

Karsai Judit: A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban

Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest, 2012, 248 oldal

A középkor királyait az utókor számra a legtöbbször koronával a fejükön ábrázolták. A képekre vagy ábrázolásokra gyakran kerültek a királyi hatalom más jelképei: a jogar vagy a királyi gazdagságot jelképező ékszerek, drága ékkövek, súlyos aranyláncok, vagyonokat érő öltözetek. A mai kor királyain ritkábban láthatók ilyen, a királyi hatalmat mutató jelképek, ezek legfeljebb koronázáskor vagy különleges események alkalmából kerülnek elő. A koronás fők vagy a királyi családok tagjai viszont változatlanul reflektorfényben vannak, gyakran szerepelnek együtt a celebvilág alkalmi „hőseivel” vagy hosszabb életű állócsillagaival.

Aki azonban ebben a körben és bulvárlapok rovatai között keresi a mai gazdaság és gazdagság igazi királyait, a kockázati tőkések, az könnyen csalódik. Talán szerencsésebb lenne őket nem is annyira királyoknak, hanem királycsinálónak hívni, hiszen az igazi királyok azok a reflektorfénybe került vállalkozók – mint amilyen Bill Gates (Microsoft), Steve Jobs (Apple Computers), Larry Page, Sergey Brin (Google) vagy Fred Smith (Federal Express) –, akik sok milliárd dolláros vállalatbirodalmakat építettek többek között a kockázati tőkésektől kapott pénzből. A kockázati tőke és a kockázati tőkések a csillogásnál jobban szeretik a csendet és a homályt, ahol az iparág működésének feltételezett titkai nem kerülnek napvilágra. Ezzel persze tág teret engednek az összeesküvés-elméletek gyártóinak, akik egy új gyarmatosítás szürke eminenciáit vélik felfedezni a kockázati tőkésekben.

A legtöbb ember csupán a ragyogó díszleteket, a csillagászati összegeket, a gazdagságot látja, és nem igazán tudja vagy akarja tudomásul venni, hogy milyen nehéz út vezet a sikerhez. Aki Karsai Judit könyvében azt keresi, hogy milyen módon lehet meggazdagodni néhány nap vagy hónap alatt, az csalódni fog. A „közönségcsalogatónak” szánt cím ellenére a könyv sokkal inkább szól arról, ami az alcímében szerepel: a kockázati tőke magyarországi és közép-kelet-európai szerepéről. Tekintve a kockázati tőke ma már globálisnak mondható működését, a helyi szerepvállalás elválaszthatatlan a nemzetközi tendenciáktól, és a könyv bőségesen tartalmaz nemzetközi áttekintő adatokat, elemzéseket is. Sőt Karsai Judit, immár nagyjából húszéves kutatói tapasztalattal felvértezve, részletesen bemutatja az iparág működési logikáját, a kockázati tőke-piac szereplőit és a hatásait is. Ráadásul, mint a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület Statisztikai Bizottságának vezetője, az 1990-es évek eleje óta gyűjti és rendszerezi a kockázati tőke hazai befektetéseinek adatait.

Ahhoz, hogy a könyv igazi jelentőségét megértsük, mindenképpen érdemes visszatekinteni az 1990-es évek elejéig. Ekkor a kockázatitőke-iparág Magyarországon éppen csak formálódott, és a kockázati tőkések még a szakmai közvélemény is a Las Vegas-i kaszinókban játszó szerencsejátékosokhoz hasonlónak vélte. Osman Péter 1996-ban kiadott könyve volt az első magyar nyelven megjelent nagyobb lélegzetű mű, amelyik korrekt leírást nyújtott a kockázati tőke gazdaságfejlesztő szerepéről és a vele járó immanens kockázatokról (*Osman* [1996]).

Nem csupán a kockázati tőke karakterisztikáit, hanem a szerepét illetően is gyakoriak voltak a félreértések. Az 1990-es években politikusok, gazdaságpolitikusok éltek abban a hitben, hogy a kockázati tőkések majd bőségesen ellátják az éppen formálódó, már akkor is vészesen alultőkésített kisvállalatokat finanszírozási forrásokkal. Karsai Judit volt az, aki rámutatott arra, hogy a kockázati tőke csak a kiugró növekedésre képes cégeket hajlandó finanszírozni (*Karsai* [1997]). Becslései szerint az elmúlt húsz év mintegy 800-900 befektetésszámát nézve, nyilvánvaló, hogy a hazai cégek csupán igen kis százaléka részesült a kockázati tőke áldásaiból. Ez nem magyar specialitás, *Bygrave-Hunt* [2005] szerint nagyjából minden 3000–10 000 cég közül egy jut kockázati tőkéhez. Ezzel együtt is a kockázati tőke mintegy 5 milliárd dollár értékben fektetett be Magyarországon az 1990–2010-es időszakban.

Felmerül a kérdés, hogy akkor miről is beszélünk. Néhány gazdag alap évi néhány tucat céget támogat összességében a beruházások mintegy 1 százalékának és a GDP nagyjából 0,2 százalékának nagyságrendjében? Ahhoz, hogy a kockázati tőke igazi jelentőségét megértsük, meg kell néznünk, hogy mely cégek járulnak hozzá leginkább a gazdasági növekedéshez, és mely cégek hozzák létre az új munkahelyeket. David Birch korszakalkotó kutatása alapján ma már tudjuk, hogy az új munkahelyek mintegy 70-80 százalékát a cégek mindössze 2-4 százaléka teremti, azaz nem a döntő mértékben alacsony versenyképességű vállalkozások nagy száma, hanem a gyors növekedésű, úgynevezett gazellák a gazdaság igazi motorjai (*Birch-Medoff* [1994]). Éppen ez a kockázati tőke kulcsfontosságú feladata: a gazellák finanszírozása. Meggyőződésem, hogy a magyar gazdaság most már lassan évtizedes vergődése és lassú, visszaesésekkel tarkított gazdasági növekedése, valamint az államháztartás ezt kísérő krónikus hiánya, az eladósodottság mögött pontosan a gyorsan növekvő kis- és középvállalatok hiánya áll (vö. *Papaneek* [2010]). Karsai Judit jó érzékkel mutat rá, hogy Magyarország a 2000-es évekre a kockázati tőke regionális központjává vált ugyan, és a 2005–2008-as időszakban Magyarország a kockázatitőke-befektetések értéke terén is meghaladta az EU-átlagot, amit azonban döntő mértékben néhány nagy értékű kivásárlásnak lehet köszönni. Magyarország az EU-ban még a legjobb években is az utolsók között szerepelt a korai növekedési fázisban levő cégek kockázatitőke-finanszírozása tekintetében.

Övnek azonban attól az elhamarkodott következtetéstől, hogy a kockázati tőkések lennének felelősek a magyar gazdaság bajaiért, mondván nem hajlandók finanszírozni a reménykeltő hazai kisvállalatokat. E felfogás hívei, számos politikussal együtt, úgy gondolják, hogy a sikeres növekedés csak pénz kérdése. Hogy ez mennyi-

re nincsen így, azt részletesen elemzi Karsai Judit a kockázati tőkések vállalaton belüli szerepének tárgyalásakor. A kockázati tőkés ugyanis, ellentétben például a bankokkal, nem csupán pénzt ad, hanem aktívan részt vesz az illető cég irányításában. A kockázati tőkés révén a nagy reményű vállalkozás fontos pótlólagos erőforráshoz, emberi tőkéhez, tudáshoz, beszerzési és értékesítési piacokhoz, kapcsolatokhoz jut hozzá. A kockázati tőkés segíti a többnyire kiváló technikai tudással rendelkező, de gyengén vezetett cégek tulajdonosait/vezetőit a növekedés levezérlésében és a tipikus hibák elkerülésében. Ha azonban nincsenek reménykeltő cégek, akkor a kockázati tőkés nem fog befektetni.

A kapitalizmus új királyai című könyvet Osman Péter a blogjában joggal tartja hiánypótló műnek a téma legautentikusabb hazai szerzőjétől (*Osman* [2012]). A könyv a Karsai Judittól már ismert igényességgel, igen jó stílusban íródott. Külön ki kell emelni, hogy a szerző kockázati tőke iránti kutatói elkötelezettsége nem ment a kutatói objektivitás rovására. Karsai Judit a könyv minden egyes részében az árnyalt megközelítésre, az esetleges hiányosságok, ellentmondások feltárására és az egymással sokszor homlokegyenesen ellentétes vélemények bemutatására törekedett.

A hét fejezet közül az első három foglalkozik tulajdonképpen a kockázati tőkeiparág szereplőivel és a működés mikéntjével. Az itt tárgyalt témakörök döntő mértékben már eddig is jól ismertek voltak a kockázati tőkével foglalkozók körében, de Karsai Judit számos új elemmel gazdagította e tudást. Egyrészt az iparág nagyjából elmúlt húszéves fejlődésének tükrében történik az elemzés. Másrészt a szakirodalom legújabb kutatási eredményei is bekerültek a könyvbe, így szerepelnek a 2007-ben kezdődött gazdasági-pénzügyi válság első tanulságai is. Harmadrészt pedig a finanszírozás szerkezetével foglalkozó alfejezetben megismerkedhettünk olyan kifinomult finanszírozási formákkal is, amelyek a 2000-es években, jórészt a válság negatív hatásainak ellensúlyozására terjedtek el. Ez is azt mutatja, hogy a kockázati tőkeiparág a gazdaságnak egy ma is dinamikusan változó, újabb és újabb finanszírozási és kockázatkezelési módokat termelő ágazata.

Az örökzöld slágerek közé tartozik az állami szerepvállalás problematikája. Sokan vélik úgy, hogy az elégtelen működés, a források általános vagy részleges hiánya már elegendő ok az állami beavatkozásra. Karsai Judit ehhez – nagyon helyesen – hozzáteszi, hogy azt is meg kell vizsgálni, vajon az állam, a kormány képes-e a piaci elégtelenségeket korrigálni. Ez a kérdés a közvetlen állami beavatkozások esetében vetődik fel élesen. A könyv szerzője számos olyan állami ösztönzőt ismertet, amelyek kisebb-nagyobb mértékben, de pozitívan hatottak a kockázati tőkepiac fejlődésére. Rossz hír viszont a közvetlen állami beavatkozások híveinek, hogy a közvetlen állami részvétellel működő kockázati tőke-alapok hatékonysága kockázatvállalási és vállalatvezetési funkciók tekintetében is alatta marad a magántőkealapokénak. A javasolt megoldás a hibrid alapok létrehozása, ahol az állami tőke kiegészíti a magántőkét, viszont nem szól bele közvetlen módon a projektek kiválasztásába.

Egy külön fejezet taglalja a kockázati tőke-befektetések hatásait. A kockázati tőke rejtőzködő jellege miatt ezek meglehetősen nehezen számszerűsíthetők. Különösen keveset tudunk a nem sikeres befektetésekről és a bukások hatásairól,

de a befektetők sokszor sikereiket is féltve őrzik. A szerző igen szakszerűen, gazdag szakirodalomra támaszkodva és árnyaltan elemzi a kockázati tőke nyereségességre, árbevételre, az innovációra és a gazdasági növekedésre gyakorolt nem mindig egyértelműen pozitív hatásait. Összességében kiemeli a kockázati tőke pozitív következményeit, különösen a munkatermelékenység, az új munkahelyek teremtése és a tőke hatékony allokációja területein. A recenzenst leginkább az innovációval kapcsolatos fejtegetések lepték meg, amelyek szerint a kockázati tőke elsősorban a meglevő innovációk piaci hasznosításában és nem újabb innovációkban érdekelt.

A könyv utolsó két fejezete foglalkozik a kockázati tőke közép-kelet-európai és hazai szerepével és fejlődéstörténetével. Ameddig a magyarországi helyzetről, bár szűkebb időszámban, de már olvashattunk a szerző tollából, a közép-kelet-európai elemzés igazi novum. Úgy látszik, nem csupán magyar sajátosság, hogy a befektethető kockázati tőke állománya rendre jelentősen meghaladta a ténylegesen befektetett tőkét. Ez azt sugallja, hogy a válság előtti időszakban a kockázati tőkével kapcsolatos piaci problémák nem annyira a kínálati, hanem a keresleti oldalon voltak. Egyértelműen fogalmazva: a régióból többnyire hiányoztak a kockázati tőke finanszírozási feltételeinek megfelelő cégek. Ezt saját kutatásaim is alátámasztják: a magyar kis- és középvállalati körben lefolytatott felmérés szerint a 2004–2007-es időszakban mindössze néhány száz (400–600) olyan cég létezett, amelyek megfeleltek a kockázati tőke-befektetés minimális feltételeinek (Szerb [2009]).

A 6. fejezetben láthatunk néhány rövid esetleírást is, amelyek az általános jellemzőket konkrét példákkal támasztották alá. Hogy egy kritikai megjegyzést is tegyek, jó lett volna hasonló példákat látni a könyv többi fejezetében is. A 7. fejezet a kockázati tőke-ipar elmúlt húszéves magyarországi fejlődésével foglalkozik. Jelenleg ez a legátfogóbb és a legteljesebb tanulmány a magyarországi fejleményekről. Úgy tűnik, Magyarország elveszítette a régiós vezető szerepét, és nem is valószínű, hogy az „aranykor” – ha volt ilyen egyáltalán – valaha is visszatér. Aggódom a külföldi működőtőke-befektetések csökkenő állományát, a visszaeső beruházásokat, a befektetőket inkább elriasztó, semmint vonzó törvénykezési és szabályozási gyakorlatot. A kockázati tőke igen érzékenyen reagál a változásokra, főleg ha azok negatívan érintik a befektetéseket, és kétséges, hogy a fokozódó állami szerepvállalás képes lesz-e pótolni a távozó külföldi alapokat, amelyek eddig oroszlánrészt vállaltak a magyarországi kockázati tőke-befektetésekből.

Mindent összevetve, A kapitalizmus új királyai kiváló, jól megírt, naprakész és információgazdag könyv a kockázati tőke egyik legelismerőbb hazai kutatójától. Hogy kiknek is ajánlható? Kötelező olvasmány a kockázati tőkével foglalkozó kutatók és egyetemi oktatók, hallgatók számára. Ugyanakkor a könyv hasznos információforrás lehet a gyakorlati szakembereknek is, ha rendelkeznek már némi gazdasági alapismerettel. Melegen ajánlható még a gazdaságpolitikával foglalkozóknak, hiszen számos hasznos javaslatot és bevált gyakorlatot említ a szerző, ami jól alkalmazható lehetne a magyar kockázati tőke-piac fejlesztése területén.

Hivatkozások

- BIRCH, D. L.–MEDOFF, J. [1994]: Gazelles. Megjelent: *Solmon, L. C.–Levenson, A. R.* (szerk.): Labor Markets, Employment Policy and Job Creation. Westview Press, Boulder, CO.–London, 159–167. o.
- BYGRAVE, W. D.–HUNT, S. A. [2005]: Global Entrepreneurship Monitor 2004 Financing Report. Babson College and London Business School, Babson Park, MA. www.gemconsortium.org.
- KARSAI JUDIT [1997]: A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle*, 44. évf. 2. sz. 165–174. o.
- OSMAN PÉTER [1996]: Kockázati tőke a vállalkozások finanszírozásában. Co-Nex Könyvkiadó és Terjesztő Kft., Budapest, 347 o.
- OSMAN PÉTER [2012]: Blogbejegyzés: Karsai Judit: A kapitalizmus új királyai – *Közgazdasági szemle* Alapítvány, 2012. március 16. <http://osmanpeter.blogspot.hu/2012/03/karsai-judit-kapitalizmus-uj-kiralyai.html>.
- PAPANEK GÁBOR [2010]: A gyorsan növekvő magyar kis- és középvállalatok a gazdaság motorjai. *Közgazdasági Szemle*, 57. évf. 4. sz. 354–370. o.
- SZERB LÁSZLÓ [2009]: A magyarországi kis- és közepes méretű vállalatok kockázati tőke-finanszírozási lehetőségei. Megjelent: *Ulbert József* (szerk): Az iskolateremtő. Tanulmánykötet Bélyácz Iván 60. születésnapja tiszteletére. Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, Pécs, 247–258. o.

Szerb László