

## K Ö N Y V I S M E R T E T Ő

MAKRA Zsolt

A KOCKÁZATI  
TŐKE  
VILÁGA

Aula Kiadó, Budapest, 2006

Bár Magyarország a rendszerváltás óta eltelt időszak alatt a kockázati és magántőke számára régiós központtá vált, az ágazatról eddig csak külföldi szerzők magyarra fordított könyvei jelentek meg hazánkban (pl. David Gladstone: A kockázati tőke kézikönyve, OMIKK-Covent, Budapest, 1997). Szerencsére már a kezdetektől fogva voltak magyar kutatói is a piacnak (gondolok itt többek között dr. Karsai Juditra és dr. Osman Péterre), de szélesebb kutatási bázisa csak az elmúlt pár évben alakult ki. Ennek köszönhető, hogy – gyakorlati szakembereket is bevonva – végre elkészült az első átfogó, magyar szerzők tollából származó, és a hazai piacot szintén bemutató mű.

A könyv formailag ízlésesen, igényesen megszerkesztett. Csak néhány, több adatot tartalmazó ábra, grafikon esetében nehezebb az értelmezés az egyszínes nyomás miatti összemosódó jeleknek köszönhetően. Tartalmilag három, logikusan felépülő fejezetből és összesen tizenegy tanulmányból áll. Az első fejezet a kockázatitőke-finanszírozás alapvető jellegzetességeit, míg a második a kockázati tőke gyakorlati megjelenési formáit mutatja be. A harmadik a Piaci elégtelenségek és az állami szerepvállalás lehetőségei címet viseli.

A tanulmányok a kockázatitőke-piacnak jóformán minden részletébe betekintést nyújtanak. A könyvet folyamatosan olvasva talán csak az zavarhatja az olvasót, hogy több helyen – főleg a bevezetésekben – ismétlődnek a témával kapcsolatos alapvető ismeretek. Véleményem szerint azonban ennek bizonyos fokig természetesnek is kell lennie, hiszen bár az egyes tanulmányok a szakterület egy-egy szeletét dolgozzák fel, de egyben önálló egységet is jelentenek, és a teljességhez szükség van a korábbi gondolatok felelevenítéséhez. Sőt, így bepillantást nyerhetünk bizonyos fogalmaknak a szerzők által elgondolt leheletnyi eltéréseibe is.

Az első fejezet három tanulmányban ismerteti meg az olvasót a kockázati és magántőke alapvető ismérveivel és magyarországi fejlődésével. Dr. Osman Péternek jutott a feladat, hogy adjon egy átfogó jellemzést a kockázati és magántőke természetéről. Bevezetőjében először felhívja a figyelmet, miért is fontos ez a finanszírozási forma. A nemzetgazdaság számára nélkülözhetetlen innovatív kis- és középvállalatok elindítása, fejlesztése igen sokszor túlmutat tulajdonosainak kockázatviselő és finanszírozó képességén. Jól működő piacgazdaságban ezt orvosolhatják a kockázati tőkések. A következő lépésben Osman tulajdonképpen keretet ad a könyvnek: felvillant néhány olyan problémát (pl. a keresleti oldal elégtelenségét), amit a későbbi tanulmányok részletesen is elemeznek, illetve megoldásokat ajánlanak rá. A piac formális és informális részének egyszerű, közérthető bemutatása után rész-

letesen kifejti, miben különbözik a kockázati tőkés a tőkepiac többi szereplőjétől: nagyobb kockázatvállalási hajlandóság; kockázatcsökkentő technikák; sajátos szerepmegosztás a befektető, a tulajdonosok és a vezetők között; részvétel a stratégiai irányításban stb. Értékelendőnek tartom, hogy részvétel a stratégiai irányításban stb. Értékelendőnek tartom, hogy mielőtt az olvasó azt hinné, hogy a kockázati tőke lehet minden probléma megoldása, Osman már az első tanulmányban felveti, mit nem lehet a kockázati tőkétől elvárni: a piaci alapon működő szervezeteknél a profitérdek elé nem lehet más szempontokat helyezni. A szerző végül – jó előre jelezve, hogy „a kategorizálás semmiképpen sem tekinthető feltétlenül átfogónak és maradéktalanul általános érvényűnek” – a kockázati finanszírozás ügylettípusait ismerteti.

A magyarországi kockázatitőke-finanszírozás 1989-től 2004-ig tartó időszakát dr. Karsai Judit tanulmánya mutatja be. Bár európai viszonylatban a hazai piac több mutató esetében is az átlag alatt van, régiókat vizsgálva mégis elmondható, hogy fejlett piaccal rendelkezünk. A szerző először az ágazatot jellemző statisztikai adatokkal, illetve a statisztika készítésének módszerével és problémáival ismerteti meg az olvasót. A Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület 2005-ös Karsai által vezetett felmérése alapján a tanulmány három témakört vizsgál különböző paraméterek bontásában: a befektetésre rendelkezésre álló tőke volumenét, a már befektetett tőke összegét, valamint a kiszállások számát. Az alapok érdeklődési körét, méretét, a finanszírozott fázisoknak az ügy-

letek száma és értéke szerinti megoszlását és további egyéb jellemzőket elemezve elmondható, hogy az iparág eddigi hazai fejlődését négy időszakra lehet bontani, melyből az utolsó a mai napig tart. Az utóbbi években a nemzetközi trendeknek megfelelően az expanzív szakaszban tartó vállalkozások finanszírozásán túl megjelentek a kivásárlási ügyletek is, míg a kisebb értékű ügyletek terén az állam szerepvállalása lett jelentős.

A könyv első részének utolsó, A kockázatitőke-befektetésekből történő kiszállás útjai című tanulmányának szerzői Becskyné Nagy Patrícia és Biczók Sándor. Széles körű irodalomra alapozva és megtörtént eseteket röviden bemutatva precízen ismertetik a szerzők a témát. Először a kilépések (exit) megtervezésének fontosságára hívják fel a figyelmet. Már a befektetési döntés meghozatalakor számba kell venni a lehetséges módokat és az elérhető hozamot, továbbá a tranzakció létrejötte után is folyamatosan figyelni kell a kilépési célokat a stratégia kialakításakor. A lehetséges kiszállási módok előnyeinek és hátrányainak szemléltetése után a kiszállások európai alakulását tanulmányozhatjuk. A szerzőpáros szakmailag indokoltan külön kitér a közép-kelet-európai piacra, az itteni problémákra és a tőzsdei kiszállások szempontjából kiemelkedő Varsói Értéktőzsdére is. Esetleg egy összefoglaló táblázat a régióbeli kilépésekről még több információt adhatott volna az olvasónak.

A kötet második fejezetében a kockázati és magántőkealapok létrehozásával és működésével ismerttet meg minket az első tanulmány írója, Szlovák Gergely. Ezek az alapok több ponton is különböznek a hagyományos befektetési alapoktól, ezért működésük ismerete elengedhetetlen a vállalat és a befektető

közötti sikeres együttműködéshez. A szerző a befektetés folyamatát is lényegre törően mutatja be a befektetési lehetőségek felkutatásától kezdve a portfólió- és kockázatkezelésen keresztül egészen a kiszállásig, külön hangsúlyozva a „tökéletesen kidolgozott üzleti terv” szerepét. Szakmai berkekben köztudott, hogy a legtöbb projekt már a nem megfelelő üzleti tervnél elbukik.

A következő alfejezet szerzője, dr. Szerb László az informális és a formális piacnak a vállalatok finanszírozásában betöltött szerepére a finanszírozási és a növekedési rés segítségével világít rá. A tőkestruktúrára vonatkozó teóriáknak, majd a pénzügyi források keresletére és kínálatára ható tényezőknek a rövid, lényegi ismertetése után a vállalati életciklus és a finanszírozási források kapcsolatát reprezentáló „hullám modellel” találkozunk az olvasó. Az egyik következtetés – rendszerint a befektetők is ezt hangsúlyozzák –, hogy hazánkban a vállalatok alultőkésítettsége általában keresleti oldali probléma. Az elméletet követően gyakorlatiasabb vizekre evezve az informális és formális szereplők jellegzetességeit, valamint a Global Entrepreneurship Monitor adatbázisa alapján a piac jelentőségét emeli ki a szerző.

Az informális tőkepiac krémjét, az üzleti angyalokat dr. Kosztopulosz Andreász és Makra Zsolt mutatja be meglehetősen sok-sok szekunder forrás és saját kutatás alapján. A külföldi szakirodalomban az üzleti angyalokra használt definíciók hangsúlyos elemeinek vizsgálata után maguk is megfogalmazzák az angyalok egy szűkebb és egy tágabb értelmezését. Részletesen elemzik e magán-személyek befektetési tevékenységének az intézményi befektetőktől eltérő sajátosságait: milyen motívációik vannak, milyen vállalkozói

attitűddel jellemezhetők, milyen hozamokat érnek el stb. A szerzők boncolgatják a hazai üzleti angyalpiac fejletlenségének lehetséges okait, továbbá számot adnak az általuk kezdeményezett, a hazai piacot feltérképező abc-kutatásuk eredményeiről.

A vállalati kockázatitőke-befektetésekkel (corporate venturing, CV) Biczók Sándor foglalkozik a könyvben. Először a meglehetősen nehezen körülhatárolható CV tevékenység jellemzőire helyezi a hangsúlyt Biczók, majd e befektetések tipizálását végzi el: a CV befektetéseket csoportosíthatjuk aszerint, hogy az új vállalkozói tevékenység a vállalaton belül vagy kívül helyezkedik el, illetve, hogy pénzügyi közvetítő segítségével vagy anélkül jött létre a befektetés. Egy másik csoportosítás a befektető vállalat elsődleges céljai és a vállalkozással való kapcsolat szorossága alapján osztályoz. A szerző végül a CV tevékenység megvalósításának lehetséges szervezeti formáit ismerteti: a CV tőkealapokat, a szövetségeket, illetve a kivásárlásokat és felvásárlásokat. Kiemelendő, hogy itt is olvashatunk a gyakorlatban megvalósult példákról.

A könyv harmadik részében a piaci elégtelenségeket és az állami szerepvállalást bemutató tanulmányok találhatóak. Banyár László és Csáki Béla a hazai piac jogi szabályozását foglalja össze. A sikertelen kockázatitőke-befektetésekről, a kockázatitőke-társaságokról, valamint a kockázatitőke-alapokról szóló 1998. évi XXXIV. törvény helyett 2006. január 1-jén lépett hatályba a tőkepiaci törvény módosításaként a piacra vonatkozó új, életszerűbb jogszabály. A szakma régóta szerte volna elérni egy befektetőbarát jogi környezet kialakítását. Véleményük szerint az alapokra, az alapkezelőkre és a befektetésekre vonatkozó új szabályok nagy elő-

relépést jelentenek ennek irányába. További pozitívum, hogy a kiegészítő rendeleteknek köszönhetően már hazai intézményi befektetők is tőkéjük egy részét kockázatitőke-alapokba fektethetik.

A következő tanulmányt Bajmócy Zoltán, dr. Kosztópulosz Andreász és dr. Imreh Szabolcs jegyzi. Témájuk: kockázati tőke és a kisvállalkozások inkubációja. Az inkubáció értelmezését követően a vállalati érdekeket követő inkubátorok három csoportját mutatják be (ingatlanfejlesztő, kockázati tőke és CV típusú inkubátorok). Ezekhez kapcsolódóan az életből vett sikeres és kudarcos végződő példákról is olvashatunk. A szerzők a piac keresleti és kínálati oldalát végigjárva a magántőke és az inkubátor együttműködési lehetőségeit elemzik, külön hangsúlyt adva az inkubáció keretein belül megvalósuló hálózatosodásban rejlő előnyöknek. Végül az inkubációs folyamatban szerepet kapó állam lehetséges stratégiáit összegzik.

Az innovációorientált vállalkozásoknak az új munkahelyek teremtésében, a technológiai folyamatok katalizálásában és a nemzetgazdaság növekedésének, illetve szerkezetváltásának elősegítésében betöltött pozitív szerepét több külföldi elemzés bizonyítja. Korai fázisuk finanszírozása – mint ahogy ezt a kötet korábbi tanulmányai is kifejtik – még a fejlett piacokkal rendelkező országokban sem megoldott kielégítően. A kockázatitőke-ágazat fejlődése, megváltozása miatt a „klasszikus” kockázatitőke-alapok korai fázist finanszírozó szerepe háttérbe szorult, és nem zárják össze a finanszírozási és tudásrészt. E trend okait fejtegeti Makra Zsolt és Rác András. Véleményük szerint az államnak kiegészítő (és nem helyettesítő) szerepet kell vállalnia a piacon. Bemutatják az állami beavatkozás jó és kevésbé jó eszköze-

it, valamint az Európai Unió magvető- és indulótőke-finanszírozást támogató programjait. Végezetül a nemzetközi tapasztalatokra alapozva hazánkra vonatkozó javaslatokat fogalmaz meg a két szerző.

A könyv utolsó alfejezete az üzletiangyal-hálózatokról szól, melynek szerzői ismét Makra Zsolt és dr. Kosztópulosz Andreász. Ezek a „közvetítő intézmények egyfajta információs csatornát képeznek a befektetni szándékozó üzleti angyalok és a kockázati tőkét kereső kisvállalkozások között”. Tevékenységük megoldást jelenthet az angyalok rejtőzködő magatartására, illetve a magas keresési költségekre. E hálózatok jellemzését, szervezeti formáinak bemutatását mélyrehatóan és nemzetközi példákkal szemléltetve végzik el a szerzők. Az Európai Unió üzleti angyalokkal kapcsolatos gyakorlatának ismertetése után – a könyv eddigi részeinek megfelelően – a Magyarországon elvégzendő feladatokra is konkrét javaslatok fogalmazódnak meg.

Épp itt volt már az ideje egy ilyen sokoldalú mű megszületésének. A kötet közérthetően, precízen mutatja be a kockázati tőke világát, ezért nem csak gyakorlati szakemberek és kutatók számára lehet értékes. A hazai finanszírozási kultúrában kevésbé elterjedt a tőkefinanszírozás, így a könyv kiválóan elláthat ismeretterjesztő és népszerűsítő célokat, a vállalatvezetők is hasznosan forgathatják. Végül a kiadvány felsőoktatási feladatokat is betölthet. Sajnos kevésbé elterjedt még a témához kapcsolódó ismeretek oktatása, így egy kiépítendő egységes tematika alapját is adhatja ez a könyv.

A könyv kizárólagos terjesztését a Fiatal Kutató Közgazdászok Egyesülete végzi. Megrendelhető a zsmakra@yahoo.com címen.

*Kovács Tamás*

## *Michael LEWIS* BRÓKERPRÓKER

A LELEPLEZETT  
WALL STREET

Alinea Kiadó, 2005

Kiemelkedően érdekes és tanulságos mű. A tőkepiacok egyik szegmenséről, a kötvénykereskedelemléről, és abban is az 1980-as évek világáról szól, igen érdekes közelképet festve, és értékes szakmai tudást is kínálva. Ez a szegmens akkor nőtt fel a legnagyobbak közé, gyökeres változások közepette – jórészt ezt tükrözi a történet. Ekkor kezdte meg ma is mind jobban szárnyaló diadalmenetét a pénz- és tőkepiacokon az az új technika, amely a saját létalapjaként egy egészen új tudományágat hozott létre: a pénzügyi termékek tervezése.

Amint Lewis is kitűnően felvázolja, ennek rendeltetése, hogy olyan pénzügyi konstrukciókat, termékeket alakítson ki, amelyek jól illeszkednek a finanszírozást keresők és/vagy a finanszírozók, és az egyéb befektetők igényeihez és lehetőségeihez – a pénzügyi közvetítő cégek nézőpontjából, természetesen azért, hogy ennek segítségével is bővítsék az üzleti lehetőségeiket, teret nyerjenek a piacon, növeljék a forgalmukat és a nyereségüket. Innentől kezdtek a nagyobb pénzügyi közvetítő cégek átalakulni többé-kevésbé álmos kis- és nagykereskedésekből egyre újabb, és mind bonyolultabb termékeket előállító, s mindezekkel új lehetőségeket, de veszélyeket is teremtő boszorkánykonyhákka, s egyben a lóversenyhez hasonlóan konzervatív fogadóirodákból vadul száguldozó kaszinókká. Ekkoriban fordult a felsőfokú gazdasági és üzleti végzettségű szakemberek figyelme az ilyen állások felé. Egy alapvető tény azonban változatlanul