

OSMAN Péter

## A KOCKÁZATI TŐKE TÖRVÉNYRŐL - eredmények, tennivalók -

A kockázati tőke törvény rövid pályája még csak korlátozott lehetőségeket kínál a bekövetkezett eredmények számbavételére, és a további tennivalók megfogalmazására. A szerző mindazonáltal kísérletet tesz a csírázó pozitívumok felsorolására, valamint a továbblépés módozatainak máris időszerűvé vált átgondolására.

1998. március 16-án az Országgyűlés csaknem egyhangúlag megszavazta a kockázati tőkebefektetésekről, kockázati tőketársaságokról, valamint kockázati tőke alapokról szóló 1998. évi XXXIV. törvényt, röviden a kockázati tőke törvényt, amely 1998. június 16-án lépett hatályba. Ezzel ugyan még nem törtünk át az összes nehézségeken, de jelentősnek ígérkező haladást alapoztunk meg, és jó hídfőállást építettünk a további fejlődéshez.

Sajátos fejlődési útjainkra és az azokat övező viszonyainkra is jellemző lehet az a pálya, amelyet e törvény befutott. Az Országos Műszaki Fejlesztési Bizottság végezte el – kiválóan – a feladat egyik legnehezebb és legfontosabb részét, a törvény gazdasági koncepciójának szakmai megalapozását. Kimagasló szakmai teljesítményük nélkül a törvény nem születhetett volna meg. Az OMFB a műszaki-gazdasági fejlődésnek és az annak kedvező gazdasági környezet létrehozásának előmozdítása érdekében már 1989-ben kidolgozott egy kormány-előterjesztést a kockázati tőke törvény koncepciójára, és az abban foglaltak – az azóta eltelt változások hatását leszámítva – szakmailag ma is tökéletesen helytállóak. Mégis, eddig tartott, hogy a törvény megszülethessen.

Kétségtelenül nagy eredmény, hogy az létrejött, hiszen a jogrendünk legmagasabb szintjén bevezetett jogintézmény intézményes kereteket biztosít ahhoz, hogy a nemzetgazdaságnak a műszaki-gazdasági fejlődéshez fűződő érdekeinek megfelelően ösztönözzük a kockázati

tőke vállalkozásfejlesztő és -finanszírozó tevékenységét, és ezzel javítsuk a jelentős növekedési képességű vállalkozások esélyeit arra, hogy hozzájuthassanak a kockázati tőke pénzéhez és növekedést segítő közreműködéséhez. Nagy eredmény ez, hiszen nincs olyan eleme, amelyen ne javíthatnánk, ha belátjuk annak szükségességét. Az elkövetkező egy-két év során a mindennapok gyakorlata mutatja majd meg azonban, vajon a jelenlegi tartalmával valójában mennyire alkalmas arra, hogy betöltse a tőle várt szerepet, mennyiben képes hathatósan szolgálni vállalkozásaink és velük gazdaságunk megerősödését, és ártanak-e ennek számottevően azok a horpadások, amelyeket az ide vezető úton elszenvedett.

### Nem a pénz hiányzik

A tisztánlátáshoz tudnunk kell azt is, hogy bármilyen jó is ez a törvény, bármennyire ösztönző is – természetesen a gazdasági ésszerűség keretei között maradván – a kockázati tőkének arra, hogy ígéretes vállalkozásokba befektessen, és azokat ezzel erőteljes növekedéshez segítse, a remélt kedvező hatás kibontakozása mindenekelőtt és mindenekfelett attól függ, hogy vannak-e gazdaságunkban elegendő számban olyan vállalkozások, amelyek valóban rendelkeznek a jó növekedési potenciált biztosító adottságokkal. Az elmúlt évek, sőt immár évtizedek során rengeteg szó – szó, szó – esett arról, hogy



vállalkozásainkat a pénzhez jutás nehézségei fojtogatják, és döntő részben ez veszi el gazdaságunk erejét, rontja le alkalmazkodási, megújulási, növekedési képességét. Valójában az akkori ideológiai/politikai viszonyokhoz való alkalmazkodás volt, hogy a hetvenes évek vége felé mindez az innovációképesség kibontakoztatásának problémakörékként jelenhetett meg. Már régóta sejtethető, sőt tudható azonban, hogy e nehézségek valódi okozója nem a tőke tényleges hiánya, hanem sokkal inkább az, hogy valójában egyáltalán nem bővelkedünk olyan vállalkozásokban, amelyek elegendően jó gazdasági potenciállal rendelkeznek ahhoz, hogy képesek legyenek megfelelni a kockázati finanszírozással szükségképpen együtt járó követelményeknek. E tény keserű voltát az sem enyhíti, hogy csaknem minden ország, s köztük a fejlődésnek nálunk előkelőbb fokán állók is, többé-kevésbé ugyanazzal a problémával néz szembe. Pénz valójában van, amennyi csak kell, csak legyenek vállalkozások, amelyekbe a pénztulajdonosoknak megéri azt befektetniük.

A jelek azt mutatják, hogy a világgazdaságban a kockázati tőke iparág éppen azzal a problémával küzd, hogy hogyan találjon megfelelő befektetési lehetőségeket az újonnan felhalmozott forrásokhoz. Csak az európai kockázati tőkések kezén húsz milliárd ECU-t kitevő új forrás keres befektetésre érdemes vállalkozásokat, és jóllehet e hatalmas pénztömeg jelentős hányada Európán kívüli pénztulajdonosoktól származik, teljesen egyértelmű, hogy a világgazdaság más vidékein további hatalmas pénzek keresnek hasonló lehetőségeket. A nemzetközi tőke mozgás liberalizálásával már az sem jelenthet akadályt, hogyan lépheti át a befektetési lehetőségeket kutató tőke az országhatárokat. A pénz valóban oda áramlik, ahol elegendő hasznot kínálnak érte a tulajdonosainak, ill. a közvetítőinek, és ahol a befektetése nem ígérkezik túlzottan kockázatosnak. A kockázati tőkebefektetés azonban mindenütt a világon szigorú megtérülési elvárások mentén történik. A kockázati tőkések ezen, ha akarnának sem változtathatnának, éppen ezért nagyon erősen megválogatják, hogy mely vállalkozásokba érdemes befektetniük, a tőkét keresők nagy hányada pedig nem tud megfelelni a követelményeiknek. Ez válik most nyilvánvalóvá, megmutatva, hogy hol kell keresni a nehézségek okait és azok orvoslását. Világossá teszi, hogy csaknem kizárólag egyetlen kritériumtól függ, hogy valamely vállalkozás képes-e tőkebefektetéshez jutni, nevezetesen attól, hogy az milyen megtérülést tud biztosítani a befektetőnek, tehát érdemes-e oda befektetni. Így szertefoszlanak mindazok az illúziók és önigazolások, hogy a gazdaságban benne van a fejlődés, a

növekedés képessége, csak az átkos tőkehiány, vagy éppen a rút és kapzsi pénzvilág szűkmarkúsága akadályozza annak kibontakozását. Szembe kell nézni azzal a ténnyel, hogy a fejlődési/növekedési problémák gyökere nem abban áll, hogy nincs elegendő felhalmozott megtakarítás a (világ)gazdaságban és ezért nem jut tőke a vállalkozásoknak, hanem kevés az olyan vállalkozás, amely képes megfelelni a befektetők elvárásainak. A magyarázat – és a kiút nyitja – pedig aligha kereshető egyszerűen abban, hogy túlságosan magasak a befektetők elvárásai. Olyan helyzet a kockázati tőkéseknek – és általában a pénztulajdonosoknak – sem jó, ha a felhalmozott megtakarításokat nem tudják befektetni, hiszen a ládafiában heverő pénz csak veszteséget termel a tulajdonosoknak. A vállalkozásoknak viszont más befektetési lehetőségekkel kell versenyezniük a tőkéért. Mindez arra a következtetésre vezet, hogy ha egy vállalkozás nem képes hozzájutni a fejlődéshez, növekedéséhez szükséges tőkéhez, akkor ennek okait elsősorban magában a vállalkozásban kell keresni, másodsorban pedig abban, hogy a gazdasági környezet – és különösen az azt nagy mértékben meghatározó jogi, adminisztratív és pénzügyi szabályozás – nem akadályozza-e szükségtelen módon vagy mértékben a vállalkozások tevékenységét, valamint hogy az ország politikai-társadalmi-gazdasági viszonyai és tendenciái nem riasztják-e el a befektetőket. Ez minden országra egyaránt érvényes, így reánk is. Ezért is kellett a törvény: egyrészt, hogy a szabályozási környezet ne rontsa – sőt ésszerű mértékben javítsa – a jó vállalkozásaink kockázati tőkéhez jutásának esélyeit, másrészt, hogy ennek előmozdítására rendezett keretek között lehessen közösségi erőforrásokat is felhasználni.

### Politikai marketing

Minden bizonnyal érdemes a szakmai elemzők figyelmére, hogy milyen szerepet játszott a politikai marketing és a kommunikáció a törvény kialakulásában. Érdemes rögtön leszögeznünk: a törvény létrejöttének útját valóban heves vita dúlta, és ellene igen erős támadások feszültek, azonban kétség sem férhet ahhoz, hogy itt senki sem akart rosszat. A megnyilvánulásokból következtetve a mögöttes indítékokra egyértelműnek mutatkozik, hogy a piaci szereplők egy része úgy ítélte, azok a hatások, amelyek létrehozása céljából a törvény születik, nem felelnek meg az érdekeiknek, és igyekeztek a dolgok menetét ennek megfelelően befolyásolni. Ez semmiképpen sem róható fel nekik, hiszen nemcsak hogy minden joguk megvolt rá, de valójában akár köte-



lességüknek is tekinthették. Kötelességüknek abban az értelemben, hogy tartoznak mindazoknak, akik a pénzüket az ő vállalkozásukba fektették, hogy minden törvényes és korrekt eszközzel érvényesíteni igyekezzen a vállalkozás érdekeit. Ki vitathatná, hogy jelentős részben erről szól, így működik a gazdasági élet...

A vita, amely kétségbe vonta még a törvény létjogosultságát is, és erőteljesen rányomta a bélyegét annak létrejöttére, semmiképpen sem volt politikai indíttatású, sőt valójában szakmai sem. Ez sem áll ellentétben azzal, hogy a törvény ellenzői törekvéseik megvalósítására kiválóan felhasználták a politikai marketing eszközeit, hiszen a törvényalkotók a politikát sohasem téveszthetik szem elől.

Aki figyelemmel kísérte a történéseket, azt láthatta, hogy bizonyos erők módszeresen, remek kommunikációs technikával, szervezetséggel és annak megfelelően nagy meggyőző erővel azt az álláspontot igyekeztek érvényre juttatni a közvéleményben, valamint – részben a közvélemény útján, részben közvetlenül – a törvényalkotásban közreműködő döntéshozókban, hogy erre a törvényre nincs szükség, s ha létre is hozzák, semmiképpen sem szabad azt a javasolt tartalommal megtölteni. A megnyilatkozások előadásmódja jelentékenyen növelte az üzenet súlyát: az érződött ki belőle, hogy olyanok állanak e vélemény mögött, akik hitelességét egyaránt adja a szakmai felkészültségük, valamint a gazdaságban betöltött szerepük fontossága, akik mindkét okon nekünk fontosak. Az ellenzők tehát valóban kiválóan végezték a dolgukat a maguk szempontjai szerint, mintaszerűen megvalósított, tankönyvbe illő bemutatót kaptunk abból, hogyan lehet a nyilvánosságot felhasználni – a maguk nemében egyáltalán nem tisztátalan eszközökkel – a közvélemény, vagy a közvélemény látszatának formálására, és nyomás gyakorlására.

Kérdés, vajon hasonlóképpen jó volt-e az a kommunikációs stratégia, amelyet a törvény létrehozói alkalmaztak. A jelenségek felszínén valószínűleg úgy látszott, hogy ez az oldal mintha nem törekedne arra, hogy a törvény útját a politikai marketing eszközeivel is megalapozza, mintha meglehetősen passzív lenne a kritikák fogadásában, és a közvélemény ezzel kapcsolatos befolyásolásában, és nem kívánna ebben a kommunikációs eszközeihez folyamodni. Természetesen lehet a dolognak olyan olvasata is, hogy ez az oldal abban a biztos meggyőződésben tette a dolgát, hogy a törvényben megjelenő indítékok önmagukért beszélnek, és világosan bizonyítják annak szükséges és – főként a nemzetgazdaság számára – hasznos voltát. Bizonyos körülmények

között ez még igaz is lehetett volna – legalább részben –, azonban eléggé nyilvánvalónak tűnik, hogy itt és most ez nem működött.

Valószínűleg jellemző eleme – és minden bizonnyal jellemző hibája – e kommunikációs stratégiának, hogy a törvényalkotók mindvégig megtartották a kockázati tőke elnevezést. A sajtó megnyilvánulásai igen hamar világossá tették – legalábbis annak, aki figyelmet fordított a politikai marketing vonatkozásokra is –, hogy a kockázati tőke kifejezés félrevezető, hiszen a kockázatvállalást állítja előtérbe, és ezzel elfedi azt az alapvető jelentőségű ténytet, hogy e sajátos piaci szereplő üzleti tevékenységének a lényege a vállalkozások fejlesztése, nem pedig maga a kockázatvállalás. Valószínűleg sokkal inkább oda kellett volna figyelni arra, hogy nem a törvénnyel szembeni ellenállás, hanem a dolog teljes félreértése nyilvánul meg az olyan újságcikk címeiben, mint „Támogatás a rizikónak“, vagy éppen abban, hogy a törvény rendeltetésének megértésére törekvő cikkeknel is rendszeresen olyan illusztrációk jelentek meg, mint a dobókocka. A törvény útját megalapozó politikai marketing munkának minden bizonnyal sokkal hangsúlyosabban fel kellett volna mutatnia a közvélemény, és végső soron szintúgy a politikai erők számára, hogy az nem a kockázatvállalási hajlandóság erősítését van hivatva szolgálni, mégcsak nem is a kockázati tőkések, hanem a vállalkozások, és rajtuk keresztül a nemzetgazdaság érdekeit.

A törvény mellett felsorakoztatott politikai marketing munka valószínű hibáinak ugyanebbe a vonulatába tartozik, hogy hogyan lettek megválasztva annak célcsoportjai. Naivitás volt azt várni, hogy a kockázati tőke iparág képviselői adnak támogatást a törvény létrehozásához. Az egész erőfeszítés arra irányult, hogy a kockázati tőke bővülő kínálata révén a finanszírozást keresők és kínálók viszonyát egyre inkább a vevők piacának jellegzetességei határozzák meg, ami nyilvánvalóan a vállalkozások pozícióit javíthatja a kockázati tőkékkel szemben. Az USA mai gyakorlatából tudjuk azt is, hogy ez a fejlődés elvezethet oda, hogy a jó befektetési célpontnak ígérkező vállalkozások kifejezetten versenyzethetnek a kockázati tőkékkel – az USA-ban ma már ilyen aukciókat is rendeznek –, és így szerezhetik meg azoktól a maguk számára a lehető legkedvezőbb feltételeket. Aligha várható, hogy a kockázati tőkék harcossan kiálljanak az ilyen változtatásokért. A támogatást sokkal inkább azoknál kellett volna keresni, akik valóban haszonélvezői lehetnek a törvénytől várt változásoknak. Nagyon fontos volt, hogy az országos kamarák, a Magyar Innovációs Szövetség, az IPOSZ kiálltak mellette



– talán többet is kellett volna tenni azért, hogy az ilyen állásfoglalások jobban a közvélemény és a politika látókörébe kerüljenek.

Követendő példaként is különösen értékes volt az a segítség, amelyet a törvényjavaslat kidolgozói a CIPE Center for International Private Enterprise-től kértek és kaptak. Közvetlenül a javaslat parlamenti vitájának megkezdése előtt a CIPE rendezvénye adott lehetőséget arra, hogy szakmai egyeztetésre találkozzanak a gazdaság különböző területeit képviselő szakemberekkel, s köztük mind a magyarországi kockázati tőke üzletág, mind az ilyen finanszírozás potenciális felhasználóit jelentő vállalkozói körök képviselőivel, valamint olyan politikusokkal, akik a továbbiakban átveszik és továbbviszik a törvény megalkotását. Nagyon figyelemreméltó a CIPE ebben játszott szerepe is: a vitákon és ellentéteken elegánsan kívül maradva, semleges pályán rendezett tisztázó megbeszélésekben közelíteni az eltérő álláspontokat – ez olyan segítség, amellyel az azt nyújtó szervezet minden bizonnyal küldetése fontos részét teljesíti be, és amelyért feltétlenül köszönet jár neki.

Egyértelműen okos és ügyes volt viszont, ahogyan gyorsan korrigáltak egy kedvezőtlen hangsúly-eltolódást, amely félreértések és súlyos csalódások forrásává válhatott volna. A törvény megalkotása egy ponton a kis- és középvállalkozások fejlesztésének előmozdítását szolgáló intézkedéscsomag részévé vált. Midőn érezhetővé vált, hogy ebből következően milyen várakozások tapadnak hozzá, kidolgozói világossá tették, hogy mit lehet és mit nem szabad várni tőle e tekintetben. Nyíltan kimondták, hogy a kockázati tőke elsősorban a nagy növekedési képességű középvállalkozások esélyeit bővíti arra, hogy a fejlesztésükhöz finanszírozáshoz jussanak, a kis- és közepes vállalkozások nagy hányada számára viszont közvetlenül nem ad megoldást finanszírozási szükségleteik enyhítésére. Ez nyilvánvalóan sokaknak okozott keserű csalódást, s talán még olyanok is lehettek, akik úgy érezték, kimondásával a törvény veszít a politikai vonzerejéből. Nemcsak az az igazság azonban, hogy ez mindenképpen így van, hanem az is, hogy veszélyes következményekkel terhes hiba lett volna ezt elhallgatni.

### Felvilágosító munka

A törvénytől várt kedvező hatások kibontakozásában meghatározó jelentőségű szerepe lesz annak, mennyiben szereznek tudomást az így megnyíló lehetőségekről azok a vállalkozók és azok a vállalkozások, amelyek a kockázati tőkétől kapható befektetések igénybe vevői lehetnek. Aligha szabad arra várnunk, hogy előbb-utóbb majd

csak eljutnak ezek a hírek az érdekeltekhez is – annál kevésbé, mert biztosra vehető, hogy azokban így igen egészségtelenül sok lenne a félreértés és a rémhír. Ha azt akarjuk, hogy a törvény által megnyitott lehetőségek működjenek, ehhez nagyon tudatos, módszeres és szakszerű felvilágosító munkát kell kifejtetni a potenciálisan érdekelt vállalkozók és vállalkozások köreiben.

Alapvető jelentőségű lehet ebben a szemléletformálás. Már a műhelymunka során, a várható hatások és problémák elemzésénél előtérbe került, hogy a kockázati tőke általában tulajdonrészt kér a befektetésével működő vállalkozásban, ellenőrzési és beleszólási jogot annak irányításában, a vállalkozók viszont többnyire nem akarják elfogadni, hogy vállalkozásuk tulajdonjogát, és főként annak irányítását idegennel így meg kelljen osztaniuk. Ez természetesen akár feloldhatatlan és megkerülhetetlen akadály lehet annak, hogy a kockázati tőke és a vállalkozás kölcsönös haszonnal egymásra találjanak. Rögtön ki kell itt emelni azt is, hogy ez semmiképpen sem tekinthető kifejezetten a magyar vállalkozók szemléleti hibájának. Ugyanez a probléma a legtöbb országban ugyanígy előjön. Ettől azonban még tény marad, hogy segíteni kell az érdekelteket annak megértésében, hogy sokkal jobb, és főként sokkal kifizetődőbb lehet megszerezni valakivel egy sikeresen működő és erőteljes növekedési képességgel bíró vállalkozás tulajdonjogát, mint egyedül birtokolni egy kicsiny, stagnáló céget. S ha kellemetlen is lehet kényszerűen osztozni a cég irányításán valakivel, a megoldás nem az, hogy eleve elutasítjuk az egész üzleti konstrukciót – nevezetesen a kockázati tőke befogadását –, hanem hogy megválasztjuk a partnert. Tény, hogy a tőketulajdonos és a tőkét kereső vállalkozás közül az van erőfölényben, aki jobban megengedheti magának, hogy az ügylet ne jöjjön létre. Ha nagyon jó a vállalkozás, akkor előállhat az a helyzet, hogy a befektetők versenyeznek érte, és ekkor a vállalkozó diktálhat. Az esetek jelentős részében viszont a kockázati tőkés az erősebb tárgyalási pozíció – ez azonban nem változtat azon, hogy a vállalkozó, ha nem akarja, nem köt vele üzletet, és akkor nem is kell osztoznia vele. Más kérdés, hogy ha egyedül nem képes boldogulni, akkor becsukhat, vagy valaki majd a felszámolótól veszi meg a céget – már amennyiben érdemes. Jelentős mértékben kommunikációs feladat, hogy segítsük őket ennek a belátásában, valamint hogy megértsék a kockázati tőke üzleti magatartását, főként pedig azokat a sajátosságait, amelyek meghatározzák a vele való üzleti együttműködés célszerű módjait és lehetőségeit. Ebben fontos szerep vár a kormányzatra mint a köz szolgárára is.



Vállalkozóink jelentős hányada ugyanakkor ténylegesen erős hátrányban van a kockázati tőkékkel szemben az üzleti felkészültség, a vállalkozások stratégiai tervezése, és különösen a tőkebefektetési ügyletekben való jártasság tekintetében. Nagy részüknek eleve esélye sem lesz, hogy sikerrel mozogjon a kockázati tőke sajátos világában, ha nem kap segítséget annak megismeréséhez és megértéséhez. Segíteni kell őket gyorsan és minél egyszerűbben elsajátítani azokat az ismereteket, amelyek felhasználásával sikeres stratégiákat alakíthatnak ki a vállalkozás irányítására, és így a kockázati tőkével való együttélésre, hogy valóban egyenrangú partnerekként léphessenek fel abban. Ez egyike azoknak a területeknek, ahol az állami szerepvállalás a legtöbbet teheti, a legtöbb hasznot hozhatja minden érdekelt – és végső soron mindannyiunk – számára. Mellette hasonlóképpen kiemelkedően fontos feladata a kamaráknak és a vállalkozók szervezeteinek is, hogy segítsék a vállalkozásokat hozzájutni ezekhez az ismeretekhez.

### Angyali tőke is kell

Ha következetesek és főként hatékonyak akarunk lenni a kis- és középvállalkozások finanszírozáshoz jutási lehetőségeinek javításában, akkor a kockázati finanszírozás terén sem szabad megállnunk annál, hogy – amúgy nagyon is helyesen – ösztönözzük és támogatjuk a kockázati tőke-vállalkozás fejlesztő tevékenységét. Több, a gazdasági fejlettség nálunk magasabb fokán álló ország példája is a gyakorlatban megmutatkozó tényekkel igazolja, hogy e vállalati kör kockázati finanszírozásában a kockázati tőkénél is fontosabb szerepet játszanak az ún. *üzleti angyalok*, újabban megjelent kifejezéssel az informális kockázati tőkék.

Az üzleti angyalok a kockázati tőkéhez hasonló vállalkozásfinanszírozó és -fejlesztő tevékenységet végző magánszemélyek. Elnevezésük az angolszász szakirodalomból származik. A külföldi, mindenekelőtt az Egyesült Államok-beli és az Egyesült Királyság-beli tapasztalatok azt mutatják, hogy inkább tőlük, mintsem a kockázati tőke cégektől várható, hogy a fejlődésük korai szakaszában levő vállalkozásoknak megadják számukra kritikus jelentőségű magvető tőke, ill. indulótőke-finanszírozást. Inkább ők hajlandóak arra, hogy éppen olyan helyzetekben fektessenek be, amelyekben a kockázati tőkék és az egyéb intézményi befektetők vonakodnak ettől – így például a technológia szektor induló vállalkozásaiba.

Az Egyesült Államokból származó becslések szerint a kis- és középvállalkozásokba befektetett külső tőke te-

kintetében az üzleti angyalok részesedése több mint ötszörösen meghaladja az intézményes kockázati tőke befektetéseit. Felmérések szerint évente nagyjából 250 ezer üzleti angyal vesz részt aktívan vállalkozásokban. Összesen mintegy évi tíz-húsz milliárd dollárt fektetnek be, és a tőlük tőkéhez jutó vállalkozások száma évente harminc ezer körül jár. Ugyanott mintegy ötszáz-hatszáz kockázati tőke cég működik, és ezek évente mintegy három-négy milliárd dollárt fektetnek be kb. három ezer vállalkozásba. Más értékelések szerint a jelentőségük még ennél is nagyobb: eszerint azoknak a vállalkozásoknak a száma, amelyekbe befektetnek, húsz- negyven-szeresen is meghaladhatja az intézményes kockázati tőke befektetéseivel működő vállalkozásokét, a tőlük származó befektetett tőke nagysága pedig vetekszik az induló, valamint a növekedésben levő kisvállalkozásokba befektetett minden egyéb külső tőke nagyságával.

Szerényebb, de hasonló szerepet töltenek be az üzleti angyalok az Egyesült Királyságban is. Igen jellemző az a kép, amelyet a Brit Kockázati Tőke Szövetség ad a tájékoztató kiadványaiban az ottani üzleti angyalokról. Ez is megerősíti, hogy azok ott az induló és a növekedő vállalkozások számára az elérhető tőke jelentős forrását alkotják.

Szakértői becslések azt sugallják, hogy befektetéseik tőke összege ott is legalább kétszerese a kockázati tőke cégekének. A szakértők az itt működő üzleti angyalok számát a kilencvenes évek közepén mintegy harmincötven ezerre becsülték. A tőlük kapott tőkebefektetések összege egyes becslések szerint ekkor két milliárd angol font, mások szerint ennek legalább a kétszerese körül volt. Igen valószínű az is, hogy ezek a mértékek azóta növekedtek. A tipikus brit üzleti angyal egy hároméves időszak során egy vagy két befektetést tesz, de vannak olyanok is, akik ennél nagyobb gyakorisággal fektetnek be. Egy-egy befektetésben általában tízezer és százezer font közötti tőkét köteleznek el. Vannak ugyanakkor olyan üzleti angyalok is, akik ennél nagyobb befektetéseket vállalnak, akár egyéni befektetőként, akár szindikátus részeként. Gyakorta egy vezető szerepet játszó személy – „arkangyal” – szervezi meg a szindikátus oly módon, hogy az ügyletet felkínálja másoknak is. Annak érdekében, hogy a finanszírozást kereső vállalkozások megtalálják őket, az Egyesült Királyságban az üzleti angyalok hálózatokba szerveződnek, és ezeket a hálózatokat teszik láthatóvá. A Brit Kockázati Tőke Szövetség legújabb tájékoztatója 43 ilyen hálózatot sorol fel, közöttük sok olyat, amelyben a befektetők száma száz és négyszáz között van.



Brit szakértők azt is kiemelik, hogy ennél is sokkal nagyobbak azok a lehetőségek, amelyek a jelentős növekedési képességű kisebb vállalkozások számára az üzleti angyalok fejlesztő-finanszírozó tevékenységében rejlenek. Igen jelentős hányaduk hajlandó lenne számottevően több tőkét is befektetni, ha nagyobb számban találnának ehhez megfelelő vállalkozásokat. Egy üzleti angyalok körében végzett brit felmérés azt mutatta ki, hogy mintegy hetven százalékuk szívesen fektetett volna be többet is, és ha elegendően nagy számban találtak volna megfelelő befektetési lehetőséget, akkor az összes így befektetett tőkéjük mintegy háromszorosa lett volna a tényleges befektetéseiknek.

Ausztrália most kezdi felfedezni a maga számára az üzleti angyalok tevékenységében rejlő hasznokat és lehetőségeket. Pontos statisztikai adatok ott sincsenek a befektetéseikről, felmérés és azon alapuló becslés azonban készült. Az ausztrál kormányzat róluk közreadott tanulmányában<sup>1</sup> szereplő becslült adatok aszerint az alkalmazottakkal dolgozó, de húszt főnél kevesebb alkalmazottat foglalkoztató cégeknek mintegy 1,9 százaléka kapott már üzleti angyaltól tőke befektetést az utóbbi néhány év során. Nagyobb cégek is kaptak, ezek száma azonban meglehetősen csekély. Az így befektetett tőke átlagos nagyságát 150.000 dollárra becsülik, az összes így finanszírozott vállalkozás számát 6.800-ra, és ezzel az üzleti angyaloktól származó összes befektetett tőke nagyságát mintegy egy milliárd dollárra.

Jellemző példaként arra, hogy az üzleti angyalok tevékenysége nem csak az angolszász országokban számottevő, érdemes megemlíteni, hogy szakértők viszonylag jelentősnek ítélik azt Finnországban is. Tényleges statisztikai adatok ebben a tekintetben sem állnak rendelkezésre. A szakértők felmérése és becslése szerint mintegy 1.500 ilyen befektető működhet. Az általuk befektetett összes tőke nagyságát 850 millió finn márkára becsülik.

Az üzleti angyalok vállalkozásfejlesztő és -finanszírozó tevékenysége jelentősen növekszik, és növekvő figyelmet kap más országokban is. Számos jel mutat arra, hogy az Európai Unió gazdasági döntéshozói is jelentős súlyt helyeznek azoknak a lehetőségeknek a feltárására és kiaknázására, amelyet az üzleti angyalok tevékenysége a vállalkozásfejlesztés terén kínál.

Mindez arra utal, hogy az üzleti angyalok tevékenységében a vállalkozás finanszírozásának olyan

lehetőségei rejlenek, amelyeket nekünk is ki kellene aknázunk.

Természetesen az üzleti angyalok is a saját érdekeik szerint fektetnek be vállalkozásba, bár indítékaik sokrétűbbek, mint a kockázati tőkéé. Éppen ezért megfelelő ösztönző eszközök alkalmazása segíthet hozzá ahhoz, hogy bővüljön a fejlesztő tevékenységük, többen legyenek hajlandók ilyen befektetésekre, és mindezek eredményeként több vállalkozás előtt nyíljék meg annak az esélye, hogy üzleti angyalok révén hozzájutnak az indulásukhoz, ill. a fejlődésükhöz szükséges tőkéhez, és esetleg az azt segítő egyéb közreműködéshez. Az üzleti angyalok vállalkozásfejlesztő és -finanszírozó tevékenységére is maradéktalanul érvényes tehát, hogy ha optimális mértékben ki akarjuk bontakoztatni annak a nemzetgazdaságra gyakorolt kedvező hatásait, akkor ezért tenni is kell. Más országok gyakorlata azt mutatja, hogy ebben szükség van a közösségi szektor, és az annak megjelenítőjeként eljáró kormányzat szerepvállalására, ösztönző és segítő közreműködésére is. Ennek egyik lehetséges és fontos eleme az ilyen befektetéseket ösztönző adókedvezmények rendszere. Nem kevésbé fontosak azok az eszközök – pl. a kapcsolatteremtő hálózatok, információs rendszerek, az ezeket működtető szervezetek tevékenységének támogatása –, amelyek rendeltetése, hogy segítsék a finanszírozást kínálókat, valamint a tőkét kereső vállalkozások egymásra találását. Különösen figyelemre méltó, hogy – amint azt szakértők kiemelik – az e téren meglevő rejtett és ezért kiaknázatlan tartalékokat nagyon jelentős mértékben gazdagítják azok, akik ugyan rendelkeznek azokkal az adottságokkal, amelyek birtokában betölthetnék az üzleti angyal szerepét, azonban valamely ok miatt mégsem kezdtek ilyen tevékenységbe. A becslések szerint az ő számuk jelentősen felülmúlja a ténylegesen működő angyalokét, és megfelelő ösztönző körülmények, vagy méginkább a megfelelő ösztönzés hatására igen számottevő hányaduk tényleges, aktív befektetővé válna.

#### *Nem a hitelfelvétel alternatívája*

Semmiképpen sem szabad arra építeni, hogy a kockázati tőke, ill. az üzleti angyalok vállalkozásfinanszírozó tevékenységének bármilyen számottevő bővülése széles körben megoldást hozhat azokra a problémákra, amelyekkel a kereskedelmi hitelt kereső kis- és középvállalatok jelentős része szembekerül. Szakszerűtlen és irreális volna azt várni, hogy azok, amelyek nem tudnak hitelhez jutni, most majd innen szerezhetik meg a szükséges pénzt. A

<sup>1</sup> Informal Equity Investment



kockázati tőkétől kapható befektetés már eleve nem alternatívája a hitelfelvételnek. E befektetés sajátos természetéből következik, hogy az olyan vállalkozásnak, amely képes normális piaci feltételekkel hitelhez jutni, és képes azt rendben vissza is fizetni, a hitelfelvétel általában olcsóbb, mint a kockázati tőkétől, vagy akár az üzleti angyaltól kapható befektetés. Kiemelkedően fontos kivételt jelent viszont ez alól, ha a vállalkozás az így szerzett pénzt fejlesztésre, növekedésének megalapozására költi, és az nem hozza meg a tőle várt gazdasági eredményt. Ekkor valóban nagyon is kifizetődik a számára, hogy a kockázati tőkés maga viseli a befektetésével járó kockázatokat, és illetéknént osztozik a fejlesztés kudarcával járó veszteségekben.

### Csak húzni lehet, tolni nem

A tőke – és így a kockázati tőke is – olyan, mint a kötél: csak húzni lehet, tolni nem. Megfelelő eszközökkel vonzóvá lehet tenni a számára bizonyos befektetési célpontokat, de aligha lehet azokba akarata ellenére belekényszeríteni. Ez maradéktalanul érvényes a gazdaságirányítás lehetőségeire és eszköztárára is. Ennek a valóban igen bölcs belátása nyilvánult meg abban, hogy a törvény – egyik legnagyobb gazdasági jelentőségű vonásaként – nem kényszeríti a kockázati tőkéket arra, hogy a továbbiakban a hatálya alatt végezzék a tevékenységüket, és így az új szabályok feltétel nélkül kötelező elfogadására és betartására sem.

A szabályozás kialakításában elsőrangú fontosságú szempont volt, hogy annak ne legyenek olyan hatásai, amelyek arra ösztönöznék a kockázati tőkét, hogy csökkentse magyarországi aktivitását, esetleg távol maradjon ettől a piactól. Világosan megnyilvánult az itt működő kockázati tőkések igénye is arra vonatkozóan, hogy a törvény ne akadályozza az üzleti tevékenységüket. Érkeztek jelzések arra vonatkozóan, hogy vannak itt dolgozó, de nem nálunk bejegyzett kockázati tőke cégek, amelyek magukra nézve kedvezőtlennek tartják, hogy e követelményeknek meg kelljen felelniük, ezért nem kívánnak bekerülni a törvény hatálya alá. A probléma lényege tehát abban állott, vajon megengedje-e a törvény, hogy a hatályba lépése után olyan cégek is folytathassanak kockázati tőke tevékenységet a magyar piacon, amelyek nem tartoznak a benne foglalt szabályok, előírások hatálya alá. Végül is azt kellett eldönteni, megengedhető-e, hogy egyszerre működjenek ugyanazon a piacon a törvényi szabályozás alatt dolgozó, valamint azon kívül álló kockázati tőke cégek, tehát egyrészt olyanok, ame-

lyeket kötnek ezek a szabályok, másrészt viszont olyanok, amelyeket nem. Ez mindenekelőtt a piac biztonságos működését, és ezáltal a piaci szereplők védelmét szolgáló szabályok érvényesítésének a kérdése. A megoldás bájos egyszerűségét – nevezetesen, hogy minden itt működő kockázati tőkést kötelező erővel a törvény hatálya alá kell rendelni – az tette tönkre, hogy érdekeink ellen való lenne kizárni a magyar piacról, vagy követelményekkel elriasztani innen az olyan tisztességesen működő kockázati tőkéket, amelyek ugyan nem akarnak itt a törvény előírásainak megfelelő kockázati tőke céget alapítani, de befektetni igen. A rendelkezésünkre álló adatok – becslések – szerint az itt működő kockázati tőkések kezén levő tőkének mintegy kilencven százaléka külföldi befektetők pénze, tehát ellenünk fordult volna a szabályozás, ha megnehezíti, hogy tiszta pénzt hozzanak a hazai vállalkozásokba.

Mindezt honorálandó, a törvény sértetlenül meghagyja az itt működő kockázati tőkéseknek eddig élvezett döntési és cselekvési szabadságukat, és a jövőben sem nehezíti meg számukra a magyar piacra lépést. Szabályrendszerével új lehetőségeket vezet be, és új, az üzletág meghatározó sajátosságaihoz illesztett kereteket kínál azoknak, akik vállalják a szabályok betartását annak érdekében, hogy hozzájussanak az azzal járó előnyökhöz. Pozitív eszközökkel, sajátos lehetőségek megnyitásával ösztönzi az országban működő kockázati tőke cégeket, hogy üzleti tevékenységüket a hatálya alatt, és így szabályrendszerének keretei között végezzék. Ilyenek a sajátos adó- és számviteli szabályok, továbbá a kockázati tőkebefektetésekhez kapcsolható sajátos garanciakonstrukció. Mindazoknak viszont, akik nem kívánnak e szabályok szerint dolgozni, érintetlenül meghagyja eddig élvezett döntési és cselekvési szabadságukat. Ezek a továbbiakban is a magyar jogrend általános keretei között végezhetik üzleti tevékenységüket, és annak szabályai között foglalkozhatnak kockázati finanszírozással. Így tud a törvény leginkább megfelelni annak az elvárásnak, hogy a külföldi kockázati tőke a továbbiakban is minél erőteljesebben vegyen részt a magyar vállalkozások fejlesztésében, és vele együtt erősödjék a hazai kockázati tőke hasonló szerepe.

### A jegyzett részvény vásárlásának tilalma

A törvény teljes mértékben eltiltja a keretei között működő kockázati tőketársaságokat és -alapokat a tőzsdén jegyzett részvény vásárlásától. E tilalom igen számottevő gazdasági jelentőségét egyrészt az adja, hogy az



meglehetősen erős korlátozása volna az érintett piaci szereplők cselekvési szabadságának, másrészt jelentős mértékben hátrányba hozza azokat a törvény keretein kívül működő versenytársaikkal szemben. Nem tűnik megalapozatlannak a feltevés, hogy éppen ezért e tilalom a kockázati tőkések jelentős hányadát távol tarthatja attól, hogy a törvény hatálya alatt folytassák a tevékenységüket.

További elemzést érdemel, vajon van-e ennek a tilalomnak valóban megfelelő szakmai alapja.

Ezt a döntést igen sok vita előzte meg, azonban nem jelent meg olyan szakmai érv a tilalom mellett, amely valóban meggyőző lett volna. Alapítalak azok a hivatkozások is, hogy a kockázati tőkére másutt is hasonló tilalmak vonatkoznának. Ez utóbbiak valóságmagva mindössze a következő; a kockázati tőkét egyes definíciók valóban úgy határozzák meg, hogy az tőzsdén nem jegyzett részvényekbe fektet be, ezek azonban semminemű jogkövetkezmenyt nem hordoznak. A kockázati tőke számára jegyzett részvény vásárlására vonatkozó korlátozások valóban megjelennek egyes országok jogszabályaiban is, azonban csupán olyan módon, hogy bizonyos kedvezményekben csak azok a kockázati tőke cégek részesülhetnek, amelyek ezeket betartják. Ettől eltekintve azok ott is szabadon vásárolhatnak jegyzett részvényt.

A tilalom mellett felvonultatott érvelés szerint a nemzetgazdasági érdek azt kívánja, hogy a kockázati tőke ne foglalkozzék tőzsdéi spekulációval, és ne ebben kösse le a vállalkozások kockázati finanszírozására szolgáló forrásait – tehát célszerű ettől azt eltiltani. A jövő gyakorlati tapasztalatait fogják megmutatni, ténylegesen mennyire szolgálja ez a tilalom a nemzetgazdaság érdekeit, és mennyiben riasztja el a kockázati tőke cégeket attól, hogy tevékenységüket a törvény keretei között végezzék. Ez a tilalom ugyanis igen számottevő mértékben elzárja őket a kockázati tőke egyik legnagyobb gazdasági jelentőségű ügyletétől. Ez az ügylet a gazdasági nehézségekkel küzdő cégek feljavítása (az ún. turnaround vagy megfordítás művelet). Aligha vonható kétségbe, hogy ez a tevékenység megfelel a nemzetgazdaság

érdekeinek. A feljavítás ügyletének egyik technikailag nélkülözhetetlen eleme, hogy a kockázati tőke befektetés útján kapcsolódik a szóban forgó cég irányításába, tulajdoni hányadot szerez abban, és ezzel együtt elegendő mértékű szavazati jogot nyer ahhoz, hogy a feljavítás során és annak céljával irányítani tudja annak további gazdálkodását. Magától értetődik, hogy olyan cégek esetében, amelyek részvényeit tőzsdén jegyzik vagy forgalmazzák, a kockázati tőkének ez a bekapcsolódása a cég részvényeinek megszerzése útján valósult meg. A gazdasági nehézségekkel küzdő, de már a tőzsdére bevezetett cégek feljavításában egy sajátos többletelőny is rejlik. A kockázati tőke számára rendkívül fontos, hogy már a befektetéskor megbízható esélyei legyenek arra, hogy a későbbiekben ki tudja vonni a tőkéjét és annak hozamát a vállalkozásból. Erre a legjobb lehetőséget a szóban forgó cég tőzsdéi bevezetése kínálja, ezért a kockázati tőkések számára ez a kivonulás legvonzóbb módja. A tőzsdéi bevezetés ugyanakkor jelentős költségekkel járó és kockázatoktól sem mentes művelet. A tőzsdén jegyzett, feljavításra alkalmas cégek esetében a sajátos többletelőny éppen abban áll, hogy esetükben a kivonulásnak ez az útja már eleve létezik.

A jegyzett részvény vásárlásának tilalma így minden bizonnyal két negatív hatást is hordoz. A törvénytől a létrehozói azt várják, hogy a hatásai révén erőteljesen javítani fogja a jelentős növekedési képességű vállalkozások esélyeit arra, hogy a maguk adottságai és érdekei szerint optimális feltételekkel hozzá tudjanak jutni a tevékenységük folytatásához és főként annak fejlesztéséhez szükséges tőkéhez, és ahhoz a sokrétű közreműködéshez, amellyel a kockázati tőkések segítik a befektetésükkel működő vállalkozások fejlődését. Ez a tilalom a tőzsdén jegyzett cégeket eleve elzárja ettől. A másik negatívum, hogy a tilalom a feljavítással is foglalkozó kockázati tőke-cégek jelentős részét arra kényszeríti, hogy a tevékenységüket a törvény keretein kívül folytassák, mert csak így őrizhetik meg annak lehetőségét, hogy ezt az ügyletet tőzsdéi cégekkel is végezhessék.