

Tőkerésztétel Magyarországon

A magyarországi tőkerésztétel és a beruházások iránt mutakozó élénk érdeklődést jelzi az említett témakörben tartott számos rendezvény (pl. az 1997. október 6.-8. között az Institute for EastWest Studies és az American Chamber of Commerce in Hungary szervezésében „Private Equity Investment in Hungary” címen rendezett konferencia); a Magyarországon mutakozó kedvező befektetési klímáról megjelent újságcikkek növekvő száma; valamint a tőkerésztételhez rendelkezésre álló tőke¹ gyors növekedése Közép- és Kelet-Európában, ezen belül különösen Magyarországon.

A vállalatok helyzete

Jelen tanulmány szerzője a magyar vállalatok helyzetének reprezentatív felmérése érdekében több mint 80, magyar magántulajdonban lévő vállalattal vette fel a kapcsolatot. A külföldi részvétellel működő vegyesvállalatokat, illetve az újonnan alapított társaságokat a felmérésnél nem vette figyelembe, mivel ez utóbbiak nem szembesülnek a magyar vállalatokra jellemző problémákkal. A vizsgált társaságok 200 millió és 80 milliárd HUF közötti forgalmat bonyolítanak le, amely jelenleg mintegy 2-800 millió DEM közötti nettó éves árbevételnek felel meg. A felmérés eszerint a kis-, közép- és nagyvállalatok teljes spektrumát lefedi. A vizsgálatba bevont ágazatok felölelik a termelést, a ke-

A vizsgált 80 magyar vállalat ágazatok szerinti megoszlása

Berendezés	12%
Fogyasztási cikkek	11%
Kereskedelem	28%
Mezőgazdaság és erdőgazdálkodás	14%
Nehézipar	25%
Vegyes	20%

reskedelmet, a szolgáltatást, a mezőgazdaságot és az erdőgazdálkodást; a szerző azonban a felmérésből kizárta a pénzügyi szolgáltatásokat nyújtó társaságokat, mivel ezen a területen erőteljes koncentráció, magánosítás, illetve a külföldi anyavállalatok túlsúlya figyelhető meg.

A megfigyelt és jelen tanulmány szempontjából lényeges problémák, amelyekkel a társaságok szembesülnek, az alábbiak szerint összegezhetők:

- a gyártóeszközök és -folyamatok modernizációs szükséglete,
- a kapacitás nem megfelelő kihasználása,
- a privatizáció eredményeképpen rendkívül szűkös sajáttőke-ellátottság,
- a hosszú távú finanszírozás hiánya.

Ezzel szemben pozitívumként értékelhető:

- a szakképzett munkaerő,
- a sokéves piaci kapcsolatok más közép- és kelet-európai országokkal,
- a kedvező földrajzi elhelyezkedés a Közép- és Kelet-Európába irányuló export szempontjából; illetve előnyös adó- és vámszabályozás az említett országoknál.

A saját tőke hiánya, valamint a meglévő növekedési és bevételi potenciál ideális táptalajt nyújt a tőkerésztétel és a kockázati tőke számára. Mielőtt rátérnénk ezek részletes vizsgálatára, a következőkben essék szó egy jellemző magyarországi szerkezeti sajátosságról.

Regionális szerkezetek

A magyarországi helyzet vizsgálatánál mindenképpen említést érdemlő sajátosság a gazdasági tevékenységek országon belül mutakozó regionális eltérése. Az ország térképét az alábbi régióknak megfelelően oszthatjuk fel, függetlenül attól, hogy a munkanélküliek/forglalkoztatottak számát, az úgynevezett FDI mutatót (Foreign Direct Investment = Külföldi Közvetlen Beruházás), az infrastruktúra kiépítettségét, a telephely kedvező ill. kedvezőtlen fekvését, vagy a

¹v.ö. A Frankfurter Allgemeine Zeitung és a Financial Times 1997. évvégi számai, különösen az 1997. 12. 29-i szám.

zöldmezős beruházásokat vizsgáljuk. Míg a nyugati országrészben és Budapest vonzáskörzetében a mutatószámok kedvezően alakulnak, Észak- és Kelet-Magyarország, de bizonyos mértékig Dél-Magyarország is hátrányos helyzetben van.

Ennek okai endogén és exogén tényezőkben keresendők. Előbbiek közé sorolható: az osztrák határ közelsége, szakképzett munkaerő, jól kiépített infrastruktúra, vonzó környezet. A második kategóriába sorolhatók az adókedvezmények, a szabadkereskedelmi övezetek és a helyi hatóságok rugalmassága.

A tőkerészvételi projekteknek még egy további akadállyal kell számolniuk: a nemzetközi, különösen az angolszász túlsúly a kockázatvállalás korlátok közé szorítása érdekében szigorú számadási és kontrolling követelményeket állít. A pénzügyi és kontrolling-tapasztalatok és -rendszerek ezért inkább Nyugat-Magyarországon és Budapest vonzáskörzetében jellemzőek; azonban pozitívumként értékelhetők az Észak-, Kelet- és Dél-Magyarországon mutatószámok viszonylag stabil személyi és bérszerkezetek, amelyek a nyereségesség szempontjából komoly potenciált hordoznak. (1. ábra)

Tőkerészvétel

„A vállalatokba történő befektetés olyan, mint a sporthalászat. A kölcsönadó pénz meghitelezésével támogatja az üzletet, de ennek fejében biztosítékot követel, azaz elsődleges jogokat. A tő-

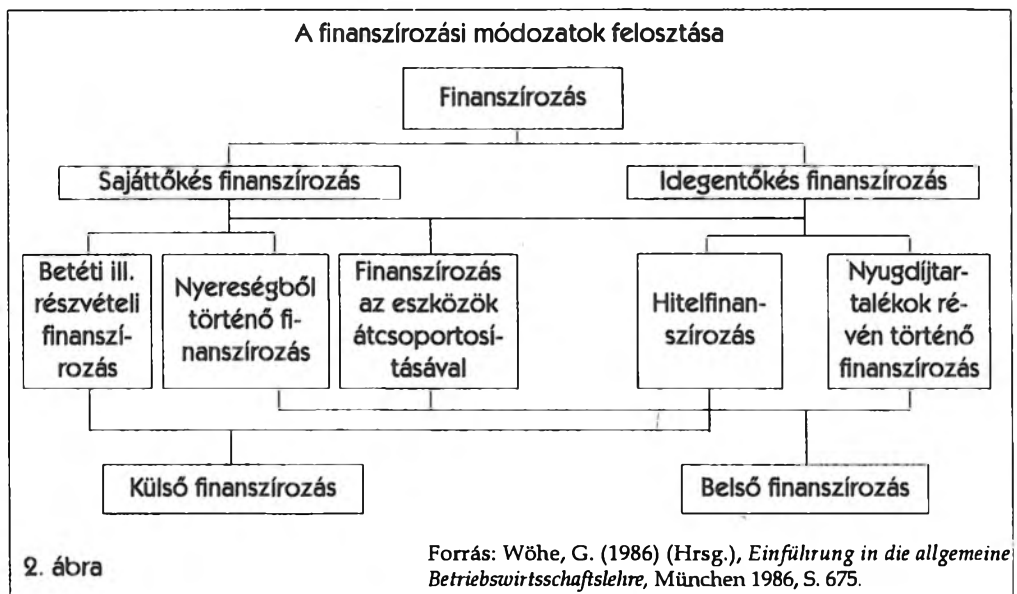
kebefektetők sokkal inkább vállalkozószelleműek, ők a tulajdonosokkal mennek el halászni. Nagyobb a kockázatuk, így elvileg nagyobb a jutalmuk is.²

• Jellemzők

A finanszírozási módozatokat megkülönböztethetjük külső és belső, valamint saját- és idegentőkés finanszírozás szerint. A következő összefoglalás nyilvánvalóvá teszi, hogy az alábbiakban vizsgált tőkerészvételek esetében a sajáttőkés finanszírozás külső finanszírozáson keresztül történik.

„Betéti vagy részvételi finanszírozásról akkor beszélhetünk, ha az üzem részére a sajáttőke-juttatás kívülről történik a tulajdonos (egyéni vállalkozás), társtulajdonosok (személyes részvétellel működő társaságok), illetve részvényesek (tőketársaságok) részéről.”³ (2. ábra)

A gazdasági társaságokban való részvétel és egyéb finanszírozási módozatok közötti lényeges különbség



a társaság kockázatában való részvételben, a társtulajdonosságban rejlik. Amíg idegen finanszírozás esetén a hitelező a hitelek, kötelezvények vagy jelzáloggal biztosított hosszú lejáratú kölcsönök révén biztosítékot kap vagyontárgyak, valamint az üzletmenettől független kamat- és visszafizetés formájában, addig a társaságban történő sajáttőke-részvétel a vál-

²Walters, R. J.: *Landing the Big Ones... Without Losing Your Bait*, in: *The Newsletter of Corporate Renewals*, kiadja: Turnaround Management Association, 1993. május

³Wöhe, G. (1986) (kiadó), *Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, München 1986, 743. old.

lalkozószellem jegyében meghozott döntés; mely szerint a finanszírozó a jövőbeli pozitív várakozások ellenében tőkét bocsát rendelkezésre. Az osztalék- ill. nyereségkifizetésként jelentkező hozam ily módon a társaság gazdasági helyzetének függvénye; a sajáttőke visszafizetésére nem kerül sor, a részesedés azonban értékesíthető a befektetett összeg visszanyerése érdekében. A tőkerészvétellel vállalt nagyobb kockázattal szemben viszont magasabb hozam várható.

• Módozatok

A tőkerészvételnek számos formája létezik. A társaság jogi státusától függően a sajáttőke-részvétel az alap-, törzs- vagy társasági tőkében valósulhat meg. Ez vagy meglévő tulajdonrész megvásárlásával, vagy tőkeemelés révén történhet. Az előbbi esetben tulajdonosváltás történik, míg az utóbbi esetben a rendelkezésre álló sajáttőke nagysága növekszik. A részvétel pénz, tárgyi eszközök, vagy immateriális jogok bevonásával jöhet létre. A sajáttőke-részvétel mértékétől függően beszélhetünk kisebbségi részvételről (50% alatt), minősített kisebbségről (25% plusz egy szavazat), vagy többségi részvételről (50% felett). Fontosnak tartom megjegyezni, hogy a tulajdonrész százalékos megoszlása nem mindenkor azonos a szavazatok számával, utóbbiak a tulajdonosok határozathozatali jogosultsága szempontjából döntőek. A jogi formától függően a tulajdonrész nagyságából eredően különböző közzétételi és konszolidációs előírások mérvadóak, erre azonban jelen tanulmány keretein belül nem kívánok részletesebben kitérni.⁴

• Kockázati tőke

Kockázati tőkén a szó klasszikus értelmében a következő fogalmat értjük: „...investment funds available for highly speculative or risky projects...”⁵. A meghatározás ennek megfelelően a kockázatos, főként innovatív ágazatokban működő társaságokra vonatkoztatható. Ezenkívül a fogalmat általános értelemben alkalmazzák a meghatározott ideig tartó, nagy kockázattal, ugyanakkor magas hozamelmvárásokkal járó tőkerészvétel megnevezésére. Az említett ágazatok azonban nem korlátozódnak a High-Tech területére illetve innovációs projektekre.

A kockázat jellemzői alapján megpróbálják a kockázatvállalást az adott tőkerészvétel esetében minimális szintre szorítani, illetve az úgynevezett portfólión belül szétosztani.⁶ Ez a tőkerészvétel a nagyság, növe-

kedési potenciál, ágazat, innovációs fok vagy piac szempontjából történő vizsgálat alapján történhet.

• Folyamat

Az országok, ágazatok és vállalatok sokszínűsége ellenére léteznek a tőkerészvételnek mindenkor érvényes lépései:

- *Előválogatás/Assessment*: A vállalat potenciáljának felmérése a piaci és vállalati mutatók segítségével;
- *Szándéknyilatkozat/Letter of Intent*: A részvételi szándék kinyilvánítása; ennek fejében a kockázati tőketársaság rendszerint kizárólagosságot szerez a megállapított időtartamra;
- *Átvilágítás/Due Diligence*: A vállalat pénzügyi (mérleg, eredménykimutatás, Cash-Flow), gazdasági, jogi és esetlegesen környezetvédelmi helyzetének felmérése;
- *Szerződésalkötés*: Megállapodás az árról, a részvétel mértékéről és időtartamáról, a beruházási tervről, társasági jogokról;
- *Szerkezeti átalakítás és fejlesztés*: A vállalat átalakítása és a növekedés elősegítése beruházások révén;
- *Kilépés/Exit – a tulajdonrész eladása*: A hozam realizálása a társtulajdonosok, külső befektetők felé, kedvező áron történő értékesítés illetve tőzsdei bevezetés útján.⁷

A kockázati tőketársaságok a kilépésnél a tőzsdei bevezetést részesítik előnyben, mivel így kihasználható a belépési és kilépési ár közötti jelentős különbség. A magyarországi piac vonatkozásában megállapítható, hogy a tőkepiac még óriási növekedési potenciált hordoz, másrészt viszonylag csekély azon vállalatok száma, amelyek nagysága megfelel a tőzsdei bevezetés követelményeinek.

A kilépési szakaszban igen lényeges kritérium, hogy a magasabb hozamelmvárás csak – ha egyáltalán ez megtehető – a vállalat értékének növelésén keresztül valósítható meg. A kockázati tőkebefektető részére ugyanúgy történik osztalékfizetés, mint bármely más tulajdonos felé, mivel a likviditás általában igen nagy szerepet játszik, így a kifizetéseket igyekeznek alacsony szinten tartani. A portfólióhozam a belépési és az eladási ár közötti különbségből adódik. A potenciális célvállalatok átvilágításánál a vállalat értékének és ezáltal a belépési ár nagyságának meghatározása kerül előtérbe; ebből következően a figyelem főként a vállalat jövőbeli Cash-flow-jára, valamint a bevételi és eredménykimutatások vizsgálatára összpontosul. „A belépési ár az a

⁴v.ö.: Wöhe, G. (1986) (Hrsg.), *Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, München 1986, 346. old. ff.

⁵„... olyan befektetési alapok, amelyek a spekulatív és igen kockázatos projektek számára hozzáférhetőek...” Samuelson, P. A./Nordhaus, W. D. (1985): *Economics*, Singapore 1985, 435. old.

⁶„Investment returns are measured as a combination of all investments in the portfolio (success and failures)”. in: Walters, R. J. i. m.

⁷v.ö.: kockázati tőketársaságok brosúrái, pl. Deutsche Beteiligungsgesellschaft mbH, Frankfurt; SRP Hungarian Special Restructuring Programme, Budapest, illetve az Acquisitions Monthly, London kiadványai.

készpénzérték, amelyet a befektetési projekt tulajdonosainak a jövőben osztalék vagy más kivét formájában fizetnek ki (= jövőbeli eredmény).⁸ A legfontosabb mutató a Cash-flow, különösen a diszkontált Cash-flow, amely a fizetési folyamatot hosszabb időszakokra vetítve vizsgálja.⁹ Az anyagi érték csupán az esetlegesen meglévő, de használaton kívüli, eladásra kínált vállalati vagyon tekintetében lényeges.¹⁰

A magyarországi piaci helyzet

A Budapest Business Journal „Book of Lists” című kiadványa kilenc, Magyarországon működő kockázati tőketársaságot sorol fel, amelyek összesen 350 millió \$ befektetési költségvetéssel rendelkeznek.¹¹ Ezenkívül számos egyéb tőkerészvételi projekt működik bankok leányvállalataként vagy egyéni kezdeményezésként. A Magyar Kockázati Tőke Egyesületnek¹² a fent említett kilenc társaságon kívül további hat tagja van. Összesen több mint 500 millió \$ áll a magyar piac rendelkezésére.¹³ Az érdeklődés egyre fokozódik, tőke elegendő mértékben van jelen és a napjainkban zajló ázsiai válság következtében még inkább Közép- és Kelet-Európába fog irányulni.¹⁴ Magyarország – politikai és gazdasági stabilitásának köszönhetően – továbbra is az élvonal szerepét töltheti be.

A kockázati tőkefinanszírozás az alábbi problémákkal szembesül:

- ezen finanszírozási mód újdonsága és a következőképpen jelentkező, az ismeretlentől való félelem,
- a szigorú számadási és kontrolling-követelmények nem megfelelő ismerete,
- az átfogó vállalatértékeléshez rendelkezésre álló adatok hiányossága,
- a pénzügyi átszervezéshez szükséges idegen finanszírozási formák Magyarországon jelentkező fogyatékosága.¹⁵

⁸Busse von Colbe, W. (1990): *Lexikon des Rechnungswesens*, München 1990, 164. old. ff.

⁹Összefoglaló bevezetésként v.ö. Busse von Colbe, W. i. m. 112. old. ff.; részletesebben v.ö. Weston, J. F./Brigham, E. F. (1972): *Managerial Finance*, Hinsdale 1972, 263. old. ff.

¹⁰A vállalatok értékéhez részletesen v.ö.: Moxter, A. (1983): *Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung*, Wiesbaden, 1983

¹¹v.ö. *Venture Capital Funds ranked by size of fund*, in: *Book of Lists 1997/1998*, kiadja a Budapest Business Journal

¹²v.ö. a Hungarian Venture Capital Association (Magyar Kockázati Tőke Egyesület) taglistája, *Yearbook 1997*

¹³v.ö. Argano, T. (1998): *State proposes guarantee for risky investments*, in: *Budapest Business Journal 1998. 02. 09-15-i száma*

¹⁴Baring pl. 1997 végén 250 millió \$ költségvetéssel rendelkező alapot indított el. v.ö. Eames, R. (1997): *New \$250 mln fund targets Central European business*, in: *Budapest Business Journal 1997. 11. 24-30-i száma*

¹⁵A szerző saját tapasztalatai alapján, melyeket több mint 80 vállalat vizsgálata és egyéb kockázati tőketársaságokkal kialakított kapcsolatai révén szerzett

A kockázati tőkefinanszírozás elterjedése, a PR-tevékenység és a bankrendszerben végrehajtott változtatások azonban elősegíthetik az említett hiányosságok kiküszöbölését.

Kitekintés

Magyarországon a privatizáció első szakasza gyakorlatilag lezárult, jelenleg kezdődik a beruházások kiterjesztésének és a privatizáció második szakasza. Utóbbi esetben a legégetőbb problémát az jelenti, hogy az E-hitel/MRP segítségével, illetve a vezetői tulajdonrészvásárlással megvalósított privatizáció következtében csekély sajáttőke-fedezet áll rendelkezésre. Magyarország vonzereje a közép- és kelet-európai országok felé irányuló közvetítő szerepében, stabil mutatóiban és az ebből következő növekedési potenciáljában rejlik; mindezek alapján előre megjósolható a tőkerészvétel növekedése. További mozgatórugót jelent a tőzsdei kapitalizáció kiszélesedése, hiszen a tőzsde a kockázati tőke számára fontos exitlehetőséget nyújt. Így a „budapesti tőzsdét [...] az elkövetkező évben mint igen sokat ígérőt...”¹⁶ jellemzik. A bruttó nemzeti össztermék 5%-át meghaladó¹⁷ külföldi tőkebeáramlás révén Magyarország megelőzi Csehországot, Lengyelországot, Oroszországot, sőt Indonéziával, Portugáliával és Írországgal összehasonlítható is vezet.¹⁸ A rendelkezésre álló tőke az elkövetkező években sem lesz megszorító tényező.

A további siker és növekedés lényeges feltételei:

- stabil törvényalkotás,
- politikai stabilitás,
- gazdasági stabilitás és,
- az infrastruktúra kiépítése,¹⁹ valamint,
- a döntések hitelessége.²⁰

A tőkerészvételből eredő kedvező gazdasági fejlődés alátámasztására végül következnek egy idézet Dr. Herbert Wernertől, a Hofmann Schneider Securities vezetőjétől: „... a potenciál [...] igen nagy”²¹.

Szerzőnk üzemgazdász, SRP Hungária Vagyonkezelő Kft.

¹⁶Böer, B. P.: *Fonds setzen auf Osteuropa*, in: *FAZ 1997. 12. 29-i száma*
¹⁷1990 és 1996 között ez abszolút számokban közel 14 milliárd dollárt jelent.

¹⁸Forrásként megemlíthetők a magyar Pénzügyminisztérium illetve a Világbank kiadványai.

¹⁹v.ö. az American Chamber of Commerce in Hungary 1997-es felmérése.

²⁰v.ö. Jelínek, G. (1998): *Shallow gov't funds threaten \$500 mln worth of investment*, in: *Budapest Business Journal 1998. 02. 09-15-i száma*.

²¹Interjú az *Ungarn Journal 1997, 4. évfolyamában*, 14. old.