

A kockázati tőke-finanszírozás fejlődésének nemzetközi és hazai tendenciái

A rendszerváltást követő két évtized során regionális összehasonlításban Magyarországon fejlett kockázati tőkeágazat jött létre. Az ezredfordulóra Magyarország a kockázati tőke *kelet-közép-európai központjává vált*, s bár a következő évtizedben ezt a szerepet a lengyel piac vette át, a magyarországi kockázati tőkepiac mindvégig a régióbeli kockázati tőkeágazat meghatározó szereplője maradt. A magyar piac szereplőit, működési mechanizmusát, funkcióját és hatékonyságát tekintve *egyre jobban hasonlított a nyugat-európai kockázati tőkeiparhoz*. A hasonlóság megmutatkozott a jogi- és szabályozási környezetben, a tanácsadói háttér elérhetőségében és tapasztalatában, valamint a tranzakciók típusában és struktúrájában.

Az elmúlt húsz év során *folymatosan javult* a magyarországi vállalkozások *kockázati tőkéhez jutási lehetősége*. A magyar piacon jelen van jóformán az összes olyan globális és regionális kockázati tőkealap, amely a régió iránt érdeklődik. A kockázati tőke hazai kínálatát a 90-es évek második felében már a *regionális befektetők tőkéje uralta*, s megjelenésükkel Magyarország bekerült a kockázati tőke nemzetközi áramlásába. Az EU-csatlakozás pozitív hatása hosszabb távon is érvényesült, a tőkebevonási ciklus felívelését, a kivásárlási tranzakciókhoz szükséges hitelek elérhetőségét eredményezve. A kilépéseknél megfigyelhető élénkülés is egyre inkább javította a magyar piac likviditását, s ezzel az új befektetések attraktivitását. A kétezres évtized második felében végrehajtott *rekord értékű kivásárlások* a kelet-közép-európai tőkeáttételes kivásárlási ügyletek különösen kedvező perspektíváját mutatták.

A sokféle befektető jelenléte a kockázati tőkepiacn erőteljesen javította a magyar vállalkozások esélyeit, ám korántsem jelentette azt, hogy a magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutása megoldódott volna. Míg a nagyobb vállalkozások megfelelő projektek esetén válogathattak a finanszírozók között, a *kisebb méretű, induló cégek nehezen találtak finanszírozót*. Főként azok, amelyek nem akartak a nemzetközi piacon is megjelenni termékeikkel, s az intézményes kockázati tőkepiaci befektetők hozamelvárásainál szerényebb ígéretekkel jelentkeztek. Elsősorban az üzleti angyalok által nyújtott, viszonylag kisebb összeget kínáló befektetőt kereső cégek helyzete volt nehéz. Mivel a magánszektorbeli befektetők az expanzív cégeknél regionális stratégiát követtek, az életciklusuk elején tartó, kisebb összegű befektetéseket kereső cégek finanszírozása zömmel azon *állami befektetőkre* maradt, amelyek pedig kerültek a jelentős kockázatot hordozó technológiai és/vagy tudásintenzív vállalkozásokba történő befektetéseket. Az *innováció finanszírozása* így a hazai piacon a technológiai boom idejétől eltekintve *kevésbé dominált*. E téren ígér javulást az európai uniós forrásokat a magánszektorbeli tőkével párosító, a régióban elsőként felállított ún. Jeremie-alapok 2010-ben megindult tevékenysége.

A közelmúltbeli változások a hazai kockázati tőkepiac nemzetközi súlyának csökkenésével és az eddigi tendenciák átrendeződésével jártak. Az egész világgazdaságot megrengető pénzügyi és gazdasági *válság* a kétezres évtized végére a magyarországi kockázati tőkepiacot is erőteljesen *megettáza*. A 2008-ban kitört válság a térség többi országához hasonlóan a magyarországi kockázati tőkeágazatban is súlyos visszaesést okozott, s a befektetések csökkenésének mértéke azt is tükrözte, hogy a magyar piac kelet-közép-európai *régió belüli*

pozíciója is romlott. A válság hatása először a befektetések és a kiszállások területén jelentkezett, s legtovább az új források bevonásánál volt tapasztalható.

A magyarországi kockázati tőkepiac perspektívájára a világgazdasági recesszió utóhatása és a magyar piac kelet-közép-európai régió belüli pozíciója egyaránt rányomja bélyegét. A potenciális befektetők szemében az ország kisebb mérete, a privatizációs lehetőségek kimerülése, a tőzsde alacsony likviditása, a nagyfokú eladósodás, a belföldi kereslet és a GDP lassú növekedése és a gazdaságpolitika terén érzékelt bizonytalanság egyaránt kedvezőtlen jelenség. 2011 első félévében a piac ugyan némileg magához tért, ám a válság második hullámának jelentkezése ismét megtörheti a felfelé ívelő trendet. Ez nem megfelelő hazai gazdaságpolitikával párosulva a gazdasági szereplőket – így a kockázati tőkepiac szereplőit is – elbizonytalaníthatja. A gazdasági növekedés lelassulása és az üzleti környezet kiszámíthatóságának romlása a nemzetközi befektetők távolmaradását eredményezheti, amit az állami szerepvállalás korábban bizonyítottan eredménytelen módszereinek ismételt felelevenítése sem fog tudni kompenzálni.



A magyar gazellák

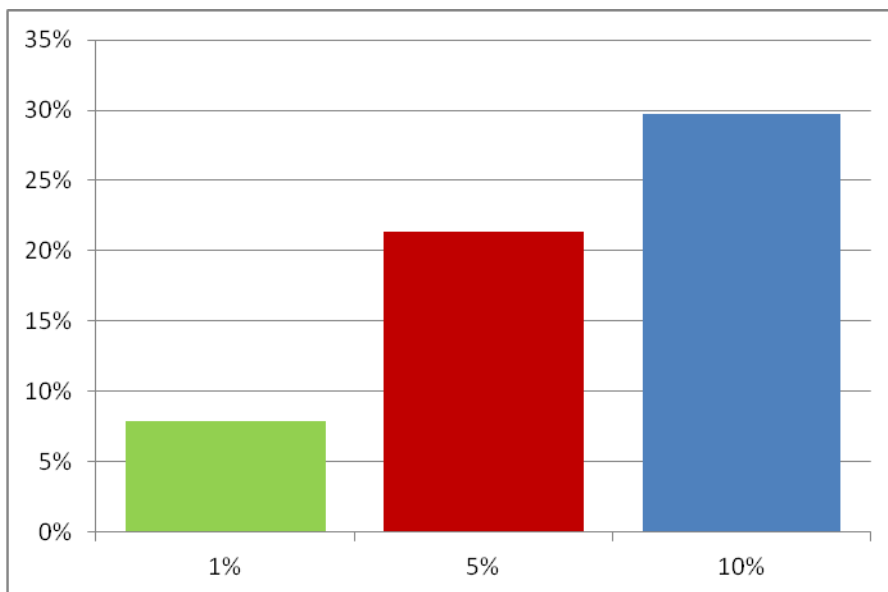
A válságot követően a gazdaságpolitika egyik kulcskérdése a növekedés újraindítása és a munkahelyteremtés. Minden évben sok vállalat vesz fel új dolgozókat és növeli értékesítését, de a munkahelyteremtés és a növekedés nagy részét a cégek egy szűkebb csoportja adja: a válságot megelőző három éves időszakban a vállalatok tíz százaléka volt felelős a versenyszféra új munkahelyeinek több mint 87 százalékáért. Ezek közül is kiemelkednek a leggyorsabban növekvő kis- és középvállalatok, melyeket a szakirodalom „gazelláknak” nevez: hazánkban ezek a cégek hozzák létre az összes új munkahely 30 százalékát. A versenyképességre és munkahelyteremtésre összpontosító gazdaságpolitika fontos eszköze lehet az ilyen vállalati sikerek elősegítése. Ezért vizsgálták meg a magyar kisvállalatok növekedését a válság előtti utolsó három „békeévben”, a 2005 és 2008 közötti időszakban. Vállalati pénzügyi kimutatásokon végzett regressziós elemzéssel vizsgálták, hogy mely tényezők teszik lehetővé vagy akadályozzák az ilyen vállalati sikereket. Ebből a célból a 2005-ben rendelkezésre álló információk alapján jelezték előre a 2005-2008 közötti növekedést.

Az elemzés egyik leghatározottabb eredménye az volt, hogy a fiatalabb vállalatok nagyobb valószínűséggel válnak gazellává, mint régebben működő társaik. A vállalat kora mellett a

fejlett technológia és a jó munkaszervezés gyakorol egyértelműen erős, pozitív hatást a gazellává válásra. A termelékenyebb vállalatok hatékonyan bánnak a munkavállalókkal és a tőkével, több készterméket tudnak ugyanannyi költség ráfordításával előállítani. Az eredmények azt mutatják, hogy a gazella vállalatok már a gyors növekedés előtt is jelentősen termelékenyebbek a többi vállalathoz képest. A vállalat finanszírozási helyzete és a gazellává válás valószínűsége között nem lehetett kapcsolatot kimutatni.

A fejlett országok vállalataira számított eredményekkel ellentétben Magyarországra nem sikerült kimutatni, hogy az iparág technológiai jellemzői jelentős hatással lennének a vállalati növekedésre; nagyjából ugyanolyan arányban találhatók információ-technológia intenzív iparágak vállalatai a gazellák között, mint az összes kisvállalat között. Ez érthető is, hiszen a legtöbb korábbi kutatást hazánknál fejlettebb országokban végezték el, ahol elsősorban a csúcstechnológiai iparágakban van lehetőség a gyors növekedésre. Az iparághoz hasonló módon a földrajzi elhelyezkedés sem számít, az ország kevésbé fejlett régióiban hasonló arányban találhatók gazella vállalatok, mint a kevésbé fejlettekben.

Az eredmények alapján nehezen indokolható, hogy a gazdaságpolitika megpróbálja előre kiválogatni a jövőben – várhatóan - gyorsan növekvő szektorokat vagy vállalatokat, és őket kiemelten támogatja. A pénzügyi kimutatások alapján összességében nem lehet túl pontosan előre jelezni, hogy melyik vállalatok válnak gazellává, mert a növekedési lehetőségek a vállalat technológiájában, vezetője és dolgozói tudásában rejtőznek. Az üzleti környezet javítása, a makroökonómiai stabilitás megteremtése, a vállalatok létrehozása és megszüntetése feltételeinek könnyítése vagy a magas színvonalú oktatás viszont a nemzetközi szakirodalom szerint nagymértékben segíti a vállalatok növekedését és gazellává válását.



A kisvállalatok leggyorsabban növekvő 1, 5 és 10 százalékanak részesedése a versenyszféra munkahelyteremtéséből