# HVCA JUBILEUMI ÉVKÖNYV

# 30

hvca

2021

# 30 éves Jubileumi Évkönyv

2021

**A KIADVÁNYT LEKTORÁLTA:**
Karsai Judit tudományos tanácsadó, KRTK Közgazdaság-tudományi Intézet
Zsembery Levente vezérigazgató, X-Ventures Zrt. a HVCA Felügyelő Bizottságának elnöke

**KIADJA:**
Magyar Kockázati-és Magántőke Egyesület

**FELELŐS SZERKESZTŐ, KIADÓ:**
Pintér Ibolya

**NYOMDA: Pauker**
**ISBN SZÁM:** 978-615-01-2244-1

MAGYAR KOCKÁZATI ÉS MAGÁNTŐKE EGYESÜLET

Minden jog fenntarva@2021 Magyar Kockázati-és Magántőke Egyesület

Minden jog fenntartva, beleértve a sokszorosítást, illetve kiadásának jogát. A Magyar Kockázati-és Magántőke Egyesület hozzájárulása nélkül sem a jelen kiadvány, sem annak bármely része semmilyen formában (fotókópia, mikrofilm vagy más adathordozó formájában) nem sokszorosítható.

Felhívjuk az érintettek figyelmét, hogy a kiadványban szereplő adatok tájékoztató jellegűek. Az adatok a kockázati befektetők, tanácsadók, cégek által közölt adatokon alapulnak. Ennek megfelelően az Egyesület az adatok teljességéért, hitelességéért semmilyen felelősséget nem vállal és nem felel a bárki által elszenvedett semmilyen olyan közvetlen vagy közvetett veszteségért, kárért sem, amely abból ered, hogy e személy ezen adatokra hagyatkozott.

## Arany szponzorok

HIVENTURES
AZ MFB CSOPORT TAGJA

Solus Capital
AZ MKB PÉNZÜGYI CSOPORT TAGJA

day1
day one capital

PBGFMC

## Ezüst szponzorok

HUBBES ÉS KOVÁCS
ATTORNEYS AT LAW
WWW.HKLEGAL.HU

Vállalatépítés
KRAUSZ ZOLTÁN

# Magyar Kockázati-és Magántőke Egyesület

## ELNÖKSÉG

Elnök: Eszter Elemér

Gazdasági vezető: Weiszbart Zsolt

Elnökségi tagok: Dr. Hubbes Eszter
Nieder Jenő
Szluha Dénes
Dr. Bajorfi Ákos

Szakmai főtitkár: Katona Bence

Ügyvezető titkár: Pintér Ibolya

### FELÜGYELŐ BIZOTTSÁG

Elnök: Zsembery Levente
Tag: Horgos Lénárd

## BIZOTTSÁGOK

### Etikai Bizottság

Tagok: Tóth Bence
Dr. Mátés-Lányi Ákos

### Jogi Bizottság

Elnök: Dr. Hubbes Eszter

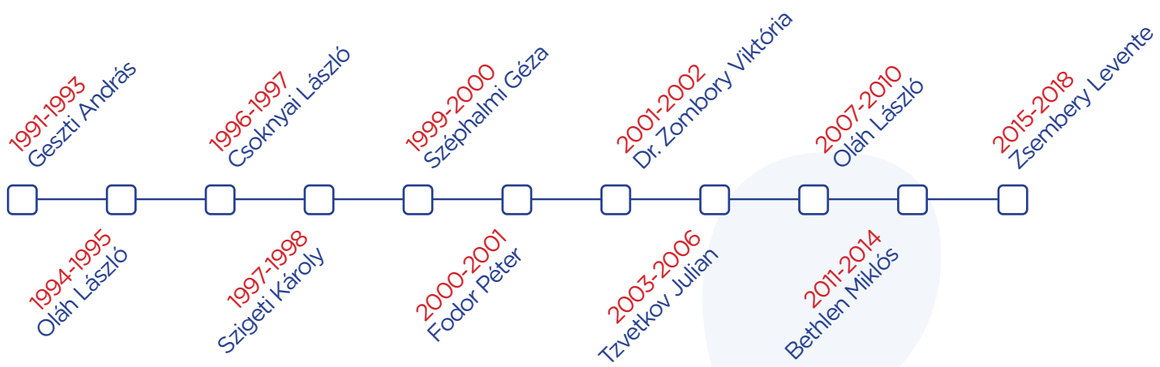
### Oktatási Bizottság

Elnök: Bodor András

### Next Generation

Vezető: Grafjódi Péter

## A HVCA korábbi elnökei






# Tartalomjegyzék


10 Elnöki köszöntő
*Eszter Elemér*

14 A magyarországi kockázati- és magántőkeágazat helye a magyar gazdaságban
*Bodor András, Karsai Judit, Milos Milicsevics*

34 Hogyan ítélik meg a magyarországi kockázati tőkealapok kezelői saját hozzájárulásukat portfólió cégeik sikeréhez?
*Karsai Judit, Nagy Dénes, Gazdag Gergely, Török József*

44 Interjúk a HVCA korábbi elnökeivel
Interjú Geszti Andrással - A HVCA és a piac 30 évvel ezelőtt
Interjú Bethlen Miklóssal

52 Személyes nézőpontok -Akik az elmúlt években formálták, és akik a következő években alakíthatják a hazai kockázati tőke piacot
Interjúk: Kövér József, Dr. Berecz József, Tánczos Péter, Szokolovszky Dóra, Szendrői Sára, Horváth Barnabás

70 Az állam szerepe a hazai kockázati- és magántőke piac fejlődésben
*Katona Bence, Buda Sándor*

84 Társadalmi hasznosságú befektetések
*Dr. Hubbes Eszter*
Interjú Eszter Elemérrel
Interjú ifj. Chikán Attilával
A Budapesti Értéktőzsde ESG integrációs eredményei és kihívásai
*Bozsik Balázs*

94 Tőkealapok nagyvállalati finanszírozása

Tőkealapok nagyvállalati finanszírozása - Globális és CEE trendek
*Nieder Jenő, Farkas Zoltán*

A nagyvállalati kockázati tőkefinanszírozás hazai tapasztalatai
Interjú Németh Miklóssal és Balog Ádámmal
Interjú Galácz Ábellel, Bánfi Zoltánnal és Molnár Andrással

106 KEMÉNY DIÓ - avagy a kockázati tőke iparág szabályozása és a szakmai érdekérvényesítés
*Dr. Budai Judit, Dr. Bajorfi Ákos*

114 A Magyar Kockázati-és Magántőke Egyesület tagsága 2021

126 Kapcsolat

# Elnöki köszöntő

30

# Elnöki köszöntő

## Kedves Olvasó!

Ez az évkönyv önnek szól, sok időt és energiát fordítottunk rá, hogy témáival, mélységével rámutasson a magyarországi kockázati- és magántőke szektor szerepére, egyúttal egyesületünk a HVCA ebben ellátott feladataira, három évtizedes eredményességére, arra a hozzáadott értékre, amivel hozzájárulunk a hazai és a regionális gazdaság fejlődéséhez.

Mi kockázati- és magántőke alapkezelők, "Vállalatfinanszírozó kommandósok" vagyunk egy ország gazdaságának és azon belül vállalkozásfejlesztési terület gyorsreagálású egységei. Menedzserek, akik egyszerre szolgáljuk a KKV és nagyvállalati szektor tagjainak gyors növekedési ütemét, és a ránk bízott tőke gyarapodását.

A kockázati- és magántőke - természetéből adódóan - minden esetben a magas szellemi hozzáadott érték finanszírozásával termel pénzben mérhető eredményt. Egyesületünk tagjainak közép és hosszútávon célja az, hogy az izraeli vagy szingapúri mintákhoz hasonlóan továbbra is növekvő mértékben járuljunk hozzá Magyarország és a régió gazdaságának sikerességéhez. A szektor hazai szereplőinek működése mérhető, egyrészt MNB számára leadott jelentésekkel másrészt a kockázati- és magántőke alapkezelők európai egyesülete az Invest Europe által évenként publikált statisztikai adataival.

Eszter Elemér

elnök
2019-

Nekünk egyszerre kell fegyelmezetten, szigorú szabályok betartása mellett működnünk, kreatívan "meggörbíteni a teret" egy-egy céltársaság érdekében, és gyorsan és minél több szempontot figyelembe véve, "a jövőbe látva" döntenünk és reagálnunk. A kockázati- és magántőke, mint azt a neve is mutatja kellő transzparencia mellett, de mégis a struktúra biztosította lehetőségek keretein belül - egy vállalat esetében a tőzsdei működéshez képest - a radar alatti repülés lehetőségét biztosítja a céltársaságok számára, olyan időszakban amikor az adott társaság extrém növekedési fázisban van.
Egyesületünk teljességének és alapkezelői tagjaink működésének fontos összetevője a támogatói tagság. Azok a tanácsadók és szakemberek, akik az alapkezelői tagokkal együttműködve biztosítják szolgáltatásaikat az egyes tranzakciók lebonyolításához, vagy tudásukkal közvetlenül támogatják egy-egy céltársaság működését.

Úgy tűnhet, egy kockázati vagy magántőke alap befektetési folyamata leginkább pénzügyi tranzakció. Pedig sokkal inkább edukációs és üzletfejlesztési folyamat, ami arról szól, hogy az adott céltársaságnak meg kell tanulnia egy nagyságrenddel komolyabb, intézményes keretek között növekedni és működni. Sokkal inkább egy validációs lépéssor a befektetési folyamat, olyan külső visszaigazolása az adott céltársaság létének, ami a piac és a pénzügyi szektor számára, feltesz a térképre egy addig nem ismert szereplőt. Sokkal fontosabb egy befektetési folyamatban a rendelkezésre bocsátott tőkénél az, hogy az immáron validált céltársaságot, az adott alapkezelő, személyes kapcsolata révén, tulajdonostársként milyen lehetőségekhez, üzletfejlesztési csatornákhoz tudja juttatni.

Egyesületünk tagjai működésükkel biztosítják sok KKV számára az elrugaszkodáshoz szükséges erőforrásokat. Számos olyan céget finanszírozunk, melyek magas szellemi hozzáadott értékkel a globális piacra terméket vagy szolgáltatást szállítanak. Tesszük ezt azért is magabiztosan, mert a regionális kockázati- és magántőke alapok közös befektetéseiből is egyre több valósul meg itthon, szolgálva ezzel az exportorientált régiós társaságok céljait, érdekeit. Egyesületünk 30 évéből az elmúlt 15 évben a hazai kockázati- és magántőke szektor nagykorúvá érett. A kezdeti amerikai vagy nyugat-európai VC és PE túlsúly mellett, felnőttek erős magyar és regionális szereplők, biztosítva ezzel, hogy a lokális szereplők érdekeit figyelembe véve gyarapodjon a régiós gazdaság és ezáltal azon KKV-k melyek a növekedésükhöz ezt a típusú forrást használják. A kezelt vagyon növekedésével, az alapkezelők alkalmazotti létszáma is jelentősen megnövekedett. Meggyőződésem, hogy az utánpótlásnevelés és a megfelelő szellemi kapacitás kiválasztása lényegi kérdése a szektor jövőbeni sikerességének.

Mint egyesület, azok közé a ritka szerencsés jogi entitások közé tartozunk, akik a rendszerváltozás óta, ugyanazzal a misszióval szolgáljuk tagjainkat. Közösség vagyunk, olyan tagokkal, akiknek erős egyéni érdekük egy-egy portfólió társaság sikeressége. Ezzel együtt megtaláljuk, hogy egyéni érdekeink hol vágnak egybe és milyen módon tudjuk - adott esetben konkurenciaként is - támogatni, segíteni egymást. Közösség vagyunk melyben eredményesen működnek együtt állami és privát entitások, hazai vagy külföldi forrásokat befektető alapkezelők. A HVCA mint érdekképviseleti szervezet alkalmas platform arra, hogy közös értékek mentén védjük meg közös érdekeinket. Hatalmas eredmény ebben a témakörben, hogy a Pénzügyminisztérium is felismerte, hogy jobban megéri a költségvetésnek, ha egy alapkezelő, alapkezelői kapacitásra fordítja a különadó összegét.

Kérjük olvassa el tagjaink gondolatait, elemzéseit és véleményét ebben a kötetben. Mi a HVCA tagjai, az előttünk álló harminc évben arra fogunk törekedni, hogy befektetőink és céltársaságaink érdekeit szem előtt tartva és ezzel összhangban szolgáljuk Magyarország gazdasági növekedését és a régió megerősödését. Partnernek hívjuk önöket ebben, és arra invitáljuk önt, hogy a jubileumi évben és az után is, bizalommal kezdeményezzenek együttműködést a hazai kockázati- és magántőke alapok kezelőivel és a HVCA közösségével.

Eszter Elemér, HVCA elnök

# A magyarországi kockázati- és magántőkeágazat helye a magyar gazdaságban

30

*Bodor András, Karsai Judit, Milos Milicsevics*

# A magyarországi kockázati- és magántőkeágazat helye a magyar gazdaságban

## Összefoglaló

*A HVCA jubileumi felmérése a 2009-2018. évek adatait elemezve összességében közel 130 befektető közel 800 cégbe történt befektetését térképezte fel. A kutatás célja a Magyarországon aktív kockázati- (VC) és magántőke (PE) befektetési alapok gazdasági szerepének bemutatása a befektetők portfóliójába került társaságok jellemzőin, eredményein keresztül. A 2008-as válságot követő időszakban a korábban domináns nemzetközi alapok, amelyek elsősorban nagyobb PE tranzakciókra fókuszáltak, jellemzően csökkentették magyarországi aktivitásukat. Ugyanakkor az állami, európai és privát tőkét is befektető szereplők fokozatosan, közvetve és közvetlenül mind nagyobb összeggel finanszíroztak mind több tranzakciót. A befektetők jelentős része ebben az időszakban igen széles vállalati körre kiterjedő befektetési stratégiával rendelkezett, korai fázisú (VC) és érettebb szakaszban tartó cégek (PE) finanszírozását és kivásárlását is egyaránt végezte. Az alábbiakban bemutatásra kerül az első olyan átfogó kutatás, amely a PE és a VC befektetők közvetlen vagy közvetett tulajdonában álló társaságok adatait vizsgálja a Bisnode adatkezelő cég adatbázisából elérhető információk alapján[1]. Az elemzés megközelítése tehát alapvetően különbözik az alapkezelők önkéntes adatszolgáltatásán alapuló adatbázisok (HVCA, Invest Europe) tartalmától, mivel a finanszírozott cégek tulajdonosai alapján azonosítja be a kockázati- és magántőkebefektetésben részesült hazai vállalkozásokat, kiegészítve az alapok nyilvánosságra hozott tranzakcióival. A felmérés az – önkéntes bevallások alapján regisztrált adatoknál bővebb – tranzakciós és állományi számokat bemutatva első ízben tesz lehetővé nagyágrendi becslést számos olyan aggregált mutatószámra, amelyből lemérhető a hazai kockázati- és magántőkebefektetések magyar gazdaságra gyakorolt hatása. Az adatbázis alapján becslés[2] készült a portfoliócégeknél dolgozók számára, az e vállalkozásokhoz befolyt árbevétel volumenére, a portfoliótársaságok által képviselt hozzáadott értékre, a társaságok által a költségvetésbe befizetett adóra. A teljes kockázati- és magántőkeszektor gazdasági hatásának érzékeltetéséhez a befektetést végző alapkezelők létszám és gazdálkodási adatait is figyelembe kellene venni, erre azonban nem terjedt ki a felmérés.*

[1] Hasonló felmérést készített a JEREMIE alapok befektetéseire vonatkozóan Fazekas-Becsky-Nagy (2018) és Kállay-Jáky (2019).
[2] A vizsgált időszakra vonatkozó egyes adatok nem teljeskörűen, csupán 70-99%-os mértékben voltak elérhetők.



## Bevezetés

A kockázati- és magántőkeipar befektetői által nyújtott pénzügyi és szakmai hozzájárulás és piaci validáció hozzásegítheti a finanszírozásban részesülő vállalkozásokat, hogy gyorsabban jussanak versenyelőnyhöz, új termékhez vagy hazai és külföldi piachoz. A kockázati- és magántőkeágazat két fő területe a finanszírozott vállalkozások fejlődési fázisaihoz igazodik. A klasszikus kockázati tőke a cégek indulását, fejlődésének korai szakaszát, valamint terjeszkedését finanszírozza. A kivásárlás keretében a magántőkealapok által végzett befektetés viszont a már érett vállalatok tulajdonosi körét változtatja meg. A befektetők célja mindkét területen az, hogy a (rész)tulajdonukba került vállalkozásokat értékesebbé tegyék piaci validációval, közreműködésükkel, portfolión belüli szinergiájukkal, valamint belföldi és külföldi hálózatukkal.

Fennállásának 30. évfordulója alkalmából a HVCA egy olyan felmérés elkészítésével bízta meg az Oktatási Bizottság három egyéni tagját, amely bemutatja a **magyarországi kockázati- és magántőkeipar jelentőségét**, azaz betekintést enged e pénzügyi közvetítő ágazatnak a gazdaság fejlődéséhez történő hozzájárulásába. A felmérés úttörő jellegét kiemeli, hogy noha a HVCA negyedévente, és a vele kapcsolatban álló, az európai adatokat szolgáltató Invest Europe évente készít aggregált összesítést a magyarországi kockázati- és magántőkebefektetések és kiszállások volumenéről, mindeddig nem született olyan felmérés, amely az ágazatba tartozó összes hazai és külföldi, kockázati- és magántőkebefektető portfoliójába az elmúlt tíz évben bekerült cég **egyedi jellemzőit** dolgozta volna fel.[3] Ezt egyrészt az nehezítette meg, hogy az évente készített felmérések a befektetők önkéntes adatközlésén alapulnak. Másrészt az egyedi tranzakciók adatai - még az állami tőkealapkezelők esetében is - **üzleti titoknak** minősülnek.

A kockázati- és magántőke finanszírozás által érintett vállalkozásokról ezért nem áll rendelkezésre teljeskörű nyilvános adatbázis. A teljeskörűség elérését megnehezíti továbbá a cégek tulajdonosi körének beazonosítási nehézsége, különösen a külföldi befektetők esetenként előforduló pontatlan regisztrációja. Ugyancsak csökkenti a befektetést kapó vállalkozások beazonosítási lehetőségét, ha a befektetési folyamatba felvásárlási tranzakciós társaságok (special purpose vehicle, SPV), illetve vagyonkezelő holdingok is beiktatódnak. Emellett a HVCA és az Invest Europe számára adatot közlő befektetők köre sem teljes, mivel nem terjed ki az összes, magyarországi cégbe kockázati- és magántőkét befektető szervezetre. Mivel a HVCA és az Invest Europe elsősorban tagszervezetei körében gyűjti a regisztrálásra kerülő adatokat, az ágazat érdekvédelmét ellátó szakmai egyesületekhez nem csatlakozó befektetők tevékenységéről csupán az üzleti sajtó nyújt kiegészítő információt.[4] A fentiek következtében adathiány miatt a kockázati- és magántőke-ágazat összes résztvevőjének tevékenysége, a befektetéseknek a portfoliócégekre gyakorolt hatása, s ezen keresztül az ágazatnak a magyar gazdaság fejlesztésében játszott szerepe mindeddig kevéssé volt megismerhető.

Jelen felmérés a hazai vállalkozások **tulajdonosi szerkezetének** nyilvántartásából kiindulva tárta fel és összesítette azon magyarországi székhelyű cégek létszám- és gazdálkodási adatait, amelyek hazai vagy külföldi kockázati- és magántőkealapok portfoliójában a 2009 és 2018 közötti években szerepeltek. A felmérés két vetületben vizsgálta a befektetésben részesült magyarországi portfoliócégeket. Egyrészt pillanatképet készített a 2018-as évről. Bemutatta a befektetők portfoliójában aktuálisan bent lévő cégek jellemzőit méret, szakágazat, foglalkoztatás, árbevétel, hozzáadott érték és adóbefizetés alapján. Másrészt elemezte a vizsgálat kezdő és záró éve, azaz 2009 és 2018 között a befektetők portfoliójában bekövetkezett változásokat.

A felmérés a gyakorlatban egy olyan adatbázis[5] segítségével válogatta ki a hazai piacon megjelent befektetéseket, amely az üzleti sajtó hírei alapján tartalmazta mindazon hazai és külföldi tőkealapokat és társasági formában működő, kockázati tőkebefektetéssel rendszeresen foglalkozó szervezeteket, amelyek egyrészt 2009-ben már rendelkeztek hazai cégekben kockázati-

[3] Az eddigi felmérések vagy egy rövidebb időszakra, vagy a befektetést kapó cégek szűkebb körére - például a JEREMIE konstrukcióban résztvevőkre - vonatkoztak.
[4] A tisztánlátást az is nehezíti, hogy a magántőkealapok a hazai piacon az elmúlt években egy új, off-shore struktúrát helyettesítő szerepet is betöltenek, így a klasszikus magántőkebefektetések súlyát különösen nehéz felbecsülni.
[5] A befektetői listát Karsai Judit bocsátotta rendelkezésre a HVCA jubileumi felméréséhez.

vagy magántőkebefektetésekkel, illetve amelyek 2009 és 2018 között szereztek tulajdoni hányadot itteni cégekben. Ezen alapok és kezelőik listájának birtokában a Bisnode adatkezelő cégtől lekérdezésre került minden olyan magyarországi vállalkozás és leányvállalat gazdálkodási adata, amelyben a szóban forgó alapok és társaságok tulajdoni hányaddal rendelkeztek a 2009 és 2018 közötti időszakban. A befektetőkhöz köthető cégekről és azok leányvállalatairól a felmérés adatbázisa tartalmazza a tulajdonosok körét és tulajdoni hányadát, az alapítás és megszűnés időpontját, a befektetés és a kiszállás évét, továbbá az éves mérlegbeszámolók fő pénzügyi és létszám-adatait.

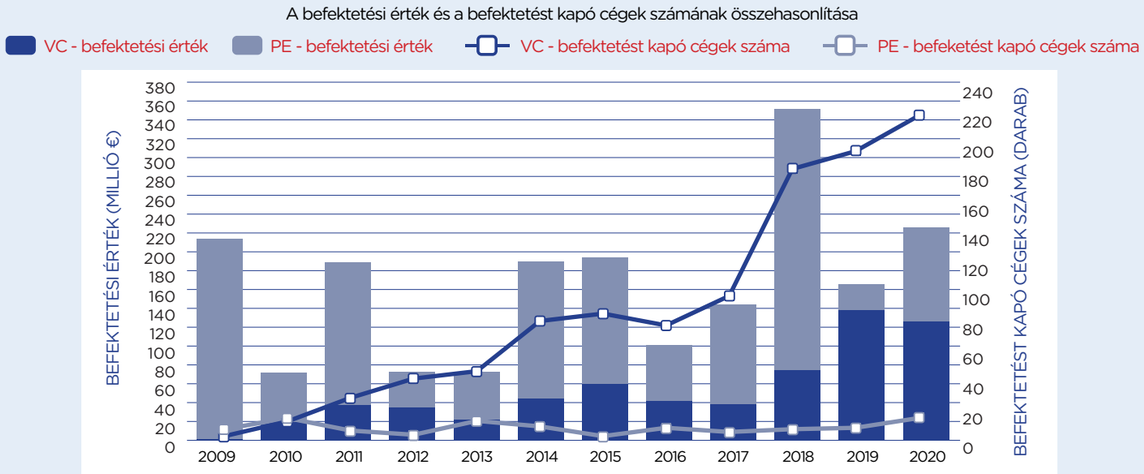
A felmérés által követett módszer egyúttal rávilágít az **elemzés korlátaira**, azaz, hogy mire nem alkalmas az fenti módon kialakított adatbázis. Egyrészt az adatbázisban szereplő információkból csak közvetett módon lehet a befektetések tényleges nagyságára következtetni, tehát a befektetésre vonatkozó adatok csak becslésen alapulnak.

A felmérés az egyes években végrehajtott új, majd az ezeket később követő tőkebefektetésekre a jegyzett tőke és tőketartalék egyenlegének változása alapján ad becslést. Ily módon csak a céltársaság részére folyósított befektetések jelennek meg, a tulajdonosok között elszámolt kivásárlási tranzakciók összegei nem. Ezen felül becslés készült az alárendelt kölcsön és a hosszúlejáratú tagi kölcsön formájában a befektetőktől érkező nettó (folyósított és visszafizetett) finanszírozás volumenére. A más forrásból kapott hosszúlejáratú hitelek elkülönítése azonban nem egyértelmű. Ugyanakkor feltételezhető, hogy a kockázati tőkebefektetések esetében, illetve ahol az értékcsökkenéssel korrigált üzemi eredmény (EBITDA) veszteséget mutat, a finanszírozás túlnyomó része a befektetést nyújtó alap(ok)tól érkezett. A felmérésben alkalmazott módszer további hiányossága, hogy mivel az adatbázisa nem tartalmaz a portfoliócégek szabadalmi bejelentéseire vonatkozó információt, így a cégek innovációs tevékenységére csupán az immateriális eszközeik összes eszközön belüli arányából lehet következtetéseket levonni.

## 1. Rövid áttekintés a magyarországi cégekbe történt kockázati- és magántőkebefektetésekről és a piac tőkeellátásáról

A felmérés adatainak ismertetése előtt célszerű röviden bemutatni a magyarországi kockázati- és magántőkepiac helyzetét a **HVCA, illetve az Invest Europe** évente nyilvánosságra hozott **adatai** alapján. A kockázati- és magántőke a legígéretesebb, azaz kiemelkedő növekedési potenciállal és humán erőforrással rendelkező cégeket választja ki, s válik annak átmeneti időre résztulajdonosává annak érdekében, hogy idővel minél nagyobb hozammal szállhasson ki a cégből.

***1. ábra:*** *Kockázati- és magántőkebefektetést kapó magyarországi cégekbe történt első és követő (follow-on) befektetések évenkénti száma és értéke, 2009-2020 (millió euró és darab)*




***Forrás:*** *Invest Europe (2021)*



Az Invest Europe adatai szerint magyarországi kockázati- és magántőkepiacon a **kockázati (VC) tőkebefektetések** több év óta igen **jelentős részarányt** foglalnak el a kockázati- és magántőkealapok befektetéseiben. A magántőkével finanszírozott (PE) vállalatkivásárlások előfordulása ugyanakkor nagyon ingadozó és egyre kisebb részarányt képvisel a magyar piacon. Egy-egy év befektetési értékét alapvetően meghatározza, hogy sor került-e az adott évben a piac méretéhez képest egy nagyobb összegű, elsősorban külföldi tőkéből végrehajtott kivásárlási ügyletre, avagy csupán néhány kisösszegű kivásárlás történt.

Magyarország a kelet-közép-európai régió (CEE) **kockázati tőkepiacán vezető szerepet tölt be**, ugyanakkor a **magántőke-befektetések terén szerepe nem jelentős**. Erre utal, hogy a közép-kelet-európai régióban 2019-ben kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások több mint a felét (52%) magyarországi cégek képviselték, a régióbeli kockázati tőkebefektetések értékének több mint harmadával (36%). A klasszikus kockázati tőkebefektetések erőteljes dominanciájának köszönhetően Magyarország európai viszonylatban is kedvező pozíciót foglal el. Az egyes országok méretét is tükröző, GDP-ben kifejezett kockázati tőkebefektetés értéke alapján a magyarországi kockázati tőkebefektetés Európában 2020-ban az 5., 2019-ben 11., 2018-ban pedig a 9. helyet foglalta el[6]. A magyarországi magántőkebefektetések nemzetközi viszonylatban alacsony értéke miatt a **kockázati- és magántőkebefektetések együttes** értékét a GDP-ben kifejező mutató alapján már sokkal **kedvezőtlenebb** a magyar piac európai rangsorolása. 2020-ban Magyarország Európában a 17. helyen áll. Mivel Magyarországon a magántőkebefektetések súlya a régió egészéhez viszonyítva is alacsony, a kockázati- és magántőkebefektetések együttes értékét a GDP százalékában kifejező mutató regionális viszonylatban is kedvezőtlen.

***1. tábla:*** *Kockázati- és magántőke-befektetések értékének évenkénti GDP-ben kifejezett aránya Magyarországon és Közép-Kelet-Európában, 2010-2019 (százalék)**

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| HU | 0,067 | 0,194 | 0,103 | 0,058 | 0,164 | 0,150 | 0,078 | 0,148 | 0,262 | 0,089 |
| CEE | 0,115 | 0,105 | 0,082 | 0,063 | 0,104 | 0,200 | 0,120 | 0,239 | 0,171 | 0,175 |

***Forrás:*** *Central and Eastern Europe Statistics 2011-2020*
**Nem azonos a kockázati- és magántőkebefektetést kapó cégek GDP-hez történő hozzájárulásával*

A magyar piac klasszikus kockázati tőkebefektetések terén elfoglalt vezető szerepének **folytatódását valószínűsíti**, hogy immár több éve igen jelentős összegű friss tőke érkezik ilyen céllal a magyar piacra: 2017-ben közel 400 millió euró, 2018-ban 450 millió euró, 2019-ben közel 670 millió euró, 2020-ban pedig további közel 160 millió euró friss tőkét ítéltek oda a befektetők a magyar piacon felállított kockázati tőkealapoknak *(Invest Europe, 2021)*.

[6] https://investeurope.eu/research/activity-data/ 54. és 58. oldal

# 2. A magyarországi kockázati- és magántőkealapok portfoliójára vonatkozó felmérés eredményei

A mostani kutatás célja az volt, hogy a Magyarországon aktív kockázati- és magántőkealapok közvetlen gazdasági hatását mutassa be a portfólió társaságokon keresztül a 2009-2018. évek adatait elemezve. A felmérés adatbázisában a 2009 és 2018 közötti évek mindegyikére meghatározásra kerültek a korábbi évek befektetései alapján a befektetők portfoliójában szereplő cégek összesített adatai, az adott évben újonnan a portfolióba kerülő cégek adatai, valamint az adott évben a portfolióból kikerülő cégek adatai. Ez a felépítés a HVCA, Invest Europe adataitól eltérő tranzakciós és állományi számokat nyújt, illetve csak **nagyágrendi becslést ad** számos aggregált mutatószámra. A befektetések teljeskörűségére törekedve a felmérésbe bekerültek azon cégek adatai is, amelyek közvetett módon, azaz tranzakciós (SVP) vagy vagyonkezelő **holdingon keresztül** jutottak hozzá a kockázati- és magántőkebefektetésekhez.

A felmérés összességében **133 befektető** befektetését térképezte fel. A kutatás ugyanis 2009 és 2018 között ennyi, a magyarországi cégek iránt érdeklődő külföldi és hazai bejegyzésű alap, befektetési társaság, valamint tőkerészesedéssel rendelkező akcelerátor és üzleti inkubátor esetében talált a Bisnode adatbázisában beazonosítható portfólió társaságot. E befektetők közül 25 már a felmérés kezdő éve, azaz 2009 előtt fektetett be magyarországi vállalkozásokba, a vizsgált évek során 108 újabb befektető jelent meg a hazai piacon.

***2.tábla:*** *Magyarországi cégekben tulajdonosi részesedéssel rendelkező külföldi és hazai kockázati- és magántőkebefektetők évenkénti száma a HVCA jubileumi felmérése alapján, 2009-2018 (darab)*

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| VC és PE befektetők, alapok száma [7] | 37 | 38 | 46 | 47 | 59 | 75 | 75 | 82 | 94 | 108 |

***Forrás:*** *Bisnode adatbázis alapján saját számítás*

A felmérés eredményei szerint a teljes időszakban **777 vállalkozás** volt közvetlenül hozzáköthető valamely befektetőhöz és ezek képezték a befektetésekre vonatkozó számítások alapját. A 777 cégből 30 a vizsgálat induló évében már eleve a befektetők portfoliójában volt található, további 747 vállalkozás pedig a 2009-2018 közötti években jutott hozzá az első befektetésekhez. E 747 cég közül 679 kockázati tőkebefektetésben részesült, 68 vállalat esetében pedig magántőke befektető jelent meg tulajdonosként.

Az elemzésbe bekerült 777 vállalkozás mellett a felmérés – számos vetületben, így többek között az ágazati besorolás, az árbevétel, a létszám, a hozzáadott érték, az adófizetés és az innovativitás kiszámításakor – figyelembe vette további 459 olyan **leányvállalat** adatait is, amelyek **közvetett** módon, azaz tranzakciós (SVP) vagy vagyonkezelő holdingon keresztül jutottak hozzá a kockázati- és magántőkebefektetésekhez.

[7] Befektetőknek nem az alapkezelőket, hanem az általuk kezelt – külföldön és Magyarországon bejegyzett -alapokat tekintettük. Ide soroltuk azon akcelerátorokat és üzleti inkubátorokat, amelyek tőkebefektetéssel vettek részt a magyarországi cégek finanszírozásban. Továbbá tartalmazza a kockázati- vagy magántőkebefektetéssel rendszeresen foglalkozó befektetési társaságokat is.



***3. tábla:*** *Kockázati- és magántőkebefektetők portfoliójában szereplő magyarországi cégek darabszáma (leányvállalatok nélkül), 2009-2018 (darab)*

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| VC | 18 | 35 | 50 | 78 | 121 | 198 | 271 | 372 | 466 | 662 |
| PE | 20 | 24 | 27 | 24 | 27 | 36 | 41 | 53 | 65 | 44 |
| VC+PE | 38 | 59 | 77 | 102 | 148 | 234 | 312 | 425 | 531 | 706 |

***Forrás:*** *Bisnode adatbázis alapján saját számítás*

# 3. A befektetések becsült értéke

A befektetések becsült összegére vonatkozóan a felmérés a befektetők tulajdonosi részaránya alapján vette figyelembe a portfoliócégek jegyzett tőkéje és tőketartaléka évi egyenlegének változását, s ehhez hozzáadta az alárendelt kölcsön és a hosszúlejáratú kötelezettségek állományának változását. Az e módszerrel becsült érték szerint 2010 és 2018 között a vizsgált időszak során nagyságrendileg közel nettó **380 milliárd forint** értékű finanszírozást adtak a **kockázati tőkebefektetők**, valamint a hitelező bankok a vállatoknak közvetlenül[8]. Ez az összeg a folyósítások és visszafizetések egyenlege - míg az Invest Europe statisztika csak a folyósításokat tartalmazza. A fenti összeg **egyharmada kapcsolódott a kockázati tőkebefektetésekhez** és **kétharmada a magántőke által finanszírozott vállalatokhoz**. A 380 milliárd forint finanszírozás 220 milliárd forint tőkeemelést, és közel 160 milliárd forint alárendelt és hosszú lejáratú kölcsönt tartalmazott - ez utóbbi a kockázati tőkebefektetési tranzakcióknál a tőkebefektetőktől származik, míg a magántőke befektetéseknél a bankhitel a jellemzőbb. **A magántőkebefektetők által a kivásárlásokra fordított tőke és kölcsön azon része, amelyet a cégek korábbi tulajdonosai kaptak, ezekben a számokban (illetve a céltársaságok mérlegeikben) nem jelenik.** (A finanszírozás tételes megoszlását lásd a 4. Táblában!)

[8] A kicsi és a veszteséges cégeknél (VC kategória) az alárendelt kölcsön és hosszúlejáratú hitel szinte kizárólag a pénzügyi befektetőktől származó forrás (még a JEREMIE szabályok is megengedtek maximum 30%-os tagi kölcsönt).
A PE kategóriában a veszteséges időszakban (a 2008-as válság után) inkább tulajdonosi „mentő" finanszírozás a jellemző, amit a nyereséges időszakban részben refinanszíroztak banki forrással (pl. NHP program).

*4. tábla: 2009 és 2018 között kockázati- és magántőkebefektetésben részesült magyarországi cégek mérlegében megjelenő finanszírozás megoszlása a finanszírozás jellege szerint (milliárd forint és százalék)*

| | | | 2009-2018 összesen (milliárd forint) | Megoszlás (%) |
|---|---|---|---|---|
| Befektetések összesen (tőkeemelés + alárendelt és hosszúlejáratú kölcsön) | | VC+PE | 378 | 100 |
| | | VC | 123 | 33 |
| | | PE | 255 | 67 |
| Ebből: | 1. Tőkeemelés | VC+PE | 220 | 100 |
| | | VC | 106 | 48 |
| | | PE | 114 | 52 |
| | 2. Alárendelt és hosszúlejáratú kölcsön | VC+PE | 158 | 100 |
| | | VC | 17 | 11 |
| | | PE | 141 | 89 |

***Forrás:*** *Bisnode adatbázis alapján saját számítás*

A tőke és a nyújtott kölcsön adatok egyaránt tartalmazzák az új tranzakciók és a meglévő portfoliócégek számára folyósított finanszírozásokat csökkentve a visszafizetésekkel (tőkeleszállítás, hiteltörlesztés). A felmérésben jelzett, a befektetésekre vonatkozóan becsült összeg tehát **nem tartalmazza** – a kockázati tőkebefektetésekhez képest eleve sokkal magasabb egyedi befektetési összeget képviselő – **vállalatfelvásárlási tranzakciók** összegét, mely a tulajdonosok cseréjekor nem magukhoz a cégekhez folyt be, hanem azok korábbi tulajdonosaihoz került. [9]

# 4. Szakágazati koncentráció a befektetésekben

A kockázati- és magántőke-befektetések elsősorban azokban az ágazatokban fejtik ki a hatásukat, amelyekben a portfoliócégek működnek. Ezért a felmérés megvizsgálta, hogy a kockázati- és magántőkealapok a 2009 és 2018 közötti **évtized során** elsősorban mely szakágazatokat preferálták. A Bisnode adatbázisán alapuló felmérés adatbázisában vizsgált mintegy 1236 cég (777 közvetlen portfoliócég és 459 leányvállalat) számarányát tekintve **negyede az ICT** (kommunikáció, informatika, elektronika); 16%-a az üzleti termékek és szolgáltatások; 15%-a a biotechnológia és egészségipar; s közel hasonló, 14%-a a fogyasztási cikkek és szolgáltatások terén működött. (Lásd az 5. táblát)

[9] Az Invest Europe adatbázisa szerint 2010 és 2018 között a kockázati tőkebefektetések és kivásárlások összértéke közel 410 milliárd forint volt. Az Invest Europe adatbázisában szereplő 720 vállalkozás közül közel 660 cég kapott kockázati tőkebefektetést, melynek értéke 110 milliárd forint volt, míg 60 cég esetében közel 300 milliárd forint kivásárlás történt.



*5. tábla: A Magyarországon kockázati- és magántőkebefektetésben részesült cégek számának és befektetési értékének szakágazati megoszlása, 2009-2018 (Bisnode és Invest Europe adatbázis alapján; százalék és millió euró)*

| Szakágazat | Befektetést kapó cégek száma | | Befektetés értéke | |
|---|---|---|---|---|
| | Bisnode-HVCA adatbázis szerint (%) | Invest Europe adatbázis szerint (%) | Invest Europe adatbázis szerint (millió euró) | Invest Europe adatbázis szerint (%) |
| Mezőgazdaság | 0 | 0 | 1 | 0 |
| Üzleti termékek és szolgáltatások | 16 | 16 | 76 | 5 |
| Vegyipar és alapanyagipar | 8 | 2 | 46 | 3 |
| ICT (kommunikáció, informatika, elektronika) | 25 | 29 | 392 | 24 |
| Építőipar | 2 | 1 | 4 | 0 |
| Fogyasztási cikkek és szolgáltatások | 14 | 23 | 599 | 36 |
| Energia és környezetvédelem | 3 | 4 | 268 | 16 |
| Pénzügyi tevékenység, biztosítás | 10 | 3 | 95 | 6 |
| Ingatlan | 2 | 0 | 0 | 0 |
| Biotechnológia és egészségipar | 15 | 16 | 101 | 6 |
| Szállítás | 4 | 4 | 70 | 4 |
| Egyéb | 1 | 2 | 11 | 0 |
| Összes szakágazat | 100 | 100 | 1663 | 100 |

***Forrás:*** *Bisnode és Invest Europe adatbázis alapján saját számítás*

E szakágazati megoszlás súlypontjait tekintve hasonló az Invest Europe adatbázisában szereplő arányokhoz. Ebben az ICT (kommunikáció, számítógép, elektronika) szektorba tartozó cégek még dominánsabbak, e vállalkozások tették ki a kockázati- és magántőkebefektetéshez jutó hazai cégek 29%-át. Az **Invest Europe** adatbázisa szerint – mely a befektetések értékét is tartalmazza –, az **ICT szakágazatba** közel 400 millió euró összegű befektetés érkezett, ami az összes ágazatba történt **befektetés értékének 24%-át** adta. Az Invest Europe adatai szerint a befektetések számaránya alapján 23%-kal a második legnépszerűbb ágazat, a **fogyasztási cikkek és szolgáltatások** szektor közel 600 millió euró befektetést kapott, ezzel az összes **befektetési érték 36%-át képviselve**. A befektetések száma alapján az Invest Europe adatbázisában 16%-kal (megosztott) harmadik helyen álló **biotechnológia és egészségipar** 100 millió eurót meghaladó befektetési összegével a negyedik legtöbb tőkét kapó ágazatnak bizonyult. A biotechnológiát azonban közel 270 millió eurós befektetésével az energetika és környezetvédelem területe a befektetések értéke alapján megelőzi, ugyanakkor e szektor a befektetések számából történő 4 százalékos részesedése arra utal, hogy e szektorban viszonylag nagyobb értékű egyedi tranzakciókra került sor.

Az Invest Europe 2009 és 2018 közötti tíz évet felölelő – a befektetések számára és értékére egyaránt vonatkozó – adatai alapján képet lehet alkotni arról is, hogy **mely ágazatokban játszott a kockázati tőke meghatározó szerepet**, illetve mely szakterületekben domináltak inkább a magántőkebefektetések, azaz a kivásárlások. (Lásd a 6. Táblát!)

***6. tábla:*** *A kockázati és a magántőkebefektetésben részesült magyarországi cégek szakágazati megoszlása, 2009-2018 (Invest Europe adatbázisa alapján, százalék)*

| Szakágazat | Kockázati tőkebefektetés (VC) aránya a befektetések számából (%) | Magántőke-befektetés (PE) aránya a befektetések számából (%) | Kockázati tőkebefektetés (VC) aránya a befektetések értékéből (%) | Magántőke-befektetés (PE) aránya a befektetések értékéből (%) |
|---|---|---|---|---|
| Mezőgazdaság | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Üzleti termékek és szolgáltatások | 92 | 8 | 52 | 48 |
| Vegyipar és alapanyagipar | 71 | 29 | 8 | 92 |
| ICT (kommunikáció, informatika, elektronika) | 98 | 2 | 38 | 62 |
| Építőipar | 88 | 12 | 80 | 20 |
| Fogyasztási cikkek és szolgáltatások | 86 | 14 | 10 | 90 |
| Energia és környezetvédelem | 69 | 31 | 6 | 94 |
| Pénzügyi tevékenység, biztosítás | 79 | 21 | 19 | 81 |
| Ingatlan | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Biotechnológia és egészségipar | 97 | 3 | 54 | 46 |
| Szállítás | 97 | 3 | 16 | 84 |
| Egyéb | 75 | 25 | 78 | 22 |
| Összes szakágazat | 91 | 9 | 22 | 78 |

***Forrás:*** *Invest Europe adatbázis alapján saját számítás*

Az Invest Europe 2009 és 2018 közötti tíz évre vonatkozó adatai szerint a **kockázati tőkebefektetések tették ki az összes befektetés darabszámának 91%-át**, míg a **befektetések értékéből** e terület mindössze **22%-ban részesült**. A kockázati tőkebefektetések szerepe háttérbe szorult például a vegyipar és alapanyagipar területén, ahol a befektetési ügyletek 70%-át, s a befektetett érték mindössze 8%-át adták a kockázati tőkeügyletek. Az **ICT szakágazatban** a kockázati tőke ügyletek képviselték az összes befektetési ügylet 98%-át, a befektetési értékének viszont csupán 38%-át adták. Az **építőiparban** a volumen és a befektetés darabszáma alapján számolt arány már hasonló volt. Az egyedileg sokkal magasabb értékű **magántőkebefektetésekről** tanúskodik, hogy ezen ügyletek domináltak – azaz értek el 90%-os vagy e feletti részesedést a befektetések értékéből – mind az **energia és környezetvédelmi befektetések** esetében, a **vegyipar- és alapanyagipar** területén, valamint a fogyasztási cikkek és szolgáltatások ágazatban történt ügyletek terén. Ugyanakkor a magántőkebefektetések számaránya a **vegyipar- és alapanyagiparban** volt a legmagasabb, de itt sem érte el a 30%-ot. Az egyedi ügyletek értéke közötti jelentős eltérés tükröződik az egy ügyletre jutó átlagos tőkeérték nagyfokú eltérésében is. (Lásd a 7. táblát)



***7. tábla:*** *A magyarországi kockázati és a magántőkebefektetési ügyletek átlagos értéke szakágazatonként, 2009-2018 (Invest Europe adatbázisa alapján, millió euró)*

| Szakágazat | Befektetések átlagos értéke az összes kockázati- és magántőke-befektetésnél (VC+PE) (millió €) | Befektetések átlagos értéke az összes kockázati- és magántőke-befektetésnél (VC+PE) (millió €) | Befektetések átlagos értéke a magántőke-befektetéseknél (PE) (millió €) | Az átlagos magántőkebefektetés az átlagos kockázati tőkebefektetés százalékában |
|---|---|---|---|---|
| Mezőgazdaság | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Üzleti termékek és szolgáltatások | 0,6 | 0,4 | 3,7 | 925 |
| Vegyipar és alapanyagipar | 3,3 | 0,4 | 10,6 | 265 |
| ICT (kommunikáció, informatika, elektronika) | 1,9 | 0,7 | 48,8 | 6970 |
| Építőipar | 0,5 | 0,5 | 0,8 | 160 |
| Fogyasztási cikkek és szolgáltatások | 3,6 | 0,4 | 23,5 | 5875 |
| Energia és környezetvédelem | 8,4 | 0,7 | 25,2 | 3600 |
| Pénzügyi tevékenység, biztosítás | 4,0 | 0,9 | 15,5 | 17200 |
| Ingatlan | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Biotechnológia és egészségipar | 0,9 | 0,5 | 15,7 | 3140 |
| Szállítás | 2,3 | 0,4 | 58,8 | 14700 |
| Egyéb | 2,8 | 2,9 | 2,4 | 83 |
| Összes szakágazat | 2,3 | 0,6 | 19,7 | 328 |

***Forrás:*** *Invest Europe adatbázis alapján saját számítás*

Az egy ügyletre jutó **átlagos befektetési érték** a kockázati tőkeügyleteknél 600 ezer euró volt, míg a magántőke esetében közel 20 millió euró. Az egyes szakágazatok esetében azonban igen nagy eltérések tapasztalhatók. A kockázati tőkeügyletek átlagos értéke az ICT szakágazatban 700 ezer euró volt, a magántőke-befektetési ügyletek értékének átlaga pedig ugyanitt közel járt az 50 millió euróhoz, azaz közel 70-szeres volt az eltérés. Ugyancsak nagy különbség tapasztalható a szállítási ágazatban. Itt az átlagosan közel 60 milliós magántőkebefektetés áll szemben az átlagosan még a 0,5 millió eurót sem elérő kockázati tőkeügyletekkel.

# 5. Az ágazat munkaerőpiacra gyakorolt hatása

A Bisnode adatbázis alapján 2018-ban a befektetők portfoliójában lévő cégek – közvetlenül portfóliócégeiknél és ezek leányvállalatainál – összesen **18 ezer fő munkavállalót** alkalmaztak, ami a tíz évvel korábbi 10,5 ezer főhöz képest 72%-os **növekedést** mutat. (Lásd a 8. táblát) A növekedés egyrészt a befektetők portfoliójába bekerülő és az onnan kikerülő cégek létszámának különbségéből, részben pedig a portfolióban bent maradó cégeknél bekövetkezett létszám változásból adódott. A kimutatott növekedés ténylegesen az elérhető finanszírozás és a megcélzott növekedés miatti valós munkaerő bővülést tükrözi, részben pedig a pénzügyi befektetők által elvárt transzparens és prudens működési követelményből is adódik. A létszám növekedése a portfolió összességét tekintve 2017-hez képest 15%-os volt, ezen belül a portfolióban maradó cégek esetében 12%-os emelkedés történt a létszámban.

***8.tábla:*** *A kockázati- és magántőkebefektetők portfoliójában levő cégek foglalkoztatottjainak száma, 2009-2018 (fő)*

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| VC + PE befektetők portfólió-cégeinél és leányvállalatainál foglalkoztatottak száma (fő) (1+2) | 10507 | 10736 | 11398 | 9747 | 11014 | 13025 | 12174 | 15354 | 15710 | 18082 |
| 1. Portfolió-cégeknél (fő) | 8333 | 8489 | 9004 | 6593 | 7336 | 9128 | 7789 | 10355 | 10823 | 11576 |
| 2. Leány-vállalatoknál (fő) | 2174 | 2247 | 2394 | 3154 | 3678 | 3897 | 4384 | 5000 | 4887 | 6506 |
| A létszám változása ugyanazon cégeknél (VC+PE) (előző év=100) | - | 100% | 101% | 108% | 110% | 108% | 94% | 129% | 101% | 112% |

***Forrás:*** *Bisnode adatbázis alapján saját számítás*

A kockázati- és magántőkével finanszírozott hazai vállalkozások körében a vizsgált tíz év során jelentős **átrendeződés** volt megfigyelhető a kétfajta –VC és PE – befektetőhöz tartozó cégeknél foglalkoztatottak arányában. Míg 2009-ben a **kockázati tőkét kapó cégek** az összlétszám 8%-át adták, addig 2018-ban súlyuk már meghaladta az egyharmadot. (Lásd a 9. Táblát!) A kockázati- és magántőkebefektetők portfoliójába tartozó cégeknél dolgozók számán belül a kockázati tőkét kapó vállalkozások foglalkoztatottainak száma sokkal **nagyobb ütemben nőtt**, mint a magántőke által érintett cégeknél dolgozók létszáma. A kiinduló évben a kétféle vállalatcsoport között a magántőke javára fennálló tizenegyszeres létszám előny az évtized végére 1,6-szorosra csökkent.



***9. tábla:*** *A kockázati- és magántőkebefektetők portfoliójában levő cégek foglalkoztatotti létszáma és megoszlása a befektetők típusa szerint, 2009 és 2018 (fő és százalék)*

| | 2009 (fő) | 2009 (%) | 2018 (fő) | 2018 (%) | 2018/2009 (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| VC (közvetlenül és leányvállalatnál) | 869 | 8% | 6759 | 37% | 778% |
| PE (közvetlenül és leányvállalatnál) | 9638 | 92% | 11323 | 63% | 117% |
| VC+PE (közvetlenül és leányvállalatnál) | 10507 | 100% | 18082 | 100% | 172% |

***Forrás:*** *Bisnode adatbázis alapján saját számítás*

A kockázati- és magántőkebefektetők által finanszírozott összes vállalkozás **átlagos létszáma** a vizsgált tíz év során igen **jelentősen lecsökkent**. 2009-ben mért 175 fős az átlagos foglalkoztatotti létszám 2018-ra 18 főre apadt. (Lásd a 10. Táblát!) A létszámcsökkenés **mindkét befektetői körben** megfigyelhető volt. A kockázati tőkebefektetésben részesült cégek körében az átlagos létszám 27-ről 8 főre, a magántőkebefektetésekben érintett cégeknél pedig 344 főről 100 főre esett vissza. A csökkenést feltehetőleg egyaránt magyarázza a technológiai fejlődés nyomán a befektetésben részesült cégek méretének csökkenése, valamint a magántőkebefektetők számára vonzó hazai vállalkozások körének szűkülése.

***10. tábla:*** *A kockázati- és magántőkebefektetők portfoliójában lévő cégek átlagos foglalkoztatotti létszáma a befektetők típusa szerint, 2009-2018 (fő)*

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2018/2009 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| VC átlag | 27 | 28 | 23 | 18 | 19 | 16 | 13 | 9 | 8 | 8 | 30% |
| PE átlag | 344 | 293 | 231 | 196 | 195 | 199 | 132 | 104 | 89 | 100 | 29% |
| VC+PE átlag | 175 | 133 | 106 | 68 | 66 | 55 | 35 | 24 | 20 | 18 | 10% |

***Forrás:*** *Bisnode adatbázis alapján saját számítás*

# 6. Az ágazat árbevétel alapján számolt jelentősége

2018-ban a kockázati- és magántőkebefektetők portfoliójában lévő társaságok nagyságrendleg **441 milliárd forint árbevételt realizáltak**, ami **17**%-os növekedést takar az ugyanezen cégek előző évi árbevételhez képest. (Lásd a 11. Táblát!) 2009-ben az árbevétel 97%-a a magántőkebefektetések körébe tartozó cégeknél keletkezett. (A portfóliócégek leánycégei nélkül számított árbevétel 2009-ben még ennél is nagyobb arányban, 99%-ban a magántőkebefektetők portfoliójában lévő cégeknél jött létre.) A kockázati- és magántőkeágazaton belül a vizsgált tíz év során bekövetkezett, már említett **jelentős átrendeződésre utal**, hogy a 2009-ben regisztrált árbevétel 77%-át elérő 2018. évi árbevételnek már csupán közel 60%-át adták magántőkebefektetőkhöz kötődő cégek. A magántőkebefektetők cégeinek árbevétele ugyanis időközben több mint a felére esett vissza, míg a kockázati tőkealapok befektetéseinél keletkező árbevétel rendkívül megnőtt.

***11. tábla:*** *A kockázati- és magántőkebefektetők portfoliójában levő cégek árbevétele és megoszlása a befektetők típusai szerint, 2009 és 2018 (milliárd forint és százalék)*

| | 2009 (Md Ft) | 2009 (%) | 2018 (Md Ft) | 2018 (%) |
|---|---|---|---|---|
| VC+PE (közvetlen+leányváll.) | 574 | 100 | 441 | 100 |
| VC (közvetlen + leányváll.) | 15 | 3 | 181 | 41 |
| PE (közvetlen + leányváll.) | 559 | 97 | 260 | 59 |
| VC+PE (közvetlen) | 541 | 100 | 231 | 100 |
| VC (közvetlen) | 6 | 1 | 121 | 53 |
| PE (közvetlen) | 535 | 99 | 110 | 47 |
| VC+PE (leányváll.) | 33 | 100 | 210 | 100 |
| VC (leányváll.) | 9 | 28 | 60 | 29 |
| PE (leányváll.) | 24 | 72 | 150 | 71 |

***Forrás:*** *Bisnode adatbázis alapján saját számítás*

Az árbevételi adattal rendelkező, kockázati- és magántőkét kapó cégek körében az **egy vállalkozásra jutó árbevétel** (441 milliárd forint/905 cég) 2018-ban **487 millió forint** volt. A finanszírozott cégek között azonban rendkívül nagy a méretbeli eltérés.



A kockázati tőkét kapó cégeknél az egy vállalkozásra jutó árbevétel 2018-ban (181 milliárd forint/839 cég) 216 millió forint, a magántőke finanszírozásban érintett cégeknél pedig ennek több mint a tízszerese (260 milliárd forint/66 cég) 3933 millió forint volt. Az árbevétel növekedése a befektetők portfoliójában maradó cégek esetében 2011-et követően esett vissza, ám többnyire kevésbé, mint a GDP. (Lásd a 12. Táblát!)

***12. tábla:*** *A kockázati- és magántőkebefektetők portfoliójába bekerült cégek árbevételének éves változása, 2009-2018 (százalék)*

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Árbevétel változás ugyanazon cégeknél | - | 112 | 123 | 110 | 113 | 113 | 118 | 106 | 98 | 113 |
| GDP éves nominális változása | 97 | 104 | 104 | 101 | 105 | 108 | 107 | 104 | 108 | 110 |

***Forrás:*** *Bisnode adatbázis alapján saját számítás*

Míg 2009-ben a medián árbevétel a kockázati- és magántőkebefektetők portfoliójában lévő cégek összességét tekintve 183 millió forint volt, a 2018-ban a tipikus **árbevétel** már csupán **6 millió Ft** volt. Ezt a jelentős csökkenést részben a rendkívül alacsony árbevételű korai fázisú, „startup" kockázati tőkebefektetések magas száma magyarázza. Az árbevétellel nem rendelkező cégek aránya a 2009-ben mért 9%-ról több mint 30%-ra nőtt. Másrészt ugyancsak megnőtt a vagyonkezelő holdingok aránya. A 2009 és 2018 közötti években a kockázati- és magántőkealapok portfoliójában található vállalkozások árbevételénél megfigyelhető csökkenő tendenciát végső soron két tényező együttes hatása eredményezte. Részben a **korai fejlődési szakaszban tartó cégek arányának jelentős növekedése**, részben pedig a sikeres **nagy cégek kikerülése** a befektetők portfoliójából, szakmai és tőzsdei befektetőknek történt értékesítés nyomán.

# 7. Hozzáadott érték alapján mért hatás

A Bisnode adatbázis adatai alapján a kockázati- és magántőkebefektetést kapó társaságok együttes tevékenységének **hozzáadott értéke** 2018-ban a magyar gazdasághoz **135 milliárd forint** volt, ami a **GDP 0,31%-a**. (Lásd a 13. Táblát!) A 2009-2018 időszakban 1 864 milliárd forint (**GDP 0,57%-a**). A kockázati- és magántőkebefektetésben részesült cégek hozzáadott értékének kiszámítása **indirekt** módon történt, azaz olyan egyszerűsített eljárással, ahol a cégek árbevételéből az anyagjellegű ráfordítások kerültek levonásra.[10]

2018-ban a kockázati- és magántőkével finanszírozott cégek esetében az erre vonatkozóan adatot szolgáltatók (887 cég) körében **az egy vállalkozásra jutó hozzáadott érték** (135 milliárd forint/887 cég) **152 millió forint** volt. Az egy foglalkoztatottra eső hozzáadott érték az évtized kezdetén mért 10 millió forintról 7 millió forintra csökkent a korai fázisú cégek arányának növekedése miatt.

[10] Ezek az adatok összehasonlíthatók a hasonló módszerrel számolt adatokkal, ugyanakkor ez a számítás jelentősen alulbecsüli a ténylegesen megteremtett értéket, mivel a korai fázisú (árbevétellel nem rendelkező) VC által finanszírozott cégek így negatív összeggel szerepelnek és az általuk létrehozott szellemi termék nem kerül figyelembevételre.

***13.tábla:*** *A magyarországi cégekbe befektető hazai és nemzetközi kockázati- és magántőkealapok portfoliójában lévő vállalkozások hozzáadott értéke és GDP-hez történő hozzájárulása, 2009-2018 között (milliárd forint, százalék)*

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Hozzáadott érték (milliárd forint) VC+PE (közvetlen befektetés+leányváll.) | 110 | 123 | 133 | 135 | 177 | 333 | 273 | 172 | 272 | 135 |
| Hozzáadott érték a GDP %-ában (%) VC+PE (közvetlen befektetés+leányváll.) | 0,42 | 0,45 | 0,47 | 0,47 | 0,59 | 1,02 | 0,78 | 0,48 | 0,69 | 0,31 |
| Egy vállalkozásra jutó hozzáadott érték (millió forint) VC+PE (közvetlen befektetés+leányváll.) | 1640 | 1272 | 1034 | 767 | 715 | 975 | 599 | 292 | 387 | 152 |
| Egy foglalkoztatottra jutó hozzáadott érték (millió forint) VC+PE (közvetlen befektetés+leányváll.) | 10 | 11 | 12 | 14 | 16 | 26 | 22 | 11 | 17 | 7 |

***Forrás:*** *Bisnode adatbázis alapján saját számítás*

# 8. A kockázati- és magántőkebefektetések hatása az innovációra

Az adatbázis nem tartalmazott adatot a cégek szabadalmi bejelentéseiről, így nem volt mód arra, hogy a nemzetközileg szokásos módon a szabadalmi bejelentések számával lehessen jellemezni a befektetések innovációs hatását. Egy másik megközelítés szerint az **immateriális eszközöknek a befektetett vagy összes eszközhöz viszonyított aránya** közvetve utal az innováció jelenlétére, ez az adat pedig már kiolvasható volt a Bisnode adatbázisból. Az immateriális javak relatíve magasabb aránya rendszerint az intenzívebb fejlesztési és innovációs tevékenység eredménye.
Az innovációs tartalom mutatószámának tekintett arány 2018-ban a vizsgált (közvetlenül és leányvállalatként a befektetők érdekeltségébe tartozó) portfoliócégnél átlagosan **8% volt**, azaz, az immateriális eszközök aránya ekkora volt az összes eszközhöz képest. (Lásd a 14. Táblát!)

***14.tábla:*** *Az immateriális eszközök aránya az összes eszközhöz képest a magyarországi cégekbe befektető kockázati- és magántőkealapok portfoliójában lévő cégeknél, 2009-2018 (százalék)*

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Immateriális eszközök aránya az összes eszközön belül (%) VC+PE (közvetlen+leányváll.) | 10 | 9 | 8 | 12 | 12 | 8 | 6 | 8 | 7 | 8 |

***Forrás:*** *Bisnode adatbázis alapján saját számítás*



# 9. Adóbefizetések alapján mért gazdasági hatás

A portfóliótársaságok által fizetett társasági adó, valamint a bérjellegű kifizetéseket terhelő adó, és járulék összege a 2009-ben befizetett 39 milliárd forintról 2018-ra közel **47 milliárd forint**ra emelkedett. A 2009-2018 közötti tíz év folyamán a kockázati- és magántőkealapok portfoliójában szereplő cégek által a költségvetésbe összesen befizetett adó (az ÁFA, HIPA és egyéb adók, illetve az alapkezelők adóbefizetései nélkül) összesen **435 milliárd forint**ot tett ki. Ennek elsöprő hányadát, 97%-át a személyi jellegű ráfordítások kapcsán befizetett adók képezték. Az egy foglalkoztatottra jutó adóbefizetés a vizsgált tíz év során, amikor az adóráták maguk is csökkentek, 3,7 millió forintról 2,6 millió forintra esett vissza.

***15. tábla:*** *A magyarországi cégekbe fektető kockázati- és magántőkealapok portfoliójában lévő cégek adóbefizetéseinek évenkénti alakulása 2009 és 2018 között (milliárd forint)*

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2009-2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Befizetett adók (milliárd forint) | 39 | 42 | 43 | 35 | 41 | 38 | 59 | 54 | 37 | 47 | 435 |
| Ebből: személyiráfordítással kapcsolatos adó (milliárd forint) | 39 | 41 | 42 | 34 | 40 | 37 | 57 | 52 | 36 | 43 | 421 |
| Egy cégre jutó átlagos adóbefizetés (millió forint) | 586 | 427 | 329 | 134 | 162 | 109 | 126 | 91 | 52 | 52 | |
| Egy foglalkoztatottra jutó adóbefizetés (millió forint) | 3,7 | 3,9 | 3,8 | 3,5 | 3,7 | 2,9 | 4,8 | 3,5 | 2,4 | 2,6 | |

***Forrás:*** *Bisnode adatbázis alapján saját számítás*

# Összefoglalás

A HVCA fennállásának 30 éves jubileuma alkalmából készített felmérés bemutatta, hogy a kockázati- és magántőke 2009 és 2018 közötti időszakban egyre **növekvő szerepet játszott** a magyar gazdaságban. A felmérés a kockázati- és magántőke különböző gazdasági hatásait vizsgálva megállapította, hogy a kockázati- és magántőke piac 2009 és 2018 közötti időszakban növekvő szerepet játszott a magyar gazdaság növekedésének előmozdításában és új munkahelyek létrehozásában. Azonban a felmérés arra is fényt derített, hogy a piac növekvő tőkeellátása ellenére nem csökkent a befektetések erőteljes iparági koncentrációja. Tekintve, hogy a kockázati tőke, mint fejlesztési eszköz igen kockázatos befektetés, azt is célszerű a jövőben megvizsgálni, hogy a gazdaságfejlesztési eszközként alkalmazott kockázati tőkebefektetések révén az állam hozzájárulása **milyen hatásfokkal** működik. Válság idején a piaci szereplőktől kevesebb új befektetés várható, mert az alapok meglévő cégeik életben tartására, a növekedés megtorpanásának kompenzálására koncentrálnak. Várhatóan a magyarországi befektetések esetében a visszaesést ellensúlyozni fogja, hogy **jelentős összegű szabad tőke van a piacon**, valamint, hogy az **állami szereplők számos mentőalapot hoznak létre**, amelyek ugyancsak újabb befektetéseket tesznek lehetővé.

## A felmérés szerzői:


| | |
|---|---|
| Bodor András | a HVCA Oktatási Bizottságának elnöke |
| Karsai Judit, DSc. | a HVCA Oktatási Bizottságának tagja, a KRTK Közgazdaságtudományi Intézet tudományos tanácsadója |
| Milicsevics Milos, DBA, MBA | a HVCA Oktatási Bizottságának tagja, Közép-európai Egyetem |


## Felhasznált irodalom


*Fazekas Balázs–Becsky-Nagy Patrícia (2018): Az állam a kockázati tőkés szerepében. Közgazdasági szemle, LXV. évf. 2018. december, 1257-1280. o.*

*Invest Europe (2021): Activity report. Invest Europe, Brussels.*

*Invest Europe (2016-2020): Central and Eastern Europe Statistics 2015-2019. Invest Europe Brussels.*

*Kállay, László–Jáki, Erika (2020): The impact of state intervention on the Hungarian venture capital market. Economic Research-Ekonomska Istraživanja, Vol. 33, No. 1, pp. 1130-1145.*

Hogyan ítélik meg a magyarországi kockázati tőkealapok kezelői saját hozzájárulásukat portfólió cégeik sikeréhez?

30

*Karsai Judit, Nagy Dénes, Gazdag Gergely, Török József*

# Hogyan ítélik meg a magyarországi kockázati tőkealapok kezelői saját hozzájárulásukat portfólió cégeik sikeréhez?

## Avagy mi rejlik a „smart money" kifejezés mögött

## Bevezetés

A kockázati tőkebefektetésekkel kapcsolatos szakmai szóhasználatba beépült a „smart money" kifejezés. Az „okos tőke" mögött rejlő tartalom azonban nem egzakt. Míg e kifejezést eredetileg a megfelelő befektetési célpontok kiválasztására használták, a tőkebefektetők vonatkozásában a smart money jellemzően a befektetők tőkén felüli hozzáadott értékét takarja.

A korai életfázist finanszírozó és ezáltal magas kockázatot felvállaló befektetők jelentős szerepet tudnak betölteni az általuk felkarolt vállalkozások életútja során. A nemzetközi és hazai tapasztalatok azonban nagyon vegyesek a kockázati tőkealapkezelők tényleges hozzájárulását illetően, azaz abban, hogy a sikeressé váló cégek számára a **tőkén kívül valóban tudnak-e segítséget nyújtani**. Melyek azok a területek, ahol a befektetők ténylegesen értéket tudnak teremteni? Az értékteremtés milyen módon történik?

2020-ban indult kutatásunk[1] ezen kérdések megválaszolásával szándékozik átfogó képet adni a hazai, intézményi kockázati tőkebefektetőknek a vállalkozások támogatásában betöltött szerepéről. A kutatás a hazai vállalkozások és kockázati tőkealapkezelők vezetőivel készített kérdőíves felmérésen és mélyinterjúkon alapul. Az interjúk során feltárt összefüggéseket, hipotéziseket első körben a kockázati tőkealapok kezelői által kitöltött **kérdőíves felméréssel támasztjuk alá**.

[1] A kutatás a Budapest Corvinus Egyetem Széchenyi István Szakkollégium és a Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem BME Management Szakkollégium végzett és aktív szakkollégistának kezdeményezésére indult azzal a céllal, hogy a területen szerzett elméleti és gyakorlati tudásukat és a kapcsolódó felmerült kérdéseiket tudományos módszertannal vizsgálják meg és osszák meg az érdeklődőkkel. A kutatásban részt vesz Dr. Karsai Judit, a KRTK Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos tanácsadója, Török József, Nagy Dénes, Gazdag Gergely végzett szakkollégisták, valamint Besenyei Balázs, Harsányi Tibor aktív szakkollégisták.

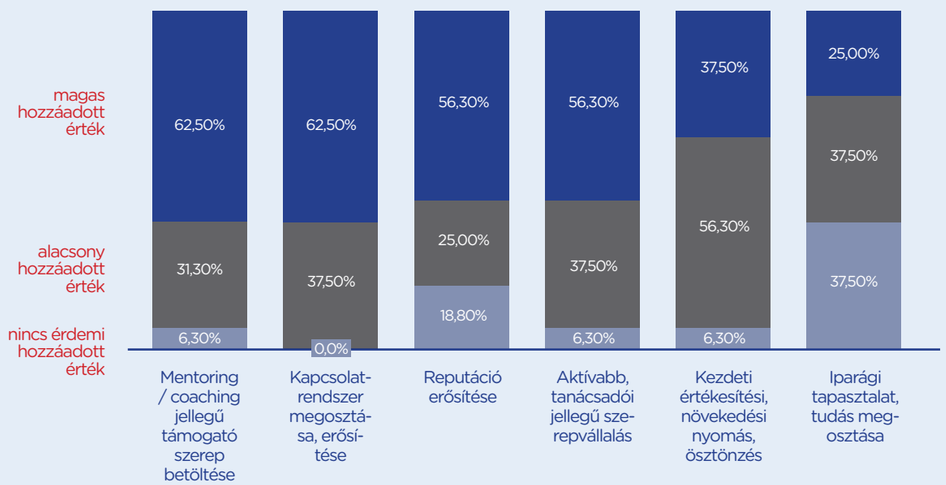


A kérdőíves felmérés 20 különböző kockázati tőkealapra vonatkozóan került kitöltésre, a kutatás jelenlegi szakaszában 25 intézményi kockázati tőkebefektető vezető tisztségviselőjével készült interjú. A felmérésbe bevont kockázati tőkealapkezelők portfólió cégei a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások nagyságrendileg több mint 60%-át lefedik.[2] Így az interjúkból és az alapkezelők által kitöltött kérdőívekből leszűrt eredmények a hazai kockázati tőkepiac vonatkozásában **reprezentatívnak** tekinthetők.

## Mely területeken és hogyan segítik a hazai kockázati tőkebefektetők az általuk felkarolt cégeket?

A kérdőív eredményei azt mutatják, hogy a befektetők saját bevallásuk szerint elsősorban aktív tanácsadói, illetve támogató – mentoring/coaching – jellegű szerep betöltése révén, valamint saját kapcsolatrendszerük megosztásával tudnak leginkább értéket teremteni a portfóliójukba beválasztott cégek számára. Egy befektető megjelenése az adott cégben a cég hitelességére is pozitív hatású. (Lásd az 1. ábrát!)
Ugyanakkor a kérdőív adatai azt is jelzik, hogy a befektetők **iparági tudásának és tapasztalatának megosztásában rejlő hozzáadott érték átlagosan igen alacsony**. Ez az eredmény egyébként konzisztens a nemzetközi kutatások eredményeivel. (Vö. Luukkonen és társai, 2013.)[3]

***1. ábra:*** *A kockázati tőkealapok kezelőinek önértékelése a portfólió cégeknek nyújtott hozzáadott érték mértékéről a segítségnyújtás módja szerint*



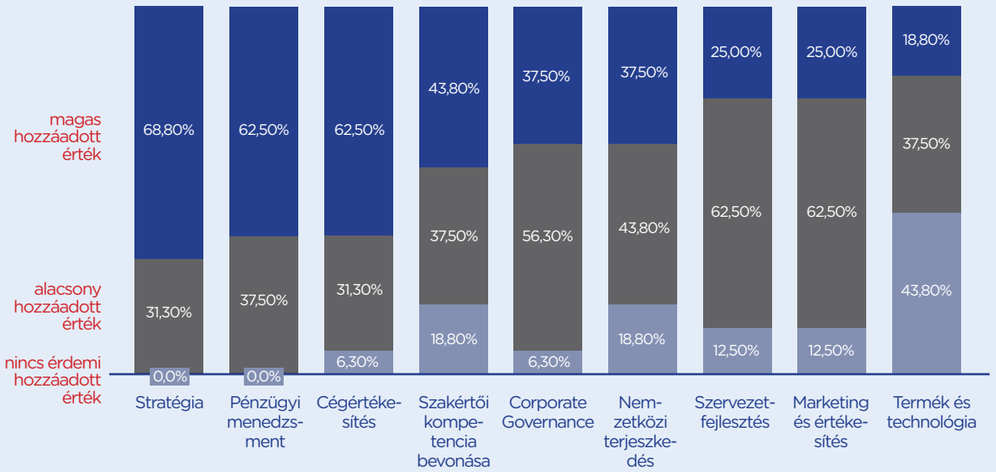

[2] A 2009 és 2019 között a kockázati tőkével finanszírozott cégek száma mind az Invest Europe (2020), mind a Rocket Shepherd (2020) adatai szerint nagyságrendileg meghaladták a 800 darabot. (Invest Europe, 2020. https://www.investeurope.eu/research/activity-data/; Rocket Shepherd (2020): The Hungarian Startup Ecosystem: Past 20 Years 2020. December 31.)

[3] Luukkonen, T., Deschryvere, M., & Bertoni, F. (2013): The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds. Technovation, 33(4-5), 154–162.

A hazai, korai életfázisú, gyorsan növekedni kívánó cégeknek, azaz a startupoknak jelenleg az értékesítés és marketing területéhez köthető tudás és képesség megszerzéséhez kapható segítségre van a legnagyobb szüksége. (Vö. Startup Hungary, 2021.)[4] A befektetők életpályája során felhalmozott specifikus iparági tapasztalatok korlátozott volta, valamint jelentős hányaduk generalista gyakorlata következtében nem meglepő, hogy a befektetők önbevallásuk alapján általánosságban **nem tudnak magas hozzáadott értéket képviselni** ezeken a területeken. Ily módon az ezzel kapcsolatban tapasztalt vállalkozói elvárások sem tekinthetőek reálisnak, többek között mivel ezen kompetenciáknak elsősorban a portfólió cégen belül kell rendelkezésre állniuk.

A befektetők saját értékelése azt tükrözi, hogy elsősorban a **stratégia, a pénzügyi menedzsment, valamint cégértékesítés területen tudnak portfólió cégeiknek érdemi segítséget nyújtani**. Ezen belül különösen a finanszírozási, pénzügyi menedzsment területen nyújtott segítségük dominál. (Lásd a 2. ábrát.)

***2. ábra:*** *A kockázati tőkealapok kezelőinek önértékelése az általuk nyújtott hozzájárulás mértékéről a portfólió cégek működési területei szerint*

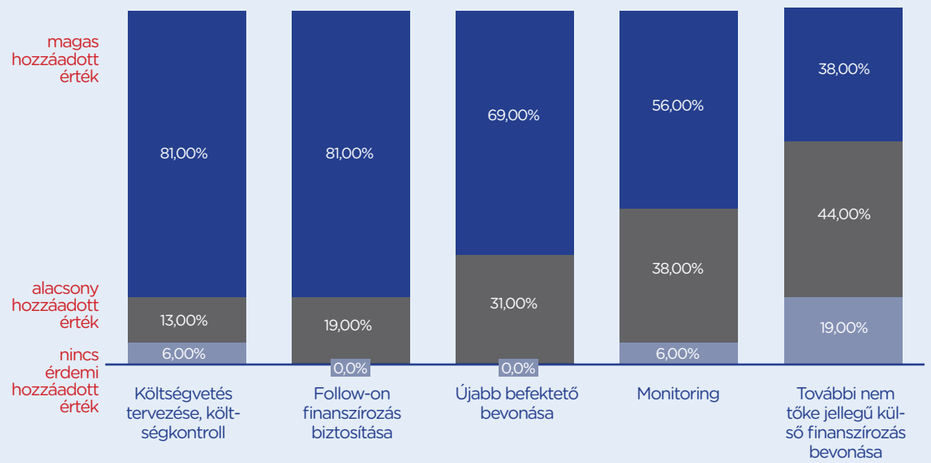



A befektetők kiemelt szerepét jelzi a **következő körös befektetések**, illetve az **újabb tőkebefektetők** sikeres bevonásában a 3. ábra.

[4] Startup Hungary (2021): Hungarian Startup Report 2020. Startup Hungary, Budapest, 2021.



***3. ábra:*** *A kockázati tőkealapok kezelőinek önértékelése az általuk nyújtott hozzájárulás mértékéről a portfólió cégek finanszírozása és pénzügyi menedzsmentje kapcsán*




Az ökoszisztéma fejlődésével a befektetők úgy ítélik meg, hogy egyre nagyobb hozzáadott értéket tudnak cégeiknek nyújtani. Minél több sikeres cég és intézményi befektető tud bekerülni a nemzetközi vérkeringésbe, annál gyorsabban és könnyebben válhat elérhetővé az ehhez szükséges tapasztalat, illetve tudás, így egy **önmagát erősítő folyamat** indul be.

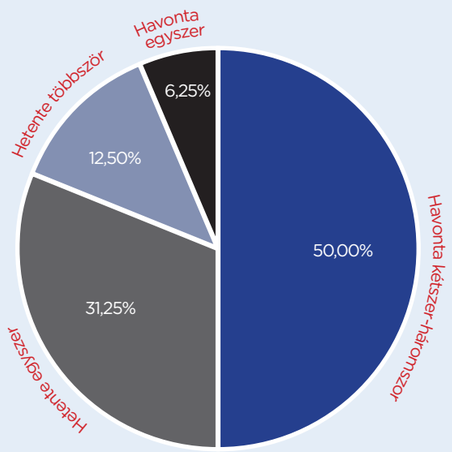
## Mitől függ, hogy a hazai kockázati tőkebefektetők mennyire tudják segíteni az általuk felkarolt cégeket?

Az alapkezelők rendelkezésére álló pénzügyi- és humánerőforrás alapvetően befolyásolja a portfólió cégek támogatásának mértékét. E két tényező közötti kapcsolat feltárása érdekében a kérdőíves felmérés megvizsgálta az alapokhoz kötődő humánerőforrás kapacitásokat és a portfóliócégekkel való kapcsolattartás gyakoriságát.

A kérdőív eredményei alapján megállapítható, hogy jelentős különbségek vannak egyes alapok rendelkezésére álló humán kapacitások terén. Az egyes alapkezelőknél dolgozó munkatársakra jutó portfólió cégek száma jelentősen – 2-11 között – szóródik, a medián értéke 5 cég. Szakértői vélemények alapján egy portfólió menedzser jellemzően 5 cég kezelését tudja teljes értékűen ellátni. Az egyes alapok forrása szerint megkülönböztetett csoportok átlagai között jelentős különbségek állapíthatók meg az alapok tulajdonosi körének jellemzői szerint. Míg a privát forrásokkal rendelkező alapkezelők esetében átlagosan 3 cég jut egy alapkezelőnél dolgozó munkatársra, az Európai Uniós vagy hazai állami forrásokból társfinanszírozott alapok esetében ez az érték 5, a tisztán állami forrást kezelő alapoknál 8.

A portfólió cégek menedzsmentjével való kapcsolattartás gyakorisága a kérdőív adatai alapján jellemzően heti egy és havi kettő-három alkalom között változik. (Lásd a 4. ábrát.)

*4. ábra: A kockázati tőkealapkezelők számának megoszlása a portfólió cégek menedzsmentjével történő kapcsolattartás gyakorisága szerint (százalék) a befektetést követő első hat hónapban*




A befektetést követő első hat hónapban a kérdőívet kitöltő befektetők jellemzően havi 2-4 alkalommal lépnek kapcsolatba portfólió cégeikkel. Ennek alapján a nemzetközi felmérések tükrében a heti többszöri kapcsolattartás kevésbé jellemző a hazai befektetők esetében.[5]

A kutatás keretében végzett interjúk tapasztalatai egyértelműen megerősítették, hogy a portfólió cégek menedzsmentje, alapítói és a kockázati tőke befektetői között kialakuló együttműködés minősége, az egymás iránti bizalom megléte ugyancsak fontos tényező, amely alapvetően meghatározza a befektetők által a finanszírozott vállalkozások számára nyújtott hozzáadott értéket. A kérdőívben megkérdezettek mindegyike egyetértett abban, hogy ez lényeges tényező, a válaszadók 81,25% válaszként a "teljes mértékben egyetért" választ jelölte meg.

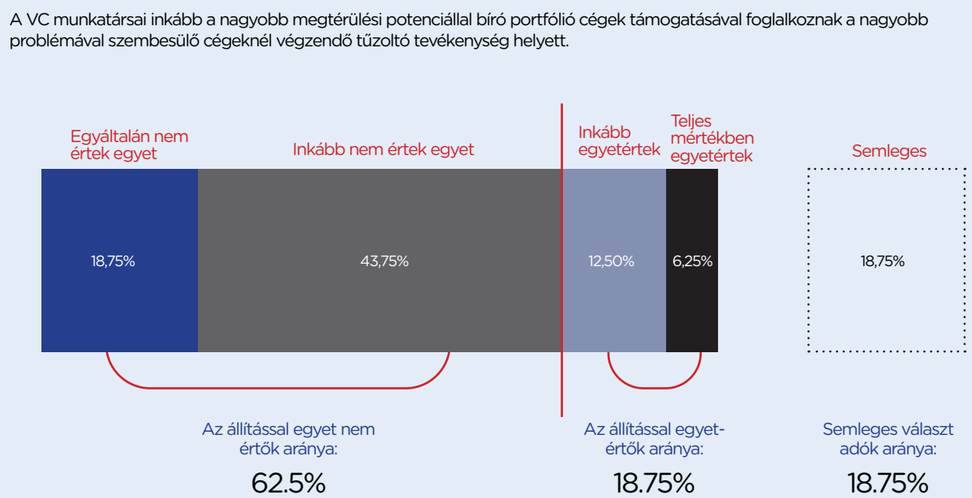
A befektetők támogató hozzáállása, továbbá a finanszírozott cégek menedzsmentjének nyitottsága egyaránt jelentősen befolyásolja az együttműködésben rejlő potenciált.

A fenti szempontok mellett a tőkealapok különböző érintettjeinek (az alapkezelők vezető munkavállalóinak, további alkalmazottainak, valamint partnereinek) motivációs rendszere szintén jelentős mértékben hat a befektetői attitűdre, s ezen keresztül a portfólió cégekben betöltött szerep eredményességére.
Az interjúk keretében kapott válaszokból az derült ki, hogy a kockázati tőkealapok kezelői elsősorban nem a nagyobb megtérülési potenciállal bíró portfólió cégeket támogatják, hanem az aktuálisan nagyobb problémával szembesülő cégeknél végzendő tűzoltó tevékenység köti le az idejüket. A kérdőív ezt ugyancsak megerősítette (lásd a 5. ábrát!). Ez első benyomásra egy olyan kockázatkerülő magatartásra utal, amelyet a bukástól való félelem motivál, ugyanakkor elveszi az időt és az értékes szenior tapasztalatot a portfólió kiemelkedő cégeitől. Az okok feltárása további kutatást igényel, ugyanis nem egyértelmű, hogy az alacsony exit szorzók, vagy az alacsony számú értékes portfóliócég, vagy ennek valamilyen kombinációja állhat a háttérben.

[5] Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N. és Strebulaev, I. A. (2020): How do venture capitalists make decisions? Journal of Financial Economics, 135(1), 169–190.



*5. ábra: kockázati tőkealapkezelők véleményének megoszlása arról, hogy a nagyobb megtérülési potenciálú, illetve a tűzoltást igénylő portfólió cégek igényelnek-e több időráfordítást*




## Nemzetközi kitekintés

Nemzetközi tapasztalatok szerint a befektetést kapott cégek tulajdonosainak kezdeti várakozásai jellemzően optimistábbak a ténylegesen megtapasztalt befektetői támogatásnál, értékteremtésnél. (Vö. Forward Partners, 2021.)[6] A hazai interjúk ugyanezt a nemzetközi tapasztalatot támasztják alá. A hazai befektetők szerepének fentiekben leírt eredmények alapján történő értékeléséhez ugyanakkor figyelembe kell venni a hazai piac, az egész hazai startup ökoszisztéma fejlettségét, adottságait is.

Jelenleg kevés, de tendenciáját tekintve egyre több nemzetközi szinten sikereket elérő vállalkozás működik a hazai piacon. E cégek számára ahhoz, hogy a régió és a globális piac meghatározó szereplőivé válhassanak, elengedhetetlen a nemzetközi piacok ismerete, az ottani releváns tapasztalatok megszerzése. Az erre vonatkozó tudás azonban csak a vállalkozók és a befektetők szűk körénél áll rendelkezésre. Azonban mind a vállalkozói, mind a befektetői oldal tapasztalatszerzése, edukációja meglehetősen időigényes feladat. Jelenleg ugyanis még kevés olyan vállalkozói csapat, nemzetközi piacra betörni szándékozó korai fázisú cég van, ahol a menedzsment egy már korábbi, nemzetközi szinten sikeres exittel a háta mögött tud a következő cégének felépítéséhez hozzákezdeni. Intézményi alapkezelői oldalról pedig nagyrészt hiányzik a korai fázisban szerepet vállaló, releváns, közvetlen üzletfejlesztési tudással és tapasztalattal bíró szakemberi kör (üzleti angyalok), akik sikerrel tudják katalizálni a startupok növekedését. Ezáltal a nemzetközi vérkeringésbe való becsatlakozás, így maga a nemzetközi tapasztalat szerzése is már jelentős kihívást jelent az alapítók számára.

[6] Forward Partners (2021): The Forward More Than Money Report 2021

Ezen adottságok tükrében a befektetők hozzáadott értékét alapvetően meghatározza a befektető szervezetek munkavállalói és partnerei által felhalmozott tudás, tapasztalat, és kapcsolati háló megléte. Ezen belül is különösen a nemzetközi téren szerzett tudás, a már kiépített nemzetközi kapcsolati háló. A hazai alapkezelők nemzetközi partnerekkel történő társbefektetésének elterjedése nemcsak az érintett portfólió cégek piaci sikeréhez járulhat hozzá, hanem az itthoni alapkezelők nemzetközi tapasztalatszerzését is elősegíti.

## A kutatás folytatása, további eredmények

A kutatás első fázisa során a fentiekben bemutatott szempontokon túlmenően is több olyan témát sikerült beazonosítani és megvizsgálni, amely ugyancsak jelentősen befolyásolja a befektetők által nyújtott hozzáadott értéket. A kutatás további eredményei a kutatómunka második fázisának zárását követően kerülnek publikálásra, a hazai startupok alapítói, a befektetési szakemberek, valamint külső szakértők tapasztalatainak és véleményének becsatornázását követően.


A cikk szerzői:

| | |
|---|---|
| Karsai Judit, DSc. | a HVCA Oktatási Bizottságának tagja, a KRTK Közgazdaságtudományi Intézet tudományos tanácsadója |
| Nagy Dénes | senior portfólió menedzser, Central Invest |
| Gazdag Gergely | alapító partner, Patrimony Edge Kft. |
| Török József | Széchenyi István Szakkollégium Alapítvány Kuratóriumának elnöke |

Interjúk a HVCA korábbi elnökeivel

30

# Interjú Geszti Andrással - A HVCA és a piac 30 évvel ezelőtt

***Hogy indult a HVCA és az akkori kockázati tőke és magántőke piac? Mi változott azóta leginkább?***

Bizony sok minden megváltozott, muszáj lesz egy kicsit helyenként talán magyarázni is. Azt gondolom, sokkal kifinomultabb lett minden, sokkal jobban strukturált, jóval felkészültebb minden résztvevő. Már más a helyzet, mint annak idején, 30 évvel ezelőtt, amikor mi elkezdtük 1991-ben.

Kikkel indult a piac? Többek között ott volt:

- Róna Péter, aki a legnagyobb befektetési alap vezetője, és már akkor is igen tapasztalt üzletember volt.
- Hübner Károly, a MAVA akkori vezetője. Károly sokáig élt Amerikában, onnan vállalta azt, hogy jön és tanít. Tulajdonképpen ennek az első időszaknak – a tanítás, az ismeretek átadásának - egy nagyon fontos szereplője volt, önzetlenül, jó szándéktól vezérelve segített. Ő egyébként eredetileg a West Point Katonai Akadémián tanult, ami ugye a mai fogalmak szerint nem igazán predesztinál valakit arra, hogy a venture capital iparban dolgozzon.

Geszti
András

- Miklós Gábor, aki a Külkereskedelmi Bank - a mai MKB Bank - második embere volt. Neki nagyon sok köszönhető, mert ők, mint bank, készek voltak arra, hogy első magyar befektetőként beszálljanak egy venture capital alapba.
- Jankovich József, aki bizalmas társaságbeli ismerőse volt a holland királynőnek, ami nekünk akkor egy elképesztő dolog volt. Fizikus volt egyébként, a mai fogalmak szerint egy üzleti angyal. Minden problémát frontálisan közelített meg, megoldott, és öt perc múlva már ment is tovább.

Sorolhatnám tovább persze. Nekem meghatározó élmény volt ezekkel az emberekkel találkozni. Talán ma nem könnyű elképzelni, hogy mennyire a „világon kívüli" hely volt Magyarország 1990-91-ben. Manapság mindenki jön-megy, utazik, tanul, business school-t végez. Én azt hiszem, hogy nekünk a legelején olyan magyar csapattagunk egyáltalán nem volt, aki business school-ban végzett volna. Aztán persze ez változott, jöttek az egyre színvonalasabb iskolákban végzett emberek. Ezért annak idején sokat számított az, hogy ki mennyire volt hajlandó nekünk segíteni, hogy bennünket valahogy ebbe az egész kockázati tőke világba bevezessen. De a különbség sokáig nem tűnt el teljesen. Ma ez az iparág is teljesen másról szól, mint 91-ben, amikor a privatizáció volt az egyik fő téma.

***Hogy alakultak az első dealek, befektetési feltételek? Bizonyára nem volt még drag along, tag along?***

Kétségtelen, hogy nem ismertük ezt a területet, hogyan működik. De messzebb megyek, azt sem, hogy mi az, hogy „business case", mi az, ami egy vállalkozást izgalmassá tesz, és mi az, ami miatt óvatosnak kell lenni. Menet közben tanultuk meg a sikertényezőket és a kockázatokat, illetve azokat a pontokat, amiket a legfontosabb időről-időre ellenőrizni, hogy az ember tudja jó irányba megy-e a cég. De nem csak az ügyletek megtervezése volt számunkra kihívás! Azt is tanulnunk kellett, hogy hogyan is kell hozzányúlni egy céghez, illetve az azt követő időszakban mikor mit érdemes csinálni.

Két megközelítésre emlékszem vissza, és visszatekintve talán nehezebbnek tűnik ez a kérdés is, mint akkor volt. Az egyik szerint: „ti vagytok a menedzsment, és mi vagyunk a tulajdonosok. Mi megmondjuk nektek, hogy mit csináljatok, és hogyha nem azt csináljátok, akkor megköszönjük nektek". Ezzel szemben volt a másik megközelítés - mi ezt ismertük -, ami azt vallotta, hogy ez konszenzuális alapon működik jól. Tehát arra kell gondolni, hogy öt évig együtt leszünk, vagy csak háromig, de inkább az ötre kellett készülni. És hogyha az első alkalommal éles lövészetet tartunk a tévedések, a mellényúlások, az elmaradó teljesítmény konzekvenciájaként, akkor ne csodálkozzunk, ha fordított esetben, amikor nekünk nem jön össze valami - mármint a tulajdonosnak van valami nehézsége -, visszavágás jön. Ebből a végén csak veszekedés van, no meg konfliktus, és elvesztegetett energia.

Aztán egy idő után persze hozzányúltunk a szakirodalomhoz, amiből el tudtuk olvasni, hogy kell ezt az egészet csinálni. De úgy operálni, hogy az ember közben nézi a könyvet, nem igazán lehet. De mégis. Ez volt az egyik modell. A másik meg az, hogy egy inkább a józan észre – ha volt ilyen (mosoly) – próbáltunk hagyatkozni, és azt mondtuk, hogy csináljunk egy kis papírt arról, hogy körülbelül ki mit gondol. Próbáljuk összefoglalni azt - mint egy tényvázlat, amit az ügyvédek is használnak - hogy miről is lenne szó! Ha ez nem is volt egy igazi term sheet a mai fogalmak szerint, de alkalmat adott arra, hogy ütközzenek az elvárások, a nézetek. Ezek persze az évek során sokat változtak és javultak.

Még egy dolog nagyon erősen fejlődött: annak idején nem nagyon volt a magyar jogrendben alkalmazható vagy azzal összhangban lévő megoldás a kockázati tőke tranzakciókra. Talán nem is véletlen, hogy a legtöbb kezdeti tranzakció külföldi jog alapján köttetett meg. Az első években minden tranzakciónkat angol vagy valamelyik amerikai állam joga alapján kötöttünk. Magyarországon akkoriban folyamatosan változtak a jogszabályok, a társasági törvény is többször módosult.

Kezdetben elég sok volt a külföldi vállalkozó azok között, akikkel mi találkoztunk. Mert ők tudták, hogy van egy ilyen eszköz – a kockázati tőke -, és hogy mire lehet használni. A magyar alapítók, vállalkozók nem nagyon ismerték az eszközt sem. Úgy kellett őket bátorítani, hogy használjátok, hát ez azért van.

Akkoriban nem volt példanélküli eset az alábbi sem. Volt egy kedves, helyes ember, az esküvőjén is ott voltunk. Minden rendben volt, míg egyszer csak arra nem lettünk figyelmesek, hogy egyre rosszabb a forgalom, egyre kevésbé megy a cég. Mi, akik ugye nem voltunk annyira „profik", megfeledkeztünk valamiről. Nem arról volt ugyanis szó, hogy nem vették volna az árut. Később derült csak ki, hogy ennek a cégnek a telephelyén két különböző utcáról volt a bejárat a raktárába. Mi a főbejáraton közlekedtünk. Láttuk, hogy ott vannak az emberek, ott van a bejárat a raktárba, megy az üzlet stb. De volt egy másik bejárat is! És a forgalom egy része, nem kis része (nevet), azon ment ki! Ott is ültek emberek, és a cég neve is majdnem ugyanaz volt. Nehogy valaki fölkapja a vizet, hogy nem találja a céget az, aki a szemben lévő bejáratot használta. Bizony akkor mi nem kötöttük ki, ezer más szempont között, hogy ezt nem lehet. Nem lehet ugyanabban a bizniszben, ugyanazzal a beszállítóval, ugyanarra a termékre másik céget is alapítani. Nem lehet, hogy a partner dönti el, hogy most abból a cégből árul, amiben mi is társtulajdonosok vagyunk, vagy abból a cégből, amiben mi nem vagyunk társak.

Azt mondanám összegezve, hogy ami nekem ebben az azóta eltelt időben a legkellemesebb és a legnagyobb meglepetés, hogy milyen jó irányba változott nagyon sok minden. Sokkal nagyobb lett, sokkal tisztább lett, és sokkal vállalhatóbb lett minden. Mi akkor nem erre készültünk. Öten kellettünk hozzá, hogy megalapítsuk ezt az egyesületet, mert az volt akkor éppen a törvényi minimum, de hát alig lehetett öt játékost összeszedni.

***Felidézhető esetleg egy kedves történet a korai HVCA-ról?***

Volt egy társunk, aki úgy hívta a rendezvényt, amikor találkoztunk, hogy „kockázati tekések", mert mi jártunk gurítani. Együtt jártunk játszani, mint akkori kis egyesület. Csapatok voltak, és egymás ellen játszottunk. Ez nagyon jó alkalom volt arra, hogy közben az ember egymásról is benyomásokat szerezzen, egy kicsit barátibbá váljon az egész, nem pedig pusztán formálissá.

Gratulálok Nektek, akik magatokat nem kímélve, időt és erőfeszítést tesztek azért, hogy ez az egész dolog egyre jobb és egyre színvonalasabb legyen. Nincs könnyű dolgotok…*(nevet)*

Az interjút készítette: Horgos Lénárd partner, Growth financing | M&A, Absolvo Consulting

## Interjú Bethlen Miklóssal

***Mivel foglalkozol mostanában, Nikolaus? Kaphatnánk egy gyors jelentést?***

Évek óta kacérkodom a gondolattal, hogy saját vállalkozásba kezdjek. Sok vállalkozón vettem észre azt, hogy tartanak a magántőkebefektetők bevonásától a befektetés időtartamának rövidsége és a több generációból származó tulajdonosok különböző értékrendjéből fakadó konfliktusok miatt. Pontosan ezért alapítottuk meg a befektetési alapunkat, ami mögött egy ipari tevékenységgel foglalkozó családi befektető áll, akik hajlandóak magas színvonalú cégekbe akár 10-15 éves futamidőre is befektetni annak érdekében, hogy a részesedésszerzési tevékenységünkben nagyobb mozgásterünk legyen és akár több értékteremtési ciklusban is részt vehessünk. Cégünk frankfurti központjából ügyletenként 10-50 millió euró közötti összegekkel számolva hozzávetőleg 200 millió euró értékű tőkeigérvénnyel gazdálkodunk, amit többnyire a DACH-országok (Németország, Ausztria, Svájc) területén működő társaságokba fektetünk be. Dióhéjban erről szól a Comitis Capital.

***A 10-15 évvel ezelőtti körülményekhez képest milyennek látod a magántőkebefektetés jelenlegi helyzetét Magyarországon?***

A magyarországi helyzetre nincs olyan közeli rálátásom, mint régen, de azt távolról is megállapíthatom, hogy a piac nagy fejlődésen ment keresztül. Sokkal több tőkeforrás áll rendelkezésre és a magántőkebefektetés elfogadottsága is sokat javult, amit részben olyan EU-s kezdeményezéseknek köszönhet az ország, mint például a JEREMIE program.

Bethlen Miklós

Széleskörű egyetértés mutatkozik abban, hogy a magántőke hogyan mozdíthatja elő a cégek jobb működését és gyorsabb növekedését a következő néhány évben, s a vállalkozók ma már többféle finanszírozási megoldást is igénybe vehetnek. A többi régióbeli magánbefektetési piac is fellendülőben van, részben a jegybanki alapkamat alacsony szintjének köszönhetően, létrehozva egy megbízható hozamú, biztonságos befektetési környezettel rendelkező magánbefektetési piacot, ami az egész közép-európai térségnek kedvez.

***Mik lesznek a következő 2-3 évben a magántőkebefektetési piac legfőbb kihívásai?***

A közép-európai régióban továbbra is fennálló nehézségnek tartom, hogy a nemzetközi befektetési alapok számára elég vonzó legyen itt befektetni. Nagy előrelépés történt persze ebben is, elég ehhez megnéznünk például azt, hogy milyen alacsony kockázati prémiumot kínálnak a nemzetközi befektetési cégek Lengyelország esetében, ami mára teljes mértékben a befektetési főáramlat részévé vált. Más régióbeli ország jelenleg még nem tart itt, de meg kell említenünk persze, hogy területi kiterjedése alapján semelyik közép-európai ország nem kel versenyre Lengyelországgal. Ahogy telnek az évek, remélhetőleg a többi térség is vonzóbbá válik majd a befektetők számára.

***A HVCA múltja és jövője***

Rengeteg szép emlékem van a HVCA-ról. Kihívásokkal teli, ugyanakkor sikerekben gazdag időszakként tekintek vissza az egyesületnél eltöltött időre, ami során sok mindent értünk el. A szakmai kapcsolatépítés mellett barátokat is szereztem, az pedig különösen nagy örömmel tölt el, hogy a szervezet működésének általunk lefektetett alapjaiból jó néhány a mai napig érvényben van és páran azóta is itt dolgoznak. Nagyszerű látni ezt a folytonosságot, ami annak köszönhető, hogy a HVCA nemcsak magához vonzza az okos és elszánt szakembereket, hanem meg is tudja őket tartani.

Nagy segítségemre voltak az elhivatott elnökségi tagok, többek között Tüske Balázs, Ed Keller és Horgos Lénárd, akikkel együtt egy proaktív szellemiségű, az üzleti környezet egészét javítani akaró csapatként dolgoztunk együtt. Visszaemlékezve nekem nem is volt más dolgom, csupán meg kellett győznöm számos embert arról, hogy csatlakozzon az elnökséghez, emellett pedig Takács Zsuzsa kirobbanó energiáját és motiválókészségét terelgettem a tagok felé. (mosolyog) Nagy örömmel tekintek tehát vissza az itt eltöltött közös múltunkra és kívánok nagyon sok sikert a HVCA-nak, a jelenlegi elnöknek, az elnökségnek és az egyesület összes tagjának.

Biztos vagyok benne, hogy fényes jövő vár Magyarországra és a régióra, mert ez egy kiváló időszak a magántőkebefektetők számára. Az országok gazdasági felívelése folytatódik, egyszer pedig eljön a második generációs vállalkozók utódlásának ideje is. Kiváló vállalkozók vannak a térségben és nagyszerű ötletek születnek nem csak a technológiai újítások területén, hanem számos más szektorban is.

Az egyesület szempontjából is nagyon sikeres időszakra számítok, hiszen ahogy a magántőkebefektetők száma növekszik majd, úgy lesz egyre nagyobb gazdasági szerepe ennek a befektetési formának, ami természetesen a nyilvánosság figyelmét is még inkább felkelti majd. Sok sikert és kitartást kívánok, valamint azt is, hogy továbbra is sikerüljön az előző évekhez hasonlóan kiemelkedően tehetséges embereket magatokhoz vonzani.

Az interjút készítette: Horgos Lénárd partner, Growth financing | M&A, Absolvo Consulting

Személyes nézőpontok

# 30

# Személyes nézőpontok

*Akik az elmúlt években formálták, és akik a következő években alakíthatják a hazai kockázati tőke piacot*

## Kövér József
partner, 3TS Capital Partners

## Interjú Kövér Józseffel

***Mi az első emléked a HVCA-ról?***

Az 1990-es évek közepén kezdtem el kockázati tőkével foglalkozni, akkor szereztem tudomást arról, hogy az egyesület létezik. Ha jól emlékszem Geszti András, a Euroventures akkori vezetője hívta fel a figyelmemet az egyesületre és az ott végzett munkára.

***Emlékszel az első lezárt tranzakciódra kockázati tőkésként? Év? Cégnév? Esetleg összeg?***

A Euronet volt az első befeketés, 1995-ben. A cég nem sokkal később tőzsdére ment, sikeres exitet biztosítva a befektetőknek.

***Miben változott a piac az elmúlt 20-30 évben leginkább?***

Mára szerintem erős startup kultúra alakult ki, a 90-es években ez természetesen még nem létezett. Akkoriban újra és újra el kellett magyarázni a vállalkozók nagy többségének, hogy a kockázati tőke hogyan működik, hiszen nagyon sok ember számára a fogalom is ismeretlen volt. Később ez a helyzet folyamatosan változott, javult, de igazi áttörést szerintem a JEREMIE alapok megjelenése hozta. Ezeken keresztül viszonylag rövid idő alatt nagyon sok befektetés történt és kockázati tőke szektor léte, működési elvei a korábbiakhoz képest sokkal szélesebb körben váltak ismertté.



***Melyik volt a legfurcsább ügyleted, amit megosztanál? (legextrémebb struktúra, legsajátosabb üzletág, legérdekesebb exit, stb.)***

Volt egy olyan, egyébként nagyon sikeres exit, amelynél a vevő által adott Term Sheet és az exit teljes pénzügyi zárása között mindössze két hét telt el. Az ügy érdekessége az extrém gyorsaság volt. Ilyen gyors exit tranzakcióra korábban nem láttam példát saját gyakorlatomban, de gondolom másoknál sem gyakori.

***Ki volt a legérdekesebb kolléga / vállalkozó / alapító, akivel együtt dolgozhattál?***

Több évet dolgoztam együtt Fodor Péterrel, aki sajnos már nincs közöttünk. Péter több évtizedes kanadai tartózkodás után tért haza és lett a hazai befektetési piac egyik fontos szereplője, ha jól emlékszem, egy ideig az egyesület elnöke is volt. Sokat tanultam azokban években, amikor kollégaként együtt dolgoztunk.

***Esetleg őrzöl valamilyen mondást vagy szállóigét valakitől, amit te is szívesen használsz?***

Már nem emlékszem, kitől hallottam a mondást, amit mindig szívesen használok. Eszerint mi, kockázati tőkések, mindenekelőtt a HR business-ben dolgozunk. Meg kell találnunk azokat az embereket, akiknek vállalkozását érdemes tőkével támogatni. Ha jól választunk vállalkozót vagy alapítói csapatot szinte biztos, hogy nem járunk rosszul, hiszen egy felkészült, tapasztalt vállalkozó a törvényszerűen bekövetkező váratlan, nehéz helyzeteket is valószínűleg jól tudja majd kezelni. A HR kérdéshez képest minden egyéb tényező másodlagos.

***Bár az ember utólag mindig okos, nyilván mindenki hibázik. Volt olyan elhíresült bukás az elmúlt években, amibe te beszálltál volna? Theranos? We work? FYRE fesztiválba? Vagy bármi más, amiben tudtál volna hinni?***

Amikor elindult, nagyon tetszett a Groupon üzleti modellje. Mi ugyan közvetlenül soha nem fektettünk Groupon klón-ba, de az egyik portfólió cégünk elindított egy ilyen üzletágat; később ez nem bizonyult szerencsés döntésnek.

***Szerinted mi lesz előbb Budapesten: BL döntős futballcsapat vagy unicornis startup?***

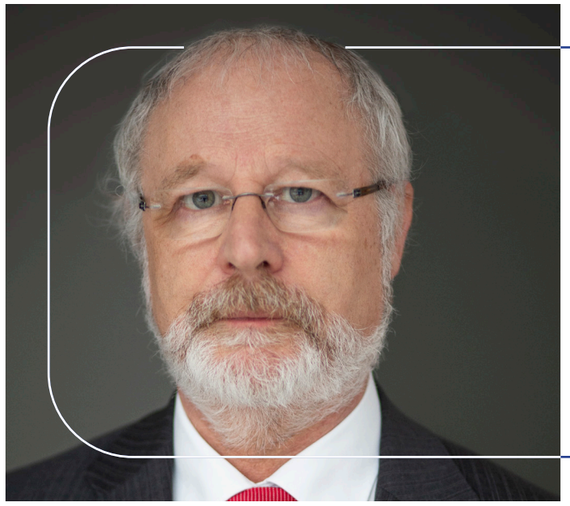
A futballhoz sajnos nem értek, de abban biztos vagyok, hogy Magyarországról induló unicornis hamarosan lesz. Itt szándékosan az ország és nem a főváros nevét említem, hiszen Budapesten kívül is egyre több kiváló startup indul. Ma már egy unicornis bármelyik garázsból kinőhet és ez a garázs bárhol lehet, földrajzi korlátok lényegében nincsenek.

***Van kedvenc, a befektetési szektorról szóló filmed, amit valósnak érzel, amihez hasonlót te is láttál? Billions (Milliárdok nyomában), Wolf of Wall Street (Wall Street Farkasa), Succession (Utódlás), Big Short, stb?***

A Margin Call című film, amely a 2008-as válság napjait idézi fel, emlékezetesen jó volt, izgalmasan mutatja be a kártyavár összeomlását.

# Személyes nézőpontok

*Akik az elmúlt években formálták, és akik a következő években alakíthatják a hazai kockázati tőke piacot*



## Berecz József
kockázati tőke szakember

## Interjú Berecz Józseffel

***Mi az első emléked a HVCA-ról?***

1998-ban találkoztam először a HVCA-val, amikor a HITF-nél a MAVA kis alapjánál kezdtem dolgozni.

***Emlékszel az első lezárt tranzakciódra kockázati tőkésként? Év? Cégnév? Esetleg összeg?***

Az HITF első befektetése az A.R. Hungária Kft.-be történő befektetés volt 1998-ban.

***Miben változott a piac az elmúlt 20-30 évben leginkább?***

A legnagyobb változást a JEREMIE-program hozta, ezzel élénkült meg a hazai piac 2010 után. Azt megelőzően az a néhány alap, akik hajlandóak voltak hazai cégekbe beszállni, inkább az egymillió dollár feletti összegekben gondolkozott és ilyen tranzakció sem volt túl sok. A JEREMIE-vel indult a startup ökoszisztéma kiépülése, ekkor kezdték a vállalkozók a kockázati tőkebefektetéseket elfogadtatni. A gond csak az, hogy a növekedést a mai napig alapvetően az állami pénzek táplálják.

***Melyik volt a legfurcsább ügyleted, amit megosztanál? (legextrémebb struktúra, legsajátosabb üzletág, legérdekesebb exit, stb.)***

A legérdekesebb tranzakcióm talán egy befektetésből való kimenekülés volt, amit úgy hajtottunk végre, hogy egy másik cégbe történő befektetést bújtattunk a cégbe. Ez valami olyan megoldás volt, mint ami a tőzsdei inverz IPO-k, ahol egy, már tőzsdén lévő cégbe bújik be egy másik, és így válik nyilvános társasággá. Nem volt egyszerű, de nagyon érdekes volt.
Több olyan tranzakciót láttam, ahol az adott technológia jelentősen megelőzte a piaci igényeket, mint pl. a Flatstack, ami egy olyan csip volt, ami biztosította volna általában az eszközök netre való csatlakozását. Ez 2000-ben történt, ami akkor még túl korai volt a piacnak. Olyan is volt, ahol a technológiai fejlődés más irányt vett, így a cég megoldása egyszerűen kiszorult a piacról. Ilyen volt a Laserbit Kft., akik infrakapcsolattal biztosították volna az internetes összeköttetést pl. épületek között.

***Ki volt a legérdekesebb kolléga / vállalkozó / alapító, akivel együtt dolgozhattál?***

Akitől a legtöbbet tanultam az a Riverside alapítója Szigeti Béla volt, bár amikor vele dolgoztam, a Riverside itthon még privatizációs tanácsadással foglalkozott. De sokat tanultam a Bankár Holdingnál Kovács Gábortól is, aki a strukturálásnak volt nagyon nagy mestere.

***Bár az ember utólag mindig okos, nyilván mindenki hibázik. Volt olyan elhíresült bukás az elmúlt években, amibe te beszálltál volna? Theranos? We work? FYRE fesztiválba? Vagy bármi más, amiben tudtál volna hinni?***

A Theranosba lehet, hogy beszálltam volna, hiszen a technológia ma is ilyen irányba megy, és részt is vettem olyan befektetésben, amikor a cél egy kisméretű, könnyen kezelhető és alig néhány csepp vérrel dolgozó analizátor fejlesztése, gyártása és forgalmazása volt (Norma Instruments).

***Szerinted mi lesz előbb Budapesten: BL döntős futballcsapat vagy unicornis startup?***

Egyértelműen unicornis startup. Itthon sose lesz normális foci.

***Van kedvenc, a befektetési szektorról szóló filmed, amit valósnak érzel, amihez hasonlót te is láttál? Billions (Milliárdok nyomában), Wolf of Wall Street (Wall Street Farkasa), Succession (Utódlás), Big Short, stb?***

A Billions is nagyon jó, de a végére már egy kicsit túltolták a személyes elemeket. Nekem a Big Short a kedvencem, nagyon sokat lehet belőle tanulni. Bármikor meg tudom nézni akár huszadszor is. A Wall Street Farkasában az a borzasztó, hogy rettentően megerősíti azt a közhelyet, hogy a brókerek nem igazán fair módon játszanak a pénzünkkel.

***Szerinted van olyan mai kurrens szektor / terület, amiről a 40. évkönyvben úgy fogunk majd beszélni, mint a nagy lufiról?***

Nem tudom, hogy a blockchain meg tudja-e találni a piacát az elkövetkező 10 évben. És itt nem elsősorban a Bitcoinra gondolok, bár szerintem ma a Bitcoin az egyik legnagyobb spekuláció.

# Személyes nézőpontok

*Akik az elmúlt években formálták, és akik a következő években alakíthatják a hazai kockázati tőke piacot*

## Tánczos Péter

igazgató, Euroventures Tanácsadó Kft.

## Interjú Tánczos Péterrel

***Mi az első emléked a HVCA-ról?***

A nagyon halvány emlékek után az első konkrét élményeim arról az időszakról valók, amikor Zombory Viki elnöksége (első és máig egyetlen női elnökünk – gondoljunk erre a jövőben!) alatt vállalkoztam az elnökségben a pénztárnoki feladatok elvégzésére. Ezek még a hősidők voltak, amikor a főkönyvi könyvelés még A3-as naplófőkönyvben történt és az egyesület felnőttkorba lépéseként éltük meg a kettős könyvelésre való áttérést.

***Emlékszel az első lezárt tranzakciódra kockázati tőkésként? Év? Cégnév? Esetleg összeg?***

Három „első" is szerepel a nyilvántartásomban. Az igazi első, aminek szemtanúja voltam, az Alfa vegyipari és élelmiszeripari nagykereskedő cég. 1992-ben 3-4 millió eurónak megfelelő forint összeget fektettünk be. Még az egyetem mellett, részidős elemzőként, távolról követtem a befektetés folyamatát, szó szerint csak az egyik társbefektetőnk irodájának foncsorozott üvegajtaján keresztül láttam az óránként a havi fizetésem ötszörösébe kerülő amerikai ügyvédet, aki az őt körülvevő kollegák sűrű cigarettafüstjében dolgozott a tranzakció zárásán. Az első olyan befektetés, ahol már szakmai munkát is végeztem a Hilltop bortermelő és nagykereskedő cég volt 1995-ben, ahol hasonló összeget fektettünk be.



Azóta is sok szép emléket ápolok a családi vállalkozás alapítóival. Türelmesek, kedvesek, nyitottak voltak az együttműködésben, rengeteget lehetett tanulni a befektetői és a vállalkozói szemlélet eltéréseiről. Az első saját befektetésem a Philos játékfejlesztő vállalkozás volt 2000-ben, ahol aztán szinte minden szakmai hibát elkövettem, amit befektető elkövethet. Sokat tanultam belőle.

***Miben változott a piac az elmúlt 20-30 évben leginkább?***

Nehéz egy dolgot kiemelni, mert nagyon átalakult mind a keresleti, mind a kínálati oldal. Ha muszáj, akkor a menedzsment minőségét nevezném meg. A kilencvenes években szinte kizárólag külföldi menedzsment irányításával tudtunk kiemelkedő nemzetközi sikereket felmutatni és ez nem csak a vállalkozókra, hanem a legfontosabb vezetői pozíciókat betöltő munkavállalókra is vonatkozott. A multinacionális vállalatok és a nemzetközi tanulási / tapasztalatszerzési lehetőségek aztán a kétezres évekre „kitermelték" azt a magyar vállalkozói / menedzsment réteget, akik hitelesen képviseltek és valósítottak meg ambiciózus nemzetközi növekedési történeteket is. Az elmúlt tíz év már olyan fiatalokról is szól, akik külföldi tapasztalatokkal a hátuk mögött otthonosan mozognak Londonban, Berlinben, Zürichben, vagy San Franciscoban egyaránt és már tudatosan építenek vállalkozásokat a régióban egyrészt az itteni komparatív előnyöket kihasználva, másrészt konkrét majdani vevőket megcélozva. Nagyszerű dolog ilyen fiatalokat támogatni a vállalatuk építésében.

***Melyik volt a legfurcsább ügyleted, amit megosztanál? (legextrémebb struktúra, legsajátosabb üzletág, legérdekesebb exit, stb.)***

Máig sokat emlegetjük a nagyon sikeres BVfon vállalkozást, amelybe 2005-ben fektettünk be. Kató Csaba nagyszerű cége vezetékes telefonszolgáltatási infrastruktúrát épített ki először Magyarország, majd Európa legtöbb börtönében a fogvatartottak számára, cserébe kizárólagos szerződést kötve a EU által pontosan meghatározott, monitorozott szolgáltatásra. Azóta sem volt olyan befektetésünk, amely ennyire szó szerint tudta volna megvalósítani a „locked-in customer base" üzleti koncepcióját.

***Esetleg őrzöl valamilyen mondást vagy szállóigét valakitől, amit te is szívesen használsz?***

Rengeteget tanultunk még a kilencvenes években egy nagyon tapasztalt 3i-nál dolgozó kollegától, aki az első alapunk befektetési bizottságában segített bennünket. Tőle hallottuk sokszor a befektetések kapcsán gyakran fejfájást okozó, angolul „Conflict of Interest" (érdekkonfliktus) néven hivatkozott kérdéskör kezeléseként: „No conflict, no interest!"

***Bár az ember utólag mindig okos, nyilván mindenki hibázik. Volt olyan elhíresült bukás az elmúlt években, amibe te beszálltál volna? Theranos? We work? FYRE fesztiválba? Vagy bármi más, amiben tudtál volna hinni?***

Olyan van, amibe szívesen beszálltunk volna, de nem tudtunk, mert az árajánlatunk nem volt versenyképes, más magasabb értékelést fogadott el. Még nem derült ki, hogy bukás-e – a régiónk és a szakmánk miatt remélem, hogy mi nem voltunk elég optimisták és nem lesz az.

***Szerinted mi lesz előbb Budapesten: BL döntős futballcsapat vagy unicornis startup?***

Unicorn (Decacorn!) startup már van, úgyhogy a kérdés eldőlt. Az egyik befektetésünk, az EPAM piaci értékelése jelenleg 25 mrd dollár a NYSE-n. Kevesen tudják, hogy 2013-ban, az IPO során a harang csendülésekor ott volt a magyar zászló is a NYSE homlokzatán. Fejes Balázs ma is tulajdonos, és a cég egyik vezetője.

***Van kedvenc, a befektetési szektorról szóló filmed, amit valósnak érzel, amihez hasonlót te is láttál? Billions (Milliárdok nyomában), Wolf of Wall Street (Wall Street Farkasa), Succession (Utódlás), Big Short, stb?***

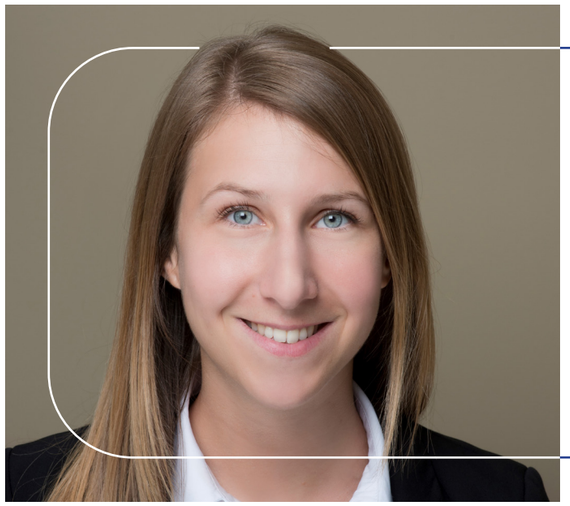
Ugyan nem a befektetési szektorról szól, de rendkívül relevánsnak tartom a munkánk szempontjából legkritikusabb kihívás, a csapatmunka bemutatásában a Dalfutár című sorozatot. Vidáman, de nagyon életszerűen enged betekintést a különböző mentalitású, ízlésű, motivációjú és hátterű emberek közötti együttműködés kihívásairól, szépségéről és sikereiről. Erről szól a mi munkánk is – nagy rajongója vagyok a sorozatnak, az egész családdal együtt várjuk és nézzük az újabb részeket.

***Szerinted van olyan mai kurrens szektor / terület, amiről a 40. évkönyvben úgy fogunk majd beszélni, mint a nagy lufiról?***

Attól félek, több elemű lesz a lista…de ha a most legforróbb területek közül kell választani, akkor az elektromos autók jelenlegi energiatárolási technológiájával kapcsolatosan lennék óvatos, mert nagyon bízom benne, hogy ezen a területen még a nagy áttörés előtt állunk, ahogy majd a car-sharing megoldások előretörése a következő évtizedben markánsan megváltoztatja a felhasználói igényeket és ezzel bővülnek és egyszerűsödnek az energiaellátási opciók.

# Személyes nézőpontok

*Akik az elmúlt években formálták, és akik a következő években alakíthatják a hazai kockázati tőke piacot*



## Szokolovszky Dóra

senior associate,
Euroventures Tanácsadó Kft.

## Interjú Szokolovszky Dórával

***Mi az első emléked a HVCA-ról? Emlékszel esetleg az első rendezvényre, amin részt vettél?***

Számomra a kettő nagyjából egybeesik: 2019 szeptemberében a szezonnyitó HVCA grill volt az első nagy HVCA esemény, amin részt vettem. Nagyon jó élmény volt, hogy bár abszolút újonc voltam a szakmában mégis mindenki kedvesen és nyitottan fogadott, üdvözöltek a VC világban. Különösen jól esett, hogy elismerően beszéltek a Euroventures-ről. Örültem, hogy ebben a számomra új szakmában ilyen emberek között fogok dolgozni.

***Emlékszel az első lezárt tranzakciódra kockázati tőkésként? Év? Cégnév? Esetleg összeg?***

Nekem ez még nem volt túl régen, ezért természetesen emlékszem: 2020 elején fektettünk be a Logiscool-ba 3,5 millió eurót. Örülök, hogy ez volt az első tranzakció, amiben részt vehettem, nagyon sokat tanultam belőle és egy nagyon jó csapatot ismerhettem meg.

***Miben változik szerinted majd a tőkepiac a következő 10-20 évben leginkább?***

Szerintem, ahogyan mindenhol máshol is, ebben a szektorban is növekedni fog a technológia szerepe. A befektetési döntéshozatal, illetve az ezt követő portfólió menedzsment ma rengeteg időt és emberi erőforrást igénylő feladatok, ezért a folyamatok hatékonyságának növelésével sok energiát lehetne megtakarítani. Már ma is vannak ezt a célt szolgáló döntéstámogató vagy az egyes részfolyamatokat automatizáló szoftverek, de nagyon sok még az olyan terület, ahol bőven lenne mit javítani a hatékonyságon, ezért szerintem várható ilyen irányú változás a kockázati tőke piacon. Kérdés, hogy nyitottak lesznek-e a befektetők ezekre a technológia nyújtotta változásokra: már több, mint egy éve szinte minden megbeszélés online történik, ami első ránézésre nagyon hatékony, hiszen nincsenek holtidők, utazási költségek, catering, stb., a gyakorlatban mégis úgy látjuk, hogy ez hátráltatja a döntéshozatali folyamatot, mert egy személyes találkozó alkalmával szerzett benyomásokat csak hosszas online kérdezz-felelekek tudnak pótolni.

***Melyik volt a legfurcsább ügyleted, amit megosztanál? (legextrémebb struktúra, legsajátosabb üzletág, legérdekesebb exit, stb.)***

A legutóbbi befektetésünk esetén a tárgyalások kezdetekor már bőven érvényben voltak a social distancing korlátozások, így ezt a deal-t teljes egészében online hajtottuk végre. Ez manapság már nem számít különösebben extrémnek, de számomra mégis érdekes élmény volt valakivel úgy „kezet rázni", hogy élőben sosem találkoztunk.

***Esetleg őrzöl valamilyen mondást vagy szállóigét valakitől, amit te is szívesen használsz?***

Az egyik kedvenc mondásom az irodában az „I can contain my enthusiasm", ami csavar egyet a megszokott szóhasználaton és így egy nagyon udvarias kifejezése annak, ha valamit nem tartunk különösebben érdekesnek.

***Szerinted mi lesz előbb Budapesten: BL döntős futballcsapat vagy unicornis startup?***

Unikornis startup!

***Van kedvenc, a befektetési szektorról szóló filmed, amit valósnak érzel, amihez hasonlót te is láttál? Billions (Milliárdok nyomában), Wolf of Wall Street (Wall Street Farkasa), Succession (Utódlás), Big Short, stb?***

A The Social Network szerintem jól bemutatja, hogy mekkora szerepe van a szellemi tőkének és milyen vitás helyzeteket okozhat, ha nem kezelik megfelelően már az első pillanattól kezdve.

# Személyes nézőpontok

*Akik az elmúlt években formálták, és akik a következő években alakíthatják a hazai kockázati tőke piacot*

## Szendrői Sára

befektetési menedzser, Hiventures

## Interjú Szendrői Sárával

***Mi az első emléked a HVCA-ról?***

Az egyetemet követően a HVCA által publikált „Tőkebevonási Kalauz” c. dokumentumon keresztül ismerkedtem meg a tőkebefektetés alapjaival.

***Emlékszel esetleg az első rendezvényre, amin részt vettél?***

2017-ben a HVCA és a Portfolio közös rendezésében megtartott CEE Private Equity, Venture Capital and Corporate Finance Konferencia volt az első ilyen rendezvény, ahol jelen voltam.

***Emlékszel az első lezárt tranzakciódra kockázati tőkésként? Év? Cégnév? Esetleg összeg?***

A kezdetekben az Absolvonál tanácsadóként vettem részt egyes részfolyamatokban, azonban az első önállóan végig vitt befektetésem a Hiventures növekedési területén történt, amikor 2019-ben a CX-Ray Kft. számára folyósítottunk. Sajnos exitet még nem tudhatok magam mögött, de vannak ígéretes projektek és várom az alkalmat.

***Miben változik szerinted majd a tőkepiac a következő 10-20 évben leginkább?***

Úgy gondolom, hogy a közösségi finanszírozás ismertsége Európában tovább nő és egyre meghatározóbb mértékben lesz jelen a finanszírozási eszközök között a startupok, kisebb vállalkozások számára. Ezt segíti elő, hogy az Európai Parlament – részben a járvány hatására – jóváhagyta azokat az új szabályokat, amelyek összehangolják a crowfunding platformokra vonatkozó minimumkövetelményeket elgördítve ezzel az akadályokat a határokon átnyúló működés elől. A startupok és kisvállalkozások így a lakosság bevonásával több befektetőt érnek majd el, a befektetők pedig több projektből választhatnak.

***Melyik volt a legfurcsább ügyleted, amit megosztanál? (legextrémebb struktúra, legsajátosabb üzletág, legérdekesebb exit, stb.)***

A legérdekesebb ügylet, amin dolgoztam, az talán egy cég tőzsdére történő bevezetésének előkészítése volt. Ugyan a tranzakció végül sajnos végül nem valósult meg, azonban rendkívül érdekes volt a startupot egy nem túl gyakori „súlycsoportváltásra” való felkészülésben nyomon követni, és azzal együtt a szektorra jellemző általános befektetői jogainkat újragondolni és tárgyalni szem előtt tartva azt is, hogy egy esetleges IPO esetén milyen elsőbbségi jogok elengedése szükségszerű.

***Ki volt a legérdekesebb kolléga / vállalkozó / alapító, akivel együtt dolgozhattál? Esetleg őrzöl valamilyen mondást vagy szállóigét valakitől, amit te is szívesen használsz?***

Sok érdekes, inspiráló alapítóval, illetve befektetővel találkoztam már munkám során, azonban az általuk mondottak közül talán az alábbit találtam a leginkább elgondolkodtatónak: „nem elég csupán egy világmegváltó ötlet egy jó befektetéshez”. Én személy szerint egyetértek ezzel a szemlélettel, mivel egy projekt esetén a csapat az első - és nem az ötlet -, amibe invesztál a befektető. Gyakran találkozhatunk a „feltaláló” jelenséggel, aki egy (jó esetben csak egy és nem rengeteg) olyan globális problémát szeretne egy csapásra megoldani, ami eddig még „senkinek nem jutott az eszébe”. Azonban, ha működik is a dolog, sajnos mindez kevés, ha a csapat vagy az üzleti modell emellett nem teljes.

***Bár az ember utólag mindig okos, nyilván mindenki hibázik. Volt olyan elhíresült bukás az elmúlt években, amibe te beszálltál volna? Theranos? We work? FYRE fesztiválba? Vagy bármi más, amiben tudtál volna hinni?***

Valószínűleg angyalbefektetőként a Theranosba szálltam volna be. A kockázati tőkebefektetés bőven tartogat szubjektív elemeket, melyek megérzéseken alapulnak. Ezeket közvetett módon igyekszik validálni a befektető, és minél inkább kezdeti fázisról van szó, ez annál inkább igaz. Számos alapító, amely innovációt tudhat magáénak, egyszerűen nem hajlandó beszélni a termék tech vagy egyéb részéről az üzleti titokra hivatkozva. Ilyenkor a befektető részletes információ hiányában vagy eláll a projekttől, - ezzel lemondva egy lehetséges unicornis befektetésről -, vagy a terméket kipróbálva, a szabadalmakat-, a szakmai és egyéb együttműködéseket feltérképezve szerez bizonyosságot a projekt hitelességéről. Azonban ez mindössze közvetett validáció. Szerintem ez a sztori jól megmutatja, hogy milyen kockázatok vannak, amelyek kezelése egy befektető számára kifejezetten nehéz a korai fázisban. A Theranos-ról eszembe jut egy mondás: „Ha hazudnod kell, nagyot hazudj” és úgy gondolom, hogy valahol emiatt tudott ennyire „sikeres” lenni ez a cég hosszú éveken keresztül.

***Szerinted mi lesz előbb Budapesten: BL döntős futballcsapat vagy unicornis startup?***

Én az unicornisra szavazok, mivel a startupok több ipar(/sport)ágban szerepelnek, így nem szükséges mindössze egy adott területre (pl. a focira) hagyatkoznia a befektetőnek (szurkolónak), bármelyik szektorból kikerülhet a következő unicornis (úgy, ahogy a győri női kézilabdacsapat is ötször lett BL győztes).

***Van kedvenc, a befektetési szektorról szóló filmed, amit valósnak érzel, amihez hasonlót te is láttál? Billions (Milliárdok nyomában), Wolf of Wall Street (Wall Street Farkasa), Succession (Utódlás), Big Short, stb?***

„A Kolibri projekt" alapvetően nem a startupokról szól, azonban én sok párhuzamot láttam a főszereplők és az alapítók között. Egy rettentő izgalmas filmről van szó, ahol két unokatestvér eltökéli, hogy száloptikás kábellel összeköti Kansast és New Jersey-t, hogy az így nyert idővel milliókat keressenek. A film jól bemutatja, hogy egy olyan projekt megvalósításához, melyről egy hétköznapi ember álmodni sem mer, mennyi embert kell meggyőzni, mozgósítani, mennyire fontos a jó csapat, és milyen az állandó versenyfutás az idővel, hogy lépést lehessen tartani a versenytársakkal, piaccal. Jól szemlélteti, hogy az alapítók részéről milyen rugalmasságra és áldozatokra van szükség, és hogy sajnos gyakran a nem várt akadályok miatt még ez sem garantálja a sikert.

***Szerinted van olyan mai kurrens szektor / terület, amiről a 40. évkönyvben úgy fogunk majd beszélni, mint a nagy lufiról?***

Szerintem a lufikra érdemes úgy tekinteni, mint a gazdasági fejlődés természetes „mellékhatásaira". Egy-egy új technológia olyan piaci potenciált jelent, amely számtalan üzleti szereplőnek lesz vonzó, de végül csak egy-két cég tud valóban piacképes és valós fogyasztói igényeket kielégítő termékekkel, szolgáltatásokkal előállni. A startup szektorra ez különösen igaz, ahol természetes, hogy 10 cégből 9 csődbe megy, és attól az egytől várjuk a megtérülést. A ma divatos szektorokat megcélzó cégek nagy része várhatóan alul fog maradni a piaci versenyben, ugyanakkor azon kevesek, akik sikerrel veszik az akadályokat, megreformálják majd a piacot, legyen szó a zöldenergia, a fintech vagy akár biotech szegmensekről. Ezeket az unikornisokat igyekszünk megtalálni.

# Személyes nézőpontok

*Akik az elmúlt években formálták, és akik a következő években alakíthatják a hazai kockázati tőke piacot*

## Horváth Barnabás

associate, Growth financing | M&A, Absolvo Consulting

## Interjú Horváth Barnabással

***Mi az első emléked a HVCA-ról?***

Ha jól emlékszem az egyetemen Zsembery Levente kapcsán hallottam először róla, aki a vállalatértékelés tanárom volt és úgy lett bemutatva nekünk, mint az X-Ventures CEO-ja és a HVCA elnöke.

***Emlékszel esetleg az első rendezvényre, amin részt vettél?***

Egy NextGen tárgyalástechnika tréning volt, az ott említett tárgyalási kiinduló ár stratégiát a mai napig alkalmazom.

***Emlékszel az első lezárt tranzakciódra kockázati tőkésként? Év? Cégnév? Esetleg összeg?***

Nem kockázati tőkésként, de a szektorban az első tranzakció, amiben tanácsadóként aktívan részt vettem az Oriana International és a Hiventures tranzakciója volt 2018-19-ben, 800 000 EUR értékben.

***Miben változik szerinted majd a tőkepiac a következő 10-20 évben leginkább?***

Szerintem a befektetők egyre jobban szakosodni fognak majd szektorok szerint, mert lesz egy generáció, akik az alapító-vállalkozó székből egy exit után át fognak ülni az angyal/VC befektető oldalra.



***Melyik volt a legfurcsább ügyleted, amit megosztanál? (legextrémebb struktúra, legsajátosabb üzletág, legérdekesebb exit, stb.)***

Nem kimondottan ügylet volt, de az üzletág nagyon extrém volt számomra egy olyan projekt esetében, ahol a projektgazdák tenyészállatok helyszíni termékenység-vizsgálatára fejlesztettek egy eszközt.

***Ki volt a legérdekesebb kolléga / vállalkozó / alapító akivel együtt dolgozhattál?***

Simon István a Prefixbox CEO-ja. A földhözragadt gondolkodása, hozzáállása és a munkabírása szerintem kiemelkedő még ebben a közegben is. Emellett a befektetői tárgyalások utáni sör fogalma is az ő találmánya.

***Van kedvenc, a befektetési szektorról szóló filmed, amit valósnak érzel, amihez hasonlót te is láttál? Billions (Milliárdok nyomában), Wolf of Wall Street (Wall Street Farkasa), Succession (Utódlás), Big Short, stb?***

Ilyen jellegű személyes tapasztalatom nincsen a szektorból, de a Wall Street Farkasa kapcsán valósnak érzem azt a jelenséget, hogy ha valaki eléggé magabiztosan ígér gyors és magas megtérülést azt emberek el fogják / akarják hinni és nem fognak annak forrásával foglalkozni túl sokat.

***Szerinted van olyan mai kurrens szektor / terület, amiről a 40. évkönyvben úgy fogunk majd beszélni, mint a nagy lufiról?***

„Az előrejelzések nagyon nehezek, különösen a jövővel kapcsolatban." - Niels Bohr. („Predictions are very difficult, especially if it's about the future.")

Az interjúkat készítették:

| | |
|---|---|
| Dr. Hubbes Eszter | partner, Hubbes és Kovács Ügyvédi iroda, HVCA Elnökségi tagja |
| Zsembery Levente | vezérigazgató, X-Ventures Zrt., a HVCA Felügyelő Bizottságának elnöke |

Az állam szerepe a hazai kockázati- és magántőke piac fejlődésben

# 30

*Katona Bence, Buda Sándor*

# Az állam szerepe a hazai kockázati- és magántőke piac fejlődésben

## Az állami szerepvállalás fontossága a korai fázisú vállalkozások finanszírozásában

A korai fázisú vállalkozások az átlagosnál kockázatosabb jellegükből adódóan nehezebben jutnak külső forrásokhoz. Az ilyen magas növekedési potenciállal bíró és innovatív vállalkozásoknak jelentős tőkére van szükségük, azonban a korai, kockázatos életszakasz, illetve az ilyen vállalkozások által nyújtott biztosítékok elégtelen volta megnehezíti a forrásokhoz jutást, a hagyományos megoldások nem segítenek. A forrásbevonás különösen problematikus az egész korai fázisú (projektötlet fázisban lévő) vállalkozások számára, hiszen a magas kockázat miatt a piaci szereplők kevésbé kívánnak részt venni ilyen befektetésekben, ezért az állam szerepe kiemelt ezen vállalkozások finanszírozásában.

Az OECD egy 2014-es tanulmánya rávilágít, hogy az öt évnél fiatalabb vállalkozások valósítják meg a munkahelyteremtés közel felét, viszont paradox módon mégis ezeknek a vállalkozásoknak kell szembenéznie a legtöbb vállalkozásfejlesztési akadállyal. Miután nemzetgazdasági érdek ezeknek a vállalkozásoknak a támogatása, a legtöbb országban valamilyen állami tőkeprogram keretein belül, különböző finanszírozási és egyéb támogatási lehetőségeket biztosítanak e vállalati kör számára.

Az állam által biztosított tőkeprogramokon túlmenően az állami szerepvállalás, illetve támogatás megjelenhet számos egyéb módon is: kedvező adójogi környezet, adminisztrációs egyszerűsítések és könnyítések, mentor programok, vállalkozói képzések, specializált tréningek, piacra jutási támogatások stb. Jelen tanulmány fókuszában ugyanakkor a kockázati tőkeprogramok állnak; egy rövid globális kitekintő után bemutatjuk a magyar kockázati tőke piacának állami szereplőit, illetve az állam által támogatott programokat.

## Az állami szerepvállalás a kockázati tőke piacán – globális kitekintés

Az állam, mint kockázati befektető már a 60-as években jelen volt az Amerikai Egyesült Államok területén (Small Business Investment Companies - 1958). Kezdetben csak kísérletezett a kockázati tőkebefektetéssel, még ismeretlen terepnek számított ez akkoriban, de az Apple és Microsoft sikerén felbuzdulva megkezdődött az állami szerepvállalás a világ több pontján, így Izraelben, Kanadában és később Európában is.

Itt a felmerült innovációhiány kiküszöbölésére az államilag támogatott alapok felállítása jelentette a megoldást, ugyanis az inkubációs szakaszban lévő projektek támogatása és a folyamatos tőkeinjekció elengedhetetlen volt az innovációs teljesítmény növekedéséhez. A kormányok ráébredtek, hogy a korai fázisú projekteket, cégeket nem finanszírozza megfelelően a piac, mert túlságosan kockázatosnak ítélték meg. Holott ezek hatalmas növekedési potenciállal rendelkeznek a feltörekvő iparágakban, mint például biotechnológia, nanotechnológia és tiszta energia. Európát tekintve elsősorban a német, az ír és az észt modellt érdemes megvizsgálni, ezekben az országokban kiemelten sikeres az állam szerepvállalása a kockázati tőke piacán.

2005-ben a High-Tech Gründerfonds (HTGF), egy Németországban alapított állami tőkealapkezelő létrehozta az első önálló alapját, és 272 millió euró értékben finanszírozott korai fázisban lévő startupokat. Ezt követően 2011-ben létrehoztak egy 304, majd 2017-ben egy 319,5 millió eurós alapot, amikből közel 600 vállalkozást segítettek megfelelő mennyiségű tőkéhez jutni. A HTGF elsősorban a csúcstechnológia területén (cleantech, robotika, gyógyszerek, kémiai folyamatok, szoftverek) születő ötletek megvalósításában segíti a vállalkozókat. A befektetési menedzserek közül sokan ezekben az iparágakban váltak szakemberekké, így nem csak finanszírozási támogatást tudnak nyújtani a jelentkezőknek, de releváns szakmai segítséget, mentorálást is biztosítanak. Az alapkezelő jelenleg közel 900 millió euró tőkét kezel és már több, mint 120 projektből exitált.

Írországban az Enterprise Ireland állami szervezetként, de a kormányzattól függetlenül működik. Termékportfóliójuk a vállalkozás alapításától egészen a nagyvállalatok támogatásáig terjed, és nagyon hangsúlyos az export tevékenységek ösztönzése. Pre-seed és seed szinteken inkább a közvetlen grant és voucher jellegű, jórészt vissza nem térítendő támogatások a jellemzőek, tőkebefektetésre külön alapot hoztak létre (Seed and Venture Capital Funds), amely fund-of-funds-ként (alapok alapjaként) működik.

Az Észt Fejlesztési Alap a startupok támogatására létrehozta az Early Fund II nevű tőkeprogramot. Ennek menedzselését korábban direkt módon, saját maga végezte, majd 2012-ben létrehozta a SmartCap menedzsment vállalatot. A leányvállalat a pénzügyi felügyeleti hatóság engedélyével végzi a tevékenységét. A SmartCap azóta több, mint 100 befektetést hajtott végre és több, mint 80 millió eurót kezel. A befektetéseket co-investment formájában privát befektetők bevonásával valósítja meg a szervezet. Több lépcsőben helyezi ki a támogatásokat és kapcsolatban áll az ökoszisztéma többi szereplőivel is, az akcelerátorokkal, üzleti angyalokkal, magán- és kockázati tőkebefektetőkkel.

Európában 2010 és 2013 között minden évben a kockázatitőke-alapok által gyűjtött tőke 30 százalékát kormányzati ügynökségek biztosították. A válság kitörésétől távolodva a kormányzati részarány csökkenni kezdett, így 2014-ben az összes tőke negyedét, majd 2015-ben már „csak” az ötödét fedezték állami források, miközben jelentőségük a többi finanszírozó intézményhez képest továbbra is kiemelkedő maradt. A 2007-ben még csupán 650 millió eurót kitevő, majd 2010-ben már 1 milliárd eurós, 2011-től pedig évi 1,5 milliárd euróra emelkedő állami hozzájárulás az üzleti ciklussal ellentétesen mozgott.

Nem csak Európában, hanem világszerte igen jelentős volt a kormányzati források részvételi aránya a kockázatitőke-finanszírozásban a forráshoz jutó cégek számát tekintve. Kanadában az összes kockázati tőkével finanszírozott vállalkozás közül az állami tőkéhez jutó cégek részaránya például meghaladta az 50 százalékot, 35 százalék körüli volt Németországban, és 25 százalék Franciaországban és Belgiumban is. Az Egyesült Királyságban a korai fázisú befektetési ügyletek számának több mint a felét olyan hibrid alapok nyújtották, amelyek az állami és nem állami forrásokat együtt fektették be.

Az állami tőkeprogramokkal kapcsolatos egyik félelem az, hogy azok potenciálisan kiszorítják a piaci befektetőket az adott szegmensből ahelyett, hogy ösztönöznék őket („crowding out” hatás). Ez a nézőpont azon a tényen alapul, hogy az állami szereplő összességében kisebb hozamelvárást tűz ki, mint a privát befektető. Többek között azért, mert egyéb kisugárzó hatásokat is számba vesz és nem feltétlenül a hozam mértékére koncentrál, és így versenyt generál a privát befektetőknek. Ezzel szemben ugyanakkor felmérésekből kiderült, hogy azok a vállalkozások, amelyeket állami és privát kockázati tőkealapok egyaránt finanszíroznak, több befektetéshez juthatnak, mint azok, amelyeket a kettő közül csak az egyik finanszíroz.

# A kezdetek bemutatása Magyarországon (2000-2009)

A magyar állami részvétel a kockázati tőke piacán tükrözi mind a Kelet-Közép-Európa országaira jellemző közreműködési formákat, és általában az európai mintákat is, amennyiben a piac részvételére elsősorban a közvetlen források megnyitása a jellemző. Történetiségét tekintve az első, kockázati tőkét közvetítő intézmény a Magyar Fejlesztési Bank volt, illetve az annak tulajdonában, illetve irányítása alatt álló társaságok.

Az első fecskék a Regionális Fejlesztési Holding leányvállalatai voltak, amelyek hiteltermékek mellett - kisebb mértékben - tőke jellegű finanszírozást is biztosítottak már 1999-től. Ebben az időben a fókuszban a hagyományos iparágakban működő társaságok álltak, a későbbi startup világ és ökoszisztéma még nem jelent meg Magyarországon.

Meg kell említenünk ebben az időszakban a Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Zrt.-t is, mely 4,4 milliárd Ft, döntően állami forrásokból származó tőkével rendelkezett, illetve tőkét fektetett be elsősorban hazai kis- és középvállalkozásokba. Az MFB Invest Befektetési és Vagyonkezelő Zrt. 2002-ben három bankcsoporti cég összeolvadásával jött létre, akkor még ingatlanforgalmazás és fejlesztés profillal. 2006-tól a társaság megkezdte a kockázati tőkefinanszírozás feltételeinek kidolgozását így az MFB Invest már pénzügyi befektetőként, profitorientált szemlélettel kapcsolódhatott be a magyarországi tőkepiaci finanszírozásba.

Az MFB Invest befektetéseit saját tőkéből finanszírozta és továbbra is elsősorban a hagyományos iparágakra fókuszált.

Az első alapkezelő-alap formációk is megjelentek már ebben az időszakban. Jellemző, hogy az alapkezelő tulajdonosa és az alapok befektetője egyaránt – közvetetten – a magyar állam. Ezek közül is kiemelkedő szerepet töltött be az Informatikai Kockázati Tőkealap (IKTA), illetve a Corvinus Első Informatikai Kockázati Tőkealap (CELIN). A rendelkezésre álló statisztikai adatok alapján az IKTA 2002-ben 3 milliárd forint tőkével alakult, és 2011-ig 11 társasággal kötött befektetési szerződést, ahol az átlagos befektetési méret meghaladta a 200 millió forintot.

A Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. kezelésében 2005-ben indult a Corvinus Első Innovációs Kockázati Tőkealap (CELIN) 5 milliárd Ft-os forrással 15 év futamidőre. Már az indulást követő első hónapokban több vállalkozás tőkefinanszírozásáról döntöttek és dinamikusan növelték a rendelkezésükre álló forrás mennyiségét is. A befektetett tőke összege 80 000 euró és 4 millió euró között változott. 2008-ban létrehozták az MFB Fejlesztési Tőkealapot. Mindkét alap célja az volt, hogy a piaci finanszírozásból kiszoruló, induló kis- és középvállalkozásoknak nyújtson kockázati tőke jellegű finanszírozást.

# Az EU források első megjelenése a hazai kockázati tőke és magántőke piacon (2009-2015)

## JEREMIE Tőkeprogram

A magyar állam kockázati tőkepiaci részvételének egy új stádiumát jelentették a hibrid alapok, amelyek egyértelműen paradigmaváltást jeleztek az ágazatban. A hibrid kockázati tőke olyan finanszírozási formát jelent, amelyben a tőkét állami és piaci forrásokat ötvöző, piaci befektetők által kezelt alapokon keresztül helyezik ki a vállalkozások számára.



Az Európai Unió Tanácsa döntésének értelmében a strukturális alapok egy részét a tagországok pénzügyi programokra (hitel, garancia és kockázati tőke) fordíthatták, az egyik ilyen kezdeményezés volt a JEREMIE (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises) Program.

A JEREMIE kockázatitőke-program a hazai kockázatitőke-piacon az állami szerepvállalás egy újszerű modelljét valósította meg, ugyanis az EU strukturális alapjaira támaszkodva az addiginál nagyságrendekkel több állami forrást csatornázott a korai fázisú kockázatitőke-piacra. A modell újszerűségét az jelentette, hogy a korábbi közvetlen részvétel helyett egyfajta közvetett állami szerepvállalást valósított meg, amelyben az állam csak, mint a források kínálatát biztosító szereplő jelent meg, de a források befektetését végző kockázatitőke-alapok működtetését piaci szereplőkre bízta. Először egy holding alap került létrehozásra, ezt követően nyilvános pályázat útján választották ki az alapkezelőket.

A JEREMIE program kezelésére a magyar állam 2007-ben létrehozta az MV-Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt-t (jogutódja később a Magyar Fejlesztési Bank Zrt.), mely alapok alapja-ként (fund of funds) működött.

Az MV Zrt. 2009 decemberében írta alá a közvetítői szerződést nyolc kockázati tőkealap-kezelő társasággal, akik összesen 45 Mrd Ft tőkét helyezhettek ki a következő években (ez volt a JEREMIE kockázati tőke programjának első szakasza, az Új Magyarország Kockázati Tőke Program). A programban két alprogram került meghatározásra, a Közös Alap Alprogram a Gazdaságfejlesztési Operatív Program (GOP) forrásaiból a konvergencia régió vállalkozásai, míg a Co-investment Alprogram a Közép-Magyarországi Operatív Program forrásaiból a KMR régió vállalkozási számára volt elérhető.

A második szakasz, azaz az Új Széchenyi Kockázati Tőke Programok 2012-ben indultak. Mind a Közös Magvető Alap, mind a Közös Növekedési Alap a hat konvergencia régió vállalkozásait célozta a GOP forrásaiból. A Közös Növekedési Alap alprogram négy pályázati felhívás keretében valósult meg 2012-2014 között.

A két tőkeprogram keretében összesen 25 alapkezelő menedzselésében 28 kockázatitőke-alap jött létre, ebből nyolc alap hajthatott végre korai, négy alap magvető és tizenhat alap növekedési fázisra koncentráló befektetést az alábbi maximális befektetési méretekkel:

- első körös alapok: 1,5 millió euró/vállalkozás
- magvető: maximum 300 000 euró/vállalkozás
- növekedési: 2,5 millió euró egy év alatt, mely többször megismételhető

A tőkealapok befektetési időszaka – az erre vonatkozó európai bizottsági iránymutatásnak megfelelő módosítás eredményeképpen – 2016. május 31-ig tartott. Az alapok ún. pledge-fundként működtek, azaz a forrás nem egyszerre került az alapokba, hanem ütemezve, a befektetési döntések megszületéséhez illeszkedve. A JEREMIE I. során összesen 132 milliárd forint vált elérhetővé a magyar vállalkozások számára, a források legalább 30%-a volt magán, míg az állami források 85%-a volt EU támogatás, 15%-ot pedig hazai költségvetési forrásokból biztosítottak. Az alapkezelőket számos ösztönző is segítette a program megvalósítása során, így például a magánforrásokra jutó veszteség egy részének átvállalása, illetve az állami forrásokra jutó hozamkövetelmény teljesülése feletti rész áttételezése magánforrásokra.

## Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt.

A JEREMIE program mellett 2011-től kezdve a Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. (SZTA) vált a hazai kockázati tőkepiac egyre jelentősebb szereplőjévé.

Az SZTA egy 100 százalékos állami tulajdonban lévő gazdasági társaság, amelynek megbízott vagyonkezelője a Pénzügyminisztérium. Az SZTA által kezelt források 85%-át az Európai Unió, 15%-át a magyar állam biztosította.

Az alapkezelő 2011-ben indította el első tőkealapját, a Széchenyi Tőkebefektetési Alapot növekedési potenciállal rendelkező hazai mikro-, kis- és középvállalkozások növekedést megalapozó struktúraváltásához, technológiai fejlesztéseihez és az üzleti tevékenység bővítéséhez. Az alap a Regionális Operatív Program forrásaiból 14 Mrd Ft-os kerettel rendelkezett és jellemzően átmeneti idejű (átlagosan 5 éves időtartamra szóló) kockázatitőke-befektetéseket hajtott végre elsősorban hagyományos, kisebb részben innovatív iparágakban. Az alap két állami támogatási jogcím alapján az alábbi konstrukciókban hajtott végre befektetéseket:

- De minimis jogcímen (75 000 – 200 000 euró befektetés)
  - csekély összegű tőkebefektetés
- Kockázatitőke-juttatás jogcímen (75 000 – 750 000 euró befektetés)
  - egyedi társbefektetés privát részvétellel
  - keretszerződésen alapuló társbefektetés
  - induló kisvállalkozásokba történő befektetés

# Az új uniós költségvetési ciklus (2014-2020) forrásai és pótlólagos állami források is bekapcsolódnak a finanszírozásba

Az új uniós költségvetési ciklusban az egyik első pályázati forrás innovatív vállalkozások támogatására az ún. Gazella program volt, melyet a Nemzeti Innovációs Hivatal koordinált. A támogatást nem közvetlenül a vállalkozások, hanem a vállalkozásokat segítő inkubátorok kapták, akiknek feladata volt az induló vállalkozásokból olyan cégek építése, melyek képesek gyors növekedésre, a nemzetközi piacon való megjelenésre, valamint kockázati tőke bevonására is.

A hazai tőkebefektetési piac kockázati tőkéként kategorizált része (magvető előtti, magvető, startup/növekedési életszakaszok) összmérete az MFB Zrt. által végzett felmérés szerint 39 milliárd forint volt 2015-ben. A korábbi években is ehhez hasonló méretű volt a piac (átlagosan 40 milliárd forint). Ez a kalkuláció nem vette figyelembe a tőkebefektetési piac azon részét, amit magántőkének (private equity) nevez a szakma, mert az jellemzően már nem KKV-kat finanszíroz, hanem nagyobb méretű cégeket és jellemzően kivásárlásokat hajt végre.
A külföldi magánforrások jelenléte hazánkban nagyon alacsony, a hazai magánforrások pedig nem elégségesek a forrásigények fedezésére, így komoly függés alakult ki az EU-s forrásoktól (a teljes említett éves piacméret 95%-a volt EU/állami forrásból finanszírozott). A JEREMIE-program 2016. májusi zárásával így a hazai kockázatitőke-piacon forráshiány alakult ki.

Ebben az időszakban több tanulmány és elemzés is készült a piaci rés számszerűsítésére, vizsgálandó, hogy indokolt-e az állami szerepvállalás a kockázati tőke piacon és ha igen, milyen mértékben lenne szükség a pótlólagos állami forrásokra. A készített GAP elemzések adatait alapul véve a finanszírozási rés éves szinten kb. 36 milliárd forint volt ebben az időszakban a tőkebefektetési piacon. Mivel az elérhető információk alapján komoly tőkeerővel rendelkező, magán forrást felhasználó tőkealap megjelenése nem volt várható, ezért indokolttá vált új szereplők bevonása a finanszírozásba az EU-s költségvetés 2014-2020-as finanszírozási időszakában.

Az eddig bemutatott időszakban számos formában megjelent az állami szerepvállalás a hazai kockázati tőke piacán, ugyanakkor 2016-ra érett meg a korábban széttagolt próbálkozások egységes kezelése és született döntés egy átfogó és letisztult struktúrájú koncepció, a Hiventures (Állami Alapkezelő) elindításáról.

## Hiventures Zrt.

A Hiventures Zrt. 2016 őszén történt létrehozásával (illetve a jogelőd Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt., feladatainak bővítésével, és az általa kezelt tőke jelentős növelésével) egy olyan állami alapkezelő felállítása volt a cél, amely állami (MFB) és EU-s forrású tőkebefektetésekkel a fejlesztéspolitikai szempontból releváns inkubációs (pre-seed), magvető (seed) és korai növekedési (growth) fázisokat lefedve képes hozzájárulni a nemzetgazdasági teljesítmény növeléséhez. Kiemelt cél volt továbbá a magyar innovációs aktivitás felpörgetése, a magas hozzáadott értéket előállító, szakmai kihívásokat nyújtó munkahelyek teremtése, valamint az egymásra építő befektetési programok bevezetése, azaz, hogy a Hiventures egy vállalkozást az ötletfázistól egészen a nemzetközi terjeszkedésig finanszírozni tudjon. Az alapkezelő 55 milliárd forint tőke kezelésével kezdte meg működését, ebből 20 milliárd forint forrást az MFB Zrt. biztosított, a maradék tőke forrása pedig a Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Program (GINOP) volt.

A Hiventures Zrt. az induláskor jellemzően innovatív tevékenységet végző induló vállalkozásokba fektetett tőkét önállóan, illetve társbefektetőként. Egyedülállóan sikeresnek bizonyult a kialakított koncepció, különösen az inkubációs szakaszt tekintve, ugyanis ötletfázist jellemzően nem finanszíroztak addig kockázati tőkebefektetők. 2020 végére már több, mint 38 milliárd forint kihelyezése történt meg 344 portfóliócégbe, ezzel a Hiventures a hazai startup szektor meghatározó finanszírozási partnerévé vált. A fent említett 344 portfóliócégből 53 cég esetében co-investor partnerrel közösen került sor a befektetésre, ami jó példa arra, hogy az utóbbi években az állami és paci szereplők közötti együttműködés a korábbiaknál egyértelműen intenzívebbé vált.

A kockázati tőke piacán 2018-ban meglévő 200-250 milliárd forint forrás 80-90%-a jellemzően startupok számára volt elérhető. A piaci igényekre reagálva ezért 2019 második felében a Hiventures új tőkeprogramot indított el a hazai hagyományos kis- és középvállalati szektor számára (KKVPRO). A program 31 milliárd forintos MFB forrással rendelkezik és azokat a hazai vállalkozásokat és vezetőit célozza, akik családon kívüli cégutódlásban gondolkodnak, hazai és külföldi cégfelvásárlással kívánják bővíteni tevékenységüket, növelni versenyképességüket és kiaknázni a mérethatékonyságban rejlő potenciálokat, valamint akik külföldi befektetésben gondolkodnak. Az új üzletág indításának célja, hogy a hazai KKV szektor szereplőinek elégséges saját tőkéje legyen fejlesztésre, valamint a növekedés, piacbővítés és működés finanszírozására. A tőkeprogram jelentőségét növeli, hogy a hazai piacon korábban kevésbé elérhető, mezzanine jellegű finanszírozást biztosít.

A 2020. márciusában hazánkban is megjelent COVID-19 járvány hatására a magyar vállalkozások (KKV-k és startupok, valamint induló vállalkozások is), munkahelyek és háztartások többsége jelentős visszaesést szenvedett el. A célzott állami segítségnyújtási csomag részeként a Hiventures a piaci igényekre reagálva 2020 nyarán elindította a startupok és a KKV-k számára is elérhető mentőprogramjait.

Szintén ebben az időszakban indította el a Hiventures az INVESTPRO üzletágát, mely jelentős összegű magántőkealapjával biztosít forrást annak érdekében, hogy finanszírozási megoldásaival katalizátorként tudjon hozzájárulni a jellemzően nagyvállalati ügyfelek pénzügyi stabilitásához, versenyképességéhez, növekedést biztosító tranzakcióihoz. Az alap három fő fókuszterülete a restrukturálás, a gazdaságfejlesztés és az M&A ill. ingatlan tranzakciók tőkeági finanszírozása.

A Hiventures jelenleg több, mint 155 milliárd forintot kezel, melyből 45,4 milliárd forint származik EU-s, a Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Programhoz kapcsolódó forrásból. A források eredete jelentősen befolyásolja, hogy milyen feltételek mentén tud az alapkezelő befektetéseket végrehajtani. Az EU-s forrású tőkealapok esetében előírás, hogy a finanszírozott projektnek Magyarországon, a kevésbé fejlett régiókban kell megvalósulnia, azaz nem támogathatók a Közép-Magyarországi Régió területén megvalósuló projektek. A magyar állami forrás esetében kevesebb megkötés azonosítható, a finanszírozandó projekt Magyarország teljes területén megvalósulhat, azaz akár a Közép-Magyarország régióban is. A Hiventures által nyújtott finanszírozás összege a startup üzletágban (társbefektető esetén) elérheti az 1 milliárd forintot is úgy, hogy akár öt évnél idősebb vállalkozás is részesülhet tőkebefektetésben, KKVPRO- és INVESTPRO-üzletág esetén pedig maximum 15 milliárd forint nyújtható, ám itt önerő és az ügyletek többségében bankhitel is elvárt az ideális finanszírozási mix kialakítása érdekében.

A KKV, majd a nagyvállalati finanszírozási megoldások megjelenésével 2020-ra a Hiventures képessé vált a teljes hazai vállalati spektrum tőkeági finanszírozására. Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy a befektetési politika kialakításánál szempont volt, hogy a Hiventures tőkealapjai, és más állami forrásokból (is) gazdálkodó tőkealapok befektetési politikái kiegészítsék egymást.

## Széchenyi Alapok Zrt. (korábbi Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt.)

Az indulása óta eltelt időszakban az SZTA befektetési politikája is több ponton változott, a korábbi jellemzően hagyományos KKV finanszírozás továbbra is megmaradt, emellett megjelent az innovatív vállalkozások, illetve nagyobb hazai és nemzetközi projektek finanszírozása is.

Az alapkezelő mára összesen közel 71 milliárd forintnyi tőkét kezel az alábbi alapjaiban:

- Széchenyi Tőkebefektetési Alap: Az alap országszerte olyan növekedési potenciállal rendelkező kis- és középvállalkozások növekedését támogatja, amelyek bővüléséhez a kockázati tőkebefektetés jelentheti a szükséges finanszírozás biztosítását, támogatva őket a jobb piaci pozíció elérésében vagy új termékek/szolgáltatások piacra vitelében. Az alap a tőkeinjekció mellett stratégiai szintű üzleti-pénzügyi tanácsadási szolgáltatással is segíti a portfóliócégek növekedését.
- Irinyi Kockázati Tőkealapok: az alapok a nemzeti iparfejlesztési stratégia (Irinyi Terv) célkitűzéseivel összhangban támogatják a növekedni képes ipari kis- és középvállalkozások fejlődését. Az alapok elsősorban növekedési potenciállal rendelkező termelő és fejlesztő vállalkozások számára kínálnak finanszírozási lehetőséget. Az alapok az Irinyi Tervben meghatározott, kiemelt iparágakban működő cégeket keresik, kiemelten támogatják az Ipar 4.0-s fejlesztési és digitalizációs folyamatok finanszírozását. A kiemelt iparágak közé tartozik többek között a járműipar és gépgyártás, az egészségipar, a vegyipar, az IKT ipar, a zöldgazdaság és energiaipar, a faipar, az élelmiszeripar, a védelmi ipar, valamint az ezekhez kapcsolható infokommunikációs, digitális, illetve Ipar 4.0-s fejlesztések.
- Kárpát-medencei vállalkozásfejlesztési Kockázati Tőkealap: tőkealap befektetéseinek célja a magyar mikro-, kis- és középvállalkozások nemzetközi, elsősorban a határainkon átívelő gazdasági együttműködésének fejlesztése, különös tekintettel a tartós termelési, szolgáltatási, kutatási és fejlesztési, illetve munkaerő-képzési kapcsolatok kiépítésére és kölcsönösen előnyös működtetésére. Az alap egyszerre finanszírozza a Magyarországgal szomszédos országokba terjeszkedni kívánó hazai vállalkozások, valamint az onnan hazánkba érkező innovatív cégek bővülési szándékait.
- Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap: az alap a Budapest Értéktőzsde által megkezdett tőkepiac-fejlesztési törekvések fontos eszközeként a Magyarországon működő kis- és középvállalatok tőzsdei megjelenését hivatott támogatni.
- Kék Bolygó Klímavédelmi Kockázati Tőkealap: a 2020-ban létrehozott alap célja az innovatív és környezetvédelmi megoldásokat alkalmazó mikro-, kis- és középvállalkozások piaci potenciáljának erősítése.

## MFB Invest Zrt.

Szintén az MFB Csoporthoz tartozik az MFB Invest Zrt., amely stratégiájának 2017-es átalakítása óta a tulajdonában álló alapkezelőkön keresztül több kockázati- és magántőkealapot kezel, illetve „alapok alapja" szerepet is betölt. Ez utóbbi szerepe egyre hangsúlyosabbá válik, egyre inkább közvetetten, piaci alapkezelőknek adott eszközökön keresztül finanszíroz.

Az indulás óta közel 80 vállalatba eszközöltek befektetéseket 77 milliárd forint értékben. Elsősorban növekedési fázisban lévő KKV-k és nagyvállalkozások képezik a befektetési célcsoportot, zöldmezős, fejlesztési célú és nemzetgazdaságilag kiemelt projektek finanszírozása zajlik.

Az MFB Invest Zrt. jelenlegi tevékenysége három fő befektetéstípusra épül. Elsődlegesek az egyedi tőkebefektetések, amelynek keretén belül az egyedi, stratégiai jellegű befektetések mellett a társaság 500 millió Ft befektetési összeget meghaladó piaci befektetéseket hajt végre saját tőkéből (jellemzően nagyobb, nemzetgazdaságilag kiemelt beruházásokat finanszíroz).

A fund of funds (alapok alapja) tevékenység keretében a társaság 2020-ra tíz, különböző részpiacokra fókuszáló, nem saját kezelésű, közös tőkealapot jegyzett le.

Ezzel párhuzamosan az alapkezelési tevékenység továbbépítése is az új stratégia fontos lépése volt. Ennek első lépéseként 2019-ben újabb saját alapkezelő – a FOCUS VENTURES Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. – került az MFB Invest Zrt. tulajdonába, mely lehetővé teszi a különleges szakértelmet igénylő tematikus alapok kezelését is.

A társaság már meglévő tevékenységein túl – piaci befektetések, alapkezelés, – 2020-tól erőteljesen fókuszál a vállalati kötvények jegyzésére, valamint korlátozott mértékben az MNB Növekedési Kötvényprogramjában résztvevő társaságok által kibocsátott kötvények másodpiaci megvásárlására is.

Meg kell említenünk még a Városi Tőkealapokat is, mely programot 2019-ben indította el az az MFB Invest Zrt. A Városi Tőkealapok célja, hogy a hazai nagyvárosok gazdasági működésének gerincét képező vállalatokat finanszírozzák. Jelenleg az alábbi városokban működik ilyen alap: Debrecen, Székesfehérvár, Veszprém és Kaposvár. Az alapok kezelését a Focus Ventures Zrt. – az MFB Invest 100%-os leányvállalata - végzi, az alapok mérete 2-10 milliárd Ft között változik.

## Krízis II-III. és IV. Tőkeprogramok

A COVID-19 járvány hatására az MFB Zrt. a kormány gazdaságélénkítő mentőprogramjának részeként több kockázati tőkeprogramot indított el. A Krízis II., a Krízis III. és a Krízis IV. tőkeprogramok célja olyan KKV-k és nagyvállalatok beruházásainak, M&A tranzakcióinak finanszírozása, melyek nem vagy nem teljes mértékben valósulhatnak meg hitelfelvétel révén.

## EXIM Bank Zrt.

A bank termékeivel (hiteltermékek, garanciatermékek, tőkealapok) jellemzően a hazai vállalkozások exporttevékenységét támogatja.

A bank az elmúlt 10 évben fund-of-funds tőkebefektetőként is megjelent a piacon, számos hazai és nemzetközi alapba (kínai, kazah, portugál stb.) is fektetett be. Saját alapkezelési tevékenységet nem végez. A hazai/regionális alapok célja is alapvetően a régiós vállalkozások nemzetközi piacra lépésének, exporttevékenységének és növekedésének támogatása.

Nemzetközi tőkealapok az Exim Bank részvételével:

- Sino-CEE Fund,
- Magyar-Kazah Mezőgazdasági Befektetési Alap,
- East-West Venture Fund,
- IFC FIG Fund,
- China CEE Co-Operation Fund,
- China CEE Co-Operation Fund II,
- Three Seas Initiative Investment Fund.

Hazai tőkealapok az Exim Bank részvételével:

- Colombus Magántőkealap,
- Enter Tomorrow Europe Magántőkealap,
- EXIM Exportösztönző Magántőkealap,
- Portfolion Regionális Magántőkealap,
- Portfolion Regionális Magántőkealap II.

## Intelligens Szakosodási Kockázati Tőkeprogram

2018 őszén került meghirdetésre a GINOP 8.1.3/B-17 Intelligens Szakosodási Kockázati Tőkeprogram, azzal a céllal, hogy túlnyomórészt a Közép-Magyarországon kívüli, kevésbé fejlett hazai régiókban támogassa innovatív projektek megvalósulását.



A program felépítése hasonló a korábbi JEREMIE programéhoz, az alapok alapja szerepét az MFB Zrt. tölti be, az alapok kezelését pedig piaci alapkezelők látják el, akiket közbeszerzési eljárás keretében választottak ki.

A programban összesen hét új kockázati tőkealap indult, amelyek alaptőkéje egyenként 9,34 milliárd forint európai uniós forrásból, illetve az ezt kiegészítő (minimum 23%) magánforrásból tevődik össze. Az alapok így a működési költségeiket leszámítva egyenként mintegy 10 milliárd, összesen körülbelül 75 milliárd forintnyi tőkét tudnak kihelyezni hazai mikro-, kis- és középvállalkozásokba.

Fontos szabály, hogy a támogatandó projekteknek illeszkednie kell Magyarország kutatás-fejlesztés és innovációs irányait kijelölő Nemzeti Intelligens Szakosodási Stratégia célterületeihez.

A fentieken kívül az úgynevezett VEKOP 2.1.2-17 Intelligens Szakosodási Kockázati Tőkeprogram keretében szintén egy új tőkealap jött létre, amelynek tőkéje 5,13 milliárd Ft európai uniós forrásból, illetve az ezt kiegészítő magánforrásból (minimum 40%) áll, ennek nyertese egyetlen alapként Közép-Magyarországon megvalósuló projekteket is finanszírozhat.

A hét GINOP alap portfólió cégenként minimum 200 millió forint és maximum 1,5 milliárd forint közötti tőkét helyezhet ki. A tőkekihelyezés során előnyt élveznek a nagy növekedési potenciállal rendelkező, technológiailag innovatív projektek. Az alapok a tervek szerint összesen 150 innovatív vállalkozásba fognak majd befektetni.

## Inkubátorházak

Az állami szerepvállalás a kockázati tőke piacán a fentiekben ismertetetteken túl az inkubátorházak szintjén is megjelenik. Az inkubátorház olyan komplex létesítményt takar, mely segíti induló vállalkozások létrehozását, fejlődését, tanácsadást, technikai és szakmai hátteret, illetve akár finanszírozást is biztosítva számukra.

Magyarországon számos inkubátorház működik a 2000-es évek eleje óta, létrehozásukat és tevékenységüket számos pályázati forrás támogatta és támogatja napjainkban is. Terjedelmi korlátok miatt ezek közül a 2020 nyarán meghirdetett Startup Factory pályázatot emeljük ki. Ezen pályázatra már meglévő inkubátorházak jelentkezhettek, a pályázat célja pedig a tevékenységük folytatásának támogatása. A konstrukció teljes kerete 2 milliárd forint volt, az egyes inkubátorok 150-300 millió forint értékben kaptak támogatást.

# Konklúzió

Összességében megállapítható, hogy a magyarországi kockázati és magán tőke piacon az állam megjelenése és fellépése alapjaiban összhangban van a nemzetközi gyakorlattal. Magyarországon az állami befektetési tevékenység különösen aktív volt a nagyon korai fázisú innovatív cégeknél, amely megfelel annak az elméleti és gyakorlati alapvetésnek, hogy ezen a területen van leginkább szükség az állami részvételre, tekintettel arra, hogy ez a szegmens pusztán piaci alapon nehezen finanszírozható. Ugyanakkor az egyes államok már régóta felismerték, hogy az ilyen típusú cégekbe fektetett tőke az externális hatásokon keresztül nagyon nagy hatással van egy nemzetgazdaság egészére és annak jövőbeli fejlődési lehetőségeire. Amennyiben ennek finanszírozását kizárólag a piacra bízzák, akkor a nemzetgazdasági szempontból optimálisnál lényegesen kevesebb befektetés érkezik a területre.

Magyarországon az elmúlt tíz évben az állam hathatós közreműködésével kiépült egy viszonylag fejlett startup ökoszisztéma, amely a korábbiakhoz képest egyértelműen könnyebbé teszi az induló innovatív vállalkozások helyzetét. Ennek hatása megmutatkozik a szabadalmak számának növekedésétől kezdve a nemzetközi szinten is sikeres magyar startupok megjelenéséig.

Az állam aktív szerepe a hazai kockázati és magán tőke piacon a jövőben is fennmarad. Újabb források bekapcsolódása várható majd a finanszírozásba a 2021-2027-es uniós ciklus kereteiből, illetve más hazai állami forrásokból is. Ugyanakkor a piac érettebbé válásával egyre nő majd a magántőke szerepe, ami a Nyugat-Európában elterjedt állami-magán co-investment struktúrák fokozottabb előtérbe kerüléséhez vezet majd.


## A cikk szerzői:

Katona Bence vezérigazgató, Hiventures Zrt.
Buda Sándor kabinet igazgató, Hiventures Zrt.


## Forrásjegyzék


*Ian Hathaway (2020): The New Business Preservation Act and the Tradition of U.S. Federal Government Support for Entrepreneurship and Venture Capital. Center for American Entrepreneurship, March 31, 2020. https://startupsusa.org/the-new-business-preservation-act-and-the-tradition-of-u-s-federal-government-support-for-entrepreneurship-and-venture-capital/*

*Equinox Consulting – Miniszterelnökség (2016): Kockázatitőke-programok eddigi eredményeinek értékelése. Budapest, november 3. http://equinoxconsulting.hu/referenciák/fejlesztéspolitikai_tanacsadas_referenciak.*

*Molnár Endre Mihály – Jáki Erika (2017): Állami és uniós szerepvállalás a magvető életszakaszban lévő vállalkozások kockázatitőke-finanszírozásában (Farkas Beáta – Pelle Anita (szerk.) 2017: Várakozások és gazdasági interakciók. JATEPress, Szeged, 97–110. o)*

*OECD (2014): Stimulating high-growth firms and local entrepreneurial ecosystems. OECD Job Creation and Local Economic Development.*

*Rácz András (2012): EU-s források a vállalkozások tőkeellátottságának javítására – a JEREMIE kockázati tőkeprogram. Vezetéstudomány, XLIII. évfolyam, 2. szám.*

Társadalmi hasznosságú befektetések

30

*Dr. Hubbes Eszter*

# Társadalmi hasznosságú befektetések

A társadalmi és környezeti hasznosságú befektetői szemléletmód terjedése és megerősödése nagyban hozzájárul a fenntartható, élhető és a következő generációk számára továbbadható világ eléréséhez.

A társadalmi hasznosságú befektetés (THB) eredménye többrétű, mint egy klasszikus kockázati befektetés eredménye. A THB alapok célja, hogy az általuk forrással ellátott társaságok a profit mellett mérhető társadalmi vagy környezeti eredményt is termeljenek. A THB azonban több, mint az etikus befektetés. Az etikus befektetés esetében a befektető azt szabja feltételül, hogy a pénzügyileg eredményes működés mellett a vállalkozás ne okozzon kárt a társadalomnak vagy a teremtett környezetnek.

A THB hozzáadott értéke éppen az, hogy egy helyi vagy szűkebb célcsoportot érintő pozitív hatást megsokszorozza azáltal, hogy társadalmi és környezeti pozitív hatást, eredményt felmutató cégbe tőkét fektet.

Az a vállalkozás tekinthető társadalmi hasznosságú vállalkozásnak (THV), amelyet a társadalmi hatás és a profittermelés együttes céljából hoztak létre. Fontos, hogy az adott társadalmi hatás az üzlet pénzügyi sikerességét alátámasztó összetevőként legyen jelen a vállalkozásban.

Az elmúlt évtizedekben több nemzetközi szervezet és intézmény (EIF, EVPA, GINN) igyekezett definiálni, mi a társadalmi vállalkozás és mely befektető minősül társadalmi hasznosságú befektetőnek. Az álláspontok annyiban közelítenek egymáshoz, hogy feltételként fogalmazzák meg a mérhető elsődleges társadalmi haszon (közvetlen és közvetett hatás) elérését. Ennek ellenére a THV fogalma, a gazdaság legtöbb szereplője számára ma még messze nem egyértelmű.

Az elsőként felmerülő kérdések egyike az, hogy ki mondja meg pontosan, hogy miben nyilvánul meg és mekkora az a hatás, amit a befektető elvár, illetve minek az elérése fontosabb a számára: a profit vagy a társadalmi, környezeti hatás? Sokan a pénzügyi eredményesség és a társadalmi vagy környezeti hatás fogalmainak egymás alá vagy fölé rendeltségét firtatják. Az impact befektetők szemszögéből az a helyes, ha egyszerre érvényesül mindkét szempont.

## Impact Investment
## Interjú Eszter Elemérrel

Eszter Elemér történészként végzett, majd az Egyesült Államokban folytatott politológiai és közgazdaságtani tanulmányokat. Már 2004-ban társalapítóként részt vett a Cryo Innovation biotechnológiai startup felépítésében, és ezt követően is aktív résztvevője maradt a magyarországi befektetői szcénának. 2015-ben 9 társával együtt megalapította a **Társadalmi Hasznosságú Befektetők Egyesületét (THBE)**, amely mára az itthoni társadalmi és környezeti hasznosságú befektetésekkel foglalkozó ökoszisztéma egyik meghatározó társadalmi szervezete lett. 2018 decemberében került bejegyzésre az Impact Ventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt., amely igazgatóságának elnöke. Több civil elfoglaltsága mellett Elemér jelenleg az Egyesület elnöki posztját is betölti.

Eszter Elemér

**Elnök úr, úgy tudom, hogy te a szakmai munkáddal kezdeményezője és támogatója vagy a társadalmi és környezeti hasznosságú befektetési módszertan magyarországi meghonosításának, ezért gondolom, hogy kritikus és karakteres véleményed van a gazdaság ezen szegmenségnek fejlődéséről.**

**Amikor az interjúra készültem, felkerestem néhány hozzád kötődő szervezet honlapját és a Társadalmi Hasznosságú Befektetők Egyesülete oldalán az alábbi mottót olvastam:**

***„Az Egyesület azon szemléletmódot, befektetési szándékot hívatott erősíteni hazánkban és a régióban, hogy minden befektetési döntés kettős céllal szülessen: egyrészt, hogy a befektetett tőke eredményesen megtérüljön, másrészt, hogy a befektetés tervezett és mérhető, közvetlen társadalmi és környezeti hasznot hajtson."***

**Hogyan tervezhető, illetve hogyan mérhető ez a társadalmi vagy környezeti hatás, illetve hasznosság?**

Az okos érdeklődők első kérdése mindig ez: „szép-szép, de hogyan méred?". Az impact investingnek és azon belül a mérési módszertannak könyvtárnyi, mondhatni tudományos színtű irodalma van, kutatók, tudósok foglalkoznak azzal, hogy milyen módon mérhető a társadalmi hasznosság, mindemellett valójában mégsem sikerült egy egyszerű, illetve egyetemesen elfogadott módszertant találni. Ez meg is nehezíti az impact befektetéseket célzó befektetési menedzserek munkáját, mert míg egy ilyen fókusszal nem rendelkező VC befektető már önmagában elérte a célját, ha két befektetett forintból hármat, vagy négyet csinál, addig egy impact befektetőnek ezzel a könyvtárnyi irodalomban fellelhető különféle eszközökkel kellene mérnie és megmutatnia, hogy a pénzügyi megtérülés mellett társadalom vagy a teremtett környezet épülése vagy fejlődése tekintetében milyen hatást ér el.

Meg is osztanék erről egy kedves anekdotát. Nagyjából három éve a European Venture Philanthropy Association (EVPA) tartott egy rendezvényt, amelynek volt egy erre dedikált szekciója a „How to measure impact". Nagyon lelkesen vártuk, hogy végre itt az alkalom és megértjük, milyen is az egységes, de legalábbis közmegegyezésként elfogadott mérési módszertan. Majd a panelbeszélgetés során a nagyjából nyolc előadó, nyolcféle megközelítést említett, de valójában egyik sem volt egy olyan konkrét, alkalmazható módszertan, amely a gyakorlatba átültethető lett volna, tehát ebből a szempontból üres kézzel jöttünk haza.

Látni kell, hogy a társadalmi vagy környezeti hatást elérni kívánó befektetők csoportja nem egy pontszerű valami, hanem inkább egy sáv, amely egészen onnantól, hogy valaki adományoz vagy jótékonykodik, egészen odáig terjed, hogy pénzügyi megtérülésért olyan társaságokba befektet be, amelyek társadalmi vagy környezeti hasznot is termelnek. A mi alapkezelői csapatunk, az Impact Ventures a sáv közepén áll, azaz befektetési politikája szerint nem előzi meg egymást a megcélzott pénzügyi megtérülés, illetve az elérni kívánt társadalmi vagy környezeti hatás, mert mindkettő egyaránt fontos. Az angol kifejezés erre rövidebb és kifejezőbb: „inbaked part of each other", azaz egybesütött részei egymásnak.

Még egy aspektust említenék: társaimmal 2015 óta foglalkozunk tudatosan azzal, hogy társadalmilag hasznos befektetéseket hajtsunk végre, erre dedikált alapkezelőt hozzunk létre, és az ilyen befektetési politikát választó befektetők, alapkezelők számára egy témaspecifikus egyesületet, a THBE-t működtessünk. Úgy is kezdtünk neki, hogy ezt szeretnénk megtanulni és jól csinálni, ezért felkerestük Németországban a két legjelentősebb social impact investment alapkezelőt, a müncheni székhelyű BonVenture-t és az Ananda Impact Ventures-t, amelyeknek Münchenben és Londonban is van központja, és tőlük rengeteget tanultunk. Többek között arról is, hogy ők hogyan mérik a társadalmi hatást. Mindketten egymástól teljesen független azt vallották, hogy nincs uniformizált módszertan, a hatás csak deal by deal mérhető, KPI by KPI módon, azaz mindegy egyes cégre egy önálló KPI rendszert kell felépíteni.

Az Ananda egyik legismertebb befektetésénél például az Auticon szoftverfejlesztő vagy a Magyarországi WLWYB legó kereskedő cégnél, ahol autizmussal élő embereket foglalkoztatnak, az a nagyon egyszerű KPI, hogy adott időszak alatt, hány autizmussal élő tud elhelyezkedni és jut munkához, olyan személyek közül, akiket egyébként a munkaerőpiac nem lát el munkalehetőséggel. Egy másik ikonikus Ananda befektetésnél, az Open Bionics-nál (itt megfizethető művégtagok készítésére alkalmas 3D nyomtatót fejlesztettek ki) is nagyon egyszerű a képlettel mérhető a hatás: hány olyan ember jut művégtaghoz, aki egyébként nem kaphatna. Emellett további mérhető eredmény az is, hogy kik azok, akik ilyen módon tudnak maguknak elérhető feltételekkel művégtagot gyártatni, s akik ezek megvásárlását alapesetben nem engedhetnék meg maguknak.

Nagyon lényeges azonban látni azt is, – és ez gyakran a befektetési döntések során késhegyre menő vitákat tud generálni – hogy van-e megfelelő hatás, ez megfelelően mérhető-e, és ha egyfajta mérlegként tekintünk a pozitív és negatív hatásokra, akkor e mérleg nyelve melyik irányba billen el.

**Ez akkor, ha jól értem az egyik legfontosabb cél? Legyen egy egységes rendszer, ami mindezt mérhetővé teszi?**

Jó lenne, de sajnos ez nehezen elérhető. A mérendő hatást előállító társaságok életciklusából adódóan a vállalat működése, fejlődési iránya rövid időszak alatt nagyon sokat változhat, ezért nagyon nehéz lenne úgy meghatározni a "mit mérünk és mihez viszonyítjuk" rendszert, hogy két teljesen más szektorban működő impact-KKV összehasonlítható legyen. Az pedig végképp irreális cél, hogy egy olyan mérési módszertan szülessen, ami nemzetközi szinten is olyan elfogadott egységes rendszerként vagy mérőeszközként tud működni, mint például egy mérleg vagy egy beszámoló, amelynek a számai a világ minden pontján azonosan értelmezhetők.

A nagyvállalatok esetében például az ESG rendszer ezt a célt remekül valósítja meg, de ez a metodika nem képezhető le a VC mérettartományban lévő, korai életfázisú céltársaságokba történő impact befektetések mérésére, éppen a korábban elmondott okokból. Ugyanis a társadalmi hasznosság csak egyes befektetések, és egyes szempontok szintjén, egyedileg mérhető.

A legfontosabb tehát az, hogy minden alapkezelőnek legyen egy kialakított belső módszertana és ezt következetesen használja a cégek szűrésénél és a befektetések követése, a céltársaságok számonkérése során.

És még egy fontos kérdéskör, amit részben már érintettük. Több szemszögből és több oldalról vizsgálandó minden befektetés esetén az összhatás, hogy elkerülhető legyen az úgy nevezett „negatív impact", amikor egy értelmezhető, és jól megfogható pozitív hatás egy potenciális másik területen megjelenő negatív hatással jár. Érdekes példa erre, hogy korábban német befektetők Magyarországon olyan idősotthonokat terveztek létesíteni, ahol német gondozottakat helyeznének el.



Ez nyilvánvalóan plusz munkalehetőséget teremt, vélhetően emelt fizetéssel magyar gondozóknak, ápolóknak, ami egy nagyon jó hatás. Ugyanakkor ez a tevékenység a másik oldalon egyértelműen a magyar ellátásból szívná el ezt a munkavállalói kört, ami pedig egyértelműen negatív hatással járna a magyar egészségügy és így az ellátandók tekintetében.

**Álláspontod szerint általánosságban más egy impact befektető befektetői magatartása, mint egy ilyen szempontokat nem előtérbe helyező kockázat tőkebefektetőé, vagy ebben nincs érdemi különbség?**

Egy társadalmi vagy környezeti hasznosságú kockázati tőkealapkezelő működése módszertanát és működési mechanikáját tekintve azonos egy klasszikus VC alapkezelőével. Egyfajta többletet jelent, hogy a céltársaságok kiválasztásakor, majd a portfóliókezelés során a környezeti és társadalmi szempontokat nem externáliaként, vagyis a pénzügyi térüléstől független döntési összetevőkként, hanem a pénzügyi eredményességgel azonos súlyú szempontokként veszi figyelembe. Nagyon leegyszerűsítve, egyforma súlyú a pénzügyi megtérülés és a vállalkozás által kiváltott társadalmi és környezeti hatás megítélése. A jól használt kockázati tőke módszertan, olyan reflexet alakít ki egy céltársaságban, ami önfenntartóvá, jég hátán is megélővé, egyszóval erőssé teszi őt, egyúttal az a társadalmi probléma, amit megold, vagy társadalmilag hasznos hatás, amit elér, hosszútávon megoldható problémává, illetve elérhető hatássá váljon.

**Mennyire valós az a félelem, hogy ami alapvetően cél lenne, azaz, hogy az ilyen típusú befektetések egyre nagyobb számban történjenek meg és egyre több befektető tekintse céljának impact befektetések végrehajtását, túl „trendivé" válhat, vagy éppen, hogy örülni kell ennek a népszerűségnek?**

Az, hogy ez a módszertan, a „társadalomnak való visszaadás" intézményes formája kialakult, mely egyszerre okos, transzparens és visszterhes, vagyis egyértelműen komplexebb rendszer, mint a klasszikus adományozás, ez mindenképpen jó. Hosszútávú gondolkozást jelent az életet éltető gazdaságot támogatni, s minél több szereplő dolgozik ennek érdekében, annál jobb. Persze jogos a felvetés, és már ismert fogalom a „greenwashing" és „impactwashing" – amikor nem igazán zöld vagy nem igazán hasznos egy projekt csak olyannak próbál tűnni -, de ez egy kis szükséges rossz, ami ennek a piaci szegmensnek a bővülésével szükségszerűen együtt jár. Összességében mindez abba az irányba mutat, hogy ez a befektetési módszertan mainstreammé válhat. Jelenleg az impact investing a VC szektor egy pici, nagyjából 2%-os szegmense. Minden olyan trend, ami abba az irányba visz, hogy ez a szám növekedjen, az hasznos és jó. Érzékelhető, hogy az ESG alapok elterjedésének üteme beelőzte a dedikált impact alapok darabszámának növekedését. Nagy számban jelennek meg az ESG fundok, éppen azon okokból is, amiről a legelején beszéltünk. Azaz, hogy a mérhetőség az ESG esetében egyszerűbb, és így könnyebb az eredmények felmutatása is, de ez sem baj, hiszen az ESG alapok gyarapodása magával fogja hozni az impact befektetési alapok gyarapodását is.

**Mi a helyzet Magyarországon?**

Intézményi szinten sajnos messze nem állunk jól. Magyarországon jelenleg csak két dedikáltan impact befektetésekkel foglalkozó alapkezelő működik, a SUSTERRA Capital Partners Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. és az Impact Ventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy a közép-kelet-európai régióban a szomszédos Ausztriát megelőzve, az Impact Ventures volt az első ilyen fókusszal létrehozott alapkezelő. Ennek befektetői között szerepel az EIF (European Investment Fund), amely a legnagyobb európai intézményi befektetőként működő alapok alapja. A THBE jelenleg is egyedülálló a régióban, hiszen nincs más olyan egyesület, amely azzal a kifejezett céllal jött volna létre, hogy egységesen képviselje az impact befektetőket. Abban viszont jól állunk, hogy rengeteg vagyonos magánszemély, illetve angyal befektető működik Magyarországon, akik évtizedek óta tesznek ezekért a célokért, támogatást nyújtanak, non profit szervezeteket irányítanak. Őket is figyelembe véve, már megközelítjük – becsléseim szerint túllépjük – a nemzetközi szinten említett 2%-os arányt.

Az interjút készítette: dr. Hubbes Eszter partner, Hubbes és Kovács Ügyvédi Iroda, HVCA Elnökségi tag

# ESG - profit és fenntarthatóság kéz a kézben

## Interjú ifj. Chikán Attilával

Ifj. Chikán Attila az ALTEO Nyrt. 2008-as megalapítása óta a vállalat vezérigazgatója. Vezetése alatt az ALTEO Magyarország egyik vezető energetikai szolgáltatójává nőtte ki magát.

Diplomáit a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetemen és a Külkereskedelmi Főiskolán szerezte. A fenntarthatósági kérdésekben aktív vezérigazgató a Magyarországi Üzleti Tanács a Fenntartható Fejlődésért (BCSDH) szervezet elnöke.

2019-től felügyelőbizottsági tag az egyik legnagyobb és legrégebb óta működő gyermekjóléti szervezetben, az UNICEF Magyarországban. A szakember a fenntarthatóság aktív véleményvezéreként blogot vezet Chikansplanet néven, és aktív médiaszereplő a fenntartható fejlődéssel kapcsolatos témákban.

**Köszönjük szépen, hogy elfogadtad a felkérést, és ebben a számodra, azt hiszem nagyon testhezálló témakörben beszélgethetünk arról, hogy mit jelent személyesen neked, illetve az általad vezetett vállalat számára a fenntarthatóság, hogyan lesz egy jó befektetés egyszerre üzletileg és társadalmilag is hasznos.**

**Mik az elsődleges szempontok, amelyek mentén döntés születik, hogy egy befektetés beleillik-e a portfóliótokba vagy sem?**

Az én felfogásomban a fenntarthatóság melletti befektetői elköteleződés nem jelent mást, mint hogy a befektető a nettó pénzügyi megtérülés mellett elkezd más, fenntarthatósági szempontokat is figyelembe venni. A fenntarthatóság egy komplexen értelmezendő fogalom, így elsődlegesen azt nézzük, hogy ennek milyen aspektusai vannak, és ezek hogyan mérhetőek.

Chikán Attila

Nyilván számtalan dolog van, amin keresztül lehet ezeket mérni. Van ennek egy klímavédelmi oldala, de ezt hívhatjuk inkább ökológiai lábnyomcsökkentésnek, és persze van egy erős társadalmi, azaz az emberi életminőséget figyelembe vevő aspektusa is; ide tartozik a fair foglalkoztatás, a fair bérek, a nemek vagy különböző helyzetű csoportok közti egyenrangúság, a részmunkaidős munkavállalás, a gyermekvállalás, az egészséges életmód támogatása stb. Akkor vagy a fenntarthatóság mellett elkötelezett befektető, ha a befektetésnek a pénzügyi megtérülés mellett pozitív hatása is van ezen szempontok valamelyikére, vagy ezeknek akár több elemére is. Emellett persze nem téveszthetjük szem elől a pénzügyi megtérülési számokat sem, és olyan befektetést kell véghez vinnünk, amelynek pozitív pénzügyi hatása van.

Nagyon fontos kitétel, hogy akkor lesz valami fenntartható, ha ez egyszerre érvényesül környezetileg, társadalmilag és gazdaságilag is. Ezek a szempontok tehát összefüggnek, és nem feltétlenül szétválaszthatóak vagy szétválasztandóak. A mi fenntarthatóság értelmezésünkben a befektetéseken belül lehetnek társadalmi célokat előtérbe helyező szempontúak, de az alapvetően környezeti típusú befektetéseknek is vannak egyéb, társadalmilag hasznos aspektusai is. Ugyanakkor minden esetben fontos szempont a gazdasági megtérülés is, mert ha amúgy a befektetés nem piacképes, és a befektetők számára nem biztosít a kockázatosságának megfelelő hozamot, akkor az nem fenntartható, bármilyen pozitív környezeti vagy társadalmi hatása is legyen. Persze a befektetési elvárások befektető típusonként jelentősen eltérőek lehetnek, de tőzsdei cégként az ALTEO nem tud az előbbiekben ismertetett hozam-kockázat viszony és a pénzügyi fenntarthatóság szempontjainak érvényesítésétől eltekinteni.

A vállalatok pedig felismerték azt, hogy a fenntarthatóságért tett lépéseket el kell kezdeni mérni, és magukat a cégeket is át kell világítani, értékelni kell, hogyan teljesítenek ebből a szempontból. Ha az ALTEO-t nézzük, mi két oldalról is benne vagyunk ebben a minősítési helyzetben, hiszen befektetők is vagyunk, és egyben olyan tőzsdei cég is, amely a befektetők számára szeretne vonzó lenni. Mindkét szempontból jól kell működnünk. Ugyanúgy figyelembe vesszük az ESG szempontokat egy befektetési döntésnél, emellett pedig az ALTEO-t magát is olyanná szeretnénk tenni, hogy a befektetők szemében ESG[1] szempontból is kedvezőnek tűnjön.
A főtevékenységünkből adódóan a környezeti hatások elsődleges szerepet kapnak, de emellett tekintettel vagyunk a társadalmi hatásokra is, azaz a befektetéseink és működésünk social részére is. Ezt úgy lehet elérni, hogy az összes szempontot figyelembe veszem. Tehát azt, hogy olyan munkaadó legyek, aki elkötelezett a fair foglalkoztatás mellett, továbbá, olyan társadalmi szerepvállalása legyen a vállalatnak, olyan dolgokat támogasson, amelyeknek erőteljes a társadalmi hasznossága. Ez az hozzáállás az ALTEO-ra, mint vállalkozásra, és rám, mint magánszemélyre egyaránt érvényes, ezért vállaltam el például, hogy a magyar UNICEF felügyelőbizottsági tagja legyek.

Az ALTEO esetében az ESG „governance" része az, hogy a vállalatot alapvetően és teljes egészében ilyen szempontok alapján működtetjük. Nem csak egy mellékes semmitmondó, kipipálható részleg van ennek dedikálva, hanem az egész cég ilyen stratégiai megközelítéssel tevékenykedik. Ez a szemlélet mozgatja a vállalat vezetőit is, vannak erre dedikált felelősök, integrált riportot[2] készítünk, van fenntarthatósági követünk, akinek épp az a szerepe, hogy a főtevékenység célkitűzései mellett ESG szempontok mentén is megvizsgálja a társaság működését. Az ESG relatíve új fogalom a vállalatok értékelésének világában. Az ALTEO-nál az idei évben célul tűztük ki, hogy egy erre szakosodott minősítőcégnél, szervezetnél ESG minősítést szerezzünk.

**Tehát önmagában nem elég az ESG kompatibilis céggé váláshoz, hogy egy vállalkozás főtevékenysége mondjuk elsődlegesen a megújuló energiákra összpontosít?**

Az ALTEO esetében a megújuló energiatermelés az egyik legfontosabb üzleti szegmens, de ez csak egy eleme annak, hogy a fenntarthatósági céloknak megfeleljünk. A megújuló energiák jelenleg önmagukban a saját lábukon nem állnak meg, tehát az üzlet másik lábát is erősíteni kell, illetve az egész megújuló energia ipart segíteni kell, erről szólnak a folyamatosan bevezetett szolgáltatásaink.

[1] https://alteo.hu/fenntarthatosag/energiaban-gondolkodunk/esg/
[2] https://alteo.hu/fenntarthatosag/fenntarthatosagi-jelentesek/

A 2013-ban létrehozott Szabályozási Központ a megújuló energiaszolgáltató rendszerben lévő – elsősorban termelési – bizonytalanságokat csökkenti és nagyon fontos szolgáltatásokat nyújt a villamos energia rendszernek. Az ALTEO folyamatos K+F tevékenységet végez, beindította a naperőművek menetrendezését, azaz mi a szabályozási központunk nyújtotta kiegyenlítési vagy menetrendezési szolgáltatásokkal jelentős mértékben hozzájárulunk ahhoz, hogy az időjárásfüggő megújuló alapú energiatermelés minél jobban illeszkedjen a villamos energia rendszerbe, illetve minél inkább piacképesebb legyen, ezáltal minél inkább elterjedjen a hazai energiatermelésben.

A környezeti hatás mellett pedig a másik két fenntarthatósági szempont is lefordítható az energetika nyelvére, hiszen az ellátásbiztonság megteremtése nagyon fontos társadalmi aspektus, a gazdasági hatás pedig a költséghatékonyság. Mi ezeket tesszük lehetővé az általunk nyújtott szolgáltatásokkal, tehát az alapvető működési modellünk nem „csak" a megújuló energiákba történő befektetésekről, hanem a teljes szolgáltatási rendszerről szól. Célunk, hogy magyar nagyvállalatokkal és az önkormányzatokkal hosszútávú partnerséget alakítsunk ki, hiszen 10-15 éves szerződésekkel biztosítható, hogy a megterülés mellett a hosszú távú fenntarthatósági célkitűzések is teljesíthetők legyenek.

**Beszéljünk még egy kicsit a hazánkban is egyre jobban előtérbe kerülő, már érintett ESG minősítésről. Mi várható ezen a területen?**

Az ESG-re is ugyanaz igaz, mint más fenntarthatósági aspektusokra: versenyelőnyt jelenthet az ezeket figyelembe vevőknek és hátrányt a lemaradóknak. Vannak tehát, akik ezt fenyegetésnek is vehetik, és vannak, akik motivációként értékelik.

Ma már azt mutatják a kutatások – amelyek sajnos nálunk még nem elérhetők, de az USA-ban már több ilyen készült –, hogy az ESG szempontokat előtérbe helyező vállalatok kifejezetten jobban teljesítenek a tőkepiacon: magasabb a hozamuk, mert a növekedési potenciáljukat a piac is beárazza. A befektetőknek is jobb megtérülést tud nyújtani egy olyan vállalkozás, amely ESG szempontok alapján is jól teljesít.

Ezért is dolgozunk ezen kiemelten, és kezdtük el az elsők között integrált jelentés készítését, mert ez is növeli a vállalat értékét. Tehát egyértelműen érdemes energiát fektetni abba, hogy ilyen céget működtessünk.

Egy megjegyzés még az említett „fenyegetés" részhez: várható trend a piacon, hogy 2025-2030-ra – nyilván az adott befektetési stratégiától is függően – a legtöbb befektető már csak ESG minősítésű papírokba invesztál majd. Onnantól már nem előny, hanem elvárás lesz az ezeknek a szempontoknak történő vállalati megfelelés.

**Zárásképpen, hogy látod a jelenlegi hazai szabályozási környezetet, szükség van-e további támogató eszközökre vagy megfelelőek a keretek?**

Álláspontom szerint, ha az elmúlt években elindított folyamatok megfelelő mederben tudnak haladni, akkor jó helyzetben vagyunk. Nem kell alapvetően új dolgokat kitalálni, hanem azokat kell rendesen megcsinálni, amelyek már folyamatban vannak: gondolok itt elsődlegesen az ESG minősítés megfelelő hazai kidolgozására. A Zöld Kötvény kibocsátás is egy jó eszköz, figyelni kell továbbra is a nemzetközi példákra és azokat lehetőség szerint implementálni. A Magyar Nemzeti Bank és a BÉT is rengeteget dolgozik ezeken a folyamatokon, és mindkettő nagyon hasznos munkát végez. Egyre nagyobb figyelmet kap a körforgásos gazdaság is, ehhez kapcsolódik például az új hulladékkezelési törvény. Összességében az irány jó, jó úton haladunk, a már megkezdett feladatokat kell minél jobb eredményekkel végrehajtani.

Az interjút készítette: dr. Hubbes Eszter partner, Hubbes és Kovács Ügyvédi Iroda, HVCA Elnökségi tag



Bozsik Balázs

# A Budapesti Értéktőzsde ESG integrációs eredményei és kihívásai

A fenntartható pénzügyek és ezen belül az ESG szempontrendszer figyelembevétele a befektetési döntési folyamatban és a vállalati működés javításában nem új trend. A fenntarthatóság már 2007-ben is készen állt a tőkepiaci szakma a fordulatra, de a 2008-as globális pénzügyi válság „elnapolta" a változást. Kicsit több, mint 10 év kellett ahhoz, hogy az ESG a legnépszerűbb befektetési „buzz-word" legyen és sajnos egy sosem látott erősségű tőzsdei áresés veszélyeztette a változást. Ezúttal viszont a koronavírus válság nemhogy megállította volna az átalakulást, épp ellenkezőleg, felgyorsította azt.

A BÉT ESG törekvéseit meghatározza az az irány, amelyet az ENSZ által alapított Fenntartható Tőzsdék Kezdeményezésben (Sustainable Stock Exchanges Initiative, SSE) vállalt. E vállalások égisze alatt a tőzsdék ESG jelentési és adatszolgáltatási ajánlást készítenek a kibocsátóik számára. Az ESG témakörében rendezvényeket tartanak és oktatási feladatot vállalnak, ESG indexeket indítanak, illetve közreműködnek a meglévő indexek esetében a tagvállalataik ESG rating értékeinek megjelenítésében. Emellett ESG termék- és piacfejlesztési tevékenységet folytatnak, amelyről évente számot adnak az SSE partneri közösségben. A BÉT ezen túl részese az EU ESG-hez kapcsolható szabályozás-alkotási folyamatának is, mivel az Európai Tőzsdeszövetség, a Federation of European Stock Exchanges (FESE) tagjaként aktívan részt vesz a Fenntartható Pénzügyek munkacsoport tevékenységében. Ezek körébe sorolható többek között az EU taxonómia és benchmark szabályozása, valamint a Non-Financial Reporting Directive (NFRD) és a Sustainability-Related Disclosures (SFDR) szabályozás. Ezen elemek támogatják az EU Green Deal program megvalósulását és végső soron javítják az EU tőkepiacának versenyképességét is.

A Tőzsde ESG munkájának legfontosabb eredménye, hogy 2021 tavaszán publikálta a kibocsátói számára készült ESG Jelentési Útmutatót. Az Útmutató elkészítését 2020-ban nyilvános konzultáció előzte meg, így elmondható, hogy széles körű szakmai munka és együttműködés eredménye. Az Útmutató célja, hogy a hazai kibocsátók közül az ESG szempontrendszer transzparenciájának még kevésbé megfelelő vállalatok segítséget kapjanak az elinduláshoz, vagyis a jelentési és adatszolgáltatási gyakorlatuk javításához. Az anyag magyar és angol nyelven is nyilvánosan elérhető. 2021-ben több szakmai rendezvény is támogatja a megfogalmazott ajánlások mélyebb megértését és az ESG projekt indításokat. Az Útmutató célja, hogy bemutassa az ESG szempontrendszer használatának előnyeit – hiszen a fenntarthatósági jelentések elkészítése nem csak addicionális terhet jelent, de megragadható lehetőségeket is rejt magában. A BÉT által megfogalmazott ajánlások és a bemutatott legjobb gyakorlatok nem csak a tőzsdén listázott kibocsátók számára jelentenek hasznos tudást, hanem minden hazai vállalkozás számára – ahogy ez a BÉT-hez hosszú ideje köthető felelős társaságirányítási ajánlások kapcsán is tapasztalható volt.

Az ESG iránt érzékelhető erős érdeklődés és a szabályozási elszántság hamarosan tisztítani fogja a még nem letisztult képet, s az ESG adatok minősége és az ESG értékelések összehasonlíthatósága gyorsan javulni fog. Az ESG-re vonatkozó nem-pénzügyi adatszolgáltatás középtávon be fog épülni a pénzügyi beszámolók szokásos gyakorlatába (IFRS) és ugyanígy egységes lesz a befektetési termékekre vonatkozó ESG megjelölések alkalmazása is.

A BÉT intézményi szerepe mellett maga is egy középvállalat, ami aktuálisan a tőzsdére tart. A BÉT saját működését és befektetői igényét is fenntarthatósági jelentéssel és ESG adatszolgáltatással fogja alátámasztani. Az ESG átállás eme kezdeti fázisában az érzékenyítés, az oktatás és a helyes stratégia alkotás a legfontosabb. Az első két feladatot már teljesítette is a BÉT, hiszen rendszeresek az ESG rendezvények és a BÉT Budapest Institute of Banking (BIB) oktatási leányvállalatánál 4 kurzus, diplomaprogram is elérhető e témában. A stratégia alkotási folyamatban a Budapesti Értéktőzsde a Magyar Nemzeti Bankon keresztül vesz részt, az MNB és az EBRD által indított Fenntartható Tőkepiaci Stratégia kialakításának a résztvevőjeként. E stratégia alkotás folyamata a tervek szerint 2021-ben zárul, és egy nemzetközi konferencia keretében kerül majd bemutatásra.

A cikk szerzője: Bozsik Balázs tanácsadó, Budapesti Értéktőzsde Zrt.

# Tőkealapok nagyvállalati finanszírozása

30

*Nieder Jenő, Farkas Zoltán*

# Tőkealapok nagyvállalati finanszírozása - Globális és CEE trendek

## Nagyvállalati finanszírozású tőkealapok: a hatvanas évektől napjainkig

A termelő és szolgáltató nagyvállalatok kockázati tőke és private equity befektetéseire létrehozott tőkealapok („corporate tőkealapok") nem újkeletűek. Az Egyesült Államok ipari nagyvállalatai – GM, DuPont, 3M – már az 1960-as években szereztek részesedést feltörekvő, innovatív fókuszú vállalatokban kockázati tőkealapokon keresztül.[1] A korai corporate tőkealapok befektetési motivációját a nagyvállalatok magas készpénzállománya és diverzifikációs stratégiája, illetve a születőben levő IT iparág nyújtotta lehetőségek adták.

A nagyvállalatok kockázati tőkebefektetései ötven évvel később, a 2010-es években is felívelő tendenciát mutattak: 2013 és 2018 között több mint 400%-kal növekedett a termelő és szolgáltató vállalatok éves kockázati tőkekihelyezése.[2]

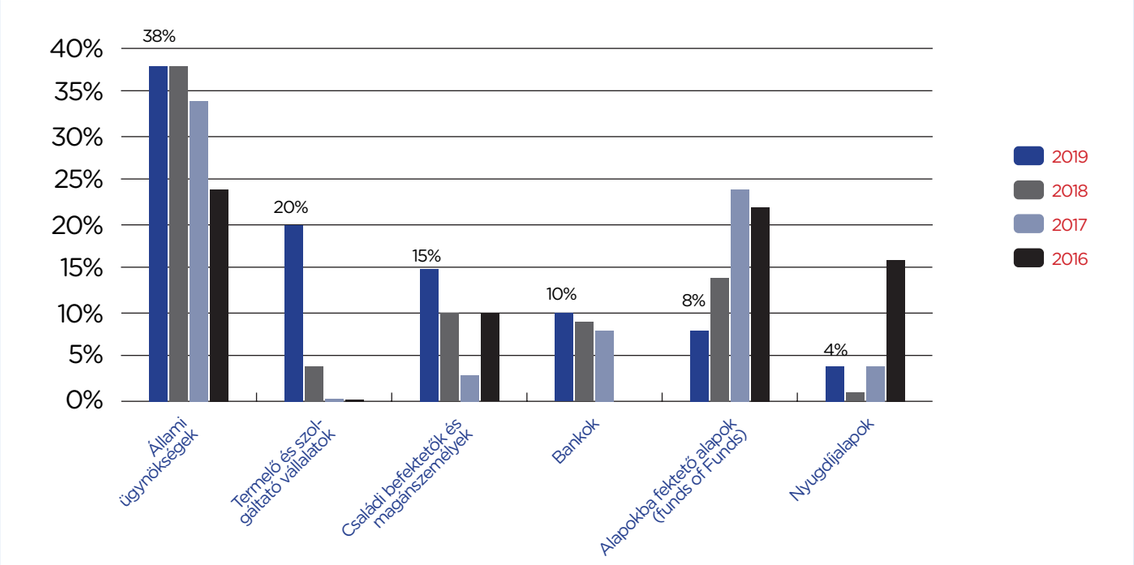
## Corporate tőkealapok a CEE régióban és Magyarországon

A CEE régió kockázati tőke és private equity alapkezelői összesen 1,4 Mrd EUR tőkét vontak be befektetőiktől 2019-ben – ez a teljes európai volumen (109 Mrd EUR) kevesebb mint 1,3%-a. A CEE régióban aktív alapkezelők elsősorban regionális forrásokat vonnak be: a régió kockázati tőke és private equity alapjaiba áramló tőke 73%-át itteni székhelyű befektetők adták össze 2019-ben.[3] A régióban aktív alapkezelők által bevont forrásokból a legnagyobb részesedése az állami szerveknek volt (38%), ezt a csoportot követték a második helyen a termelő és szolgáltató vállalatok, a teljes volumen 20%-ával.

[1] Forrás: CB Insights https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-history/
[2] Forrás: TechCrunch https://techcrunch.com/2020/05/26/how-to-approach-and-work-with-the-3-types-of-corporate-vcs/
[3] Forrás: Invest Europe https://investeurope.eu/media/3225/central_and_eastern_europe_activity_report_2019.pdf



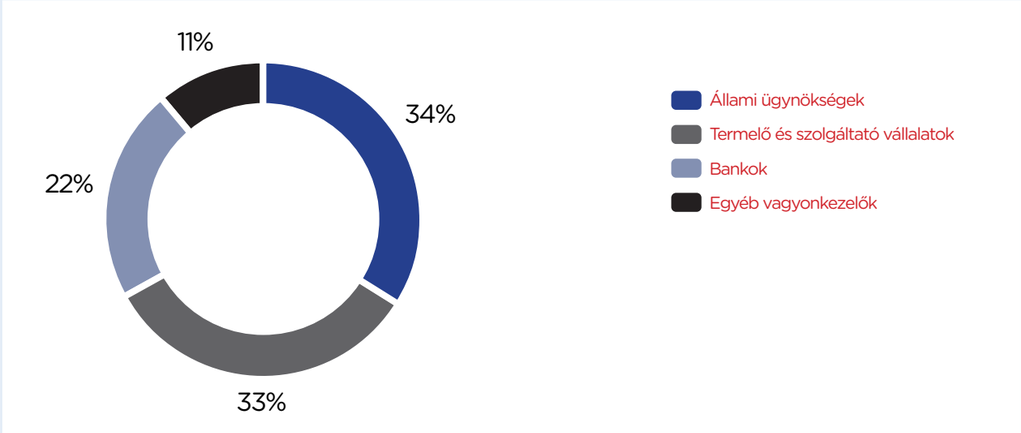
*A CEE régió kockázati tőke és private equity alapjai által bevont tőke fő forrásai*




***Forrás:*** *Invest Europe*

A corporate tőke 20%-os részesedése 2019-ben jelentős növekedést jelent a 2018-as év 4%-os és a 2016-17-es évek 1% alatti részesedéséhez képest.
Magyarországon a kockázati tőke és private equity forrásbevonásban a termelő és szolgáltató vállalatok még jelentősebb volt: részesedésük 33%-ot tett ki 2019-ben, meghaladva a regionális átlagot.[4]

*A forrásbevonás megoszlása Magyarországon a befektető típusa szerint 2019-ben*




***Forrás:*** *HVCA*

[4] Forrás: HVCA Investment Monitoring Report 2019

# A corporate tőkealapok mozgatórugói és céljai

A nagyvállalati forrással finanszírozott alapok befektetői stratégiája jellemzően különbözik az állami forrású tőkealapokétól és az alapkezelést anyavállalati szinten főtevékenységként végző intézményi befektetőkétől. Egy corporate tőkealap befektetésekor a nagyvállalat közvetett részesedést szerez a kisebb, innovatív fókuszú céltársaságban. A corporate tőkealapok egyre szélesebb körű térnyerésének egyik fő oka, hogy a nagyvállalatok felismerték, hogy az egyre gyorsabban változó technológiai ökoszisztémában gyorsabb innovációra van szükségük ahhoz, hogy lépést tudjanak tartani a piaci igényekkel. Ezt a célt segíti az innovatív és rugalmas szervezeti keretek között működő startupokban szerzett tőkerészesedés. Ugyanakkor corporate tőkealapokat nem csak az IT és biotech szektor szereplői hoznak létre: többek között a Coca-Cola, az E.ON és Wal Mart is invesztál startupokba. A befektetések további két mozgatórugója volt, hogy (1) a sikertelen innovációk a tőkebefektetési struktúra miatt közvetlenül nem terhelik a cégek mérlegét és nem okoznak reputációs veszteséget a vállalati menedzserek számára, illetve (2) a társfinanszírozásoknak köszönhetően kisebb vállalati forrás megmozgatását teszik szükségessé, mintha azt a társaságon belül tartanák.

Míg a nagyvállalati befektetők vállalatmérete, növekedési profilja és piaca nagyon sokféle lehet, a corporate tőkealapok kétféle célrendszer alapján működnek: stratégiai és pénzügyi.

1) A stratégiai célú corporate tőkealapok célja, hogy a befektetéssel új ügyfélszegmensekhez, piacokhoz, technológiához, üzleti modellhez férjenek hozzá, és ezzel növeljék a nagyvállalat árbevételét. A stratégiai célú befektetésnek lehet költség oldali motivációja is: a befektetéssel a nagyvállalat külső fejlesztési kapacitást, szolgáltatást vagy technológiát tud internalizálni. A stratégiai célú corporate tőkealapok célja, hogy biztosítsák a befektetési célpont és a nagyvállalat közötti szinergiák kiaknázását. A nagyvállalat gyakran nem csak befektetője, hanem vevője a céltársaságnak, illetve jellemző exit-út a céltársaság alapítói számára, hogy a nagyvállalat 100%-os tulajdonrészt és kontrollt szerez a társaságban.

A globális szinten meghatározó, stratégiai célú corporate alapok közé tartozik többek között a GV (korábban Google Ventures), Intel Capital, Salesforce Ventures és Baidu Ventures. Regionális szinten a stratégiai tőkebefektetőkre a Fidiasz EVC (az építőanyaggyártó Selena Group érdekeltségi körébe tartozó alapkezelő) és a lengyelországi irodával is rendelkező Hubraum (a Deutsche Telekom korai fázisú befektetési alapkezelője és inkubátora) jelent példát.

2) A pénzügyi célú corporate tőkealapok célja, hogy maximalizálják a hozamot a céltársaságban szerzett tulajdonrész értékesítésével vagy tőzsdei bevezetésével. A pénzügyi fókuszú corporate alapkezelő magasabb fokú autonómiával bír, mint az anyavállalat stratégiai céljait kiszolgáló alapkezelők, lehetősége van a befektetési célpontról standalone alapon dönteni. A pénzügyi célú corporate tőkealapok sikeresen tudják pozícionálni magukat a céltársaságok számára a mögöttük álló anyavállalat pénzügyi stabilitását, piacismeretét, kapcsolati hálóját és márkanevét felhasználva.



# A pénzügyi célrendszer térnyerése a stratégiai célokkal szemben

A corporate tőkealapoknál megfigyelhető, hogy stratégiai céllal jönnek létre, de az évek során az alapkezelő egyre jobban függetlenedik a befektető core üzletétől és a befektetési döntéseit standalone alapon, a várható pénzügyi megtérülés alapján hozza meg.[5] A célrendszer átalakulására nemzetközi szinten a Dell Ventures, hazai szinten a PortfoLion jelent példát. A Dell Ventures azzal a céllal jött létre, hogy a számítógépgyártó anyavállalat árbevételét növelje, azonban fokozatosan áttért arra, hogy digitális cégekbe kihelyezett befektetéseiről a várható pénzügyi hozam alapján hoz döntést. A PortfoLion – az OTP kockázati tőke és private equity lába – 2010-ben azzal a céllal jött létre, hogy az OTP új asset classben történő megjelenését segítse és amennyiben van stratégiai együttműködési lehetőség a befektetés és az OTP között, annak előnyét használja ki. Az alapkezelő független szereplőként hozza meg befektetési döntéseit, munkavállalóinak motivációja kizárólag a pénzügyi eredményekhez kötött.

A Harvard Business Review kutatásában[6] megkérdezett corporate tőkealapok felénél az első számú teljesítménymutató a cash-on-cash megtérülés és a belső megtérülési ráta (IRR) volt. A kutatásban megkérdezett corporate tőkealapok több mint 40%-ánál a kulcs munkavállalók juttatási csomagja a befektetések pénzügyi teljesítményétől függ. Míg a céltársaság és a nagyvállalat közötti szinergiák visszamérése komplex kihívást jelent, a pénzügyi mutatók egyértelmű értékelési keretrendszert adnak.

A nagyvállalati befektetők által felállított, pénzügyi mutatókon alapuló ösztönzőrendszer a stratégiai célból létrehozott corporate tőkealapokat pénzügyi alapon meghozott befektetési döntések felé tolja. A stratégiai célok háttérbe szorulását illusztrálja, hogy a Harvard Business Review kutatásában megkérdezett corporate tőkealapok az esetek 25%-ában nem kérnek igazgatósági tagságot a céltársaságban, és a megkérdezettek 70%-a nem tervez azzal, hogy a nagyvállalat 100%-os tulajdonrész szerez a céltársaságban. Ebbe az irányba hat az is, hogy a túl erős nagyvállalati arculat elriaszthat bizonyos startupokat, akik félnek a függetlenség elvesztésétől. A pénzügyi célok előtérbe kerülését a stratégiai célokkal szemben az is jelzi, hogy a corporate tőkealapok gyakran társbefektetőkkel szindikálva fektetnek be. A szindikálással a befektetők csökkentik a pénzügyi kockázatukat, ugyanakkor alacsonyabb részesedéssel gyengébb stratégiai pozícióba kerülnek.

A corporate befektetők számára kockázatot jelent, hogy a stratégiai célok és a pénzügyi KPI-rendszer egyidejű felállításával a két szék között a padlóra esnek, és nem tudják sem stratégiai, sem pénzügyi befektetőként pozícionálni magukat.[7] E kockázat csökkentésében a stratégiai célú corporate alapkezelők ügyvezető igazgatója kulcsfontosságú szerepet kap: a stratégiai célok és az anyavállalat identitásának hangsúlyozásával elkerülheti, hogy a tőkealap a pénzügyi KPI-rendszer foglyává váljon.

[5] Forrás: Harvard Business Review https://hbr.org/2016/11/corporate-vcs-are-moving-the-goalposts
[6] Forrás: Harvard Business Review https://hbr.org/2016/11/corporate-vcs-are-moving-the-goalposts
[7] MIT Sloan Management Review - „Making Corporate Venture Capital Work" - Patrick Flesner, Michael Wade, and Nikolaus Obwegeser June 18, 2019 - https://sloanreview.mit.edu/article/making-corporate-venture-capital-work/

A cikk szerzői:

Nieder Jenő — az OTP Csoporthoz tartozó PortfoLion Kockázati Tőkealap-kezelő vezérigazgató-helyettese, a HVCA Elnökségi tagja

Farkas Zoltán — senior elemző, PortfoLion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

# A nagyvállalati kockázati tőkefinanszírozás hazai tapasztalatai

## Interjú

**Németh Miklóssal** az OTP Speciális Hitelezési Igazgatóságának ügyvezető igazgatójával

és **Balog Ádámmal** az MKB Pannónia Alapkezelő igazgatósági elnökével, az MKB Bank korábbi vezérigazgatójával

**Mind az OTP, mind az MKB elsők között jelent meg kockázati- és magántőke alapokban befektetőként a hazai bankszektor szereplői közül. Mi volt a motiváció, hogy a hazai bankok egy alapba történő befektetéssel, akcelerátor programmal megjelenjenek a piacon?**

NM A bankok alapvetően a hitelezéssel kapcsolatos kockázatokat ismerik, nem a kockázati tőke a fő célterületük. Ahhoz, hogy egy újfajta kockázatkezelés irányába elmozduljanak, kellett egy új program, egy keretrendszer, amihez jó feltételekkel lehetett csatlakozni. Ezt volt az uniós JEREMIE program. Természetesen a forrásoldal megteremtése is fontos volt, így a bankok emellé tudták befektetőként allokálni saját erőforrásaikat annak érdekében, hogy felderítsék ezeket a korábban ismeretlen típusú kockázatokat. Persze nem csak tisztán az anyagi oldal megteremtéséről volt szó: külön céget hoztunk létre, egy új kompetenciákat igénylő szervezetet indítottunk el. A teljesen új szemlélettel rendelkező szakemberek felvétele is elengedhetetlen volt, hiszen a kiemelt kockázathoz kiemelten magas hozamelvárás is társult. A szinergiák, a rendszer pozitív hozadékainak első jelei Digitális Alapban mutatkoztak meg.

BÁ Egyetértve Miklóssal annyit hozzátennék, hogy a kockázati tőkebefektetések világa nagyon népszerű lett az elmúlt 10-15 évben. Olyan projektekbe lehet beszállni, amilyenekbe sima banki működés során nem. De pénzügyi szempontból ez a bankok oldalán nem annyira jelentős, hiszen ezek a teljes tevékenységéhez képest nem nagy összegek. Ami a kezdeti szakaszban inkább prioritás volt, hogy később, amikor jönnek a nagyobb alapkezelők és a bonyolultabb pénzügyi műveletek, már a banki oldalról is megfelelő tudással felvértezve, egyenrangú partnerként tudjunk részt venni a tárgyalásokon. Azt is megjegyezhetjük, hogy az uniós források esetében nem egy az egyben lesz kockázati tőke a bank tőkéjéből, tehát ez egy lehetőség a bankoknak, hogy a korábban ismert eszközöknél kedvezőbb konstrukcióban biztosítsanak tőkét.

**Láthatóan mindkét bank törekszik egy minél komplexebb piaci jelenlétre, mennyire játszik szerepet az ilyen típusú tőkefinanszírozás a portfolió kiszélesítésében?**

NM A kezdeti szakaszban, kisebb összegek mellett sokkal inkább érezhető volt, hogy a bankok kipróbálják, letesztelik ezt a piacot. Azóta azért a mostani alapjainkból és azok méretéből is látszik, hogy a tesztidőszakot már rég kinőttük, itt már szükség van komoly szaktudásra, a kockázati- és magántőke pedig egyre komolyabb figyelmet kap a bankon belül.

BÁ Már csak amolyan „társadalmi felelősségvállalásként” is fontosnak éreztük, hogy vezető pénzpiaci szereplőként jelen legyünk ezen a területen. Természetesen a szimpla jelenlét szintjét mára bőven meghaladtuk.

**Van, vagy volt olyan elvárás ezekkel a programokkal kapcsolatban, hogy a fő banki tevékenységet támogatva, akár a későbbiekben olyan portfóliócégek is legyenek, amelyeket esetleg hitelezni is lehet? Van-e erre már precedens?**

BÁ Kezdetben volt ilyen elképzelés, de egyelőre nem jutottunk el idáig az evolúciós folyamatban.

NM Nálunk pont fordítva. Kezdetben kevésbé volt elvárás, hogy szoros legyen a kapcsolódás. Később pedig egyfajta természetes fejlődés során alakultak ki szakmai kapcsolódások a Digitális Alappal, vagy a méret miatt finanszírozási kapcsolatok a Zöld Alap és a Regionális Magántőke Alap esetében. Előbbinél inkább kockázati tőke típusú befektetést jelent, kisebbségi tulajdonrésszel, nemzetközi ambícióval, magas kockázattal, tehát magas hozamelvárással. Utóbbi esetben egy klasszikus private equity tevékenységről van szó, ami tőkeáttéttel, banki támogatással működik, ezért is jöhetett létre ilyen erős szinergia.

**Egyre több szektor digitalizálódik, hatással lesz-e ez a tradicionális eszközalapú hitelezésre is? Várható-e a banki oldalon még erősebb eltolódás az új szemléletű finanszírozási struktúrák irányába?**

BÁ Szerintem egy az egyben nem. Nehezen látom magam előtt, ahogy bankok elkezdenek direktben finanszírozni alacsony eszközigényű IT projektcégeket. Amit sokkal elképzelhetőbbnek tartok, az az, hogy a két irány továbbra is halad egymás mellett.

NM Érzékelhető némi eltolódás a korábban csak eszközalapú finanszírozások irányából az inkább szellemi termékeket előállító, főként IT projektek esetében, de inkább alapokon keresztül. Nem gondolom, hogy a bankok a közvetlenül oroszlánrészt vállalnának az ilyen típusú finanszírozásból, főleg, ha a hagyományos, biztosítékokon alapuló banküzemet nézzük.

**Találkoztok a piacon olyan helyzettel, amikor egy tőkepartnerrel kellene versenyezni, tehát létrejön a verseny az equity típusú és a bank által nyújtott finanszírozás között?**

BÁ Egy-két különleges esetben volt már rá példa, hogy a konkrét feltételek egyeztetésekor jutottunk oda, hogy a mérleg másik serpenyőjében egy equity jellegű finanszírozás állt, de nagyon ritka, abszolút nem jellemző.

NM Annyira nem jellemző, hogy én most példát sem tudok mondani.

**Hogyan változott az ilyen típusú tőkekihelyezés a bankon belül, mióta beléptetek a piacra?**

NM Az OTP-nél látható, hogy a 2010-es indulása óta folyamatosan fejlődik, növekszik ez a szegmens. Nem csak a kezelt tőke vagy a befektetések mérete, hanem a tudatosság is. Fontos az a szegmentáció, ahogy a Digitális Alappal vagy a Zöld Alappal megközelítjük ezeket a céltársaságokat, ahogy külön választjuk a kockázati tőkét és a private equityt, vagy a még szorosabb együttműködést igénylő tranzakciókat.

BÁ Mi is egyre tudatosabban kezeljük, hogy mekkora összegeket teszünk saját vagy külső alapkezelő által kezelt alapba, esetleg konzorciumba. A jövőben is növekedési pályát látok, és nem csak az allokált összeg, hanem az eszközök és az ide csoportosított energia tekintetében is.

**Láttok-e olyan trendet, amely az elkövetkező 5 évben biztosan megváltoztatja a vállalkozások finanszírozási igényeit vagy a bankok hozzáállását az IT cégekhez?**

NM Igen, a hihetetlen tempójú digitalizációt. Mint minden trend esetében, itt is számítunk valamilyen átalakulásra vagy irányváltásra. Valószínű, hogy a végeredmény egy olyan, harmadik irány lesz, amiről most még nem is tudunk.

BÁ Szerintem trendforduló lesz. Ahogy az IT piac lendülete kicsit alább hagy és tisztul a piac, mindenki elkezd majd visszább húzódni a fokozott kockázatvállalásból ezekben a szektorokban, és azok maradnak talpon, akiket már hagyományos banki eszközökkel is egyszerűbb finanszírozni.
Biztosan sokat fogunk tanulni abból, amit eddig láttunk. Nálunk ez az időszak a tapasztalásról szólt, a tanulást nem lehet megspórolni. Azt szoktam mondani, mi még mindig kicsit Széchenyi népe vagyunk, a hitelhez nagyon értünk, de tőkét azt sajnos Marxtól olvastuk, van még mit behozni ezen a téren.

NM Nálunk is ezt tapasztalom, főleg a számtalan adatbányász és adatelemző cég esetében. Már nehéz követni, hány irányból érdemes megközelíteni ugyanazt a problémát, és mikor kezdjük el valóban használni ezeket az adatokat.

BÁ Sokszor még ebben az őrült pénzbőségben is azt látom a vállalati ügyfeleknél, hogy a projekt kitűzött céljaihoz több tőkére lenne szüksége. Jó lenne, ha a tőkepiaci gondolkodás is erősödne az országban, és nem csak a kockázati tőke és érdekes IT projektek, hanem a klasszikusabb private equity is gyakrabban képbe kerülne. Sokszor 10-20 százalék tőke is jelentősen megdobja a vállalkozás hitelképességét, komolyan vehetőségét.

NM Abszolút egyetértek. Gyakran azt veszem észre, hogy egy IT cég pusztán a különlegességére alapozva előbb kap forrást (akár kockázati tőke, akár hitel formájában), mint mondjuk egy termelő vállalat. A tulajdonosok ódzkodnak tőle, hogy többségi, de akár kisebbségi tulajdonban is beengedjenek egy tőketársaságot, pedig sokszor ez lehet a gátja a fejlődésnek.

Az interjút készítette: Nieder Jenő az OTP Csoporthoz tartozó PortfoLion Kockázati Tőkealap-kezelő vezérigazgató-helyettese, a HVCA Elnökségi tagja



# Interjú

## Galácz Ábellel
a Lead Ventures alapítójával és vezérigazgatójával (A Lead Ventures legnagyobb befektetője a MOL, az MFB és az Eximbank),

## Bánfi Zoltánnal
az MKB Csoporthoz tartozó Solus Capital vezérigazgatójával, Igazgatóság tagjával

## és Molnár Andrással
a PortfoLion Kockázati Tőkealap-kezelő vezérigazgatójával

**Az alapkezelők elindításakor, hogyan tudtátok meggyőzni a saját befektetői körötöket, hogy érdemes belépni erre a piacra?**

MA 2010-ben, az uniós tőkeprogramokat klasszikusan arra találták ki, hogy olyan magántőkét mozgasson meg, ami magától nem mozdult volna a kockázati tőke irányába. Egy incentíva rendszerről beszélünk, amibe, ha valaki befektet 1 eurót, akkor az Unió mellérak még kettőt. Az OTP-t a beszállásánál megnyugtatóan szerint ez mozgatta, kockázatmegosztáson alapuló, jó belépési lehetőségként értelmezte a helyzetet. A belépést segíthette, hogy már több sikert elkönyvelhetett a cég az elmúlt 20 évben az OTP Alapkezelő és OTP Ingatlan Alapkezelő elindításával.

BZ Az OTP-nek méretéből, piaci helyzetéből adódóan be kellett szállnia, meg kellett jelennie ezen a piacon. Az OTP piacvezetőként megkerülhetetlen szereplő, emiatt az összes új nagyobb gazdaságélénkítő programban ott kell lennie.[1] De rátérve a Solusra: nálunk stratégiai döntés volt, hogy pár éve elindult a VC világba az MKB, illetve a Takarék Csoport. Ebben nagy szerepet játszott Balog Ádám (az MKB Bank akkori Elnök-vezérigazgatója) érkezése, az ő szemlélete, víziója katalizálta ezt a folyamatot. Mivel később szálltunk be, mi már a JEREMIE program pozitív és negatív tapasztalataiból is építkezhettünk, a Solus (exPrimus) alapkezelő indításával egy teljes életciklusra épülő rendszert törekedtünk létrehozni, inkubációval, exit lehetőségekkel.

GÁ A Lead Ventures indulásánál én még a MOL kötelékében voltam, emiatt innen is indítanék. Kicsit leegyszerűsítve a helyzetet úgy látom, hogy az olajipar első 100 évében nem volt kérdés, hogy a megtermelt nyereséget vissza kell forgatni az alaptevékenységbe, mert „dőlt belőle a pénz", ez volt üzletileg a leglogikusabb lépés. Körülbelül 10 éve kezdett megváltozni iparági szinten a helyzet, és elérhetővé váltak olyan alternatív befektetési formák, melyek átgondolását a MOL fontosnak ítélte. A 2030-as stratégia részévé vált ez a gondolkodás, ami két irányban mutatkozott meg: egyrészt olyan olajiparhoz szorosan kapcsolódó fejlesztések indultak el, mint az új típusú műanyaggyártás (jelenleg is óriási beruházások zajlanak), másrészt az innovációs ökoszisztémát közelebb szerettük volna hozni a céghez. Ez utóbbi vezetett a Lead Ventures elindulásához, a kockázati tőke világába történő belépést ez katalizálta.

**Hogy zajlott a Lead Ventures-nél az indulás?**

GÁ A multik több tízezer embert foglalkoztató vállalati kultúrájában nagyon nehezen tud kialakulni és fennmaradni a kockázati tőke és a startup világra jellemző gondolkodás. A piacon számos gyakorlat látható, felmértük a lehetőségeinket, és úgy láttuk, hogy akkor tudunk igazán sikeresek lenni, ha formálisan is elkülönülünk az „anyacégtől", több befektetőt is bevonunk minél nagyobb szakmai függetlenséget, önálló döntéshozatalt biztosítva magunknak. Az elmúlt bő 2 év tapasztalata alapján jól látható, hogy a MOL, ami a legnagyobb befektetője az alapoknak, nem szól bele a Lead Ventures tevékenységébe, ez nem egy irányított stratégia. Természetesen az olyan iparágak, mint a mobilitás, ott van a fókusz területek között, de nem kizárólagosan.

[1] Bánfi Zoltán a JEREMIE alapok indulásakor az OTP Hungaro-Projekt Kft. Pénzügyi tanácsadási üzletágának igazgatója volt.

**Mit ad a nagyvállalati háttér?**

BZ Elsősorban felhatalmazást – szeretnék itt újra visszatérni Balog Ádám szerepére, aki a jegybanki alelnöki széket hagyta ott, és szakmai hitvallása, hogy makrogazdasági szempontból jót tehet az országnak, ha a tőke nagyobb szerepet kap (a világ fejlett részeiben a tőke szerepe sokkal fajsúlyosabb, tehát van hova nőni). Köztünk és az MKB között is rengeteg szinergiapont van, amiket hiba lenne nem kihasználni, úgyhogy szorosan szem előtt tartjuk a stratégiájukat. A mi szakmai szabadságunk kapcsán fontos, hogy – talán a PortfoLiontól és a Lead Ventures-től kicsit eltérően – kifejezetten sok olyan EU-s programban vagyunk benne, ami jobban köti a kezünket, szűkebb a mozgásterünk. Ahhoz, hogy ez változzon, több időt kell eltölteni a piacon, és növelni kell a magántőke, és az állami források arányát.

GÁ Mi ebből a szempontból kifejezetten szerencsések vagyunk: egy alapkezelőnek kellene 10-20 év, hogy felhatalmazást kapjon a befektetőktől nemzetközi szinten való megjelenéshez, ezt mi át tudtuk ugrani, megkaptuk azt a globális mandátumot, amivel az igazán jó dealekhez már szinte az indulástól hozzá tudtunk férni. Óriási hátrányból indul a régió: egészen más a tőkestruktúra, az amerikaira jellemző intézményi háttér nincs meg – ezt kellett létrehozni (az állami és EU-s kezdeményezések nem rosszak, de önmagukban kevesek). A nagy profittermelő vállalatok beszállása tudja ezt az alapot megteremteni – ebben nagyon sokat segít nekünk a nagyvállalati háttér.

MA Tőkét és függetlenséget. Jó látni, hogy mindhárom szereplőben közös, hogy nincs nagyvállalati elvárásoknak, politizálásnak kitéve, meg van hagyva a szakmai függetlenségünk, és van egy biztos hátországunk. Szerintem a befektetők célja egyértelműen és transzparensen kijelölte a kereteket, lecsupaszodott a célrendszer: termeljünk pénzt.

**Mennyire előny vagy hátrány a mögöttetek lévő nagyvállalat? Mennyire azonosítja a piac a nagyvállalattal a VC-t?**

BZ Az én értésemben inkább előny, mint hátrány a továbblépés szempontjából, hogy van egy biztos háttér, ami a pipeline építésben nagyon sokat tud segíteni. Elsősorban az OTP-re és az MKB-ra fókuszálva pedig azok kapcsolt szolgáltatások, mint például hitel, kifejezetten vonzóvá tehetik az együttműködést.

GÁ Szerintem van pro és contra is. Az viszont biztos, hogy annak van egy egyértelmű előnye, hogy a MOL rendelkezik egy kiemelkedő regionális kapcsolati hálóval. Az, hogy az ő gondolkodásukban benne vagyunk, mint potenciális befektető, számunkra jó lehetőség.

MA Fontos, hogy hangsúlyozzuk a függetlenségünket, ez a PortfoLion és az OTP érdeke is, hiszen így tudjuk a piacot a leghitelesebben megszólítani. Az OTP stabilitást és óriási nemzetközi kapcsolatrendszert is ad, az, hogy a régió 11 országában vannak jelen, sok portfóliócégünknek jelent hatalmas lehetőséget, de ugyanakkor ez egyáltalán nem jelenti azt, hogy PortfoLionként nagyobb fókuszt kéne tennünk pl. a fintech cégekre. A hátrány ilyen értelemben szerintem az, hogy a piac néha tévesen azonosítja a mi tevékenységünket az OTP tevékenységével, ami szűkítheti a mozgásterünket.

**Hogy alakult át a piac az elmúlt években?**

MA Három fő trendet látok. Egyrészt az elmúlt években brutálisan tempóban globalizálódott a VC terület, rengeteg új, korábban csak kifejezetten a fejlett piacokon aktív „játékos" jelent meg a régióban, ahol korábban jellemzően 5-10 markáns szereplő volt. Velük versenyezni mind strukturálási, mind árazási szinten igazán nagy kihívás. Másrészt a private equity piac viszont szűkül, nem csak Magyarországon, hanem a VC vonal ilyen mértékű előretörése miatt a régióban is. Azt érzem, hogy megváltozott a tőkepartner választás folyamata is: ez igazából egy partnerválasztás, személyválasztás, azaz a másik oldal is felismerte, hogy nem balance sheet, hanem egy people businessről beszélünk.



GÁ Budapest végre kezd felkerülni a térképre Varsó és Tallinn mellé, aminek nagyon sok pozitív hozadéka van. A nagy nyugati nevek, például a Partech belépése szuper lehetőséget ad a magyar stratupoknak. Szerintem a globálisan is ismert szereplők megjelenése mögött nincs óriási stratégia, nincs a régióra koncentráló szisztematikus keresés a fejükben – ami most van, az inkább egy opportunisztikus működés eredménye. Ez persze átalakulhat, lásd Észtországot, ott is hasonló módon indult az az építkezés, ami ma már gyakorlatilag az egész ország identitását meghatározza. Az biztos, hogy VC vonalon fel kell kötni a gatyánkat, amihez a szabályozói kötöttségek lazítása elengedhetetlen.

BZ A magánbefektetői oldal mellett az állam szerepe még fajsúlyosabbá fog válni a tőkealapoknál, míg az EU oldaláról minimális tőkeösszeget látok az elkövetkezendő 7 éves ciklikusban. Csatlakozva Ábelhez a sikerhez azt kell minél jobban érvényesítnie a hazai VC iparágnak, hogy kevesebb legyen a kötöttség, ez ugyanis nehézséget jelenthet a helyi szereplőknek. Természetesen legyen meg a hivatalos szervek - tulajdonosok ellenőrzési jogköre, de a kontroll ne okozzon versenyhátrányt.

**Hogy jellemeznéd a saját személyes befektetési ars poeticád?**

GÁ Mi onnan indulunk, hogy házon belül legyen mélyebbről jövő érdeklődés az adott story és a csapat iránt, lelkesedés, oda-vissza kémia a cégekkel, aminek az első komolyabb beszélgetések próbáját is ki kell állnia (volt már olyan cég, ami ezen hasalt el). Ez az alap szempontrendszer, ami természetesen nem mindig működik tökéletesen: az év elején megnéztük, hogy mely befektetéseket sajnáltuk a legjobban, hogy nem csináltuk meg... Nem mondom, hogy mindegyik hatalmas siker lett, de ettől függetlenül volt pár olyan lehetőség, amit ma már máshogy csinálnék.

BZ Ez egy folyamatos fejlődés, olyan, mint a borfogyasztás: régen imádtam a fesztiválokon a rozé fröcscsöt, ma már nem vagyok hajlandó rozét inni, a vörösbort mindig szerettem, de a komolyabb tételeket preferálom, és nemrég bejött a fehérbor a látómezőmbe. A VC világban hasonló evolúciót élünk meg, mi fokozatosan eltávolodtunk a fintechtől, mint iparágtól. Mára túlterhelt ez a piac, egye nehezebb a feltörekvő cégek belépése, az inkumbens bankok kezdenek egyre meghatározóbb szerepet kiszakítani az innovációs vonalból is. Ezzel párhuzamosan elindultunk a magánegészségügy irányába – ebből is jól látszik, hogy nem kizárólag a bankcsoport irányultsága határozza meg, hogy milyen irányba kell fektetnünk. És teljesen egyetértek Ábellel – az ötlet mellett a csapat legalább annyira fontos tényező.

MA Különválasztanám a private equity és a VC logikát: előbbinél regionális, utóbbinál globális szinten gondolkozunk. Ez a két szintű szemlélet és piaci léptékváltás az, ami meghatározza a PortfoLionnál a gondolkodásunkat.

Az interjút készítette: Nieder Jenő az OTP Csoporthoz tartozó PortfoLion Kockázati Tőkealapkezelő vezérigazgató-helyettese, a HVCA Elnökségi tagja

# KEMÉNY DIÓ
## - avagy a kockázati tőke iparág szabályozása és a szakmai érdekérvényesítés

30

*Dr Budai Judit, Dr. Bajorfi Ákos*

# KEMÉNY DIÓ
# - avagy a kockázati tőke iparág szabályozása és a szakmai érdekérvényesítés

## 1. Bevezetés

A tipikusan egy országra, mint területi hatályra fókuszáló jogi szabályozás számára a kockázati tőke igen „kemény dió", hiszen nem csupán a globális és regionális alapkezelők által kezelt alapok, hanem a lokális piacra fókuszáló alapkezelők alapjainak befektetői között is számtalan alkalommal találunk külföldi természetes vagy jogi személyt, vagy akár a befektetései között külföldi portfóliótársaságot.

A kockázati tőkeiparág számára alapvető a nemzetközi „fund raising", azaz az alap tőkéjének összegyűjtése az alap befektetési jegyeinek forgalomba hozatala útján, vagy éppen az országokon átívelő „fund management" (alapkezelés), vagyis a befektetési alap tőkéjének befektetése.

A portfóliótársaságokba történő befektetési folyamat szinte mindig hosszadalmas és hiszen ezek általában egyedi, nem sztenderizált tőkepiaci döntések. A befektetési döntés meghozatala során jelentős a szubjektív tényező, hiszen sok esetben kiemelkedő egyének, innovatív csapatok cégeibe történik a befektetés. A befektetési folyamat hosszadalmassága miatt, valamint a veszteség/nyereség kockázatok allokálása érdekében az alapok viszonylag kevés számú, általában 6-10 portfólióvállalatba tudnak befektetni. A befektetéskezeléshez az „exit" (a teljes portfólióvállalat eladása vagy az alap részesedésének kivásárlása) folyamatos szem előtt tartásával, a tipikusan 6-8 éves befektetési ciklusra létrehozott alap megszüntetésére való felkészülés érdekében is állandó személyes kapcsolattartás szükséges az alap és portfólióvállalatok más tulajdonosai, illetve managementje között.

A befektetés lényegében egy, a közös siker motivációjával, de viszonylag rövid időre köttetett „házasság" a (kockázati vagy magántőkealap) befektető és a portfóliótársaság között. A felek előre tudják, hogy osztozniuk kell a közös vagyonon, melynek gyarapítása is közös érdek, ami a befektető esetében 20-25% körüli éves megtérülési elvárást jelent az eredeti befektetési összegre vetítve. A befektetési elvárásnak azt a realitást is szem előtt kell tartania, hogy a végrehajtott 6-10 befektetés közül néhány veszteséges lesz, mások nullszaldósnak bizonyulnak, egyesek azonban (remélhetőleg) kiugróan magas hozamúak lehetnek. Ezek átlaga adja majd ki a kockázati tőkealap befektetőinek hozamát.

A HVCA Jogi Bizottsága 2012 óta többször frissített Tőkebevonási Kalauzában célzottan törekszik elterjeszteni ezeket az alapismereteket széles befektetői és portfólióvállalati körben, valamint a kormányzati szféra felé.[1]

[1] Tőkebevonási Kalauz 2020 (3. frissített változat; https://www.hvca.hu/publikaciok/hvca-tkebevonasi-kalauz/); Tőkebevonási Kalauz 2018 2. frissített változat (https://www.hvca.hu/documents/TBKalauz_2018_IMPRIMATURA_Final_21_January.pdf); Tőkebevonási Kalauz 2016 (1. frissített változat; https://www.hvca.hu/documents/tbkalauz_2016_net.pdf) ; Tőkebevonási Kalauz 2012 (https://www.hvca.hu/documents/Tokebevonasi-kalauz-2012.pdf) (mind 2021.06.07-i állapot)



## 2. A hazai jogi szabályozás kezdetei

A magyar piacon a kockázati tőkeiparág szabályozására tett kísérletek csak a piacgazdaság 10. évében jelentek meg. Nem mintha korábban teljesen ismeretlen lett volna Magyarországon a vállalatfinanszírozásban a kockázati tőkebevonás. Ám a rendszerváltást követő első években szinte csak nemzetközi vagy regionális alapkezelők voltak jelen a többségében nemzetközi vagy hazai intézményi vagy állami tőkével finanszírozott alapok kezelőiként. Ilyenek voltak például a Charles A. Huebner vezette Magyar-Amerikai Vállalkozási Alap (Hungarian-American Enterprise Fund) vagy Róna Péter vezette Első Magyar Alap (First Hungary Fund) kezelői, valamint az MFB Rt., mint állami kockázatitőke-szervezet, továbbá regionális magántőkealap-kezelőként Geszti András – a HVCA „atyja" – által vezetett Euroventures.

Az első szabályozási próbálkozás a kockázati tőkebefektetésekről, a kockázati tőketársaságokról, valamint a kockázati tőkealapokról szóló 1998. évi XXXIV. törvény volt, melynek indokolása szerint *„A piacgazdaságokban működő pénzügyi intézményrendszer jogi keretei Magyarországon kiépültek, hiányzik azonban még a kockázati tőke szabályozása. A magyar tőkepiac súlyos gazdasági következményekkel járó hiányossága, hogy hiányzanak belőle azok a szereplők, amelyek tőkével beszállnának az ígéretes induló vállalkozásokba, és olyan nagy növekedési képességű, működő vállalkozásokba, amelyek az általánosan elfogadottnál nagyobb befektetői kockázatot hordoznak."*

Ez a szabályozás azonban hamvában elhalt, lényegileg egyetlen alap, alapkezelő, illetve kockázati tőketársaság engedélyezése nélkül, mert a jogalkotó által elképzelt kockázati tőketársaság létrehozására előírt 500 millió forintos alaptőkekövetelmény olyan magas belépési korlát volt, amelyet az alapkezelői iparág nem tudott, és akart bevállalni. Nem segítette a létrehozatalt az sem, hogy ezt a jogalanyt csak részvénytársaságként lehetett volna alapítani, holott az akkori nemzetközi gyakorlat inkább „betéti társaság"-szerű formációkat ismert, mely egyszerre foglalta magában az alapot és alapkezelőt. A törvény másik lehetséges működési formaként bevezette a kockázati tőkealap, illetve kockázati tőkealap-kezelő intézményeit (melyet a későbbi szabályozás is megtartott és a hazai tőkepiacon ez a forma terjedt el). Azonban a jogalkotó e forma esetén is előírta, hogy tőkejegyek névértékét a jegyzéskor teljes egészében be kell fizetni, ami a lehetséges befektetők számára jelentős hátrányt jelentett. A jogalkotó az új formákat adókedvezménnyel is segíteni akarta, mind a kockázati tőketársaságok, mind a kockázati tőkealapok számára nulla százalékos volt a társaságiadó-kulcs, azonban kockázati tőkealap-kezelők ilyen kedvezményt már nem kaptak.[2] Nem segítette az alapításokat az sem, hogy a lehetséges intézményi befektetők köre is korlátozott volt.

2006. január 1-től a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX törvénybe ugyan bekerült a kockázati tőkealapok és alapkezelők szabályozása, ám az iparág népszerűségének és a piaci szereplők számának növekedését nem ez, hanem az ún. JEREMIE-programok hozták el. 2007-től kezdődően az EU általános csoportmentessági rendeletei lehetővé tették a 2007-2014[3] és 2014-2020[4] állami támogatási programidőszakaiban a kockázati tőkefinanszírozás állami támogatását a JEREMIE programok útján.[5] Az EU állami támogatási háttérszabályok a bürokratikus szabályok tömegét zúdították a kockázati tőkeiparágra, mégis az állami részvétel lehetőségének megteremtésével löketet adtak az iparági fejlődésnek, ahogy az jól látható Karsai Judit kutatásából.[6]

A magántőke-befektetés tőkepiaci és adójogi háttere viszont továbbra is lassan kullogott az EU, USA és más vonzóbb szabályozás mögött és nem biztosított lehetőséget az alapkezelők számára önálló fund raisingre és a befektetők számára a hosszútávú és kockázatos befektetésre tekintettel a nemzetközi viszonylatban ismert adókedvezmények igénybevételére.

[2] A társasági adóról és az osztalékadóról szóló 1996. évi LXXXI. törvény 20. § (1) bekezdés e) pontja (Hatályos: 1998.06.16-tól).
[3] https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:214:0003:0047:HU:PDF (2021.06.07-i állapot)
[4] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0651&from=HU (2021.06.07-i állapot)
[5] https://ec.europa.eu/regional_policy/archive/thefunds/instruments/JEREMIE_hu.cfm (2021.06.07-i állapot)
[6] Karsai Judit: AZ ÁLLAM RÉSZVÉTELE A MAGYARORSZÁGI KOCKÁZATITŐKE-PIACON. Az MTA Gazdaságtudományi Bizottság Ipar- és Vállalatgazdasági Albizottság 2016. 5. 31.-i műhelyvitája. MTA KRTK KTI. https://slideplayer.hu/slide/11263274/ (2021.06.07-i állapot)

# 3. HVCA Jogi Bizottsága és az iparági javaslatcsomagok

A fentiekben említett problémákon kívánt segíteni és változtatni a HVCA 2010-ben létrehozott Jogi Bizottsága. A szakmai érdekegyeztető és érdekérvényesítő munka 2011. július 4-én kezdődött, amikor az akkori HVCA elnök Bethlen Miklós (Mid Europa) és az Allen & Overy, BDO, Ernst & Young, Mazars, Raiffeisen, Szecskay Ügyvédi Iroda és a White & Case jogi bizottsági tagok részvételével összeült egy munkacsoport egy „position paper" elkészítésére. Az első iparági javaslatcsomagot 2012-ben jelentette meg a HVCA, melynek célja a Nemzetgazdasági Minisztériummal való párbeszéd megkezdése volt.[7] Ez a javaslatcsomag fektette le azokat az irányokat, melyek alapján a HVCA a szakmai érdekérvényesítő tevékenységét irányította a következő években. A sikeres első javaslatcsomagot hamarosan, 2014-ben követte egy második.[8]

# 4. A HVCA szerepe a jogi szabályozás alakítása során

Az HVCA első iparági javaslatcsomagjának elkészítésére az is alkalmat adott, hogy a 2008-as gazdasági válságot követően az Európai Unió nem csupán a pénzügyi felügyeleti rendszer megreformálását kezdte meg, hanem a pénzügyi stabilitás megteremtéséhez a tőkepiac újraszabályozását is célul tűzte ki. A Rasmussen-jelentés[9] alapján az Európai Parlament 2008. szeptember 23-i állásfoglalásában felszólította a Bizottságot a kockázati tőkére és a magántőke-befektetési alapokra vonatkozó uniós szintű harmonizált keretrendszer kialakítására.[10] Ezen kezdeményezés egyik fő eredménye lett a 2011/61/EU irányelv az alternatívbefektetésialap-kezelőkről, ismertebb nevén az ún. ABAK-irányelv.[11]

## a) A Kbftv. születése

Az ABAK-irányelvet a magyar jogalkotó 2014 februárjában, a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról szóló 2014. évi XVI. törvénnyel (Kbftv.) ültette át a magyar jogba. Az implementációt megelőzően a törvényt előkészítő Nemzetgazdasági Minisztérium 2013 során egyeztetéseket tartott a szakmai szervezetekkel, melyek során a HVCA Jogi Bizottsága is aktívan véleményezni tudta a jogszabály tervezett szövegét. A jogi-szakmai csapat tagjai áttekintették több, az ABAK irányelvet már átültető nyugat- és közép-európai ország (Luxemburg, Németország, Csehország) megoldásait is, és részben ezekre támaszkodva fogalmaztak meg javaslatokat a tervezett szabályozásra vonatkozóan.
A jogalkotó a Kbftv. szövegezése során a HVCA számos koncepcionális javaslatát elfogadta (pl. a befektetési jegyek egységes rendszere, a befektetési alapkezelés fogalma stb.), míg egyes specifikusabb kérések (pl. az ún. 'de minimis' alapkezelőkre vonatkozó kötelezettségek enyhítése) kapcsán ígéretet tett arra, hogy azokat a Kbftv. első felülvizsgálata során fogja részletesebben megvizsgálni.

[7] Iparági javaslatcsomag 2012 (https://www.hvca.hu/documents/HVCA-Position-paper-HUN-Final_v3.pdf (2021.06.07-i állapot))
[8] Iparági javaslatcsomag 2014. (https://www.hvca.hu/documents/HVCA_Position_Paper_2014.01.06-final.pdf (2021.06.07-i állapot))
[9] Jelentés az intézményi befektetők átláthatóságáról a Bizottsághoz intézett ajánlásokkal (A6-0338/2008 ; előadó : Poul Nyrup Rasmussen ; https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-6-2008-0338_HU.html (2021.06.07-i állapot))
[10] Az Európai Parlament 2008. szeptember 23-i állásfoglalása a fedezeti alapokról és magántőkéről a Bizottsághoz intézett ajánlásokkal (P6_TA(2008)0425 ; Eljárás : 2007/2238(INI) https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-6-2008-0425_HU.html (2021.06.07-i állapot))
[11] Az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelve (2011. június 8.) az alternatívbefektetésialap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról.



## b) A Kbftv. módosítása

Az ABAK-irányelv 3. cikk (2) bekezdése az ún. 'de minimis' ABAK-okat, vagyis azokat az alapkezelőket, melyek kezelt eszközértéke nem haladja meg a 100 millió eurót, a tőkeáttétel nélkül finanszírozott és öt éven belül nem visszaváltható alapok kezelői esetén a kezelt eszközértéke pedig az 500 millió eurót, az ABAK-irányelv szabályainak jelentős része alól mentesíti. A hazai jogalkotó a Kbftv. szövegezése során ezen mentességek közül azonban csak néhányat emelt át a magyar jogba.

A Kbftv. a már működő kockázati tőkealap-kezelőket 2014. július 22-i határnappal kötelezte az új szabályoknak való megfelelésre. Tekintettel arra, hogy a HVCA tagjai alapvetően ún. 'de minimis' alapkezelők, így a HVCA Jogi Bizottsága 2014 tavaszán módosítási javaslatokat fogalmazott meg a Kbftv.-hez abból a célból, hogy a hazai alapkezelőket ne terhelje több kötelezettség, mint más uniós alapkezelőket, és így ne kerüljenek versenyhátrányba.

A Nemzetgazdasági Minisztérium a szakmai javaslatok jelentős részét elfogadta és a 2014. július 15. napján hatályba lépő módosítás[12] a hazai 'de minimis' ABAK-okat már mentesítette többek között a szavatolótőke előírás[13], az elektronikus portfólió-nyilvántartási rendszer bevezetése, a rendszeres eszközértékelési kötelezettség stb. alól. Kiemelendő, hogy a kezelési szabályzatra vonatkozó előírások egyszerűsítését is sikerült elérni.

## c) Újabb fejlemények a tőkepiaci szabályozásban

A HVCA Jogi Bizottsága ezt követően is aktívan dolgozott azon, akkor már Zsembery Levente később Eszter Elemér elnök és Pintér Ibolya ügyvezető titkár segítségével, hogy a hazai jogi környezet a kockázati tőkeipar szereplői számára ne jelentsen versenyhátrányt nemzetközi összehasonlításban.

### (i) Speciális kölcsönnyújtási szabályok

Figyelemmel arra, hogy a kockázati tőkealapok és magántőkealapok gyakran nem csupán tőkét, hanem kölcsönt is nyújtanak a portfóliócégeiknek, a HVCA Jogi Bizottsága többször jelezte a jogalkotó felé, hogy erre tekintettel speciális szabályozás indokolt. 2015-re sikerült elérni, hogy a Kbftv.-hez kapcsolódó, a befektetési és hitelfelvételi szabályokról szóló rendelet szabályozza a vállalkozásokba fektethető kölcsön arányát, ezáltal a kockázati tőkeipar kölcsönnyújtási tevékenységét jogalkotói szinten is elismerve.[14]

### (ii) A Tpt. Prospektus rendelet miatti módosítása

A Pénzügyminisztérium a 2019-től kezdődően alkalmazandó Prospektus rendelettel[15] összefüggésben a Tpt. átfogó és ezzel összefüggésben a Kbftv. kisebb módosítását készítette elő, melynek szakmai egyeztetésébe a HVCA-t ismét bevonta. A HVCA Jogi Bizottsága a módosítás során mind a koncepció, mind pedig a szöveg kidolgozásához számos javaslatot fogalmazott meg, melyek közül többet a szakmai vita folyamán az MNB is kifejezetten támogatott, így azok beépítésre kerültek a törvényekbe.
Így például az a kivétel, miszerint a kezelt alap befektetési jegyeinek forgalomba hozatala során nem kell befektetési szolgáltatót megbízni, ha tájékoztató közzétételére sem kerül sor.[16]

[12] Az egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról szóló 2014. évi XXXIII. törvény.
[13] Ezáltal a Kbftv. 16. § (1) szerinti százhuszonötezer euró indulótőke helyett csupán a Ptk. alapján a zrt.-re irányadó ötmillió forint összegű jegyzett tőke-követelményt kell teljesíteni.
[14] A kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól szóló 78/2014. (III. 14.) Korm. rendelet 35/A. §.
[15] Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/1129 rendelete (2017. június 14.) az értékpapírokra vonatkozó nyilvános ajánlattételkor vagy értékpapíroknak a szabályozott piacra történő bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról és a 2003/71/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről.
[16] Tpt. 23. § (1) bekezdés g) pont. (Hatályos: 2019.12.26-tól, napjától, módosítva a pénzügyi közvetítőrendszert, valamint az államháztartást és a

(iii) Az alap eszközeinek természetbeni felosztása az alap megszűnésekor

A HVCA Jogi Bizottsága javasolta a jogalkotónak, hogy a kockázati- és magántőkealap jogutód nélküli megszűnése esetén a nem pénzügyi eszközöket (lényegében részesedéseket a portfóliócégekben) is fel lehessen természetben osztani (egyhangú határozat esetén) a befektetési jegyek tulajdonosai között. Ezen javaslatot a Pénzügyminisztérium szintén elfogadta, a Kbftv. vonatkozó módosítása 2021 augusztusában lép hatályba.[17]

### d) Az iparág adójogi szabályozása

A HVCA Jogi Bizottsága nem csupán a tőkepiaci, hanem egyéb jogterületek szabályozása tekintetében is jelzi javaslatait az adott jogterület jogalkotásáért illetékes hatóságnak. Így számos alkalommal felhívta a Pénzügyminisztérium figyelmét arra, hogy a „pénzügyi szervezetek különadója" szükségtelenül sújtja a kockázati tőkealap-kezelőket. E témában a HVCA többször nyújtott be szakmai anyagokat, így a különadó eltörlésének makrogazdasági hatásait bemutató számítást, valamint jogi érvelést annak alátámasztására, hogy a különadó szabályozása hatását tekintve különbséget tesz a hitelezési funkciójukban egyébként homogén csoportnak tekinthető piaci szereplők között. A többéves kitartó munka végül elvezetett ahhoz, hogy a kockázati tőkealap-kezelőket terhelő különadó 2022-ben kivezetésre kerül.[18]

## 5. Javaslatok a jövőre nézve

A HVCA Jogi Bizottsága folyamatosan dolgozik azon, hogy a jogi-szabályozási környezet versenyképes maradjon. Számos előremutató, részben a nyugati best practice-ket átültető javaslata van, melyeket szakmai érvekkel alátámasztva jelez a jogalkotónak. Ilyenek például:

a) a befektetés első lépéseként nyújtott átváltoztatható kölcsön jogi akadályainak eltörlése, ehhez kapcsolódóan a 'SAFE note' hazai átültetése, mely egyszerűsítené a kockázati tőkealapok kölcsönnyújtását a portfóliócégek részére;

b) nyugat-európai mintára a társaság formájában működő alapok bevezetése, melynek előnye lenne, hogy (i) szabadabban alakítható az alap felépítése, (ii) differenciáltabban oszthatók a befektetői jogosultságok, és (iii) az alap maga is döntésképes (pl. maga is megválaszthatja/lecserélheti az alapkezelőjét);

c) a kockázati- és magántőkealap jegyzett tőkéjének befizetésére megállapított hatéves határidő eltörlése és helyette a nemzetközi piaci gyakorlatban alkalmazott módon a megvalósítandó befektetések ütemében az alapkezelő felhívására történő befizetés megvalósítása.

Ahogy a fentiekben bemutattuk, a kockázati tőkeipar jogi szabályozása állandóan változik. A HVCA, mint a kockázati- és magántőkeipar egyetlen hazai szakmai szervezete a változásokat folyamatosan nyomon követi, és esetenként a változásokat maga is kezdeményezi.[19] A HVCA Jogi Bizottsága a jövőben is törekszik a jogalkotóval való jó együttműködés fenntartására, szakmai javaslataival továbbra is segíteni kívánja jogalkotót és ezáltal a hazai kockázati tőke versenyképességének javítását.

gazdasági stabilitást érintő egyes jogszabályok módosításáról szóló 2019. évi CXVIII. törvény által.)

[17] Kbftv. 77. § (1) bekezdése. (Hatályos: 2021.08.02. napjától, módosítva a fedezett kötvények szabályozásával összefüggő, valamint egyéb, a pénzügyi közvetítőrendszert érintő jogharmonizációs célú törvénymódosításokról szóló 2021. évi LVIII. törvény által.)

[18] https://m.hvg.hu/gazdasag/20210511_Adocsokkenteseket_jelentett_be_Varga_Mihaly (2021.06.07-i állapot)

[19] Ma kb. 100 kockázati- és magántőkealap működik Magyarországon. Megjegyzendő azonban, hogy míg a kockázati tőkealapok számának növekedése az itt tárgyalt tőkepiaci- és adószabályok változásával összefügg, addig a magántőkealapok alapításának fő oka az utóbbi években inkább az a körülmény volt, hogy az alapok a tényleges tulajdonosi nyilvántartásba nem kerülnek be, így azok tulajdonosi struktúrája rejtve tartható.



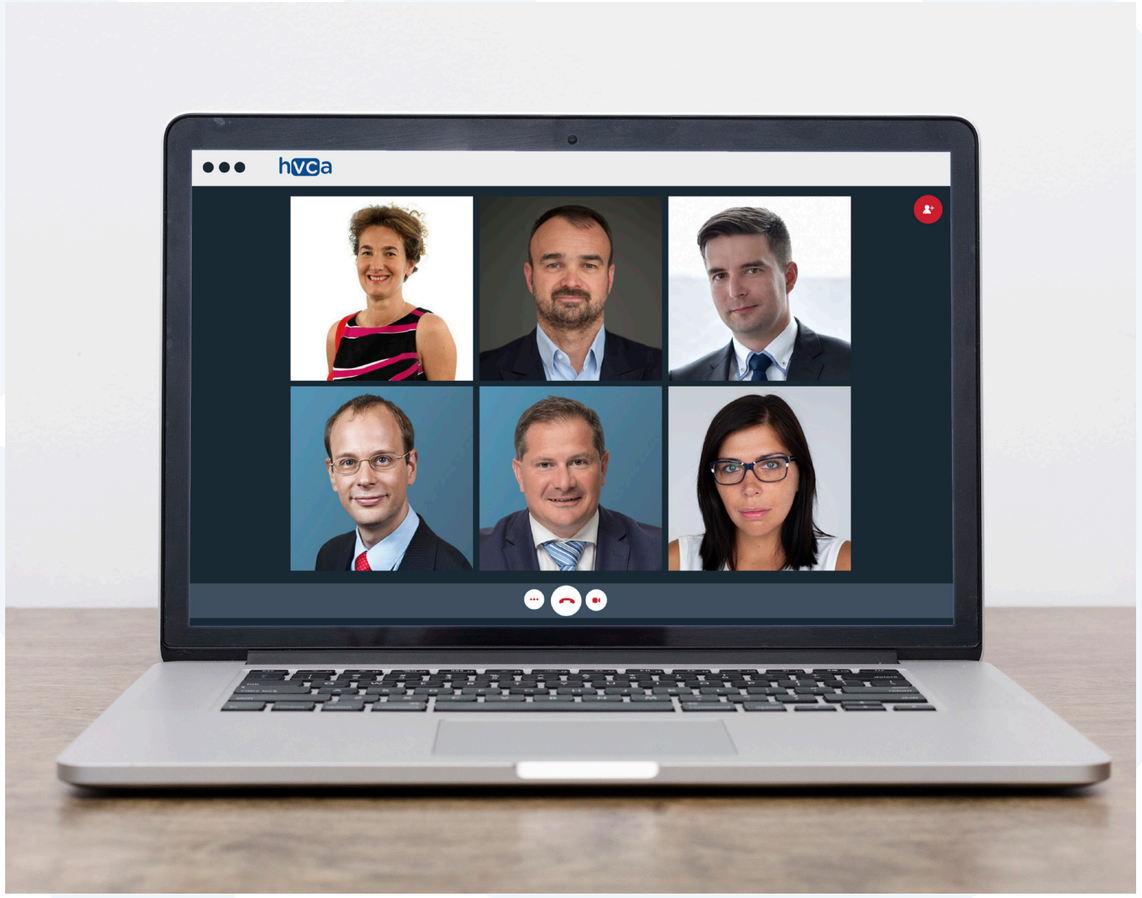
A cikk szerzői:

Dr. Budai Judit — partner, Szecskay Ügyvédi Iroda, a HVCA Jogi Bizottságának tagja

Dr. Bajorfi Ákos — Társasági jogi csoportvezető, Noerr & Társai Iroda, a HVCA Elnökségének tagja

HVCA Jogi Bizottsági elnökök 2010 óta:

Dr. Budai Judit, Tüske Balázs, Dr. Bajorfi Ákos, Dr. Eőrsi Márton, Dr. Sahin-Tóth Balázs, Dr. Hubbes Eszter



A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület tagsága 2021

30

# A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület tagsága 2021

*Teljes jogú (BEFEKTETŐ) tagok*

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | 3TS Capital Partners |
| *Alapkezelő cég címe:* | Itämerenkatu 11-13, 00180 Helsinki, Finland |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Pekka Mäki |
| *Weboldal:* | www.3tscapital.com |

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | ARX Equity Partners |
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1051 Budapest, Bajcsy-Zsilinszky út 16. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Lendvai-Lintner Béla |
| *Weboldal:* | www.arxequity.com |

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | CEE Equity Partners Advisor Kft. |
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1124 Budapest, MOM Park, Csörsz u. 41. Gellért Torony 6. emelet |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Szalai Tamás |
| *Weboldal:* | http://cee-equity.com |

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | Alliance Jura-Hongrie Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. |
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1138 Budapest, Meder u. 8. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Dr. Kecskés Egon Zsolt |
| *Weboldal:* | www.ajh.hu |

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | Bonitás Befektetési Alapkezelő Zrt. |
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1123 Budapest, Alkotás u. 53. B. ép. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Kvancz Gábor |
| *Weboldal:* | www.bonitasktk.hu |

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | Day One Capital Zrt. |
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1025 Budapest, Vend u. 26. fszt. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Dr. Kákosy Csaba |
| *Weboldal:* | www.dayonecapital.com |

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | DBH Investment Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. |
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1027 Budapest, Kacsa utca 15-23. Residence Irodaház 5. em. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Dr. Erdei Sándor |
| *Weboldal:* | https://dbh-group.com |

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | FINATECH Capital Befektetési Alapkezelő Zrt. |
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1051 Budapest, Hercegprímás utca 12. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Kornis Gábor |
| *Weboldal:* | www.finatech.hu |

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | Hiventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. |
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1027 Budapest, Kapás u. 6-12. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Katona Bence |
| *Weboldal:* | www.hiventures.hu |

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | iEurope Capital Kft. |
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1121 Budapest, Zugligeti út 41. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Czirják László |
| *Weboldal:* | https://ieurope.com/ |

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | Euroventures Advisory Kft. |
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1124 Budapest, Mártonhegyi út 61/A |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Tánczos Péter |
| *Weboldal:* | www.euroventures.hu |

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | FINEXT STARTUP Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. |
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1082 Budapest, Futó utca 47-53. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Halász Iván |
| *Weboldal:* | www.finextstartup.hu |

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | Hodler Alapkezelő Zrt. |
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1024 Budapest, Buday László utca 12. |
| *Alapkezelő cég vezetői:* | Kerezsi Miklós, Kajzinger Gábor |
| *Weboldal:* | http://hodleralapkezelo.hu |

| | |
|---|---|
| *Alapkezelő cég neve:* | Lead Ventures Alapkezelő Zrt. |
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1026 Budapest, Pasaréti út 122-124. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Galácz Ábel |
| *Weboldal:* | www.leadventures.eu |

| *Alapkezelő cég neve:* | MFB Invest Befektetési és Vagyonkezelő Zrt. |
|---|---|
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1027 Budapest, Kapás u. 6-12. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Dr. Balczó Barnabás |
| *Weboldal:* | www.mfbinvest.hu |

| *Alapkezelő cég neve:* | OXO Ventures Zrt. |
|---|---|
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1025 Budapest, Szépvölgyi u 6. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Dr. Oszkó Péter |
| *Weboldal:* | www.oxoventures.eu |

| *Alapkezelő cég neve:* | Vespucci Partners Zrt. |
|---|---|
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1134 Budapest, Váci út 45., G. épület |
| *Alapkezelő cég vezetői:* | Sohajda Júlia<br>Macher Péter |
| *Weboldal:* | www.vespucci-partners.com |

| *Alapkezelő cég neve:* | X-Ventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. |
|---|---|
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1077 Budapest, Wesselényi utca 28., 1. emelet |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Zsembery Levente |
| *Weboldal:* | www.x-ventures.hu |

| *Alapkezelő cég neve:* | PBG FMC Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. |
|---|---|
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1024 Budapest, Lövőház u. 7-9. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Eszter Elemér |
| *Weboldal:* | www.pbgfmc.hu |

| *Alapkezelő cég neve:* | PortfoLion Capital Partners |
|---|---|
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1123 Budapest, Alkotás utca 53. MOM Park B. épület V. emelet |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Molnár András |
| *Weboldal:* | www.portfolion.hu |

| *Alapkezelő cég neve:* | Xanga Ventures Magántőkealap-kezelő Zrt. |
|---|---|
| *Alapkezelő cég címe:* | H-4025 Debrecen, Simonffy u. 4-6. 1/121. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Herdon István |
| *Weboldal:* | www.xangaventures.com |

| *Alapkezelő cég neve:* | Solus Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. |
|---|---|
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1056 Budapest, Váci u. 38. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Bánfi Zoltán |
| *Weboldal:* | www.soluscapital.hu |

| *Alapkezelő cég neve:* | SUSTERRA Capital Partners Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. |
|---|---|
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1123 Budapest, HillSide Offices, Alkotás utca 55-61. 2. emelet |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Tóth Bence |
| *Weboldal:* | www.susterracapital.com/ |

| *Alapkezelő cég neve:* | Széchenyi Alapok Zrt. |
|---|---|
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1072 Budapest, Rákóczi u 42. EMKE Irodaház 6. emelet |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Jobbágy Dénes |
| *Weboldal:* | www.szta.hu |

| *Alapkezelő cég neve:* | Venturio Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. |
|---|---|
| *Alapkezelő cég címe:* | H-1055 Budapest, Honvéd u. 20. |
| *Alapkezelő cég vezetője:* | Vitán Gábor |
| *Weboldal:* | www.venturio.hu |

# A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület tagsága 2021

*Társult tagok*

**Cég neve:** Abacus-Consult Tanácsadó Kft.
*Cég címe:* H-1061 Budapest, Andrássy út 36. III. em. 6.
*Cég vezetője:* Csutak Tamás
*Weboldal:* www.abacusconsult.hu

**Cég neve:** Absolvo Consulting Kft.
*Cég címe:* H-1115 Budapest, Bartók Béla út 105-113. Bartók Udvar Irodaház, 3. épület
*Cég vezetője:* Horgos Lénárd
*Weboldal:* www.absolvo.hu

**Cég neve:** Allen & Overy Kádár Ügyvédi Iroda
*Cég címe:* H-1075 Budapest, Madách Imre u.13-14. Madách Trade Center
*Cég vezetője:* Dr. Kádár Miklós
*Weboldal:* www.allenovery.com

**Cég neve:** Andrékó Ferenczi Kinstellar Ügyvédi Iroda
*Cég címe:* H-1054 Budapest, Széchenyi rakpart 3.
*Cég vezetője:* Dr. Ferenczi Kristóf
*Weboldal:* www.kinstellar.com

**Cég neve:** Aon Magyarország Biztosítási Alkusz Kft
*Cég címe:* H-1138 Budapest, Váci út 121-127., Váci Greens D. épület
*Cég vezetője:* Gerendai Károly
*Weboldal:* www.aon.com/m-and-a-transaction/index.jsp

**Cég neve:** Bird & Bird (International) LLP
*Cég címe:* H-1027 Budapest, Kapás u. 6-12.
*Cég vezetője:* David Dederick
*Weboldal:* https://www.twobirds.com/en/regions/central-and-eastern-europe/hungary/budapest



**Cég neve:** Budapesti Értéktőzsde Zrt.
*Cég címe:* H-1054 Budapest, Szabadság tér 7. Bank Center
*Cég vezetője:* Végh Richárd
*Weboldal:* www.bse.hu

**Cég neve:** Clairfield International Kft.
*Cég címe:* H-1055 Budapest, Kossuth Lajos tér 9.
*Cég vezetője:* Nemes Oliver
*Weboldal:* www.clairfield.hu

**Cég neve:** CMS Cameron McKenna Nabarro Olswang LLP Magyarországi Fióktelepe
*Cég címe:* H-1053 Budapest, Károlyi utca 12.
*Cég vezetője:* Dr. Papp Erika
*Weboldal:* http://cms.law

**Cég neve:** Concorde MB Partners Kft.
*Cég címe:* H-1051 Budapest, József Attila utca 1.
*Cég vezetői:* Nagy Kálmán, Szendrői Gábor
*Weboldal:* www.cmbp.hu

**Cég neve:** Deloitte Zrt.
*Cég címe:* H-1068 Budapest, Dózsa György út 84/C.
*Cég vezetője:* Bíró Balázs
*Weboldal:* www2.deloitte.com/hu/hu.html

**Cég neve:** Dentons Réczicza Ügyvédi Iroda
*Cég címe:* H-1061 Budapest, Andrássy út 11.
*Cég vezetője:* Réczicza István
*Weboldal:* www.dentons.com

**Cég neve:** DLA Piper Posztl, Nemescsói, Győrfi-Tóth és Társai Ügyvédi iroda
*Cég címe:* H-1124 Budapest, Csörsz utca 49-51.
*Cég vezetője:* Dr. Posztl András
*Weboldal:* www.dlapiper.com

**Cég neve:** Equilor Befektetési Zrt.
*Cég címe:* H-1026 Budapest, Pasaréti út 122-124. Mozium Irodaház
*Cég vezetője:* Széchényi Bálint
*Weboldal:* http://www.equilor.hu

| Cég neve: | Ernst & Young Tanácsadó Kft. |
|---|---|
| Cég címe: | H-1132 Budapest, Váci út 20. |
| Cég vezetője: | Rencz Botond |
| Weboldal: | www.ey.com/hu |

| Cég neve: | Forgó, Damjanovic és Társai Ügyvédi Iroda |
|---|---|
| Cég címe: | H-1123 Budapest, Alkotás u. 17-19. |
| Cég vezetője: | Dr. Forgó Zoltán |
| Weboldal: | http://www.fdlaw.hu |

| Cég neve: | H-ION Kutató, Fejlesztő és Innovációs Kft. |
|---|---|
| Cég címe: | H-1121 Budapest, Konkoly-Thege Miklós út 29-33. |
| Cég vezetője: | Gencsi László Sándor |
| Weboldal: | www.h-ion.hu |

| Cég neve: | Hegymegi-Barakonyi és Társa Baker & McKenzie Ügyvédi Iroda |
|---|---|
| Cég címe: | H-1051 Budapest, Dorottya utca 6. |
| Cég vezetője: | Dr. Takács Pál |
| Weboldal: | www.bakermckenzie.com |

| Cég neve: | Hubbes és Kovács Ügyvédi Iroda |
|---|---|
| Cég címe: | H-1092 Budapest, Ráday u. 26. 1.3. |
| Cég vezetője: | Dr. Kovács Tamás |
| Weboldal: | www.hklegal.hu |

| Cég neve: | Impact Advisory Zrt. |
|---|---|
| Cég címe: | H-1061 Budapest, Andrássy u 11. |
| Cég vezetője: | Tüske Balázs |
| Weboldal: | http://impactadvisory.com |

| Cég neve: | Invescom M&A Tanácsadó Korlátolt Felelősségű Társaság |
|---|---|
| Cég címe: | H-1117 Budapest, Budapart Gate Irodaház, Dombóvári út 27. 2. em. |
| Cég vezetője: | Siklósi Zoltán |
| Weboldal: | www.invescom.hu |

| Cég neve: | Jalsovszky Ügyvédi Iroda |
|---|---|
| Cég címe: | H-1124 Budapest, Csörsz utca 41. 5. emelet, Gellért Torony |
| Cég vezetője: | Dr. Jalsovszky Pál |
| Weboldal: | www.jalsovszky.com |



| Cég neve: | Kanadai Kereskedelmi Kamara |
|---|---|
| Cég címe: | H-1052 Budapest, Vármegye u 3-5. |
| Cég vezetője: | Nicholas Sarvari |
| Weboldal: | www.ccch.hu |

| Cég neve: | KBC Securities Hungarian Branch Office |
|---|---|
| Cég címe: | H-1095 Budapest, Lechner Ödön fasor 10. |
| Cég vezetője: | Herczku György |
| Weboldal: | www.kbcsecurities.hu |

| Cég neve: | KPMG in Hungary |
|---|---|
| Cég címe: | H-1134 Budapest, Váci út 31. |
| Cég vezetője: | Rózsai Rezső |
| Weboldal: | www.kpmg.hu |

| Cég neve: | Magyar Export-Import Bank Zrt. |
|---|---|
| Cég címe: | H-1065 Budapest, Nagymező u. 46-48. |
| Cég vezetője: | Jáki Gergely |
| Weboldal: | www.exim.hu |

| Cég neve: | Magyar Innovációs Szövetség |
|---|---|
| Cég címe: | H-1116 Budapest, Fehérvári út 108-112. 2. emelet (Nádor udvar) |
| Cég vezetője: | Dr. Szabó Gábor |
| Weboldal: | www.innovacio.hu |

| Cég neve: | Magyar Telekom Nyrt. |
|---|---|
| Cég címe: | H-1097 Budapest, Könyves Kálmán krt. 36. |
| Cég vezetője: | Rékási Tibor |
| Weboldal: | http://www.telekom.hu |

| Cég neve: | Mazars Kft. |
|---|---|
| Cég címe: | H-1123 Budapest, Nagyenyed utca 8-14. |
| Cég vezetője: | Philippe Michalak |
| Weboldal: | www.mazars.hu |

| Cég neve: | Moore Hungary Financial Advisory Kft. |
|---|---|
| Cég címe: | H-1138 Budapest, Váci út 144-150. |
| Cég vezetője: | Boross Ákos |
| Weboldal: | www.moore-global.com |

| Cég neve: | Noerr & Társai Iroda |
|---|---|
| Cég címe: | H-1011 Budapest, Fő utca 14-18. |
| Cég vezetője: | Dr. Nádasdy Zoltán |
| Weboldal: | www.noerr.com |

| Cég neve: | Polgár & Bebők Ügyvédi Iroda |
|---|---|
| Cég címe: | H-1011 Budapest, Szilágyi Dezső tér 1. |
| Cég vezetője: | Dr. Bebők Gábor |
| Weboldal: | www.ponteslegal.eu/locations/budapest/about-us |

| Cég neve: | Pricewaterhouse-Coopers |
|---|---|
| Cég címe: | H-1055 Budapest, Bajcsy-Zsilinszky út 78. |
| Cég vezetője: | Nick Kós |
| Weboldal: | www.pwc.hu |

| Cég neve: | Sárhegyi és Társai Ügyvédi Iroda |
|---|---|
| Cég címe: | H-1022 Budapest, Árvácska u. 6. |
| Cég vezetői: | Dr. Sárhegyi Zoltán, Dr. Bártfai Beatrix |
| Weboldal: | www.sarhegyi.hu |

| Cég neve: | START Tőkegarancia Pénzügyi Szolgáltató Zrt. |
|---|---|
| Cég címe: | H-1037 Budapest, Szépvölgyi út 135. |
| Cég vezetője: | Zoltán Csaba |
| Weboldal: | www.startgarancia.hu |

| Cég neve: | Startup Campus Inkubator Zrt. |
|---|---|
| Cég címe: | H-4025 Debrecen, Simonffy utca 4-6. |
| Cég vezetője: | Kovács Zsolt |
| Weboldal: | www.startupcampusincubator.com |

| Cég neve: | Szecskay Ügyvédi Iroda |
|---|---|
| Cég címe: | H-1055 Budapest, Kossuth tér 16-17. 3. emelet |
| Cég vezetője: | Dr. Szecskay András |
| Weboldal: | www.szecskay.com |

| Cég neve: | Trenkwalder Recruitment Kft. |
|---|---|
| Cég címe: | H-1139 Budapest, Balance Office Park, Váci út 99-105. |
| Cég vezetője: | G. Nagy Balázs |
| Weboldal: | www.trenkwalder.com |

| Cég neve: | Trusted Adviser Kft. |
|---|---|
| Cég címe: | H-1082 Budapest, Baross u. 66-68. 3. emelet |
| Cég vezetője: | Szovics Zsolt |
| Weboldal: | www.trustedadviser.hu |

| Cég neve: | Vistra Corporate Services Kft. |
|---|---|
| Cég címe: | H-1062 Budapest, Andrássy u. 100. |
| Cég vezetője: | Matty Ryan |
| Weboldal: | www.vistra.com |

| Cég neve: | VJT&Partners Ügyvédi Iroda |
|---|---|
| Cég címe: | H-1126 Budapest, Kernstok Károly tér 8. |
| Cég vezetője: | Dr. Varga János Tamás |
| Weboldal: | www.vjt-partners.com |

| Cég neve: | Wolf Theiss Faludi Erős Ügyvédi Iroda |
|---|---|
| Cég címe: | H-1085 Budapest, Kálvin tér 12-13. |
| Cég vezetője: | Dr. Faludi Zoltán |
| Weboldal: | www.wolftheiss.com |

# A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület tagsága 2021

*Egyéni tagok*

**Név:** Dr. Ágoston Attila
*Cég neve:* Közép-Európai Tőkebefektetési Kft.
*Beosztás:* ügyvezető igazgató
*Telefon:* +36 20 934 2146
*Email:* attila@goston.hu

**Név:** Baranyai Gábor
*Cég neve:* Central European University/CEU
*Beosztás:* adjunct lecturer
*Telefon:* +36 30 222 1925
*Email:* gbaranyai@t-online.hu

**Név:** Bodor András
*Beosztás:* VC & PE professional
*LinkedIn:* linkedin.com/in/andrasbodor

**Név:** Dr. Karsai Judit
*Cég neve:* KRTK KTI
*Cég címe:* H-1097 Budapest, Tóth Kálmán u. 4.
*Beosztás:* tudományos tanácsadó
*Telefon:* +36 30 816 4269
*Email:* karsai.judit@krtk.hu

**Név:** Katona Bence
*Cég neve:* Hiventures Zrt.
*Beosztás:* vezérigazgató
*Email:* Katona.Bence@hiventures.hu

**Név:** Krausz Zoltán
*Cég neve:* V4 Solutions Kft.
*Telefon:* +36 30 441 2358
*Email:* zoltan.krausz@vallalatepites.hu
*Weboldal:* www.vallalatepites.hu



**Név:** Dr. Mátés-Lányi Ákos
*Cég neve:* Mátés Ügyvédi Iroda
*Beosztás:* ügyvéd
*Telefon:* +36 30 949 3992
*Email:* akos.mates@avocat.hu

**Név:** Milicsevics Milos, DBA MBA
*Cég neve:* Közép-európai Egyetem
*Telefon:* +36 20 348 1300

**Név:** Dr. Pintér Attila
*Cég neve:* Dr. Pintér Attila Ügyvédi Iroda
*Beosztás:* ügyvéd
*Telefon:* +36 1 615 4383
*Email:* pinter.attila@pinterlaw.hu

**Név:** Rajné Adamecz Ildikó
*Telefon:* +36 30 919 3782
*Email:* ildikoraj@t-online.hu

**Név:** Szigeti Károly
*Telefon:* +36 30 242 7537
*Email:* szigetik1965@gmail.com

**Név:** Török József
*Beosztás:* Divat & Design Tőkealapért felelős vezérigazgatói tanácsadó
*Email:* torok.jozsef@hiventures.hu
*LinkedIn:* www.linkedin.com/in/jozseftorok/hu

**Név:** Újvári Andrea
*Cég neve:* Corporate Finance Advisors Kft.
*Beosztás:* ügyvezető
*Telefon:* +36 1 803 7846
*Email:* ujvari.andrea@cfadvisors.hu
*Weboldal:* www.cfadvisors.hu

**Név:** Dr. Zorkóczy Miklós
*Cég neve:* Zorkóczy Ügyvédi iroda
*Beosztás:* ügyvéd
*Telefon:* +36 20 250 2218
*Email:* miklos@drzorkoczy.hu
*LinkedIn:* https://www.linkedin.com/in/miklos-zorkoczy-legal-services/

# A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület elérhetősége

## Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület


*Cím* H-1124 Budapest, Csörsz u. 41.
Gellért Torony, 6. emelet

*Honlap* www.hvca.hu

*E-mail* hvca@hvca.hu

*Telefon* (+36 1) 920 2682