arányait tekintve többször kényszerülnek veszteségleírásra, mint a későbbi életszakaszokat finanszírozó buyout és growth alapok.

26. táblázat: A veszteségleírások száma és aránya az összes kiszálláshoz képest

	2007		2008		2009		2010		2011		2012	
	cégek száma	%*	cégek száma	%*	cégek száma	%*	cégek száma	%*	cégek száma	%*	cégek száma	%*
Venture	205	13,7	203	16,0	309	25,7	287	24,5	233	21,8	242	23,7
Buyout	27	2,6	45	6,5	63	14,7	65	11,9	37	5,4	41	7,0
Growth	3	1,7	12	9,1	42	16,8	57	13,5	44	12,0	91	18,6

* %-os arány az adott kategórián belül.

Forrás: EVCA (2013b)

Az állami befektetésekkel kapcsolatban azt vizsgáltam, hogy a különböző ügylettípusoknál hány esetben nem került sor a felszámolásra a befektetés ideje alatt. A 30 értékelt ügyletből 20 volt későbbi, expanzív típusú tőkebefektetés. Ennek 30%-a tekinthető ilyen értelemben sikertelennek. A 10 db induló, korai fázist finanszírozó ügyletnek az 50%-a végződött felszámolással.⁹⁵ Jelentősnek tűnik az eltérés, de megnéztem keresztábra-elemzéssel, hogy van-e szignifikáns összefüggés. Arra az eredményre jutottam, hogy ezen állami befektetéseknél *nincs* szignifikáns kapcsolat az életszakasz és a sikeresség között. A részletek az 5. számú mellékletben találhatóak.

6.2.7. A célvállalatok exporttevékenysége

Az IKTA azokat a befektetéseket preferálta, amelyek foglalkoztatási lehetőséget teremtenek, magasabb technológiai szint és know-how bevezetését és alkalmazását szolgálják, vagy további exportlehetőséget teremtenek (GKM 2005). Az IKTA-hoz és a CKTA-hoz kapcsolódó beszámolók elemzése alapján elmondható, hogy 13 cégből⁹⁶ 4-nek volt exporttevékenysége, de egyiknek sem volt rendszeres exportárbevétele. Ennek egyik oka a sikertelenség lehet, a másik, hogy bizonyos cégek tulajdonképpen eleve a hazai piacra determináltak. Továbbá azt is meg kell említeni, hogy a vállalatoknak esetleg több

⁹⁵ Ha azt vesszük figyelembe, hogy a kiszállást követően hány cég működött még 2011-ben is, akkor kissé más számokat kapunk. Az MFB volt cégei közül a kiszállást követően még két cég került felszámolási eljárás alá, az IKTA egyik volt vállalata pedig végelszámolással szűnt meg.

⁹⁶ A Stormregionról és az Evolitról nincsenek adatok.

időre lehet szükségük a külföldi piacokon való megjelenéshez. Az összes célvállalat árbevételéhez viszonyítva az exportbevétel 0,4% alatt volt. A legjelentősebb exporttevékenységet végző Odin Kft.-nek egyszer volt egy kiugróan magas exporthányada az összes bevételből (2007-ben).

Csapó (2006) és Tóth (2005) alapján az MFB Kkv Fejlesztési Tőkebefektetési Programjának szintén célja volt a gazdálkodó szervezetek regionális és európai uniós terjeszkedési lehetőségeinek megalapozása és kiszélesítése. 13 társaság beszámolóit álltak rendelkezésemre. 11-nek volt legalább egy évben exportértékesítésből származó árbevétele, közülük 8 pedig rendszeresen értékesített külföldre. Az összes célvállalat árbevételéhez viszonyítva az exportbevétel 7,3%.

6.2.8. Osztalékfizetési politika a finanszírozott vállalatoknál

Vizsgáltam azt is, hogy vajon az osztalékkívét tekintetében a piaci kockázattitőke-szereplőkhöz hasonlóan viselkednek-e az állami szereplők. A beszámolók alapján elmondható, hogy jellemzően az állami cégek sem vesznek ki osztalékot még a jövedelmezőbb cégekből sem.

6.3. Új és újszerű eredmények

A kutatómunka a hazai és nemzetközi szakirodalom átfogó tanulmányozásán alapul, amelyeket további saját, az állami befektetésekre vonatkozó adatfeldolgozás és elemzés egészít ki. A felállított hipotézisekhez kapcsolódóan a következőket fogalmaztam meg:

T1. Az állami szerepvállalás – a három vizsgált, közvetlen tőkebefektetést végző szervezet esetében – a foglalkoztatásra pozitívan hatott. Nemzetgazdasági szinten a közvetlen, nettó munkahelyteremtés nem jelentős mértékű, de ez köszönhető a relatíve kevés befektetésnek is.

T2. A vizsgált közvetlen állami tőkebefektetésekkor túlnyomó többségben a centrumban található, ott működő vagy induló vállalkozások kaptak tőkét és nem érvényesült a periférikus területek segítése, élénkítése, a hipotézisemet elvetem. A leghangsúlyosabban az MFB tőkeprogramja tűzte ki célul a régiók felzárkóztatását, de statisztikai szignifikáns különbség nincs a befektető szervezetek régiós aktivitása terén.

T3. Az állam fejlesztésösztönző szerepe a vállalatok életciklusának megfelelően valósult meg. A vizsgált állami tőkebefektető szervezeteknél az életszakasz tekintetében érvényesültek az állami szándékok, elkerülve ezzel e téren a párhuzamos aktivitást.

T4. A kockázattőke-ágazat egészéhez képest a közvetlen állami kockázattőke-befektetések Magyarországon több sikertelenséghez vezettek, amennyiben sikertelenség alatt a befektetési idő alatti felszámolásokat értjük. Ugyanakkor a mélyebb elemzés (pl. szektorális összehasonlítás) a kis elemszám miatt nem lehetséges.

T5. A vizsgált ügyletek vonatkozásában az expanzív szakaszt finanszírozó magyar állami közvetlen tőkebefektetések szignifikánsan nem tekinthetők sikeresebbeknek, mint az induló, korai fázist finanszírozók.

7. JAVASLATOK

Az állami szerepvállalás hatásáról és hatékonyságáról nem csak a kockázati-tőke-piac kapcsán oszlanak meg a vélemények. A kizorító hatás jelenségét, a rossz befektetői döntéseket, a politikai nyomásgyakorlást szokták felhozni az ellenzők. Az utóbbi években a hibrid konstrukciókon keresztül történő szerepvállalás került előtérbe, amivel talán javítani lehetne az állami tőke hatékonyságán, az állami célok elérésén.

Kutatásomban három állami szervezet 2004-2007 közötti közvetlen tőkebefektetéseit vizsgáltam. A hazai piacon a hibrid finanszírozás még gyerekcipőben jár, nem telt el annyi év, hogy több hatását mélységeiben is elemezni lehessen, s így össze lehessen hasonlítani a kétféle szerepvállalást. Ennek vizsgálatát a jövőben mindenképpen érdemes elvégezni. A Magyarországon megvalósuló hibrid modell eredményeit más uniós országok programjaival szintén célszerű összevetni a későbbiekben. Ugyanakkor érdekes kutatási téma lehet a tulajdonosi tőkét juttató és az egyéb programok hatékonyságának összehasonlítása is.

A periférikus területeken lévő kkv-k finanszírozásának összevetését már most meg lehetett tenni. Az IKTA és a CELIN, de még az MFB közvetlen befektetései is a fővárosra, a gazdasági centrumra irányultak, míg a JEREMIE programban megvalósult befektetések – *a szabályozásnak köszönhetően* – lényegesen nagyobb arányban finanszírozták a vidéken működő kkv-kat. Úgy tűnik, a csak általános célkitűzéseként megfogalmazott regionális célok nem teljesülnek addig, amíg a szabályozási rendszer konkrétan el nem különíti a centrumban és a periférikus régiókban kihelyezhető tőkét egymástól.

A JEREMIE mellett létrehozott Széchenyi Tőkebefektetési Alap (SZTA) forráskihelyezésének szintén minden esetben a foglalkoztatási, növekedési, régiós fejlesztési célok megvalósítását kell szolgálnia. A kérdés az, hogy elődei nyomdokán fog-e végül haladni vagy a foglalkoztatási célok teljesítésén túl a régiós fejlesztési célok is megvalósulnak majd. A lehetőség a szabályozási oldalról megvan: minden régió esetében 2-2 milliárd forint nagyságrendű befektethető tőke áll rendelkezésre az adott régióban működő vállalkozások részére. Az SZTA honlapjának 2013. május 31-i adatai szerint az addig megvalósított 17 ügyletnek valamivel több, mint fele érintett nem fővárosi céget.

A jövedelmezőségi mutatók és a sikertelen kilépések (felszámolások) nagy száma több dolgot is jelezhetnek, például

- helytelen cégválasztási folyamat (okai lehetnek a szakirodalom szerint a tapasztalat hiánya, a politikai nyomás, illetve, ahogy ÁSZ (2006a) is megállapította, a belső szabályozás hiányosságai),
- kontraszelektált ügyfélkörből való választás (hiszen nem csak a tőke méret miatti finanszírozási rést kívánja betölteni az állam),
- kevés vagy teljesen hiányzó szerepvállalás a stratégiai irányításban.

A vizsgált közvetlen tőkebefektetést biztosító szervezeteknél és az SZTA-nál is elsősorban a monitoringra korlátozódik az ügylet megkötése után a befektető tevékenysége. A piaci befektetők – persze eltérő intenzitással – tudásukkal és kapcsolati tőkéjükkel is hozzájárulnak a célvállalat sikeréhez. Az államnak át kell gondolnia, hogy milyen esetekben kellene, és milyen formában tudná biztosítani utóbbiakat. A további hazai kutatások elkészültéig egyelőre a szakirodalom alapján javaslom az állami döntéshozóknak, hogy a hosszú távú, sokrétű pozitív hatások elérése végett a közvetlen tőkebefektetések helyett továbbra is a már megindított hibrid finanszírozási módszereket preferálják a kkv-k finanszírozására.

Ugyanakkor tény az is, hogy sok tulajdonos, vállalatvezető ódzkodik attól, hogy a döntéshozatalba mást is engedjen beleszólni, nem hajlandók (vagy ha igen, nem képesek) a közös cégvezetésre. Az államnak nem feltétlenül csak a saját tőkebefektetéseivel kell segítenie a finanszírozási rés megszüntetését, hanem olyan környezetet kell kialakítania, amelyek támogatják a piaci magánbefektetéseket. Az adózás területén történő módosítások, a magas színvonalú oktatási rendszer, valamint a kreativitást és a kockázatvállalást ösztönző struktúrák kialakítása megfelelő eszközök lehetnek mind az informális mind a formális piac fejlesztéséhez. Fontos megemlíteni az üzleti angyal hálózatok létrehozásának és működésének támogatását is.

A megfelelő hazai ösztönző eszközök meghatározása (például az adózás területén) további kutatási területet jelölhet ki a jövőre vonatkozóan.

8. ÖSSZEFOGLALÁS

Az Európai Unióban a kis- és középvállalatok (kkv) a gazdasági élet fontos szereplői: közel 100 millió embert foglalkoztatnak e vállalkozások az öreg kontinensen. Az összes vállalkozáshoz viszonyított arányuk 99,8%, ezen belül is a többség mikrovállalkozás. A hozzáadott értékük 58% körül van. A magyar vállalkozások több mint 99,8%-át szintén a kkv-k adják, amelyek jelentősen hozzájárulnak a gazdaság folyamatos megújulásához. Az Európai Unió és Magyarország is felismerte ezt és különböző programokkal igyekszik a kockázatitőke-piacon is segíteni a cégeket.

A korai fázisba történő kockázatitőke-befektetésről a szakirodalom pozitív képet fest, de a nagyobb ügyleteket jelentő, kivásárlási kategóriába tartozó tranzakciók hatásai inkább semlegesek. A Magyarországon induló vagy már működő vállalkozásokba történő befektetések száma elenyésző, a korai és expanzív fázist finanszírozó ügyletek jó része mögött az előző évtized közepén valamilyen állami szervezet állt. Az állami befektetések súlya és a magánszféra ügyleteinek teljes körű feltérképezésének nehézségei miatt a primer kutatás során az állami befektetésekre fókuszáltam.

Az állam megjelenése a szakirodalom szerint arra vezethető vissza, hogy a fiatal cégek nem kapnak megfelelő mennyiségű tőkét, márpedig a gazdaságpolitikai célok így nem érhetők el. Maga az állam több módon is beavatkozhat. Manapság a tőkebefektetések közül a közvetett szerepvállalás hatékonyságát, piachoz közeli működését emelik ki a kutatók. Mivel ez ma még Magyarországon gyerekcipőben jár, én a 2000-es évek közepén megvalósuló közvetlen tőkebefektetéseket tanulmányoztam. Megvizsgáltam, hogy közelebb ért-e az állam bizonyos kitűzött céljaihoz (elsősorban a foglalkoztatási és regionális célokhoz), és elemeztem befektető és életszakasz szerint a befektetések sikerességét. Utóbbi a felszámolások számával és a jövedelmezőségi mutatókkal mutattam be.

Két kockázatitőke-alap (Corvinus Első Innovációs Kockázati Tőkealap, Informatikai Kockázati Tőkealap) és a Magyar Fejlesztési Bank 2003-ban indult tőkebefektetési

programjának ügyleteit vizsgáltam. A három szervezet 2007-ig összesen 34 vállalatba fektetett be.⁹⁷

A célvállalatok meghatározásának, az ügyletek jellemzőinek, a vizsgált adatoknak a forrásai:

- Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület évkönyvei, statisztikái,
- sajtóban megjelent hírek,
- céginformációs adatbázisok, éves beszámolók,
- célvállalatok honlapjai.

Bizonyos feltételezett összefüggések statisztikai bizonyítására keresztábra-elemzéseket végeztem.

Az állami közvetlen tőkebefektetések hozzájárultak a foglalkoztatási célok megvalósulásához. Válságos időkben a munkahelyek megőrzése is már sikerként értékelhető, de a vizsgált esetekben – a felszámolt vállalatok megszűnt munkahelyeit is figyelembe véve – hosszú távon növekedett az átlagos statisztikai létszám. Nemzetgazdasági szinten a közvetlen, nettó munkahelyteremtés nem jelentős mértékű, de ez köszönhető a relatíve kevés befektetésnek is.

A vizsgált befektetések során túlnyomó többségben a centrumban működő vagy ott induló vállalkozások kaptak tőkét és így nem érvényesült a periférikus területek segítése mint állami célkitűzés. Az MFB arányaiban több tranzakciót hajtott végre a periférián lévő régiókban, de a befektető személye és a régiós aktivitás között statisztikailag nem volt szignifikáns összefüggés. A három szervezet és a JEREMIE program összevetésével megállapítható, hogy csak akkor valósulnak meg a regionális célkitűzések, ha a rendelkezésre álló tőkét a jogszabályok szintjén is a régiókra irányítják.

A vállalatok életrészeit vizsgálva megállapítottam, hogy érvényesültek az eredeti állami szándékok, elkerülve ezzel e téren a párhuzamos aktivitást.

A közvetlen állami kockázati tőke-befektetések harmada sikertelennek bizonyult Magyarországon, amennyiben sikertelenség alatt a befektetési idő alatti felszámolásokat értjük. Ugyanakkor a mélyebb elemzésre (pl. szektorális összehasonlításra) a kis elemszám és információhiány miatt nem került sor. A sikerességet az életrészhez összefüggésben

⁹⁷ Valójában ennél valamivel több ügylet volt, de az MFB 500 millió Ft feletti, egyedi befektetéseit kivettem a vizsgálatokból.

is vizsgáltam és a várakozásokkal ellentétben arra jutottam, hogy a vizsgált ügyletek vonatkozásában az expanszív szakaszt finanszírozó magyar állami közvetlen tőkebefektetések szignifikánsan nem tekinthetők sikeresebbeknek, mint az induló, korai fázist finanszírozók.

Az utóbbi években elindult JEREMIE programtól sokat várnak a politikusok és a szakemberek. A program értékelése és összevetése a közvetlen tőkebefektetésekkel pár év múlva fontos kutatási téma lesz.

Ugyanakkor az államnak nem feltétlenül csak a saját tőkebefektetéseivel kell segítenie a kkv-kat, hanem olyan környezetet kell kialakítania, amelyben megsokszorozódik az ügyletek száma. Az adózás területén történő módosítások, a magas színvonalú oktatási rendszer, valamint a megfelelő kreativitást és a kockázatvállalást ösztönző struktúrák kialakítása hozzájárulhat a kkv-k finanszírozási problémáinak csökkentéséhez.

9. SUMMARY

Small and Medium-size Enterprises (SMEs) are important actors of the economic life in the European Union: they employ approximately 100 million people in the old continent. Their proportion of all enterprises is 99,8%, most of them are micro-enterprises. The added value of the SMEs is about 54%. More than 98,8% of the Hungarian enterprises are SMEs that significantly contribute to the continuous renewal of the economy. That was recognised by the European Union and Hungary and they struggle to help the companies with different policy programmes on the venture capital market as well.

The scientific literature gives a positive picture about the early-phase venture capital investments, however, the effects of greater, buy-out categorical transactions are rather neutral. The number of investments of start-up or already operating businesses in Hungary is negligible. Behind many of the financing transactions aiming the early and expansionary phases stood a public organisation in the middle of the previous decade. Due to the weight of the public investments and the difficulties concerning complete mapping of private transactions I focused on the public investments during the primary research.

According to the scientific literature the appearance of the state originates in the fact that young firms do not receive adequate amounts of capital, by that the economic policy objectives cannot be achieved. The state itself can intervene in several ways. Nowadays researchers highlight the effectiveness and market-close operation of the indirect roleplaying among the capital investments. Since this is still in an early stage in Hungary, I studied direct capital investments realised in the middle of the 2000s. I investigated whether the state got closer to some proposed objects (especially to employment and regional targets), and analysed the investment success according to the investor and the investment life phase. The latter was shown by the number of liquidations and profitability indicators.

I studied the transactions of the capital investment program launched in 2003 by two venture capital funds (Corvinus First Innovation Venture Capital Fund, Information

Technology Venture Capital Fund) and the Hungarian Development Bank. The three organisations invested in 34 companies until 2007.⁹⁸

Sources of target companies' definition, characteristics of transactions and analysed data:

- Hungarian Venture Capital and Private Capital Association Yearbooks and Statistics,
- press news,
- company information databases:
- websites of target companies

In order to statistically demonstrate some assumed correlations I performed cross-analyses.

The state direct investments contributed to the achievement of employment goals. In times of crisis the preservation of the jobs can be evaluated as a success, however in the studied cases – taking account the ceased workplaces of the liquidated companies - in the long term the average statistical number of employees increased. The direct net job creation is not significant on national economy level, but this is also due to the relatively low investment.

By the vast majority of the examined investments the central-located operating or start-up companies received capital, and thus the state target facilitating the peripheral areas failed. The MFB proportionately carried out more transactions in the peripheral regions, but there was no statistically significant relationship between the person of the investor and regional activity. By the comparison of the three organisations and the JEREMIE can be found out, that regional targets will only be achieved if the available capital is directed to regions at legislative level as well.

Analysing the companies life phases I found out that the original state intentions prevailed avoiding the parallel activity in this area.

The third of the direct state venture capital investments in Hungary were unsuccessful if under failure the number of liquidations during the investment period is understood. However deeper analysis (e.g. sectoral comparison) did not take place due to the small sample size and lack of information. I examined the success in context of the life phase, and I found out contrary to the expectations that in relation of the studied transactions

⁹⁸ In fact there were somewhat more transactions, but the individual investments of the MFB over 500 million Ft I took out from the analyses.

Hungarian public direct investments financing the expansive phase should not be considered significantly more successful as those financing the early, start-up phase.

Politicians and professionals expect a lot from the JEREMIE program launched in the recent years. The evaluation of the program and comparison with direct investment will be an important research topic in a few years.

However the state has to help the SMEs necessarily not only with its capital investments, but it should create an environment in which the number of transactions multiplies. Changes in the taxation, the high-quality educational system and the development of appropriate risk-taking and creativity stimulating structures may contribute to the reduction of financing problems of SMEs.

MELLÉKLETEK

M1. IRODALOMJEGYZÉK

1. Amess, K. – Wright, M. (2007): The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK. *International Journal of Economics and Business* 14 (2) Letölthető: <http://ssrn.com/abstract=1043081>
2. Arvanitis, S. – Stucki, T. (2013): The Impact of Venture Capital on the Persistence of Innovation Activities of Swiss Start-ups. KOF Working Papers, No. 332. 25 p.
3. ÁSZ (2006a): Jelentés a Magyar Fejlesztési Bank Részvénytársaság működésének ellenőrzéséről. Budapest: Állami Számvevőszék. 67 p.
4. ÁSZ (2006b): Függelék a Magyar Köztársaság 2005. évi költségvetése végrehajtásának helyszíni ellenőrzéséhez. Budapest: Állami Számvevőszék. 533 p.
5. Bacon, N. – Wright, M. – Ball, R. (2013): Private Equity, HRM and Employment. Cass Business School, London. 19 p. <http://www.cassknowledge.com>
6. Baum, J. A. C. – Silverman, B. S. (2004): Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19(3) pp. 411-436.
7. Becskyné Nagy P. – Biczók S. (2006): A kockázati tőke-befektetésekből történő kiszállások útjai. In: Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula. pp. 152-179.
8. Becskyné Nagy P. (2008): A kockázati tőke hozzáadott és „elvett” értéke. Doktori értekezés. Debrecen: DE KDI. 255 p.
9. Bergquist, C. – Dahg, L. – Ehrengren, L. (2008): The impact of the financial gap on growth and development for SMEs. A case study of Sweden with the UK as a reference object. Stockholm University, 56 p.
10. Bertoni, F. – Tykvova, T. (2012): Which Form of Venture Capital is Most Supportive of Innovation? ZEW- Centre for European Economic Research Discussion, Paper No. 12-018, 34 p.
11. BÉT (2003): A kockázati tőke. Elemzés. Budapesti Értéktőzsde. 7 p.
12. Biczók S. (2006): A vállalati kockázati tőke-befektetések (corporate venturing). In: Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula. pp. 152-179.
13. Bosma, N. – Levie, J. (2010): Global Entrepreneurship Monitor Global Report 2009. Global Entrepreneurship Research Association. 72 p.
14. Boucly, Q. – Sraer, D. – Thesmar, D. (2009): Leveraged buyouts – Evidence from French deals. In *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009*. Globalization of Alternative Investments, Working Papers Vol. 2, pp. 47-61.
15. Brander, J. – Du, Q. – Hellmann, T. (2010): Governments as venture capitalists: Striking the right balance. In *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010*. Globalization of Alternative Investments, Working Papers Vol. 3, pp. 25-52.
16. Bruining, H. – Wright, M. (2002): Entrepreneurial Orientation in Management Buy-Outs and the Contribution of Venture Capital. ERIM Report Series Reference No. ERS-2002-67-ORG, 28 p.

17. BVCA (2007): The Economic Impact of Private Equity in the UK. British Private Equity & Venture Capital Association.
18. Bygrave, W. D. – Hunt, S. (2004): Global Entrepreneurship Monitor 2004. GEM Financing Report. Babson College, London Business School, London.
19. Bygrave, W. D. – Timmons, J. A. (1992): Venture capital at the crossroads. Boston: Harvard Business School Press. 345 p.
20. Bygrave, W. D. – Quill, M. (2007): Global Entrepreneurship Monitor 2006. GEM Financing Report, London Business School, London. 27 p.
21. Campbell, D. – Campbell, A. (2008): The economic impact of private equity. *360°, the Ashridge Journal*, Spring 2008, pp. 17-21.
22. Caselli, S. – Gatti, S. – Perrini, F. (2009): Are Venture Capitalists a Catalyst for Innovation? *European Financial Management*, 15 (1) pp. 92-111.
23. Coopey, R. (1995): Venture Capital and the Computer Industry: Financing Growth Companies in the UK. *Business and Economic History*, 24(1)
24. Cressy, R. – Munari, F. – Malipiero, A. (2007): Playing to their strengths. Evidence that specialization in the Private Equity industry confers competitive advantage. *Journal of Corporate Finance*, Special Issue on “Private equity, Leveraged Buyout and Corporate Governance”, 13(4) pp. 647-669.
25. Crisp, J. (2013): Council of Ministers approves European Venture Capital Funds Regulation. EVCA News, 2013.03.22. Letöltve: <http://evca.eu/2013/03/22/council-of-ministers-approves-european-venture-capital-funds-regulation/>
26. CSES (2012): Evaluation of EU Member States’ Business Angel Markets and Policies Final report. Centre for Strategy & Evaluation Services
27. Cumming, D. J. – Johan, S. (2012): Venture’s economic impact in Australia. 41 p. <http://ssrn.com/abstract=2194450>
28. Cumming, D. J. – MacIntos, J. G. (2003): A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance*. 27(3), pp. 511–548.
29. Csapó K. (2006): Áttekintés a gyorsan növekvő vállalkozásokat támogató kormányzati programokról. *Vállalkozás és Innováció*, 1 (1) pp. 83-101.
30. Csapó K. (2009): A gyorsan növekvő kis- és középvállalkozások jellemzői és fejlesztési lehetőségei Magyarországon. Doktori értekezés. Budapest: BCE. 180 p.
31. Davis, S. – Lerner, J. – Haltiwanger, J. – Miranda, J. – Jarmin, R. (2008): Private equity and employment. In *The global impact of private equity report 2008*. Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1, ed. J. Lerner, A. Gurung, 43-64. p. New York: World Economic Forum.
32. Davis, S. J. – Haltiwanger, J. – Jarmin, R. – Lerner, J. – Miranda, J. (2009): Private Equity, Jobs and Productivity. In *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009*. Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 2, pp. 25-44.
33. Davis, S. J. – Haltiwanger, J. C. – Jarmin, R. S. – Lerner, J. – Miranda, J. (2011): Private equity and employment. National Bureau of Economic Research Working Paper 17399. 49 p.

34. EB (2004): Útmutató a kockázati tőkefinanszírozáshoz a regionális politikában. Európai Bizottság Regionális Politikai Főigazgatóság.
35. EB (2007): A Bizottság közleménye a Tanácsnak, az Európai Parlamentnek, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának: Az üzleti kudarc miatti megbélyegzés ellen – az újrakezdés politikájáért. A lisszaboni növekedési és foglalkoztatási partnerség megvalósítása.
36. EB (2013): A Bizottság közleménye az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának: „Vállalkozás 2020” cselekvési terv – A vállalkozói szellem felélénkítése Európában. COM (2012) 795 final
37. EC (2005): Best Practices of Public Support for Early-Stage Equity Finance: Final Report of the Expert Group, Brussels: Commission of the European Communities.
38. EC (2006): Report of the Alternative Investment Expert Group. Developing European Private Equity. European Commission Internal Market and Services DG.
39. EC (2013): Summary of data on the progress made in financing and implementing financial engineering instruments reported by the managing authorities in accordance with Article 67(2)(j) of Council Regulation (EC) No 1083/2006.
40. Economist (2007): The trouble with private equity. *The Economist*, 2007.07.07.
41. Engel, D. – Keilbach, M. (2007): Firm level implications of early stage venture capital investments – an empirical investigation. *Journal of Empirical Finance*, 14, pp. 150–167.
42. EVCA – CMBOR (2001): Survey of economic and social impact of management buyouts and buyins in Europe. Research paper. Brussels: EVCA.
43. EVCA – CMBOR (2008): The Impact of Private Equity-backed Buyouts on Employee Relations. Research paper.
44. EVCA (2005a): Employment contribution of private equity and venture capital in Europe. Brussels: EVCA.
45. EVCA (2005b): Private Equity and Generation Change. The contribution of Private Equity to the Succession of Family Businesses in Europe.
46. EVCA (2008): Benchmarking European Tax and Legal Environments. Brussels. 194 p.
47. EVCA (2009): Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and the European Commission. Brüsszel: European Private Equity and Venture Capital Association. 298 p.
48. EVCA (2010): AIFMD Essentials. EVCA Industry Paper, Brüsszel, 55 p.
49. EVCA (2011): Central and Eastern Europe Statistics 2010. Brüsszel. European Private Equity & Venture Capital Association.
50. EVCA Yearbook (2003)—(2011): EVCA Yearbook 2003-2010. Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity Report, European Private Equity & Venture Capital Association.
51. EVCA (2013a): Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity in 2012. <http://www.evca.eu>

52. EVCA (2013b): Set of Activity Data. Letöltés: <http://www.evca.eu>, 2013. május 30.
53. EVCA (2013c): Long-term investing: The route to sustained growth. EVCA Briefing, Winter 2013.
54. Fenn, G. W. – Liang, N. – Prowse, S. (1995): The Economics of the Private Equity Market. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, DC.
55. Financial Services Authority (2006): Private equity: A discussion of risk and regulatory engagement. Discussion Paper DP06/6. London: Financial Services Authority.
56. Flash EB (2006): SME Access to Finance in the New Member States. Analytical Report. Flash Eurobarometer. European Commission, *Flash EB Series* 184.
57. France Angels (2004): Business Angels Survey 2003. Letöltve: [http://www.eban.org/doc/Rapport Enquete France Angels 2003_EN.ppt](http://www.eban.org/doc/Rapport%20Enquete%20France%20Angels%202003_EN.ppt)
58. Freear, J. – Sohl, J. E. – Wetzel, W. E., Jr. (1995): Angels: Personal Investors in the Venture Capital Market. *Entrepreneurship and Regional Development* (7) 85-94. p.
59. GKI (2009): A mikro-, kis és közepes vállalatok növekedésének feltételei. GKI Gazdaságkutató ZRt., Budapest. 141 p.
60. GKM (2005): A kis- és középvállalkozások helyzete 2003–2004. Éves jelentés. Budapest: Gazdasági és Közlekedési Minisztérium.
61. Gladstone, D. (1997): A kockázati tőke kézikönyve. Budapest: OMIKK-COVENT. 379 p.
62. Glavanits J. (2012a): A kockázati tőkebefektetések adózásának egyes kérdései. *Miskolci Jogi Szemle*, 7(1) pp. 104-114.
63. Glavanits J. (2012b): A kockázati tőkebefektetések egyes jogi aspektusai. Doktori értekezés. Győr: SZE ÁJDI. 245 p.
64. Gompers, P. (1994): The Rise and Fall of Venture Capital. *Business and Economic History*, Vol. 23, No. 2., pp. 1-26.
65. Gompers, P. – Lerner, J. (2001): The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, (Spring, 2001), pp. 145-168.
66. Gottschalg, O. (2007): Executive Summary. European Parliament: Private Equity and Leveraged Buy-outs. Policy Department Economic and Scientific Policy, IP/A/ECON/IC/2007-25.
67. Hall, D. (2007): Methodological issues in estimating the impact of private equity buyouts on employment. PSIRU, University of Greenwich. 12 p.
68. Harrison, R. T. – Mason, C. M. (2000): Editorial: the role of the public sector in the development of a regional venture capital industry. *Venture Capital*, 2(4) pp. 243-253.
69. Hellmann, T. – Puri, M. (2000): The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *Review of Financial Studies*, 13. pp. 959-984.
70. Hirukawa, M. – Ueda, M. (2011): Venture capital and innovation: Which is First? *Pacific Economic Review*, 16(4), pp. 421-465.

71. Hwang, V. W. (2013): 5 Reasons the Government Fails at Venture Capital. *Forbes*.2013.02.18.
Letöltve: <http://www.forbes.com/sites/victorhwang/2013/02/18/5-reasons-the-governments-fails-at-venture-capital/>
72. Imreh Sz. (2005): Vállalkozásfejlesztés, mint a kis- és középvállalkozások hálózatosodásának ösztönzése. Doktori értekezés. Szeged: SZTE KDI. 210 p.
73. Jääskeläinen, M. – Maula, M. – Murray, G. (2007): Profit Distribution and Compensation Structures in Publicly and Privately Funded Hybrid Venture Capital Funds. Discussion Papers in Management, Paper number 07/04. University of Exeter. 38 p.
74. Kaplan, S. N. – Lerner, J. (2010): It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22 (2) pp. 36-47.
75. Karsai J. (1997): A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle*, XLIV. évf., pp. 165-174.
76. Karsai J. (2002a): Mennyit fordít a kockázati tőke az innováció finanszírozására? *Vezetéstudomány*, XXXIII. évf. 11. sz. pp. 41-52.
77. Karsai J. (2002b): Mi keresnivalója van az államnak a kockázati-tőke-piacon? A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, XLIX. évf., 2002. november pp. 480-497.
78. Karsai J. (2003): A kockázati tőke alkalmazásának lehetőségei és hatása a versenyképességre. In: *EU-csatlakozás és versenyképesség*. Európai Tükör Műhelytanulmányok. 93. szám
79. Karsai J. (2004): Helyettesítheti-e az állam a magántőke-befektetőket? Az állam szerepe a kockázati-tőke-piacon. MTA KTK Műhelytanulmány. MT–DP. 2004/8.
80. Karsai J. (2007): Kifelé a zsákutcából. Állami kockázati tőke és innováció. *Közgazdasági Szemle*, LIV. évf., 2007. december. pp. 1085–1102.
81. Karsai J. (2009): Áldás vagy átok? A magántőke-befektetések hatása a gazdaságra. MTA Közgazdaságtudományi Intézet Műhelytanulmány. 29 p.
82. Karsai J. (2012): A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban. Budapest: Közgazdasági Szemle Alapítvány; MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézet. 249 p.
83. Katona J. (2006): Az Oslo kézikönyv harmadik kiadásának kiértékelése. Szakirodalmi összeállítás és elemzés a Nemzeti Kutatási és Technológiai Hivatal megbízásából. <http://innova.eszakalfold.hu/hu/dokumentumtar.html>
84. Kormány (2007): J/4724. számú jelentés a kis- és középvállalkozások 2005-2006. évi helyzetéről, gazdálkodási feltételrendszeréről, valamint a kis- és középvállalkozások részére nyújtott támogatásokról. Magyar Köztársaság Kormánya, előadó Dr. Kákosy Csaba.
85. KSH (2012): Vállalkozások demográfiája, 2010. *Statisztikai tükör*, 6 (34).
86. Kortum, S. – Lerner, J. (2000): Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*. 31 (4) pp. 674–692.

87. Kosztopulosz A. – Makra Zs. (2005): A kockázati tőke részvételének formái a technológia-orientált vállalkozások fejlődésének korai szakaszában. In: Buzás N. (szerk.): Tudásmenedzsment és tudásalapú gazdaságfejlesztés. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei. JATEPress, Szeged, pp. 328-351.
88. Kosztopulosz A. – Makra Zs. (2007): Az informális tőkebefektetők és üzleti angyalok szerepe az új, innovatív vállalkozások finanszírozásában. In Makra Zs. (szerk.): *A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Szeged: Universitas Szeged Kiadó, pp. 67-99.
89. Kovács B. (2011): Állami kockázati tőke a magyar kkv-finanszírozásban. Doktori értekezés. Győr: SZE RGDI. 164 p.
90. Kovács T. (2005): „Csepp a tengerben”, avagy a kockázati tőkeágazat helyzete és problémái Magyarországon. Diplomadolgozat. NYME KTK, Sopron.
91. Kovácsné Antal A. (2011): Kockázattőke-finanszírozás a hazai kis- és középvállalkozásokban. Doktori értekezés. Kaposvár: KE GTK. 256 p.
92. KSH (2008): Útmutató a munkaügy-statisztikai adatszolgáltatáshoz. Budapest: Központi Statisztikai Hivatal.
93. KSH (2011): A kis- és középvállalkozások helyzete a régiókban. Budapest: Központi Statisztikai Hivatal. 54 p.
94. Landström, H. (2003): Småföretaget Och Kapitalet. SNS förlag, 266 p.
95. Lawton, T. (2002): Missing the target: assessing the role of government in bridging the European equity gap and enhancing economic growth. *Venture Capital* 4(1) pp. 7-23
96. Leleux, B. – Surlemont, B. (2003): Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis *Journal of Business Venturing*, 18(1) pp. 81-104.
97. Lerner, J. (2002a): Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation. *Negotiation, Organizations and Markets Research Paper* No. 03-13. http://ssrn.com/abstract_id=366041
98. Lerner, J. (2002b): When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective 'public venture capital' programmes. *The Economic Journal*, 112 (February), F73-F84.
99. Lerner, J. – Gurung, A. (2008): Executive Summary. In: Lerner, J. – Gurung, A. (szerk.): *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008*. World Economic Forum: Globalization of Alternative Investments, Working Papers, Vol. 1. Genf.
100. Lutz, E. – Achleitner, A-K. (2009): Angels or Demons? Evidence on the Impact of Private Equity Firms on Employment. *CEFS Working paper Series 2009-10*. <http://ssrn.com/abstract=1420638>.
101. Makra Zs. – Kosztopulosz A. (2004): Az informális kockázati tőkebefektetések szerepe az innovatív kisvállalkozások finanszírozásában Magyarországon. Kutatási jelentés A kockázati tőke helyzete, szerepe az innovatív vállalkozások finanszírozásában című kutatáshoz. Budapest-Szeged

102. Makra Zs. (2007): Egyéni (informális) kockázati tőke-befektetők Magyarországon. Doktori értekezés. PTE KTK.
103. Mansel-Pleydell, T. (2002): „Kiszállna? Hiszen még be sem szállt!” *MKME évkönyv 2002*.
104. Martin, R. – Berndt, C. – Klagge, B. – Sunley, P. (2005): Spatial proximity effects and regional equity gaps in the venture capital market: evidence from Germany and the United Kingdom. *Environment and Planning A* 37(7) pp. 1207 – 1231.
105. Mason, C. M. – Harrison, R. T. (2004): Improving access to early stage venture capital in regional economies: a new approach to investment readiness. *Local Economy*, 19(2) pp. 159-173.
106. Meerkatt, H. – Rose, J. – Brigl, M. – Liechtenstein, H. – Prats, M. J. – Herrera, A. (2008): The Advantage of Persistence. How the Best PE Firms „Beat the Fade”. BCG, IESE Business School of the University of Navarra. 24 p.
107. Murray, G. C. (2007): Venture capital and government policy. In: Landström (szerk.): *Handbook of Research on Venture Capital*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, pp. 113-151.
108. MV (2008): Kockázati tőkealap-kezelők Magyarországon. MV Zrt. Sajtóközlemény, 2008.06.18.
109. MV (2009): Pályázati felhívás a Gazdaságfejlesztési Operatív Program és a Középmagyarországi Operatív Program keretében finanszírozott Új Magyarország Kockázati Tőkeprogramok Gazdaságfejlesztési Operatív Program 4. Prioritás keretében finanszírozott Közös Alap Alprogramja közvetítőinek kiválasztására.
110. Linde, L. – Prasad, A. (2000): Venture Support Systems Project: Angel Investors. Massachusetts Institute of Technology, Entrepreneurship Center, Cambridge.
111. MKME (2004): Évkönyv 2004. Budapest: Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület.
112. MKME (2005): Évkönyv 2005. Budapest: Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület.
113. NFÜ (2013): Értékelési évkönyv 2013. Nemzeti Fejlesztési Ügynökség. 128 p.
114. Nichols, R. (2011): State Governments: The Latest Venture Capitalists. *GOVERNING magazine*. March 2011. Letöltve: <http://www.governing.com/topics/economic-dev/State-Governments-Latest-Venture-Capitalists.html>
115. Norbäck, P.-J. – Persson, L. – Tåg, J. (2011): Ownership Efficiency and Tax Advantages: The Case of Private Equity Buyouts. IFN Working Paper, No. 841. 38 p.
116. NVCA (2011): Venture Impact. The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy. National Venture Capital Association. 13 p.
117. NVCA (2013): Venture-backed IPO exits fall to three-year low. News release. New York: National Venture Capital Association. April 1, 2013.

118. OECD (2004): *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*. Science Technology Industry, Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris, 29 p.
119. Osman P. (1996): Kockázati tőke a vállalkozás finanszírozásában. Budapest: Co-nex.
120. Osman P. (2005): A kockázati tőke-típusú finanszírozásról. *Iparjogvédelmi és Szerzői Jogi Szemle*, 110 (7).
121. Osman P. (2006): A kockázati tőkéről. In: Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula. pp. 11-32.
122. Papp G. (2012): Innovatív vállalatok kockázati tőke alapú finanszírozása a JEREMIE Programon keresztül. Budapest: BÉT. 97 p.
123. Peneder, M. (2010): The impact of venture capital on innovation behaviour and firm growth. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 12(2) pp. 83-107.
124. Piac és Profit (2006): Hatékonyabb folytatás. Piac és Profit Kiadó Kft. <http://www.piacesprofit.hu/egyeb-cikkek/hatekonyabb-folytatas/>
125. Popov, A. – Roosenboom, P. (2012): Venture capital and patented innovation: evidence from Europe. *Economic Policy*, 27 (71) pp. 447-482.
126. Povaly, S. (2007): *Private Equity Exits. Divestment Process Management for Leveraged Buyouts*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg. 412 p.
127. Privátbankár (2013): Van egy jó vállalkozásod? Van 6 milliárdunk – itt a Jeremie IV. Privátbankár.hu 2013.06.18. Letöltve: <http://privatbankar.hu/kkv/van-egy-jovallalkozasod-van-6-milliardunk-itt-a-jeremie-iv-258806>
128. PSE Group in European Parliament (2007): *Hedge funds and private equity: A critical analysis*. Report of the PSE Group in European Parliament, Brussels, Parti Socialiste Européen.
129. Puri, M. – Zarutskie, R. (2010): On the Lifecycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms. EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper; US Census Bureau Center for Economic Studies Paper No. CES-WP-08-13.
130. Rasila, T. – Seppä, M. – Hannula, M. (2002): *V2C or Venture-To-Capital – New Model for Crossing the Chasm between Start-Up Ventures and Venture Capital*. E-Business Research Center, Tampere University of Technology. Tampere, 13 p.
131. Sajtos L. – Mitev A. (2007): *SPSS kutatási és adatelemzési kézikönyv*. Budapest: Alinea Kiadó. 402 p.
132. Sohl, J. (2013): *The Angel Investor Market in 2012: A Moderating Recovery Continues*. Center for Venture Research, University of New Hampshire.
133. Söderblom, A. – Wiklund, J. (2005): *Factors Determining the Performance of Early Stage High-Technology Venture Capital Funds. A Review of the Academic Literature*. Small Business Services, UK. 65 p.
134. Sørensen, M. (2007): How Smart is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital. *The Journal of Finance*, 62 (6), pp. 2725-2762.
135. Strömberg, P. (2009): *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of research findings*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1429322

136. Szerb L. (2006): Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. In: Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula. pp. 95-122.
137. Tåg, J. (2010): The real effects of private equity buyouts. IFN Working Paper No. 851. 25 p. <http://www.ifn.se/wfiles/wp/wp851.pdf>
138. Thomson Reuters – NVCA (2013): Venture capital funds raised \$20.6 billion during 2012. News Release. New York: Thomson Reuters and National Venture Capital Association. January 7, 2013.
139. TheCityUK (2012): Private Equity. *Financial Market Series*. TheCityUK Research Centre. 11 p.
140. Tian, X. (2011): The Role of Venture Capital Syndication in Value Creation for Entrepreneurial Firms. A significantly revised version of Chapter 3 of his dissertation. <http://ssrn.com/abstract=954188>
141. Tóth L. (2013): A JEREMIE I program eddigi teljesítménye számokban. <http://kockazatitoke.blog.hu> Letöltve: 2013.01.29
142. Tóth V. (2005): Forrástérkép a K + F és innovatív projektek, vállalkozások finanszírozásához. Szombathely: Nyugat-Pannon Regionális Fejlesztési Rt. 38 p.
143. Treasury Select Committee (2007): Private equity. Vol. 1. Tenth report of session 2006-7, HC567-1.
144. Tucker, J. –Lean, J. (2003): Small firm finance and public policy. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 10(1) pp. 50-61.
145. Wall, J. – Smith, J. (1997): Better Exits. *The Journal of Private Equity*. 1(2) 31-43. p.
146. Watt, A. (2008): The impact of private equity on European companies and workers: key issues and a review of the evidence. *Industrial Relations Journal* 39(6), pp. 548–568.
147. Wright, M. – Thompson, S. – Robbie, K. (1992): Venture capital and management-led, leveraged buyouts: A European perspective. *Journal of Business Venturing*, 7 (1) pp. 47-71.
148. Zahra, S. A. (1995): Corporate Entrepreneurship and Financial Performance: The Case of Management Leveraged Buyouts. *Journal of Business Venturing*, 10 pp. 225-247.

Jogszabályok

1998. évi XXXIV. törvény a kockázati tőkebefektetésekről, a kockázati tőketársaságokról, valamint a kockázati tőkealapokról

2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról

2018/2003. (II. 12.) Korm. határozat a Magyar Fejlesztési Bank Rt. középtávú stratégiájának irányelveiről

1041/2005. (V. 5.) Korm. határozat a „Sikeres Magyarországért” Hitelprogramok meghirdetéséről és a fejlesztési tőkefinanszírozási eszközök kiszélesítéséről

Honlapok

<http://www.ckta.hu/>

http://www.compleo-consulting.hu/content/content_241.html

<http://e-beszamolo.kim.gov.hu/>

<http://www.e-cegjegyzek.hu/>

<http://www.economicshelp.org>

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>

http://ec.europa.eu/regional_policy

<http://evca.eu/>

<http://www.hvca.hu/>

<http://www.ksh.hu/>

<http://ikta.rfh-rt.hu/>

<http://www.mvzrt.hu>

<http://www.szta.hu/>

M2. JEREMIE ALAPOK, ALAPKEZELŐK, ÜGYLETEK⁹⁹

Biggeorge's-NV EQUITY Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.¹⁰⁰

A Biggeorge's-NV EQUITY Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. 2008-ban jött létre a Biggeorge's-NV cégcsoport tagjaként. A társaság két magyar magánbefektető, Nagygyörgy Tibor, és dr. Nyíri Viktor közvetett tulajdonában áll.

Bár a Biggeorge's-NV Csoport legnagyobb és legismertebb vállalata az ingatlanfejlesztéssel foglalkozó Biggeorge's-NV, azonban a tulajdonosok az elmúlt 10-15 évben több jelentős kockázati tőkebefektetést hajtottak végre az ingatlanpiachoz kapcsolódó szolgáltatási, pénzügyi szolgáltatási, a humán egészségügyi, informatikai, és vendéglátó szektorokban. Ennek a kockázati tőkebefektetési tevékenységnek a formalizálása, továbbfejlesztése, illetve a JEREMIE programban történő részvétel céljából került megalapításra a Biggeorge's-NV EQUITY Kockázati Tőkealap-kezelő társaság. Az alapkezelő létrehozása arra is lehetőséget teremt, hogy új alapok létrehozásán keresztül más befektetők is csatlakozhassanak a hazai kis- és középvállalati szektorban végrehajtani tervezett kockázati tőke-befektetésekhöz.

2009-ben sikeresen pályázott a JEREMIE Program keretében egy 4 milliárd forintos, 30%-ban a tulajdonos magánbefektetők, 70%-ban az Európai Unió által finanszírozott közös alap létrehozására. A közös alap, a Biggeorge's-NV Equity I. 2010 áprilisában kezdte meg működését.

Eddigi teljesítmény:

8 befektetésük volt, ezekbe kb. 1,7 milliárd forintot szereztek le, a kilencedikkel pedig aláírás előtt állnak. További két társaságnál a szerződéskötési tárgyalások folynak. Eddigi cégek: Számlaközpont Zrt., Saunik Kft., Első Magyar Konzolidátor Zrt., Velgene Biotechnológiai Kft., Attrecto Zrt., Noipsot Kft., Laokoon Kft., Boadree Zrt.

A 8 cégből 5 az informatika valamilyen részterületén aktív, 2 élettudomány / egészségügy, 1 dizájn. Az aláírás előtt álló társaság is az egészségügyre koncentrálna.

Az Alap célja jelenleg az érettebb, néhány százmilliós árbevételű projektek felkutatása, de az egészen korai fázisú befektetésekkel is szívesen foglalkoznak.

⁹⁹ Az alapkezelők és kockázati tőke-blogok alapján, 2012. év végi adatok.

¹⁰⁰ <http://bnv-equity.hu/>

CENTRAL-FUND Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.¹⁰¹

Az Alapkezelőt a részvényesek 2008-ban azért alapították, hogy egy olyan magyarországi kockázati tőkealap létrehozását valósítsa meg és a továbbiakban menedzseljen, amelynek befektetési célterülete az alultőkésített, finanszírozási gondokkal küzdő magyar kis- és középvállalati szektor. A sikeres indulást követően ennek az alapnak a kezelését 2011-től a célcsoporthoz tartozó Első Magyar Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. viszi tovább.

Az Alapkezelő 2010 márciusától a hazai KKV szektor korai valamint növekedési életszakaszban lévő vállalatai tőkehelyzetének javítására szakosodott JEREMIE kockázati tőkealapot kezel CenTech Új Magyarország Kockázati Tőkealap néven.

Az Alap rendelkezésére álló befektethető tőke nagysága 5 milliárd forint, amely 3,5 milliárd forint uniós forrásból és 1,5 milliárd forint magánforrásból tevődik össze.

Befektetési politikája szerint finanszírozási szempontból azokat a magyar vállalkozásokat preferálja, amelyek minimális iparági megkötés mellett jelentős növekedési potenciállal rendelkeznek. Jellemzően két befektetési típusból építi portfólióját: a megalapozott üzleti tervvel rendelkező, innovatív, életpályájuk kezdeti fázisában lévő, illetve a stabil üzletmenettel rendelkező, növekedési fázisba lépő vállalkozások.

Az Alap előnyben részesíti a nagyobb méretű befektetéseket és 50 millió forint alatti finanszírozási igény esetén csak különösen indokolt esetben kezd tárgyalásokat.

Befektetése során többségi tulajdonrész megszerzésére törekszik és a befektetési céltársaság irányításában minden esetben 25%-ot meghaladó szavazati jogosultságnak megfelelő részesedést szerez.

Nagy hangsúlyt fektet a már megvásárolt vállalatok irányítási és monitoring tevékenységének fejlesztésére, kiaknázva az Alapkezelő vezetése mögött álló – összességében több, mint 50 vállalat irányítása során szerzett – tapasztalatot.

Eddigi teljesítmény:

Az Alap eddig 7 társaságba, több iparágba fektetett be, s 1,4 milliárd forintot helyezett ki.

¹⁰¹ <http://www.central-invest.hu/uj/>

Többek közt: IT, Telco, Egészségügy, de például a Zinemath Zrt. révén van portfóliócég a filmiparban is.

A portfóliójuk több iparági szegmenst érintenek, ahol az Alap nem csak tőkével, hanem az iparág szakértőivel valamint kapcsolatrendszerével is segítik a cégek növekedését.

2013-2014-re várják az első sikeres exitet.

DBH Investment¹⁰²

A Development Bridge Head (DBH) 1994-ben magyar és holland non-profit szervezetként jött létre Maastrichtban. Ez volt az első magyar, regionális érdekeltségű, gazdaság- és üzletfejlesztéssel foglalkozó társaság Magyarország határain kívül. A szervezet tanácsadással, szolgáltatásokkal igyekezett támogatni a holland cégek magyarországi beruházásait. Az alapítvány 1998-ban profitorientált szervezetté vált a DBH Group megalapításával. A cégcsoport központja 2005-től Budapesten található. 2008 őszén az európai pénzügyi, befektetési piacon szerzett tapasztalataira alapozva létrehozta a DBH Investment Kockázati Tőkealap-kezelő Zártkörűen Működő Részvénytársaságot, amely 2009 októberében eredményesen szerepelt a JEREMIE program pályázatán. Az 5 milliárd forintos jegyzett tőkével létrehozott kockázati tőkealap jellemzően magas hozzáadott értékű, technológia-intenzív iparágakban keres befektetésre alkalmas kis- és középvállalkozásokat.

2010-ben a DBH Investment 855 millió forintot helyezett ki 3 technológia intenzív kis – és középvállalkozásba. A tőkealap 340 millió forintot investált a gyógyszer technológiai fejlesztésekkel foglalkozó NANOFORM Magyarország Kft-be, 200 millió forintot az orvosieszköz-fejlesztésre és gyártásra szakosodott Proinvest Hungary Kft-be és 315 millió forintot az ipari automatizálási eszközök gyártására szakosodott C-TECH Menedzsment Kft-be. 2011-ben DBH Investment 410 millió forintot fektetett az egrí székhelyű felhő szolgáltatással foglalkozó Central Europe On-Demand Zrt-be (CE On-Demand). 2012-ben a DBH Investment 200 millió forintot investált az egészségügyi szolgáltatással foglalkozó, INDISO International Kft-be, valamint 80 millió forintot a szintén egészségügyi szolgáltatással foglalkozó HandInScan Kft-be.

¹⁰² <http://www.dbh-investment.com/>

A vállalatcsoport által kifejlesztett „DBH Üzleti Modell” segítségével jött létre az az európai céghálózat, amely budapesti, rotterdami, debreceni, miskolci valamint kassai és bukaresti irodájának szoros együttműködése révén számos befektetést hajtott végre az országban és régiókban. Az évek során kidolgozott üzleti modell egyrészt fizikai infrastruktúrát (szolgáltatott irodák és szolgáltatott ipari létesítmények), valamint az erre épülő üzleti szolgáltatásokat (pénzügy, üzleti adminisztráció és projektmenedzsment területeken), harmadrészt pedig kockázati tőkét biztosít a hazai és nemzetközi KKV-knak.

A DBH Kockázati Tőkealap futamideje 10 év, amelyen belül a befektetési időszak 2013. december 31-ig tart. Célcsoportját kizárólag magyarországi székhellyel rendelkező KKV-k képezik. Ezen vállalkozásokra vonatkozó további ágazati és működési megkötések a befektetési kritériumok címszó alatt kerülnek részletes bemutatásra.

Az alap elsősorban olyan start up és innovatív vállalkozások növekedési pályára állítását célozza meg, amelyek 2-6 éves befektetési időszakot követően az eredményes működés révén képesek lesznek önállóan a menedzsment által vagy szakmai befektetők segítségével az Alapot kivásárolni. A céltársaságok tekintetében nem határoztak meg kizárólagos ágazati preferenciát, viszont jellemzően az innováción alapuló, technológia intenzív, high-tech iparágak projektjei pályáznak a legjobb eséllyel.

A tervezett minimális befektetési méret 50-70 millió Ft. Az Alap jellemzően a 150-400 millió Ft közötti projekteket részesíti előnyben. A pályázati megkötések miatt egy vállalkozásba gazdasági éven belül befektethető maximális tőkeösszeg 400 millió forint. A követő befektetések révén ez 3 év alatt 1,2 milliárd forintos befektetést is lehetővé tesz.

A befektetési időszakon belül lehetőség van tagi kölesön nyújtására is. A céltársaságokban nem határoztunk minimális vagy maximális részesedésszerzést, ez a mindenkori projektjavaslatok alapján kerül megállapításra.

Eddigi teljesítmény:

7 befektetése van az alapnak, s 1,6 milliárd forintos tőkekihelyezés történt.

Befektetések: Nanoform Magyarország Kft., Proinvest Hungary Kft., C-Tech Menedzsment Kft., Central Europeon Demand Zrt., Serviced OfficeCentral Europe, INDISO International Kft, Hand in Scan Kft.

Hasznosnak ítélik azokat a kezdeményezőket, akik a start upok felkészítését célozzák és segítik a tőkebevonást.

Euroventures Zrt.¹⁰³

A Euroventures Közép-Kelet Európa egyik legrégebben működő, vezető, független private equity és kockázati tőke befektetője, 1989 óta négy befektetési programot kezel.

A Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület alapító tagja, valamint a European Private Equity & Venture Capital Association szakmai iránymutatása, működési szabályzatai, értékelési és jelentési irányelvei szerint működik.

A Zrt. (akkor még Etalon Capital Zrt. névvel) 2009 végén nyerte el a JEREMIE program co-investment alapjának alapkezelői mandátumát. Az így 4 milliárd forint jegyzett tőkével megalapított Euroventures IV Kockázati Tőkealap 2010 februárjában kezdte meg befektetési tevékenységét. Az alaphoz a Svájci–Magyar Együtműködési Program további 3,1 milliárd forinttal járult hozzá 2011 szeptemberében, mellyel az alap teljes tőkéje 7,1 milliárd forintra nőtt.

Az Alap célja, hogy elősegítse magánbefektetők magyar kis és közép vállalatokba történő befektetéseit. Az alap futamideje 10 év a befektetési periódus 2013. december 31-ig tart.

A befektetés célpontja olyan 5 évnél fiatalabb korai fázisú vagy expanzió előtt álló kis- és közepes vállalat lehet, melynek konszolidált éves árbevétele nem éri el a 1,5 milliárd forintot, és melynek székhelye a Közép-Magyarországi Régióban van.

A minimális befektetési méret kb. 100 millió forint.

A befektetett összeg legalább 30%-a magán társbefektető(k)től kell származnia készpénz formájában. Társbefektető lehet bármilyen hazai vagy külföldi magánszemély vagy cég.

A befektetés tőkeemelésként érkezik a cégbe. A befektetés az ingatlan, szén- és acélipar, valamint pénzügyi szolgáltatások kivételével bármely iparágban megvalósítható. A befektetések legalább 60%-át kezdő, illetve innovatív vállalkozásokba allokálható.

A befektetést követő 3-6 éven belül üzletrészt értékesíteni kell, ezért a befektetéskor szükséges a többi tulajdonos által is elfogadott és támogatott tiszta exit stratégia.

¹⁰³ <http://www.euroventures.hu/>

Mivel a JEREMIE alapok között egyedülként hozamuk jelentős részét át tudják engedni társbefektetőiknek, szívesen várnak olyan üzleti angyalokat is, akik az alappal elérhető magasabb hozamért cserébe befektetésük mellett hozzáértésükkel, szakértelmükkel is készek támogatni a célvállalat működését.

Eddigi teljesítmény:

Az alap a többi JEREMIE alaptól eltérően a magánbefektetőket nem vonta be az alapba, hanem azok az egyes portfólióvállalatokba fektetnek be az alap mellett. Így a teljes befektetett összeg az alap és társbefektetőik együttes befektetéseiből áll össze, ami meghaladja a három milliárd forintot. Eddig 10 társaságban fektetett be.

Befektetéseik: Biodiagnosztika Kft, Medimass Kft, Eutecus HU Kft, THX Games Zrt, Medicover Dental Kft, Omixon Biocomputing Kft, UbiChem Pharma Manufacturing Kft, Tresorit Kft, Amand Nemzetközi Borkereskedelmi Kft.

Finext Startup Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.¹⁰⁴

A magyarországi innovatív kis- és közepes méretű vállalkozásokba fektet be és segíti elő azok fejlődését és növekedését. Ezen cégek különleges igényeit felismerve, s elkötelezett szándéka, hogy a portfólióban lévő vállalatokat a tőketámogatáson felül további innovatív eszközökkel és kiemelkedő színvonalú tanácsadással segítse.

Kidolgozott egy egyedülálló csomagot, amely ötféle módon ad a vállalkozások kibontakozásához és a fejlődéséhez támogatást: tőkét juttat a növekedéshez, üzleti és innovációs infrastruktúrát biztosít a fejlődéshez, hálózatépítéssel támogatja a kutatási és fejlesztési erőfeszítéseket, üzleti kapcsolatokról gondoskodik a sikeres vállalkozás-építéshez, illetve menedzsment és HR-tanácsadással, mentori munkával segíti a vállalatokat az akadályok átugrásában és a növekedésben.

Olyan befektetéseket preferál, amelyek befektetési potenciálja 150 millió és 1 milliárd forint között van.

A JEREMIE Program keretében létrejött alap jegyzett tőkéje 7,36 milliárd forint.

¹⁰⁴ <http://www.finext.hu/>

Befektetési elvei alapján elsősorban olyan cégeket támogat és fektet be, amelyek innovációra építenek; egyedi szolgáltatást nyújtanak / terméket készítenek/; készek külgazdasági megjelenésre, nemzetközi terjeszkedésre, vagy hazai meghatározó szerepre; kompetens, bizonyított menedzsment csapattal rendelkeznek; reális és alátámasztható cégértékelés és világos exit potenciál.

Eddigi teljesítmény:

9 befektetési döntés, ebből eddig 7 startup vállalkozásba történt folyósítás, 3 milliárd forint kihelyezéssel. Az Alap további 2-4 új befektetési döntést tervez 2013-ra.

Az eddig megvalósult befektetések a következők: Webcam Laboratory, PocketGuide, eTotem, Wellness Operations, FMRH Kft., Intellitext Kft, és Egészségügyi Innovációs Kft.

MORANDO Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.¹⁰⁵

2008. június 2-án jött létre, s azóta végzi kockázati tőke-alapkezelési tevékenységét.

Az Alap a Gazdaságfejlesztési Operatív Program 4. Prioritás keretében finanszírozott Új Magyarország Kockázati Tőkeprogramok részvételével Közös Alapként jött létre. Az Alapkezelő által kezelt Alap jegyzett tőkéje 6,5 milliárd forint (~22 millió euró), melyet a tulajdonosok a befektetési időszak első 4 évében, a megvalósuló befektetések forrásigényének függvényében bocsátanak rendelkezésre. Az Alap futamideje 10 év. Az egyes befektetések tekintetében a befektetés időtartamát célszerűen 3-7 évben határozták meg.

Az Alap gazdasági célja, hogy közép- és hosszú távú befektetéseket hajtson végre korai, induló és – kisebb részben – expanziós életciklusban lévő, jelentős növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokban. Az Alap kiemelt feladatként jelöli meg az innovatív tevékenységet végző vagy termékek előállítását célul kitűző kisvállalkozások tőkebefektetés által történő fejlesztését.

¹⁰⁵ <http://www.morando.hu/>

Eddigi teljesítmény:

2012. október végéig valamivel több, mint 4 milliárd forint befektetéséről hozott döntést összesen 11 befektetési célpont esetében, illetve ebből 4 milliárd forint került folyósításra.

A vállalkozások listája: Geoterm Invest Kft., Meta-MPI Kft, Infirio Reklámszolgáltató Kft., GTR Investment Kft, London Halifax 1886 Kft., Game Server Invest Kft., Aurum Horatii Kft., Brikett Investment Kft., Wire Invest Kft., Netfone Invest Kft., KÖZIT Informatikai Kft.

PortfoLion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.¹⁰⁶

A PortfoLion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. 2010-ben kezdte meg működését, az OTP Csoport tagjaként. A PortfoLion stratégiai célja, hogy az elkövetkezendő öt évben a régió legkiemelkedőbb kockázati tőke befektetője legyen. Ennek érdekében olyan növekedési fázisban lévő vállalatokkal törekszik együttműködesre, amelyek egyedi és innovatív megoldásokkal képesek erős piaci pozíciót szerezni, így kiemelkedő növekedési lehetőséggel rendelkeznek.

A pénzügyi befektetéseken túl, az alapkezelő menedzsment tapasztalatai is támogatják a közösen megvalósítandó üzleti terveket. Kiemelt figyelmet fordítottak arra, hogy befektetési igazgatók olyan sokrétű szakmai háttérrel rendelkezzenek, hogy minél szélesebb körű támogatást tudjanak nyújtani az Alap portfóliójába tartozó társaságoknak. Tapasztalatuk kiterjed mind a nemzetközi terjeszkedés és know-how transzfer lebonyolítására, jártasak az informatikai és high-tech típusú befektetésekből, az ipari termelések kialakításában, az uniós pályázati stratégiák és banki finanszírozási konstrukciók kialakításában. Mindezen képességek elengedhetetlenek az induló, illetve növekedési szakaszban lévő cégek számára.

A pénzügyi stabilitás megteremtéséhez jelent biztos alapot az OTP Bank régió szintű piaci ismerete és üzleti kapcsolatrendszere (pl. fejlesztési-, forgó-eszköz hitelek, stb.). A finanszírozott cégek régiós terjeszkedését elősegítjük a környező országokban, valamint Oroszországban is az OTP Csoport régiós hálózatán keresztül. Támogatásuk kiterjed uniós pályázati források hatékony aktiválására és menedzselésére is.

¹⁰⁶ <https://www.otpbank.hu/portfolion/Fooldal>

OTP Kockázati Tőke Alap I.

Az OTP Csoport az OTP Kockázati Tőke Alap I-gyel jelent meg a hazai kockázati tőke piacon, mint befektető. Az üzleti célok megvalósításához lehetőséget biztosít a JEREMIE programban való részvétel. Jelentős kockázatvállalással szállt be az OTP Bank, 44 %-os tulajdonrészrel, a másik tulajdonos az Új Magyarország Kockázati Tőke Program, 56 % -kal.

Az alap jegyzett tőkéje 6,8 milliárd Ft (~23 millió EUR), melyet a tulajdonosok a befektetési időszak első négy évében, a megvalósuló befektetések forrásigényének függvényében bocsátanak rendelkezésre. A diverzifikált ágazati struktúra preferenciái a következők: informatika, biotechnológia, környezetvédelem és megújuló energiaforrások, továbbá élelmiszeripar.

Az Alap futamideje 8 év. Az egyes befektetések tekintetében a befektetés időtartamát átlagosan 5 évben határozták meg.

Eddigi teljesítmény:

11 befektetési döntést valósított meg, egy befektetési döntés előtt álló, valamint számos részletes vizsgálati szakaszban lévő projekttel rendelkezik. 5 milliárd forintot helyezett ki.

A befektetési portfóliót alkotó társaságok: Cryo Management Kft., Digital Recognition Systems Kft., Intellio Technologies Zrt., Stringdrive Technologies Kft., Cellum Global Zrt., Leonar3Do International Zrt., Gravity Kft., KPS International Zrt., Nanushka International Zrt., 3GMultimédia Kft., Replise Kft.

A PortfoLion megvalósította a JEREMIE I. első sikeres teljes exit-eseményét. A Cryo a biotechnológiai piac úttörő szereplője, kutatás-fejlesztéssel, speciális eszközök gyártásával és értékesítésével foglalkozik. A Társaság a teljes időszak alatt dinamikusan fejlődött, üzleti gyakorlata és szervezete egyre professzionálisabbá vált, végig teljesítette az üzleti célokat, ezzel felkeltve egy svéd nemzetközi szereplő érdeklődését. A Cryo teljes vételára 5 és 9 millió euró között mozog, a következő 3 évre kitűzött fejlesztési és értékesítési mérföldkövek teljesítésétől függően. A megkötött értékesítési szerződés feltételrendszere alapján, mely az 5 millió eurós vételáron túl rögzíti a fejlesztési és értékesítési eredményektől függő további kifizetések feltételrendszerét, a PortfoLion legalább

háromszoros vételárat valószínűsít a befektetett tőkéjéhez viszonyítva. Ez a 21 hónapos befektetési időszakra számolva 69%-os belső megtérülést jelent az Alap számára. Azonban komoly esély mutatkozik arra, hogy a Cryo a szerződésben előre definiált, fejlesztéssel és értékesítéssel kapcsolatos feltételeket maximálisan teljesíteni tudja, mely által a maximális exit-ár is kialakulhat. Amennyiben a teljes 9 millió eurós ár kifizetésre kerül, úgy a PortfoLion befektetett tőkéjét közel megnégyszerezi és ezzel 73,85%-os belső megtérülést ér el az ügyleten.

Primus Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.¹⁰⁷

Tevékenységét 2008-ban, a PSZÁF E-III. /1/2008-as határozata alapján kezdte meg. A Társaság tevékenységét Magyarországon végzi, és elsősorban Magyarországon bejegyzett kockázati tőkealapok kezelésével és a tőkebefektetéshez kapcsolódó, kiegészítő kölcsönnyújtási és tanácsadási tevékenység.

A Primus III kockázati tőkealap kezelője, a korai szakaszú vállalkozások befektetője. Az Alapkezelő célja, hogy az általa kezelt kockázati tőkealapok részére befektetéseket hajtson végre hazai innovatív kis- és középvállalkozásban. A tőkebefektetés lehetővé teszi ezen vállalkozások versenyelőnyének, piaci részesedésének és piaci értékének maximalizálását, tulajdonosai számára ezen értékek realizálását.

A tőkebevonás biztosításán felül a Primus tapasztalt alapkezelői csapata üzlettársként tudásával támogatja a menedzsment munkáját a növekedési stratégia kialakításában és céljainak megvalósításában, pl. az optimális értékesítési és pénzügyi folyamatok, a szervezeti struktúra vagy a nemzetközi piaci kapcsolatok fejlesztésében. A vállalat céljainak elérése érdekében a Primus ugyancsak részt vesz további tőkebefektetések, banki hitelek illetve pályázati források bevonásában.

Primus III. Kockázati Tőkealap 2010. április 1-én kezdte meg működését. Az Alap elsődleges célja a kockázati tőke-befektetései által a Magyar Köztársaság területén, nem a közép-magyarországi régióban székhellyel rendelkező mikro-, kis- és középvállalkozások magvető, induló, illetve növekedési tőkéhez jutattása.

¹⁰⁷ <http://www.primuscapital.hu/>

Az Alap olyan dinamikusan fejlődő iparágakat részesít előnyben, ahol a vállalatok átlagon felüli növekedési kilátásokkal rendelkeznek. Az Alap befektetési tevékenysége során elsősorban két szegmenst céloz:

- innovatív, egyedi technológiával rendelkező kis, középvállalkozások, amelyek a rendelkezésre bocsátott tőkét az üzleti modell alapjául szolgáló technológia fejlesztésére, piaci bevezetésére, kiterjesztésére fordítják, illetve
- olyan növekedési életszakaszban lévő vállalkozások, melyek az Alap által befektetett tőkét a már kialakult termék/szolgáltatás-portfóliójuk fejlesztésére, piaci pozíciójuk megerősítésére, esetleg új piacokra való belépésre használják fel.

Eddigi teljesítménye:

9 befektetés, amelyből 7 startup. 3,9 milliárd forintot szerződtek le, s 1,6 milliárd forintot folyósítottak.

Befektetéseik: Multipass Solutions Zrt., 2. Blueprint Entertainment, BBS Nanotechnológia, RMG (Remagine) IVM, iCatapult, Adfit.

JEREMIE II. ALAPOK, ALAPKEZELŐK

Core Venture Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

2012-ben alapították. Fő célja, hogy a Gazdaságfejlesztési Operatív Program 4. Prioritás keretében finanszírozott Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogramokban Közvetítőként részt vegyen, és ezzel – összhangban a kormányzati gazdaságpolitikában megfogalmazott gazdaságfejlesztési elvekkkel és célokkal –, a mikro-, kis- és középvállalkozások számára előnyös finanszírozási lehetőséget nyújtson.

A pályázat eredményeként egy Közös Magvető Alap alapkezelői mandátumát megnyerve közvetítőként bevonásra kerül a Közös Magvető Alap Alprogramba.

Tervei szerint 2013 első félévében kezdi meg operatív tevékenységét az ehhez szükséges hivatalos regisztrációs, és engedélyeztetési lépések elvégzését követően.

Első Magyar Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

A 2007-ben alapított Alapkezelőt 2010-ben a részvényesek azzal a céllal vásárolták, hogy 2011-től a Central Fund Kockázati Tőkealap kezelését folytassa. A kezelt tőkealap befektetési célterülete az alultőkésített, finanszírozási gondokkal küzdő magyar kis- és középvállalati szektor.

Kairos Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.¹⁰⁸

2012-ben került megalapításra, azzal a céllal, hogy a magyarországi kis-és közepes vállalkozások számára lehetővé tegye a közvetlen tőkebefektetést, majd az így biztosított források felhasználásával közreműködjön sikeres vállalkozások építésében. Ennek érdekében sikeresen pályázott az Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogram keretében és elnyerte két alap kezelési jogát.

Elsősorban a menedzsmentbe, az általuk felhalmozott tudásba fektetnek be, tőlük várjuk az operatív vezetést. Azonban úgy gondolják hogy saját szakembereik tapasztalata jelentős értéket jelent az üzletfejlesztés, a finanszírozási struktúrák kidolgozásában, valamint a szisztematikus vállalatépítésben.

„Hiszünk abban, hogy közös munkánkkal a vállalati érték maximalizálásával a régióban, illetve a világpiacra is helyét megálló, sikeres vállalkozásokat tudunk megalapozni.”
(Kairos Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. honlapja)

A Kairos Magvető Kockázati Tőkealap elsődleges célja, hogy közvetlen tőkebefektetései által Magyarország területén, a nem közép-magyarországi régióban székhellyel rendelkező mikro-, kis- és középvállalkozásokat magvető tőkéhez juttassa. Befektetései célpontja elsősorban azok a fiatal vagy induló vállalkozások, amelyek fejlődési szakaszuk nagyon korai stádiumában legfeljebb 150.000 eurónak megfelelő összegű forint befektetéssel vállalkozásuk innovatív technológiájának kifejlesztését, piaci bevezetését kívánják megoldani. Egy ilyen összegű befektetés elégséges ahhoz, hogy a termék- vagy szolgáltatáskonceptió életképességét bebizonyítsa és siker esetén a befektetők az esetleges további tőkebevonást már közösen valósítsák meg.

¹⁰⁸ <http://www.kairoscapital.eu/alapok.php>

A Kairos Növekedési Kockázati Tőkealap elsődleges célja, hogy közvetlen tőkebefektetései által Magyarország területén, a nem közép-magyarországi régióban székhellyel rendelkező mikro-, kis- és középvállalkozásokat növekedési tőkéhez juttassa. Befektetéseinek célpontja elsősorban azok a vállalkozások, amelyek már stabil bevételi forrással rendelkezve, fejlődési szakaszuk növekedési stádiumában legfeljebb 2,5 millió eurónak megfelelő összegű forint befektetéssel vállalkozásuk már meglévő innovatív technológiájának továbbfejlesztését, bővítését, esetleg új piacokra történő behatolását kívánják megvalósítani.

Prosperitás Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.¹⁰⁹

2012-ben alakult, egy magyar magánbefektető, Deák Klára, tulajdonában van. A létrehozás célja az volt, hogy közvetítőként részt vegyen az Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogram pályázatán. Nyertes pályázóként a növekedési és a magvető kategóriában is részt vehetnek a programban. A közel 8,6 milliárd Ft befektetésre váró tőke 30 %-a magánbefektetőtől származó forrás, 70%-a pedig a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. közvetítésével biztosított európai uniós forrás. (a Közös Magvető Alap Alprogramon belül 1,5 milliárd Ft összegű, míg a Növekedési Alap Alprogramon belül 4,5 milliárd Ft összegű uniós forrást nyert el, amit a tulajdonos magánbefektető további 2,58 milliárd Ft összegű hozzájárulással egészített ki)

Céljuk: olyan sajátos helyzetben lévő, induló projektcégek finanszírozása, mely egy sikeres innovációs folyamat befejezését tervezi, de az olyan egyedi termékeket, szolgáltatásokat nyújtó, innovatív cégek is a befektetési politika homlokterébe kerülnek, melyek még fejlődésük korai szakaszában vannak. A kockázati tőkealapok az innovatív és/vagy kezdeti fázisú befektetések mellett olyan vállalkozásba való befektetésekre is összpontosít, amelyek – szakmai és üzleti múltjukra alapozva – dinamikusabb növekedésre képesek, rendelkeznek olyan termékkel vagy szolgáltatással, mely egy kidolgozott marketingstratégia mentén releváns bővülést érhet el. Az Alapok gazdasági célja, hogy közép- és hosszú távú befektetéseket hajtsanak végre korai, induló és kisebb részben expanziós (terjeszkedési) életciklusban lévő, jelentős növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokban. Az Alapok kiemelt feladatként jelölik meg az innovatív tevékenységet

¹⁰⁹ <http://www.prosperitasalap.hu/index.php/a-tarsasag>

végző vagy innovatív termékek előállítását célul kitűző kisvállalkozások tőkebefektetés által történő fejlesztését.

Az alapok tőkéje:

- magvető: 2,15 milliárd Ft (1,5 milliárd Ft + 0,65 milliárd Ft)
- növekedési: 6,43 milliárd Ft (4,5 milliárd Ft + 1,93 milliárd Ft).

Tervezett befektetéseinek száma: 60-70.

Befektetések futamideje: 3-9 év.

Befektetési méret:

- magvető: 20 – 84 millió Ft: 42 millió Ft tőkebefektetés (max. 150 000 euró) + + 42 millió Ft tulajdonosi kölcsön formájában.
- növekedési: 20 – 700 millió Ft (max. 2,5 millió euró).

M3. ADATOK AZ MFB CÉLVÁLLALATAIRÓL

Jelmagyarázat:

2004	beszállás éve
2006	részleges kiszállás éve
2009	teljes kiszállás éve

Az árbevétel adatok ezer forintban értendők, a létszám mértékegysége a fő.

Céltársaság	Év	ÉNÁ	Exportért. nettó árbevétele	ÁSL	Egyéb információ
Arany Kapu Borászati melléktermék-feldolgozó Rt. Székhely a befektetés évében: Kunfehértó	2003	1 398 647	152 114	76	2004-ben 600 millió forintnak megfelelő összegű euró hitelt hagyott jóvá a Bank az ipari szesz előállítására alkalmas üzem beruházására, valamint 270 millió forint összegig bankgaranciát vállalt az uniós pályázatok önrészehez is. 2006 és 2008 között a cég 285 millió forint névértékű részvény-csomagot már visszavásárolt, összesen 550 millió forintért, a papírokat pedig bevonta. (HVG 2004, 2009, Kovács 2011)
	2004 ¹¹⁰	927 287	72 830	70	
	2005	2 015 995	201 773	89	
	2006	1 847 629	281 205	92	
	2007	1 685 318	248 922	77	
	2008	1 970 661	380 601	77	
	2009	1 634 237	678 280	81	
	2010	1 239 232	316 491	81	
Budai Egészségközpont Kft. Budapest	2003	239 163	0	30	2010-től lux.-i turnaround alapok is tulajdonosok.
	2004	332 285	0	30	
	2005	559 881	0	57	
	2006	1 507 547	0	160	
	2007	1 873 375	0	199	
	2008	2 449 206	0	222	
	2009	2 611 418	0	223	
Civil Biztonsági Szolgálat Rt. Budapest	2003	1 020 573	0	203	Dr. Pintér Sándor volt cége.
	2004	2 253 761	0	147	
	2005	3 264 786	0	121	Kiszállás tőkelezéssel.
	2006	3 470 310	0	117	
	2007	4 388 229	0	107	
	2008	4 889 118	2 702	92	2010-ben és 2011-ben konszolidált éves beszámoló készült.
	2009	5 482 909	0	81	
	2010	6 138 701	3 771	92	
2011	11 542 081	18 175	151		

¹¹⁰ A befektetés ideje valójában 2003 decembere.

Csépany és Társai Zöldség- és Konzervipari Nagykereskedelmi Kft Gyöngyös	2004	1 314 316	451 963	70	2010-ben negatívba fordult az eredménye: ÜÜTE -68,8 millió, AE -152,3 millió Ft. 2011-ben ÜÜTE -34,6 millió, AE -175 millió Ft.
	2005	1 738 099	756 242	68	
	2006	1 986 948	834 613	74	
	2007	2 031 726	421 494	63	
	2008	2 175 214	522 613	55	
	2009	2 134 791	449 439	49	
	2010	1 641 405	431 660	44	
	2011	2 066 576	921 648	37	
Grafika Press Rt. Budapest	2004	1 268 002	193 001	114	2007-ben a KBC Private Equity az MFB Grafika Press részvényeit vásárolta meg, továbbá alárendelt kölcsöntökét nyújtott 658 M Ft értékben a Szikra Lapnyomda heat-set üzletágának felvásárlására. 2009-től felszámolás alatt.
	2005	1 491 473	22 520	114	
	2006	2 385 011	26 114	135	
	2007	5 434 601	5 978	212	
	2008	5 275 912	8 500	214	
Kenguru Gold Innovációs és Kereskedelmi Kft., Budapest	2005		na		2006 áprilisában a Kenguru Gold Kft. a Kenguru Kid-be olvad be.
	2006				
Kenguru Kid Kft. Budapest	2004	715 724	na	na	Az MFB-től visszavásárolt üzletrész névértéke 40.810 e Ft, mely üzletrészt 342.470 e Ft-ért szerezte meg a Kft. 2010-től felszámolás alatt.
	2005	952 564	7 640	52	
	2006				
	2007	2 137 497	206 109	na	
	2008	2 333 584	196 941	na	
	2009	1 224 910	55 080	68	
Organica Környezettechnológiák Rt. Budapest	2004	1 561 888	0	58	A fejlődéséhez elengedhetetlen technológiai fejlesztések és beruházások finanszírozására fordította a fejlesztési tőkét. 2006 végén döntöttek, hogy a társtulajdonosok, illetve a Veolia Water Solution hozammal növelt értéken kivásárolja az MFB-t. 2007. jún-i cégbejegyzéssel kiválik az Organica-VWS Zrt.
	2005	1 252 648	2 202	65	
	2006	1 329 024	6 762	67	
	2007	847 538	21 826	38	
	2008	91 557	46 139	18	
	2009	118 690	74 959	33	
	2010	275 805	78 114	42	
	2011	na	na	na	
Lamba Rt. Győr	2004				A döntés előtt egy könyvvizsgáló társaság és egy ügyvédi iroda is átvilágította. Csak a folyósítást követően derült ki, hogy a társaság félrevezette a Bankot. Bővebben lásd ÁSZ (2006)-ban. A felszámolás kezdő időpontja: 2004.12.18., befejezése: 2008.06.24.
	2005				
	2006				
	2007		na		
	2008				
LAUREL Számítástechnikai Kft. Székesfehérvár	2004	1 614 796	3 161	47	2008-ban részleges exit, a cég vett meg 800 E Ft névértékű részvényt. A cég a vételárat 2010-ben részben saját erőből, részben banki finanszírozással fizette ki az MFB Invest Zrt.-nek.
	2005	1 815 730	13 180	45	
	2006	1 240 727	6 354	49	
	2007	1 893 802	31 601	54	
	2008	2 955 571	62 175	56	
	2009	2 904 772	143 453	76	
	2010	2 483 721	136 787	83,4	
2011	2 733 110	154 062	79,3		

Monofix Ker.-i és Szolg. Rt. Budapest	2003					A Bank tőkebefektetéséből 250 millió Ft-ot nem a szerződésben meghatározott célra fordítottak (ÁSZ 2006a). A 2008-ban kezdődött felszámolási eljárás 2012-ben ért véget.
	2004					
	2005		na			
	2006					
	2007					
	2008					
PrintXBudavár Rt. Budapest	2003	169 006	44 100	7		Nagyszabású digitális nyomdai beruházásra kapták a tőkét (83 M Ft). A másik nagy tulajdonos cég (Netvestor) vásárolja meg az MFB részesedését. Az árbevétel csökkenés oka, hogy 2010 májusában a kiadó tevékenység megszűnt.
	2004	237 247	36 478	na		
	2005	506 386	20 189	23		
	2006	556 738	26 230	16		
	2007	749 923	13 590	19		
	2008	748 927	11 984	21		
	2009	655 850	19 694	25		
	2010	396 451	18 380	16		
	2011	234 574	21 575	3		
Royal Balaton Golf & Yacht Rt. Balatonudvari	2005	0	0	0		A golfpálya és a szálloda próbaüzeme 2009 szept.-ben fejeződött be. Vinton Vagyonkezelőnek lett értékesítve, aki további alaptőkeemelését hajtott végre. 2011-ben még mindig veszteséges volt és volt még MFB-hitel a kötelezettségek között.
	2006	7 390	0	4		
	2007	9 218	0	12		
	2008	68 901	0	21,6		
	2009	97 283	0	18		
	2010	106 044	8 379	16		
	2011	119 444	13 662	16		
Skublics és Társai Kft. Solymár	2005	237 886	46 993	7		Tulajdonosi kivásárlás.
	2006	349 522	75 870	na		
	2007	373 811	195 444	13		
	2008	490 293	290 489	13		
	2009	420 508	252 100	9		
	2010	363 442	31 568	9		
Sz+C Stúdió Kft. Szekszárd	2005	1 755 706	na	13		A társaság vásárolja vissza az MFB részvényeit.
	2006	1 189 285	0	na		
	2007	1 312 996	13 421	na		
	2008	1 092 342	0	21		
	2009	1 274 626	0	20		
	2010	1 967 793	0	18		
	2011	1 223 137	0	23		
Stúdió 96 Reklámügynökség és Nyomda Zrt. Miskolc	2005					Gépi beruházásra, elsősorban könyvkötészet korszerűsítésére Felszámolás kezdete: 2007. május, vége 2009. december.
	2006					
	2007		na			
	2008					
Duna-Resort Kft. Budapest	2005	0	0	2		A szálloda 2007-re készült el. A 4 csillagos szálloda kivásárlását a beruházó és üzemeltető cég többségi tulajdonosai kezdeményezték az opciójuk lehívásával. 2008.06.12-én a Lánchíd 19 Kft.-hez került az MFB részesedése.
	2006	50	0	3		
	2007	59 367		27		
	2008	213 666		34		
	2009	244 612		32		
	2010	268 478		38		
	2011	324 932		42		

Victoria Gem Kft. Victoria Trade Kft. Solymár	2004	na	<p>A befektetés célja az ékszerpiacon elfoglalt 2. hely mellett piacbővítés, új üzletek nyitása volt. A Bank döntését megelőzően a céget egy könyvvizsgáló cég és egy ügyvédi iroda átvilágította. A kockázatelemzés a társaságok instabil gazdálkodására mutatott rá. A társaságokba 150 millió Ft-al szállt be a Bank, amelyből az előterjesztés szerint 50 millió Ft a cég korábbi hiteleinek törlesztését szolgálta. Ez nem fejlesztési cél és ezért nem felelt meg az MFB tv. előírásának (ÁSZ 2006a). A romló adatok miatt 2006 novemberében indult meg a felszámolási eljárás a V. Trade-nél. A V. Gem Kft.-t 2011-ben hivatalból törölték.</p>
--	------	----	--

M4. AZ MFB TŐKEJUTTATÁSAINAK ÉRTÉKE

adatok millió forintban

Céltársaság	Befektetés éve	Tőkeemelés (JT + TT)	Hitel	Összesen
Arany Kapu Borászati Melléktermék- feldolgozó Rt.	2003	490,0	600,0	1090,0
Budai Egészségközpont Kft.	2004	120,1	475,6 ¹¹¹	595,7
Civil Biztonsági Szolgálat Rt.	2004	245,0		245,0
Csepány és Társai Zöldség- és Konzervipari Nagykereskedelmi Kft.	2005	80,0	105,0	185,0
Grafika Press Rt.	2005	323,0		323,0
Kenguru Gold Innovációs és Kereskedelmi Kft.	2005	166,0		166,0
Kenguru Kid Kft.	2005	84,0		84,0
Organica Környezettechnológiák Rt.	2005	380,0		380,0
Lamba Rt.	2004	493,0		493,0
LAUREL Számítástechnikai Kft.	2005	350,0		350,0
Monofix Ker.-i és Szolg. Rt.	2005	300,0		300,0
PrintXBudavár Rt.	2004	83,0		83,0
Royal Balaton Golf & Yacht Rt.	2006	217,0	920,0 ¹¹²	1137,0
Skublics és Társai Kft.	2005	105,0		105,0
Sz+C Stúdió Kft.	2006	81,5		81,5
Stúdió 96 Reklámügynökség és Nyomda Zrt.	2005	98,0		98,0
Duna-Resort Kft.	2006	356,0		356,0
Victoria Gem Kft.	2004	60,0		60,0
Victoria Trade Kft.	2004	90,0		90,0

Forrás: beszámolók, MFB éves jelentések, ÁSZ (2006a)

¹¹¹ Alárendelt kölcsön.

¹¹² Becsült összeg. Valószínűleg két lépésben, 2007-ben és 2008-ban nyújtva.

M5. KERESZTTÁBLA-ELEMZÉSEK

A régió és a befektető közötti összefüggés

			Régió		Összesen
			0 (Közép- Mo.)	1 (Egyéb régió)	
Befektető (MFB)	0	Megfigyelt érték	8	9	17
		Várható érték	10,1	6,9	17,0
		Standardizált, korr. reziduum	-1,5	1,5	
1 (CKTA, IKTA)		Megfigyelt érték	11	4	15
		Várható érték	8,9	6,1	15,0
		Stand., korr. rez.	1,5	-1,5	
Összesen		Megfigyelt érték	19	13	32
		Várható érték	19,0	13,0	32,0

	Érték	szabadságfok	szignifikanciaszint (kétoldali)
Pearson-féle Khi-négyzet	2,281	1	,131

A befektető és az életszakasz közötti összefüggés

			Életszakasz		Összesen
			0 (korai)	1 (expanzív)	
Befektető (MFB)	0	Megfigyelt érték	2	15	17
		Várható érték	6,4	10,6	17,0
		Stand., korr. rez.	-3,2	3,2	
1 (CKTA, IKTA)		Megfigyelt érték	10	5	15
		Várható érték	5,6	9,4	15,0
		Stand., korr. rez.	3,2	-3,2	
Összesen		Megfigyelt érték	12	20	32
		Várható érték	12,0	20,0	32,0

	Érték	szabadságfok	szignifikanciaszint (kétoldali)
Pearson-féle Khi-négyzet	10,248	1	,001
Cramer-féle V együttható	,566		

A befektető és a sikeresség közötti összefüggés

			Befektető		Összesen
			0 (MFB)	1 (IKTA, CKTA)	
Sikeresség (siker- telen)	0	Megfigyelt érték	5	6	11
		Várható érték	6,2	4,8	11,0
		Stand., korr. rez.	-,9	,9	
1 (sikeres)		Megfigyelt érték	12	7	19
		Várható érték	10,8	8,2	19,0
		Stand., korr. rez.	,9	-,9	
Összesen		Megfigyelt érték	17	13	30
		Várható érték	17,0	13,0	30,0

	Érték	szabadságfok	szignifikanciaszint (kétoldali)
Pearson-féle Khi-négyzet	,889	1	,346

Az életrszakasz és a sikeresség közötti összefüggés

			Életrszakasz		Összesen
			0 (korai)	1 (exp., fejlesztő)	
Sikeresség (siker- telen)	0	Megfigyelt érték	5	6	11
		Várható érték	3,7	7,3	11,0
		Stand., korr. rez.	1,1	-1,1	
1 (sikeres)		Megfigyelt érték	5	14	19
		Várható érték	6,3	12,7	19,0
		Stand., korr. rez.	-1,1	1,1	
Összesen		Megfigyelt érték	10	20	30
		Várható érték	10,0	20,0	30,0

	Érték	szabadságfok	szignifikanciaszint (kétoldali)
Pearson-féle Khi-négyzet	1,148	1	,284

Bár a cellák 25%-nál a várható érték nem haladja meg az 5-öt és ezért egy feltétel sérülése miatt a Khi-négyzet alkalmazása nem helyénvaló, a mérvadóbbnak tekinthető Fisher's exact teszt értékei szerint sincsen szignifikáns kapcsolat (Sajtos-Mitev 2007).

M6. JÖVEDELMEZŐSÉGI MUTATÓK

ROE alakulása

	N-GENE.	Maggot 2006 Kft.	Agro- invent	Literaton	BLOGTER. COM Kft.	edusys Zrt.	EME Zrt.	Inter.net Média Kft.	Gergi Háló Kft.	Medi Smart	Sani - Net Medic Kft.	Odin Tech.	OPTICON Kft.
2005								12,52%	NA	-30,83%	0,89%		24,71%
2006	1,57%						nem ért.	4,94%	NA	-9,80%	1,27%	-10,90%	1,02%
2007	0,55%	-2,96%	-38,00%	-71,02%	-37,32%	6,00%	nem ért.	-63,68%	17,70%	10,67%	0,56%	-27,26%	4,92%
2008	-4,03%	-1,92%	-29,79%	-46,23%	-50,72%	3,86%	-138,05%	-60,38%	2,81%	2,35%	0,63%	36,34%	13,89%
2009	-20,38%	-0,09%	-130,72%	-144,84%	-105,07%	1,01%	37,56%	NA	2,11%	11,54%	1,05%	-36,04%	2,94%
2010	-2,84%	-1,72%	7,78%		nem ért.	-52,97%	47,66%	NA	2,16%	0,01%	2,22%	0,04%	3,32%
2011	-3,03%	-1,40%	-205,80%				39,82%	NA	12,90%	6,38%	0,41%	-42,63%	1,99%

ÜÜTE/ST alakulása

	N-GENE	Maggot 2006 Kft.	Agroinvent	Literaton	BLOGTER. COM Kft.	edusys Zrt.	EME Zrt.	Inter.net Média Kft.	Gergi Háló Kft.	Medi Smart	Sani - Net Medic Kft.	Odin Techn.	OPTICON Kft.
2005								12,81%	NA	-33,52%	-1,23%		24,77%
2006	1,68%						nem ért.	5,05%	NA	-5,93%	0,84%	-11,28%	3,42%
2007	0,81%	-4,85%	-38,25%	-65,67%	-33,48%	11,34%	nem ért.	-61,76%	6,54%	18,58%	-0,35%	-28,05%	10,96%
2008	-4,12%	-4,45%	-29,73%	-24,34%	-38,42%	7,89%	-92,20%	-33,74%	-12,92%	9,64%	2,90%	-36,21%	56,10%
2009	-20,57%	-3,74%	-130,73%	-107,38%	-60,83%	3,18%	48,86%	NA	-10,33%	18,89%	4,39%	-35,97%	36,28%
2010	-2,27%	-3,52%	7,78%		nem ért.	-52,82%	55,78%	NA	-12,54%	6,93%	4,62%	0,85%	31,55%
2011	-2,06%	-3,12%	-208,06%				43,03%	NA	2,02%	13,18%	8,42%	-40,78%	43,84%

KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS

Ezúton szeretnék köszönetet mondani témavezetőmnek, Dr. Vágyi Ferenc Róbert egyetemi docensnek, aki ötleteivel és szakmai ismereteivel mindig segítségemre volt az értekezés megírása során.

Köszönöm Dr. Karsai Juditnak, a Magyar Tudományos Akadémia tudományos főmunkatársának, hogy kutatásaim kezdetén irányt mutatott számomra.

Hálás vagyok a Nyugat-magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar munkatársainak támogató együttműködésükért. Külön köszönöm Dr. Szóka Károly egyetemi docensnek, hogy aprónak tűnő, de annál fontosabb tanácsaival mindvégig segítette munkámat.

Végül, de nem utolsó sorban köszönöm szüleimnek és kedvesemnek támogatásukat és türelmüket.

JOGI NYILATKOZAT
NYILATKOZAT

Alulírott **KOVÁCS TAMÁS** jelen nyilatkozat aláírásával kijelentem, hogy **A KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK HATÁSA A GAZDASÁGRA** című

Ph.D. értekezésem

önálló munkám, az értekezés készítése során betartottam *a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. tv.* szabályait, valamint a Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola által előírt, a doktori értekezés készítésére vonatkozó szabályokat, különösen a hivatkozások és idézések tekintetében.¹¹³

Kijelentem továbbá, hogy az értekezés készítése során az önálló kutatómunka kitétel tekintetében a programvezetőt illetve a témavezetőt nem tévesztettem meg.

Jelen nyilatkozat aláírásával tudomásul veszem, hogy amennyiben bizonyítható, hogy az értekezést nem magam készítettem, vagy az értekezéssel kapcsolatban szerzői jogsértés ténye merül fel, a Nyugat-magyarországi Egyetem megtagadja az értekezés befogadását.

Az értekezés befogadásának megtagadása nem érinti a szerzői jogsértés miatti egyéb (polgári jogi, szabálysértési jogi, büntetőjogi) jogkövetkezményeket.

Sopron, 2013. december 1.

.....
doktorjelölt

¹¹³ 1999. évi LXXVI. tv. 34. § (1) A mű részletét – az átvevő mű jellege és célja által indokolt terjedelemben és az eredetihez híven – a forrás, valamint az ott megjelölt szerző megnevezésével bárki idézheti. 36. § (1) nyilvánosan tartott előadások és más hasonló művek részletei, valamint politikai beszédek tájékoztatás céljára – a cél által indokolt terjedelemben – szabadon felhasználhatók. Ilyen felhasználás esetén a forrást – a szerző nevével együtt – fel kell tüntetni, hacsak ez lehetetlennek nem bizonyul.