

KISS GÁBOR DÁVID:^{*}

A kockázati tőkeelemek szerepe a hazai magánnyugdíjalapok portfoliójában

Abstract

This study deals with the possible link between pension funds, venture capital and innovation to manage the challenge of aging. Institutional capacities of Hungarian second pillar is engrossed by the reallocation of its bond and stock portfolio – therefore “exotic” investments as selected investment into the real economy by means of venture funds is uninterested. Innovative SME-s have low share on venture capital market of Visegrad countries. This is in connection with the neofordist or knowledge user profile of the subnational regions of these countries.

1. Bevezetés

Az életkilátások javulásával mind a fejlett, mind a feltörekvő országokban az időskorú népesség arányának növekedése várható. Az idősödés komplex folyamata túlmutat a várható élettartam pusztán növekedésénél, olyan minőségi változás, amely a gazdaságilag aktív munkaerő csökkenését eredményezi – miközben a fogyasztást is az inaktív népesség igényeinek megfelelően rendezi át (Botos 2009, Kiss 2009).

A nyugdíjrendszer mellett tehát a reálgazdaság is hatalmas nyomás alá kerül az elkövetkező évtizedekben. Míg a Világbank 1994-es új nyugdíjortodoxiája által életre hívott többpilléres nyugdíjrendszer a bevételi oldal zsugorodása és a kifizetési oldal növekedése által okozott nyomást a tőkepiacokon elérhető magasabb hozamok lehetőségével igyekezett kezelni – miközben a többféle intézményi és megtakarítási forma ötvözése bizonyos szintű robusztusságot is eredményezett (Kiss–Dudás 2009, Schmidt–Hebbel 1998).

A fenti logika gyenge pontja azonban, hogy feltételezi: a reálgazdaság a jövőben – a demográfiai átrendeződést követő fogyasztási szerkezetváltás közepette – valóban növekedni fog, és a tőkepiac, mint indikátor ezt követni is fogja. Míg ez utóbbi hosszabb (18 éves) időtávon már elképzelhető (Hagstrom 2000), az előbbi már a termelékenység és az alkalmazkodó képesség intenzív növekedését feltételezi (Botos 2009, Schmidt–Hebbel 1998).

Az innováció, az új technológiák megjelenésének, elterjedésének ösztönzése tehát kulcsfontosságú, amit a nyugdíjvagyon kockázati tőkealapokba történő befektetése támogathat (Hartmann 2007). A kockázati tőkealapok ezáltal hídszerephez jutnak a hosszú távú befektetésekkel rendelkező (és magas hozamelvárásokkal rendelkező) nyugdíjalapok, illetve az innovatív vállalati szektor között.

Munkám során a fenti logika megjelenését vizsgálom az 1997-es és a 2006-os hazai nyugdíjreformokat illetően – kitérve a hazai régiók potenciális innovációs kapacitásának, a tudásgazdaság kialakulásának mérlegelésére.

2. Nyugdíjreform Magyarországon

Az 1997. évi LXXXII törvény alapján létrejövő tőkefedezeti magánnyugdíjpénztárak hazai elmaradtak a hasonló rendszereket működtető országoktól (mind Lengyelország, mint Latin-Amerika) – részben a korábban folytatott konzervatív, állampapír túlsúlyos befektetési

^{*} PhD-hallgató – Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar.

politikának köszönhetően (Czalik–Szalay 2006). Az ezredforduló utáni öt évben még a kiemelkedően magas állampapír-piaci hozamkörnyezet sem ütközött ki a pénztárak bruttó hozamaiban – egyik pénztár sem volt képes kiszakadni az MNB irányadó kamatlába által megjelenített folyosóból (MNB 2008; PSZÁF 2008). A Világbank ekkorra már felismerte, hogy a gyengén informált pénztártagok és a hazai tőkepiac gazdasági és politikai alulrepresentálása miatt a modellváltás nem eredményezett piaci versenyt és nem indukálta a gazdasági növekedést (Palmer 2007; Impavido–Rocha 2006; Czalik–Szalay 2006).

A 282/2001. (XII. 26.) kormányrendelet 2006 után a másodikként pillérben a választható portfóliók megjelentetésével szándékozott a fenti problémákat kezelni. A potenciálisan legnépszerűbb kiegyensúlyozott és növekedési portfóliókban a részvényállomány 40%-os súlyának kikötése mellett teret kaptak a kockázati tőkealapok jegyei – a kiegyensúlyozott stratégiában legfeljebb 3%-ban (amiből egy alap legfeljebb 2%-ot képviselhet), míg a növekedésinél 5%-os korlát található (a fentihez hasonló diverzifikációs megkötésekkel).

De jure tehát a hazai nyugdíjrendszer alkalmassá lett téve a bevezetőben foglalt szerepre – azaz a hazai innováció támogatásán keresztül történő magasabb hozam elérésére. De facto azonban semmi ilyesmiről nem beszélhetünk. A Stabilitás Pénztárszövetség 2008-as évkönyvéből ugyanis kiderül, hogy a hazai nyugdíjalapok portfóliójában sem 2007-ben, sem 2008-ban nem bukkantak fel kockázati tőkealapok jegyei (Stabilitás 2008).

A fenti ellentmondás feloldásához egyfelől meg kell ismerni a hazai régiók kompetitív fejlettségét és a hazai intézményi szereplők megkeresésén keresztül a kockázati tőke régióban betöltött szerepét.

3. Kompetitív fejlettség Magyarországon

A bankok számára felvállalhatatlan kockázatokkal rendelkező, azonban kétszámjegyű növekedéssel kecsegtető vállalatok tekinthetők a kockázati tőkealapok fő befektetési célpontjainak – miközben a kis- és középvállalkozások munkaerőpiaci szerepe⁸ megkérdőjelezhetetlen az Egyesült Államokban (Sprague 2008).

Ezzel szemben 2007-ben az Európai Unióban a magvető és induló fázisban lévő vállalkozások közül alig 2 ezer részesült kockázati tőke injekcióban – ez a visegrádi országok esetében 30–40 vállalkozást jelentett. Mindez abból a szempontból (is) drámai, hogy a magvető és induló finanszírozás aránya a kockázati- és magántőke-befektetésekben uniós szinten 2003 és 2007 között átlagosan a 0,36% és 6,22%, a visegrádi országokban 0,1% és 2,36% volt. Az, hogy a kis- és középvállalatok mindössze 1%-a fordul kockázati tőke közvetítő szervezetekhez és még 1%-uk tervezi efféle forrás bevonását (Karsai 2009) arra utal, hogy probléma látványosan szupranacionális jelenség, amelyek mögött szubnacionális okok húzódnak meg.

A fentiek megértéséhez, hogy a beruházók miért részesítik előnyben inkább az expanzív vállalatok vásárlását,⁹ illetve a kivásárlásokat¹⁰ célszerű a Lengyel Imre (2006) által kidolgozott piramismodellre támaszkodni. A kelet-közép-európai térség, és azon belül is a magyarországi régiók helyzetét nagyban befolyásolja a tudásintenzív tevékenységek térbeli koncentrációja és a végrehajtó jellegű tevékenységek dekoncentrációja. A centrumperiféria viszonyok tehát a tudás termelése és alkalmazása mentén kristályosodtak ki. Ezáltal a régiók három típusát különböz-

⁸ 10,4 millió foglalkoztatottal és 2,3 billió dollár bevétellel 2006-ban.

⁹ 2003 és 2007 között átlagosan 23,16% a visegrádi országokban, míg 18,76% az egész Unióban (Karsai 2009).

¹⁰ 2003 és 2007 között átlagosan 69,76% a visegrádi országokban, míg 61,42% az egész Unióban (Karsai 2009).

tethetünk meg: a tudástermelőt,¹¹ a tudásalkalmazót¹² és a neofordistát.¹³ A tudásintenzív vállalatok telephelyválasztását a humán erőforrás, a fizikai infrastruktúra, illetve az intézményi környezet minőségi ismérvei, integráltsága határozzák meg (Lengyel 2006, Lengyel 2007).

A magyarországi régiók a tudásalkalmazó, illetve a neofordista kategóriákba tartoznak, ami a gyakorlatban egy tudástermelés határán álló a közép-magyarországi régiót, beruházás-vezérelt tudásalkalmazó nyugat- és közép-dunántúli régiót jelent, amelyet tudásszigetekkel tűzdelt statikus, illetve dinamikus félperiféria vesz körül. Sajátos helyzetben található Szeged, Debrecen, illetve Pécs, ahol az egyetemek, illetve akadémiai kutatóintézetek bázisán magas a minősített oktató-kutató állomány, az egyetemi és doktorandusz hallgatók illetve a diplomások aránya. Mindez jelentős szabadalmi tevékenységgel párosul elsősorban az orvosi, biológiai és kémiai tudományok terén (a gazdasági-műszaki tudományos kapacitás továbbra is Budapesten összpontosul). E vidéki fejlesztési pólusok kisugárzása jelenleg a munkaerő-vonzáskörzeten belül marad, ipari együttműködése gyenge – így elsősorban a tudásközponti régiókban lévő hálózatokon keresztül jutnak némi kutatási és technológiai fejlesztési feladathoz. Ezt a sziget-szerűséget nemzeti szinten is tapasztalhatjuk, ha a K + F-tevékenység finanszírozásának forrását¹⁴ vizsgáljuk. Az ipari K + F-megrendelések az Eurostat adatai szerint a visegrádi országok esetében az ezredforduló óta átlagosan 44,3%-ot tesznek ki (5,8% külföldi finanszírozás mellett), ami egyaránt elmarad az euro-övezet 58%-os szintjétől, nem beszélve az egyesült államokbeli 71,4%-tól és a japán 81%-tól (Arratibel et al. 2007, Lengyel 2007).

A tudásalkalmazó és neofordista régiók elsősorban a klasszikus FDI típusú beruházásokat, valamint a fent említett expanzív életciklusukban lévő vállalatok kockázati tőkéből történő fejlesztését vonzzák. Míg a kilencvenes években elsősorban a privatizációs lehetőségek miatt, addig az uniós csatlakozás után az FDI már célzottan a közlekedési gépgyártás, elektronika, élelmiszeripar, vegyipar irányába, míg a kockázati tőke a telekom, média, pénzügyi szolgáltatások, vegyipar, szállítás és élettudományok finanszírozását preferálta (Arratibel et al. 2007, Karsai 2009).

Érdeemes ezek után megvizsgálni, mennyiben illeszkedik a piramis modell által jelzett két régiótípus fejlesztési ismérvei a kockázati tőkebefektetők igényeihez. A kockázati tőkealapok hat stratégiai célkitűzéssel rendelkeznek. Egyfelől szükségük van megfelelő hely-

¹¹ A vállalatok:

- egyedi termékek, szolgáltatások önálló márkanévvel;
- az egész világon forgalmazva, sőt alapvető érdek a nemzetközi piacok kiszélesítése;
- új technológiák fejlesztése, amelyek főleg az új fogyasztói igényeket kielégíteni képes innovatív termékek és szolgáltatások előállításához kötődnek;
- sikeressége egyértelműen az innovációtól függ;
- a magas munkabéreket csak innovatív tevékenységgel képesek kigazdálkodni (Lengyel 2006).

¹² A vállalatok:

- részben külföldi működő tőke révén modern technológiát alkalmaznak;
- méretgazdaságosság és a termelékenység párhuzamosan;
- tömegtermékek hatékony előállítására (Lengyel 2006).

¹³ A vállalatok:

- árversenységi és költségelőny;
- olcsó inputokon alapuló költségelőnyök;
- importált alacsony szintű technológia (Lengyel 2006).

¹⁴ Magyarország 2000 és 2007 között: kormányzati (51,25%), ipari (38,2%) és külföldi (10,55%) finanszírozás.

(Eurostat:

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=0&init=1&pcode=tsiir030&language=en>

ismeretre (amit helyi és globális alapok együttműködésének valamely formáját jelenti az elmúlt időkben), hogy azonosíthatók a rendkívül magas növekedési potenciállal rendelkező cégeket (az unió egészére jellemző költségcsökkentéssel szemben határozottan ezt preferálták). Színvonalas menedzsment felállítása után, megfelelő méretgazdaságosságot célzó értékteremtő stratégia mentén, cash flow alapú szindikált hitelek (2006 után) segítségével a négy-öt évig tartó menedzselést követően döntenek a kiszállás mellett. A fizikai infrastruktúra igénye látványosan vegyül tehát a vállalatközi együttműködéssel és a kellően fejlett tőkepiac feltételezésével. Utóbbit a visegrádi országok közül elsősorban a Varsói Tőzsde szolgálja ki, amelynek kapitalizációja 2008-ban már a Bécsi Tőzsdéét is felülmúlta, az IPO-k szempontjából pedig első helyen állt a kontinensen (Karsai 2009, Sprague 2008).

4. Nyugdíjalapok és kockázati tőkealapok kapcsolata Magyarországon

A kockázati tőke tehát jelen van a visegrádi országokban, bár viselkedésük eltér az bevezetésben vázolt elképzeléstől. Azt az előző fejezet a piramis modell segítségével bemutatta, hogy miért nem fektetnek közvetlenül az innovációba, míg a finanszírozás oldalával ez a fejezet foglalkozik. A kockázati tőkealapok tőkeellátottsága az uniós csatlakozást követően 2007-re látványosan javult. Az alapokba fektető alapok (23,5%) mellett a nyugat európai nyugdíjalapok (13,4%), a magánszemélyek (10,4%), a kormányzati szervek¹⁵ (10,3%) és a bankok (10,2%) vezető befektetőként 4,2 milliárd eurót allokáltak a régióba (a teljes uniós tőkeállomány 5,4%-a). Drámai bővülés a 2004-es 496 millió euróval és 1,8%-os részesedéssel szemben. A nyugdíjalapok részesedése alig marad el az uniós átlagnak számító 18%-tól, azonban ebből a régiós alapok alig veszik ki a részüket. (Karsai 2009) Az Unió által támogatott 160 millió eurós magyarországi JEREMIE-programja (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises) a 30%-os önrész kikötésével, illetve a nagy nyugat-európai nyugdíjalapok, valamint az amerikai és globális kockázati tőke alapok együttesen kiszorítási hatást gyakorolnak a hazai nyugdíjalapokkal szemben.

A piaci szereplők véleményének megismeréséhez, a Stabilitás Pénztárszövetség, illetve a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület teljes tagságának levélben kiküldésre került a két iparág közötti kapcsolat hiányának feltételezhető okát vizsgáló nyílt kérdés. A beérkező válaszok (N = 7) összesítése alapján elmondható, hogy a válaszadók a nyugdíjpénztárak esetében mindkét oldalról az alternatívaként, jó benchmarkokkal szolgáló kötvény és részvénytőkepiac elszívó hatását emelték ki. Mindez még kiegészíthető azzal a gondolattal, hogy a tőke túl kicsi hányada allokálható kockázati tőkealapok jegyeibe, így pedig nem gazdaságos a szükséges know-how kialakítása. Emellett a portfólióválasztás és a pénztárváltás miatt fennáll a rövid távú hozamverseny veszélye – ami szintén konzervatív magatartást tesz szükségessé a pénztárak részéről, sőt, ellentétes a fenntartható fejlődés elveivel (Hesse 2008). A kockázati tőkealapok esetében akadályosak a nem hazai befektetői háttér, illetve a regionális allokáció tekinthető. A szakmai szervezetek, illetve a hazai pénzügyi szolgáltatók szempontjából megoldandó probléma a hozamokkal és kockázatokkal kapcsolatos információhiány kezelése.

5. Összegzés

Összegzésként tehát elmondható, hogy a magyar nyugdíjrendszer második pillérjének kapacitásait jelenleg a szabadabb befektetési politikából fakadó részvény és kötvénytőkepiaci

¹⁵ Ennek szükségességét vizsgálta Kosztopolosz (2004).

allokáció köti le – az egzotikusnak tűnő, kockázati tőkealapokon keresztül a reálgazdaságba történő szelektált befektetés egyelőre távoli lehetőség csupán.

Mindeközben a visegrádi országokban megvalósuló kockázati tőkebefektetés elenyésző hányada jut az induló innovatív kis- és középvállalati szektorhoz. Ezen az Európai Unió JEREMIE programja hivatott segíteni célzott, magán alapok támogatásával. Kellően integrált fejlesztéspolitika mentén mindez előmozdíthatja a magyarországi tudásalkalmazó és neofordista régiók felzárkózását is – azok alapvető infrastrukturális igényeinek kielégítése mellett. A hazai lakossági megtakarítások jelentős hányadát képviselő többpilléres nyugdíjrendszer azonban nem nyújt megoldást az idősödés reálgazdaság számára jelentkező kihívásaira.

Irodalomjegyzék

- Arratibel, O.–Heinz, F.–Martin, R.–Przybyla, M.–Rawdanowicz, L.–Serafini, R.–Zumer, T.* (2007): Determinants of Growth in the Central and Eastern European EU Member States – a Production Function Approach. Paper Series, No. 61. / April. 2007.
- Botos K.* (2009): Az idősödés gazdasági hatásai – egy stratégiai jellegű kutatás vázlatja. In: Botos Katalin (szerk.): Idősödés és globalizáció – Nemzetközi pénzügyi egyensúlytalanság. Tarsoly Kiadó, Budapest, 1–8. p.
- Czajlik I.–Szalay Gy.* (2006): A magánnyugdíjpénztárak működése és szabályozása. MNB-tanulmányok 48.
- Hagstrom, R. G.* (2000): Warren Buffet portfolió. Panem, Budapest.
- Hartmann, P.–Heider, F.–Papaioannou, E.–Lo Duca, M.* (2007) The Role Of Financial Markets And Innovation in Productivity and Growth in Europe. ECB Occasional Paper Series, No. 72. / September 2007.
- Hesse, A.* (2008): Long-Term and Sustainable Pension Investments. ASSET4 and the German Federal Environment Ministry.
- Impavido, G.–Rocha, R.* (2006): Competition and Performance in the Hungarian Second Pillar. WB 3876.
- Karsai, J.* (2009): The End of the Golden Age - The Developments of the Venture Capital and Private Equity Industry in Central and Eastern Europe. MT-DP 2009/01.
- Kiss G. D.* (2009a): Az idősödés arcai. In: Botos Katalin (szerk.): Idősödés és globalizáció – Nemzetközi pénzügyi egyensúlytalanság. Tarsoly Kiadó, Budapest, 115–121. p.
- Kiss, G. D., Dudás L.* (2009): Faces of Ageing and Fundamental Background of Pension Investments – in East Central Europe, Russia and Scandinavia. In: Procházka, David–Korda, Jan (ed.): The 10th Annual Doctoral Conference of the Faculty of Finance and Accounting, University of Economics, Prague – Collection of Papers 2009. Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica, ISBN 978-80-245-1522-9, pp. 77–86.
- Kosztopolosz A.* (2004): Az Európai Unió kockázati tőkével kapcsolatos politikája és intézményei. In Botos K. (szerk.): Pénzügyek a globalizációban. JATEPress, Szeged, 68–88. p.
- Lengyel I.* (2006): A regionális versenyképesség értelmezése és piramismodellje. Területi Statisztika, 2. pp. 131–147.
- Lengyel I.* (2007): Fejlesztési pólusok, mint a tudásalapú gazdaság kapuvárosai. Magyar Tudomány, 6. pp. 749–758.
- MNB* (2008): Ábrakészlet a legfrissebb gazdasági és pénzügyi folyamatokról. Magyar Nemzeti Bank, 2008. augusztus 29., Budapest.
- Palmer, E.* (2007): Pension Reform and the Development of Pension Systems: An Evaluation of World Bank Assistance. WB 39146, IEG.
- PSZÁF* (2008): Nyugdíjpénztári hozamok (2003–2007). PSZÁF.
- Schmidt-Hebbel, K.* (1998): Does Pension Reform Really Spur Productivity, Saving and Growth? Documentos de Trabajo del Banco Central Chile, N°33 April 1998.
- Sprague, C.* (2008): Venture Capital & the Finance of Innovation. EBSCO Research Starters.

Stabilitás (2008): Stabilitás évkönyv 2008. Stabilitás Pénztárszövetség.