

KARSAI JUDIT

Kifelé a zsákutcából

Állami kockázati tőke és innováció

A magyar állam a rendszerváltás óta a kínálat növelésében látta az innovatív vállalkozások kockázati tőkéhez segítésének módját. A legutóbbi időkig azt a – nemzetközi gyakorlatban mindinkább kivételesnek (és elavultnak) számító – megoldást alkalmazta, hogy a kizárólagos tulajdonában álló befektetési társaságok és kockázati tőke-alapok az apparátusuk által kiválasztott cégekbe közvetlenül, saját maguk fektették be a tőkét. Az állami befektetők azonban inkább a hagyományos vállalkozásokat részesítették előnyben, ezért csak szerény hatást gyakoroltak az innovációt hordozó, technológiai vállalkozások fejlődésére. A közvetlen kormányzati tőkebefektetések negatív tapasztalatai és magas költsége külföldön már nagyrészt meggyőzte a kormányzatokat arról, hogy a professzionális és kizárólag nyereségérdekelte befektetők felhasználása sokkal hatékonyabb, mintha az állam maga próbál meg jártassággal rendelkező befektetőként fellépni az új cégeknél. A magyar állam a közvetlen befektetések korábbi gyakorlatának fenntartása mellett 2007-ben a Jeremie-program keretében először tesz kísérletet arra, hogy a magánszférában működő kockázati tőke-alapok társfinanszírozásán keresztül érje el, hogy a kockázati tőke-piac az állam preferálta innovatív kis- és középvállalkozásokat válassza. Ha a program elindul, akkor a magyar állam közvetett finanszírozási módszere a piacot teszi képessé a hatékonyabb működésre, piaci feltételekkel nyújtva tőkét – egyben biztosítva a program önfinanszírozását.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: M13, G24.

A magyar kockázati tőke-piac jellemzői

A kockázati tőke¹ Magyarországon a rendszerváltással szinte egy időben, a 90-es évek legelején jelent meg vállalatfinanszírozási lehetőségként. A Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (MKME) által a rendszerváltás óta regisztrált 1,9 milliárd dollár értékű

* A cikk Az új technológiaorientált vállalkozások innovációs tevékenységének támogatása állami eszközökkel című, B3-2006-0010. számú pályázat keretében a Nemzeti Kutatási és Technológiai Hivatal (NKTH) és a Kutatás-fejlesztési Pályázati és Kutatáshasznosítási Iroda (KPI) támogatásával jött létre, amely támogatás forrása a Kutatási és Technológiai Innovációs Alap.

¹ A cikk a kockázati tőke fogalmát tágan értelmezi, így egyaránt beleérti a klasszikus kockázati tőke-befektetéseket és a magántőke-befektetők által finanszírozott kivásárlásokat. A kockázati tőke fogalmi meghatározásáról lásd *Osman* [2005].

Karsai Judit az MTA Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos főmunkatársa.

kockázati tőke 334 vállalat finanszírozási helyzetét javította Magyarországon. A magyar piacon megtalálható az összes olyan globális és regionális kockázati tőke-alap, amely a régió iránt érdeklődik. Ez a hazai befektetőkkel együtt jelenleg körülbelül 30, a kockázati tőke befektetésével professzionálisan foglalkozó szervezetet jelent. A kockázati tőke-befektetések vállalatfinanszírozásban betöltött szerepének jelentőségét közvetve jelzi, hogy a Magyarországon működő vállalkozásokba 2006-ban befektetett kockázati tőke GDP-hez viszonyított aránya elérte a 0,6 százalékot, ami az európai országok közötti igen rangos, ötödik helyet biztosítja (1. táblázat).

1. táblázat

A kockázati- és magántőke-befektetések értéke Európa húsz országában, a befektetés célországa és az alapkezelő székhelye szerint, 2006 (a GDP százalékában)

Ország	Befektetés célországa szerint	Alapkezelő székhelye szerint
Svédország	1,437	1,382
Egyesült Királyság	1,258	2,192
Hollandia	1,048	0,453
Franciaország	0,607	0,567
Magyarország	0,596	0,043
Csehország	0,453	0,011
Belgium	0,445	0,299
Írország	0,394	0,061
Spanyolország	0,367	0,268
Dánia	0,335	0,169
Olaszország	0,333	0,231
Németország	0,313	0,152
Svájc	0,282	0,276
Norvégia	0,258	0,171
Finnország	0,233	0,158
Lengyelország	0,205	0,114
Portugália	0,115	0,111
Románia	0,112	0,101
Ausztria	0,103	0,062
Görögország	0,033	0,006
Európa összesen	0,569	0,598

Forrás: EVCA Yearbook 2007, 50. és 57. o.

A viszonylag fejlett kockázati tőke-piac korántsem jelenti azt, hogy a magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutása megoldódott volna. Míg a nagyobb vállalkozások megfelelő projektek esetén válogathatnak a finanszírozók között, a kisebb méretű, életciklusuk kezdetén tartó cégek nehezen találnak finanszírozót. Ez különösen igaz azokra, amelyek nem kívánnak a nemzetközi piacon is megjelenni termékeikkel, és az intézményes kockázati tőke-befektetők nagyon magas hozamkövetelményének teljesítésére nem képesek ígéretet tenni. Elsősorban a viszonylag alacsonyabb jövedelmű cégek helyzete nehéz. A befektetők tőkebőségének és a cégek tőkeéhségének együttes előfordulását a kockázati tőke kínálatának erőteljes szegmentáltsága magyarázza. Az aránylag sok kis ügylet ellenére az összes befektetés nagy része egy-két befektetéshez kötődik, a közepes

2. táblázat

A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetések számának (értékének) évenkénti alakulása az ügyletek nagyságkategóriái szerint, 2000–2006 (darab, zárójelben: millió euró)

A befektetés mérete (millió euró)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
0–1	26 (13)	17 (12)	14 (6)	19 (4)	22 (9)	18 (5)	32 (9)
1–2,5	7 (14)	5 (10)	7 (9)	9 (15)	11 (17)	4 (5)	3 (5)
2,5–5	7 (28)	3 (11)	2 (7)	0 (0)	1 (3)	1 (3)	2 (9)
5–15	7 (56)	3 (38)	3 (35)	1 (13)	5 (37)	2 (18)	1 (12)
15+	0 (0)	0 (0)	3 (70)	3 (85)	2 (42)	1 (100)	1 (500)
Összes ügylet	47 (111)	28 (71)	29 (127)	32 (117)	41 (108)	26 (131)	39 (535)
Átlagérték (millió euró)	2,4	2,5	4,4	3,7	2,6	5,0	13,7

Forrás: a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület adatai.

méretűek pedig szinte hiányoznak. (A magyarországi kockázati-tőke-befektetések méret szerinti alakulását a 2. táblázat mutatja be.)

A kockázati tőke innovációt előmozdító szerepét eleinte jóformán egyáltalán nem lehetett kimutatni (Karsai [2004]). A piacgazdaságra való áttérés korai szakaszában a kockázati tőkét befektetők számára ugyanis elsősorban a privatizáció és a talpra állító (*turnaround*) ügyletek jelentettek vonzerőt, így főként a nagyobb, 5-10 millió dollár feletti tranzakciók voltak jellemzők. A befektetések lényegében csak a 90-es évtized utolsó harmadában teljesítették a kockázati tőke hagyományos, innovációt elősegítő funkcióját. A befektetők első hullámát képviselő, kifejezetten magyarországi befektetésre szakosodó országalapok 1989 és 1992 között főként a privatizációs lehetőségeket igyekeztek kiaknázni. Az 1995 után érkező második kockázati-tőke-hullám során olyan regionális kockázati-tőke-alapok telepedtek meg Magyarországon, amelyek nem határoztak meg kvótákat az egyes országok között, s a kelet-közép-európai régióbeli befektetéseik fő célja a gazdaságos üzemméret kialakítása volt.

Az *innováció finanszírozására* vállalkozó kockázati-tőke-befektetők nagyobb számban csak az *internetboom* idején jelentek meg Magyarországon, sőt ekkor átmenetileg még az egyébként a vállalkozások későbbi életciklusát finanszírozó kockázati-tőke-alapok is investáltak korai fázisban tartó ígéretes cégekbe. 2001-ben azután fordult a helyzet, a *dot.com*-láz elmúltával a befektetők visszatértek a hagyományos gazdaságban működő cégekhez. 2002-ben pedig a magyar kockázati-tőke-piacon is egyértelműen a kivásárlások kerültek előtérbe. A nyugat-európai trendekhez hasonlóan a finanszírozás súlypontja az innováció közvetítéséről a nagyvállalatok konszolidálását szolgáló kivásárlási ügyletekre került. Annak ellenére, hogy 2003-ban a régióban több új alap jelent meg, a fejlesztési célú tőkebefektetések, azaz az életciklusuk expanzív szakaszában tartó vállalkozások finanszírozása változatlanul háttérbe szorult. Nagy értékű befektetések tették ki a magyarországi finanszírozás túlnyomó részét, ugyanis a regionális kockázati-tőke-alapok magyarországi vállalatok külföldi tulajdonosaitól vásároltak meg itteni cégeket.

A korai fázisban tartó befektetések szempontjából 2003 fontos fejleménye volt, hogy a kisebb összegű magánszektorbeli befektetések helyét az *állami* tulajdonban lévő *befektetési társaságok* által végrehajtott finanszírozási akciók vették át. Az állami tulajdonú befektetők jó néhány, 30 és 100 millió forint közötti befektetést hajtottak végre. Mivel azonban ezekre a hagyományos szektorokban került sor, az innovatív cégek finanszírozásának helyzete továbbra sem változott. Az állami befektetési társaságok aktívvá válásá-

nak következtében 2004-ben kifejezetten a kisebb méretű tranzakciók térnyerését lehetett megfigyelni.

A magyarországi kockázati tőke-piac középső szegmensében továbbra is alig történt befektetés, mivel a nagy nemzetközi alapok csak korlátozottan érdeklődtek a 2,5 és 5 millió euró értékű befektetések iránt, s e mérettartományban a megfelelő célpontot jelentő vállalkozások kínálata is szűk volt. Ugyanakkor az 5 millió euró feletti befektetések száma 2004-ben jelentősen emelkedett, az e mérettartományban végrehajtott befektetések már az ügyletek értékének közel háromnegyedét képviselték. A nagy értékű befektetéseket végrehajtó nagy nemzetközi befektetők között 2004-ben először jelentek meg a globális alapok. 2005-ben tovább folytatódott a regionális szintű tőke kínálat bővülése. A befektetések számának közel egynegyedét kitevő korai fázisú ügyletek a befektetések értékéből mindössze 1 százalékkal részesedtek, míg egy kivásárlás egyedül az ügyletek értékének több mint háromnegyedét adta.

2006-ban a magyar kockázati tőke-piacon egyaránt emelkedett a befektethető tőke volumene, a befektetések értéke és az üzletből való kiszállások száma. Ez azonban nem a tőkepiaci törvény 2006 januárjában életbe lépő módosításának volt a következménye, mivel a hazai intézményi befektetők továbbra sem vettek részt a kockázati tőke-piac forrásellátásában. 2006-ban a Magyarországon befektetett tőke értéke közel ötszörösére nőtt. A befektetések számában folyamatosan nőtt a legkisebb, 1 millió euró alatti mérettartomány súlya. Az ide sorolható ügyletek számaránya 2004-ben 54 százalék, 2005-ben 69 százalék, 2006-ban pedig már 82 százalék volt. A 2,5 millió euró alatti mérettartományokban született befektetések tették ki az ügyletek 90 százalékát, értékének viszont csak 2,6 százalékát. A középső mérettartományában 2006-ban is alig fektettek be. A 2006-ban *erőteltessé váló kivásárlásokat* globális magántőkealapok hajtották végre olyan cégek körében, amelyek korábban nyilvános, azaz tőzsdén szereplő vállalkozások voltak.

A kis összegű befektetések viszonylag magas száma 2006-ban továbbra is főként az állami tulajdonú befektetők aktivitásának volt az eredménye, mivel e szervezetek hajtották végre a magyarországi tranzakciók 64 százalékát, bár részarányuk a befektetések értékéből mindössze 3,4 százalékos volt. A korai fázisú tranzakciók terén különösen kiemelkedő volt az állami szerepvállalás, e szervezetek nyújtottak forrásokat az ilyen ügyletek (számának és értékének) közel háromnegyede számára. Az állami részarány azonban az expanzív befektetések számát és értékét tekintve is jelentős, egyaránt 65 százalékos volt 2006-ban.

Az adatok összességében azt támasztják alá, hogy a vizsgált 18 év során *folyamatosan javult* a magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutási lehetősége. Erre a régióba történő erőteljes tőkebeáramlás biztosított lehetőséget. A 2005–2006. évi rekordértékű kivásárlás a kelet-közép-európai tőkeáttételes kivásárlási ügyletek kedvező kilátásait mutatta. A magánszektorbeli befektetők az expanzív cégek esetében regionális stratégiát követtek, míg az életciklusuk elején tartó cégek finanszírozása zömmel az állami befektetőkre hárult. A magyarországi kockázati tőke-piacon azonban *nem mutatható ki olyan egyértelmű stratégiai elkötelezettség, ami bizonyítaná a kockázati tőkések technológiai és/vagy tudásintenzív vállalkozásokba történő befektetéseinek meghatározó túlsúlyát* (ASZ [2005]), mivel az innováció finanszírozása – a technológiai boom idejétől eltekintve – nem volt meghatározó. (A magyarországi kockázati tőke-befektetések számának és értékének finanszírozott cégek életciklusa szerinti alakulását a 3. táblázat mutatja be!)

A kockázati tőke-piac *gyenge pontját az üzleti angyalok, a magvető és a korai fázist finanszírozó magánszektorbeli befektetők hiánya jelenti*, különösen az induló technológiai cégek esetében. Érzékelhetően jelen vannak viszont a piacnál alacsonyabb hozamkövetelmény mellett befektetni hajlandó állami háttérű befektetők. Így tulajdonképpen Magyarországon a fő „üzleti angyal” az állam lehetne, ha működése nem korlátozódná

3. táblázat

A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetések összesített száma, értéke és átlagértéke a finanszírozott cégek életciklusa szerint, 1989–2006

Megnevezés	Korai	Expanzív	Kivásárlási	Összes befektetés
	szakasz			
Befektetések száma (darab)	107	211	16	334
Befektetések értéke (millió dollár)	116,4	912,1	864,4	1892,9
Átlag befektetési érték (millió dollár)	1,10	4,30	54,00	5,67

Forrás: az MKME adatai alapján saját számítás.

csupán a portfólióban lévő cégek bürokratikus ellenőrzésére. A magánszektorbeli alapok közül alig akad olyan, amely az induló és korai fázisú befektetéseket részesítené előnyben, ugyanakkor számos állami tulajdonban lévő kockázattőke-befektető finanszíroz kis- és közepes méretű cégeket.

Az innovatív kis cégek finanszírozására vállalkozó magánszektorbeli alapok magyar piacon való távolmaradásának több oka van. Az induló és korai szakaszt finanszírozó kockázattőke-befektetők szelekciós politikáját egyaránt befolyásolja a potenciálisan elérhető projektek száma, minősége, a meghódítani kívánt piac nagysága, valamint a kilépési lehetőség (Murray–Marriott [1998]). A magyar piac valójában túl kicsi, s ezért nem kelti fel a jelentős kockázatot vállaló magánszektorbeli befektetők figyelmét (Portfolio [2005]).² A professzionális alapok számára az ügyleteket nem készítik elő üzleti angyalok, s nincs a piacon egyetlen magvető alap sem (Kosztópulosz–Makra [2004], Makra [2006], Szerb [2006], Szerb–Rappai–Makra–Terjesen [2007] és Szilbereky–Makra [2007]). A tőzsde nem elég likvid, igen kevés az új tőzsdei megjelenés (IPO), s ez keresleti oldalról sem aktivizálja a kínálatot (Portfolio [2007]). A sikeres magvető és korai fázisú tranzakciók fő korlátai közé tartozik a szektorspecifikus know-how hiánya a helyi befektetők körében, míg a nemzetközi befektetők számára a fő gátat a régióra, a befektetési célpontokra és a régióbeli társbefektetőkre vonatkozó információk hiánya jelenti (EIU [2007]). További nehézség a megfelelő alpméret kialakítása. Magyarországon viszonylag kevés a befektetést kérő ajánlat, sokszor a benyújtott üzleti tervek, illetve a vállalatvezetés színvonala sem megfelelő, az itteni befektetők portfóliója nem eléggé diverzifikált, a befektetések beérési időtartama is hosszabb, mint a fejlettebb kockázattőke-piacokon, ami miatt a hozamok is kisebbek. Az alacsonyabb hozamok miatt a magyarországi befektetések finanszírozói kevesebb bukást vagy félsikert viselnek el. Az itteni alapok működésének költségeit a külföldi irányítás és belföldi iroda fenntartása egyaránt terheli (ÁSZ [2005]).

Állami szerepvállalás

A magyarországi kockázattőke-piacon a kormányokhoz kötődő, költségvetési forrásokból származó tőke fontos szerepet játszott az elmúlt 18 év során: a befektethető és a ténylegesen befektetett tőke egyaránt közel negyedét (743 millió dollár és 500 millió dollár) biztosította. 1989 és 2006 között az állami forrásból származó befektetések értéke több mint félmilliárd dollárt tett ki, az ügyletek száma közel 180, az átlagos befektetési

² A kockázati tőkések célpiacát jelentő innovatív cégek összes magyarországi vállalkozáson belüli arányáról lásd Havas [2006] és Varga [2007].

méret 2,8 millió dolláros volt. A 18 év során az állami forrásból végrehajtott befektetések egyhatoda induló és korai stádiumban tartó cégekhez került, míg a befektetések számát nézve ez a vállalati kör közel 30 százalékot képviselt. Mivel az állami finanszírozók kivásárlásokat lényegében nem végeztek, az állami háttérű befektetések többi része az expanzív szakaszban tartó cégeknek jutott. 2000 után, amikor nemzetközi állami szervezetek már alig vettek részt a piac finanszírozásában, a kormányzati források több mint 200 millió dollárral emelték meg a befektethető forrásokat.

2002 óta az állam, érzékelve az induló és korai fázisban tartó magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutási nehézségeit, költségvetési források felhasználásával egy sor olyan kockázattőke-társaságot, illetve -alapot hozott létre, amelyek a hazai tőkeszegény vállalkozások, elsősorban is a kis- és középvállalkozások kockázattőke-hiányát kívánták enyhíteni (*Karsai* [2002], [2004], [2006]). Az állami befektető szervezetek aktivizálódása nyomán 2003-ban új tendenciaként *a magyarországi kockázattőke-piacon felerősödött az állami szerepvállalás* a korai fázisban tartó, viszonylag kisebb vállalkozások finanszírozása terén. E piaci szegmensben a magánforrásból származó kockázati tőke a technológiai boom kifulladásá óta alig működött, azaz *a magánszektor* kisebb

4. táblázat

Állami háttérű finanszírozók által végrehajtott kockázattőke-befektetések 1989 és 2006 közötti összesített értéke és darabszáma a finanszírozott cégek életciklusa szerint Magyarországon (millió dollár és darab)

Megnevezés	Korai	Expanzív	Kivásárlási	Összes
	szakasz			befektetés
Befektetések értéke 1989–2006 (millió dollár)	78,9	425,3	0,6	504,9
– ebből: 2000–2006	13,8	150,8	0,6	165,2
Befektetések száma 1989–2006 (darab)	51	126	1	178
– ebből: 2000–2006	28	79	1	108

Forrás: az MKME adatai alapján saját számítás.

5. táblázat

A állami és a nem állami háttérű finanszírozók által végrehajtott kockázati- és magántőke-befektetések értékének évenkénti megoszlása a finanszírozott cégek életciklusa szerint Magyarországon, 2002–2006 (százalék)

Év	Korai		Expanzív		Kivásárlási		Összes befektetés	
			szakasz					
	állami	magán	állami	magán	állami	magán	állami	magán
2002	0	100	27,8	72,2	0	100	18,1	81,9
2003	62,5	37,5	28,9	71,1	0	100	16,6	83,4
2004	57,0	43,0	65,2	34,8	100	0	64,8	35,2
2005	18,8	81,2	28,6	71,4	0	100	6,8	93,2
2006	83,5	16,5	70,5	29,5	0	100	3,8	96,2
2002–2006	51,6	48,4	48,7	51,3	0,1	99,9	13,3	86,7
1989–2006	49,0	51,0	48,9	51,1	0,1	99,1	26,6	73,4

Forrás: az MKME adatai alapján saját számítás.

összegű kockázatitőke-projektjeinek helyét az állami tulajdonban lévő befektetési társaságok által végrehajtott finanszírozási akciók vették át. 2000 és 2006 között állami háttérű befektetők megközelítően 100 cégbe közel 160 millió dollárt fektettek be. Ennek ellenére 2000 és 2006 között az állami finanszírozók továbbra is leginkább az expanzív szakaszban léptek be, mivel ilyen cégek kapták az állami háttérű befektetések értékének 90 százalékát, s az expanzív cégek számaránya az állami befektetésekben közel háromnegyed volt. (Az állami finanszírozók jelentőségét a finanszírozott cégek életciklusa szerint a 4. és az 5. táblázat mutatja be.)

Az állami tulajdonban lévő befektetők a gyorsan növekvő, innovációt hordozó, technológiai vállalkozásokat felölelő területekre kevés hatást gyakoroltak, mert jellemzően a hagyományos ágazatokat részesítették előnyben, azaz az erőteljesebb állami szerepvállalás lényegében érintetlenül hagyta a csúcstechnológiai szektorokat. Az állami kockázatitőke-befektető szervezetek közül elsősorban a két kockázatitőke-alap (Informatikai Kockázati Tőkealap, Corvinus Első Innovációs Kockázati Tőkealap) foglalkozik nevéből adódóan is innovatív, korai fázisú befektetésekkel, míg a többi befektetési társaság nagyrészt a már stabil cégek expanzív finanszírozásával foglalkozik.

Magyarországon a kockázatitőke-piacon az állami szerepvállalás deklarált célja mindig az innováció ösztönzése, s ennek érdekében a kis- és középvállalatok finanszírozásának előmozdítása volt (Karsai [2002], [2004], [2006]). Az állam alapvetően kétféle módon befolyásolta a magyarországi kockázatitőke-piac fejlődését: a jogszabályi, szabályozási háttér megteremtésével, illetve költségvetési források közvetlen befektetésével a vállalkozásokba.

A magyarországi kockázatitőke-befektetések előmozdítása érdekében 1998-ban törvény született, amely létrehozta a kockázatitőke-alap jogi formáját. A törvény a visszaélések elkerülése érdekében szabályozta az alapításkori tőkekövetelményt, s előírta a teljes befektetésre szánt összeg alapításkori befizetését. Megszabta azt is, hogy a befektetőknek az alapításhoz képest a tőke mekkora hányadát mennyi időn belül kell befektetniük. Az előírások betartása a törvény hatálya alá bejelentkező befektetőknek átmeneti időre (hat évre) adómentességet biztosított. A törvény hatálya alá önkéntesen bejelentkező befektetők befektetéseik felére állami garanciát szerezhettek, ugyanakkor vállalniuk kellett, hogy saját tőkéjüknek csak maximum 15 százalékát fektetik be egy vállalkozásba, két év alatt befektetik a kibocsátott tőke 30 százalékát, az első hat évben saját tőkéjük átlagosan felét befektetve tartják a cégekben, s ezen belül 70 százalékát legalább három éven át, a fel nem használt forrásokat pedig államkötvényben tartják vagy folyószámlán pihentetik.

Ezen bürokratikus, az üzleti szempontokat nem megfelelően érvényesítő előírások folytán azonban a törvény hatástalan maradt, mindössze két, állami tulajdonú befektetési alap vállalta annak következményeit, ám az előírások betartása számukra is rendkívül nehéz volt, a piac többi szereplőjéhez képest hátrányos helyzetbe hozta ezen alapokat. Más befektetők ugyanis nem éltek a felkínált lehetőséggel, a magánszektorbeli szervezetek változatlanul vagy külföldön bejegyzett *off-shore* céggént folytatták a befektetéseket, vagy hazai társaságként nem éltek az adókedvezménnyel. Nehézkessége miatt még az állami tulajdonban lévő befektetők többsége sem ezt a jogi formát választotta, s nem változtatott a gazdasági társasági formában való működésen. Az új tőkepiaci törvény elfogadásával 2006 januárjától új szabályozás váltotta fel az 1998. évi törvényt. Az új törvény változtatott az alapokban a tőke rendelkezésre állásával és felhasználásával kapcsolatos előírásokon, oldotta az alapkezelők befektetési döntéseinek korlátozását, megszüntette a befektetési politika kialakításában való korlátozásukat. Továbbra sem oldotta meg azonban kielégítően az alapok számára a befizetések befektetéshez igazítását, ami szükségessé teszi a törvény további módosítását.

A magyar piacon érvényes jogi előírások 2005 végéig nem csupán a befektetést végző szervezetek helyzetét nehezítették meg, hanem a kockázatitőke-piac intézményi befektetőktől származó forrásellátását is megakadályozták. Az intézményi befektetők, így például a magánnyugdíjpénztárak és biztosítótársaságok vagyonuk egy csekély hányadát sem fektethették kockázatitőke-ágazatba. A hazai intézményi finanszírozók megtakarításainak a kockázati tőkébe mint vagyonosztályba kerülését a 2005 végéig érvényes előírások Magyarországon gyakorlatilag kizárták. Így nem vált lehetségessé a kockázatitőke-ipar forrásellátásának utánpótlása belföldi csatornákból, s ez hátráltatta az ágazat fejlődését. A 2006 januárjától érvénybe lépő *tőkepiaci törvényt kiegészítő kormányrendelet* azonban e téren is komoly változást hozott: jogi lehetőséget teremtett arra, hogy a hazai intézményi befektetők tőkéjük egy részét kockázatitőke-alapokba fektessék. Ennek megfelelően a hazai intézményi befektetők, főként a nyugdíjpénztárak és biztosítók vagyonuk egy nagyon kis hányadát immár e tőkeosztályba fektethetik. Például az önkéntes és magánnyugdíjpénztárak pénztári eszközeik legfeljebb 5 százalékát fektethetik be kockázatitőke-alapok jegyeibe. Az egy alap által kibocsátott jegyek aránya nem haladhatja meg a befektetett pénztári eszközök 2 százalékát. Bár a kockázatitőke-alapok vezetői azt remélték, hogy a szabályozási változás segíthet alapjaik tevékenységének magyarországi kiterjesztésében, a helyi nyugdíjalapok és biztosítócégek azonban *nagyon kis érdeklődést* mutattak a kockázatitőke-befektetések iránt. Az intézményi befektetők kockázatvállalási hajlandóságának részletes elemzése nélkül is érthető ez a távolmaradás, tekintve a hazai befektetésekről, különösen azok hozamának alakulásáról rendelkezésre álló információk szinte teljes hiányát.

2007 májusában módosították a magyar kockázatitőke-piac legfontosabb állami szereplőjéről, a *Magyar Fejlesztési Bank (MFB) Zrt.-ről szóló törvényt* is. Ez korábban az MFB számára csak a gazdasági társaságokba történő közvetlen tőkebefektetést tett lehetővé. Ugyancsak módosításra szorult a hitelintézeti és a tőkepiaci törvény azon előírása, amely nem engedte, hogy az MFB befektetéseit egy gazdasági társaságba vonja össze. Az uniós jogszabályi környezet azonban azt kívánta meg, hogy a bank alapszerűen kezelhesse tőkebefektetéseit, s az alapszerű kezelés tegye lehetővé a magánszektorból származó tőke bevonását is. E törvénymódosításból is látszik, hogy korábban az MFB meglévő befektetéseit nem tudta alapokba kivinni, és kockázatitőke-alapokon keresztül sem fektethetett tőkét a cégekbe. Csak a módosítás tette lehetővé az MFB számára, hogy kockázatitőke-alapok által kibocsátott kockázatitőke-alap-jegyet vegyen. A törvénymódosítás egyúttal meghatározta azon gazdálkodó szervezetek körét is, amelyekben a bank 100 százalékos tulajdoni részesedéssel rendelkezhet, s ezzel lehetővé tette az állami befektetés korábban egymástól független szervezeteinek összevonását.

Magyarországon az *állam kockázatitőke-befektetői* fellépésének típusa és hatékonysága 2007 nyaráig a rendszerváltás óta lényegében *nem változott*. Az állam mindvégig a *kínálat növelésében* látta a vállalkozások kockázati tőkéhez jutásának elősegítési módját. Az erre elkülöníthető állami források nagysága alku folyamán dőlt el. A *befektetés közvetlenül*, az állam által e célra létrehozott, kizárólag állami tőkét kihelyező társaságokon és alapokon keresztül *történt*. Az állam nem finanszírozott magánszektorbeli alapokat, nem társult a magánszektor kockázatitőke-alapjaival, így nem javította működésük eredményességét, nem csökkentette költségeiket, s nem vállalta át veszteségeik egy részét sem annak érdekében, hogy e befektetők a számára fontos vállalkozások körét kockázati tőkével finanszírozzák.³ 2007-ben viszont e téren már határozott válto-

³ A kockázatitőke-piacon az állami szerepvállalás nemzetközi gyakorlatáról lásd *Leleux–Surlémont–Vacquier* [1998]; *Lerner* [1999], [2002]; *EC–US* [2005]; *EC* [2003], [2005], [2006]; *Jääskeläinen–Maula–Murray* [2005], *Maula–Murray* [2003] és *OECD* [2006].

zást jelez a kormány terve a magánszférával történő együttműködésre, amelyet az EU-források felhasználásán alapuló *Jeremie* elnevezésű program keretében kíván megvalósítani.

A vizsgált 18 évben a kockázati tőke-piacra szánt költségvetési források befektetésére a magyar kormány azt a – nemzetközi gyakorlatban ma már kivételesnek számító (*Jääskeläinen–Maula–Murray* [2005], *EC* [2005], *OECD* [2006]) – megoldást alkalmazta, hogy a kizárólagos tulajdonában álló befektetési társaságok és kockázati tőke-alapok a saját vezetőik és apparátusuk döntése alapján kiválasztott cégekbe közvetlenül maguk fektették be a tőkét. Bár a tervek között már a 2000-es évek elején szerepelt a magánszektorbeli befektetőkkel történő társulás (*Napi* [2002]), ennek a gyakorlatban nem sok realitása volt. Hogy ez mennyire irreális volt az akkori viszonyok között, azt jól érzékelteti a kockázati tőke-törvény és az MFB-re vonatkozó törvény időközben bekövetkezett módosítása.

A jogi akadályokon túlmenően főleg az nehezítette meg az együttműködést a magánszférával, hogy az állami háttérű befektetők *nem a piacon szokásos hozamkövetelményeket támasztották* a portfóliójukba választott cégekkel szemben, s a befektetéseikből történő kiszállást sem a kockázati tőkések megszokott módján biztosították. Valójában a tőkebefektetést burkoltan *hitelnyújtássá változtatták* azokban a szerződésekben, amelyeket a finanszírozott cégekkel kötöttek, s ez merőben eltért a magánszektorbeli szereplők gyakorlatától. Hogy az állami kockázati tőke-befektetési programok konstrukciói nem valódi tőkebefektetésként, hanem hitelnyújtásként viselkednek, azt jól érzékeltetik az MFB Zrt. vezérigazgatójának szavai: „Pénzügyi befektetők vagyunk, így ez a konstrukció lényegében egy alárendelt kölcsöntőke program” (*Vajda–Mong* [2006]). A Kisvállalkozás-fejlesztési Pénzügyi Zrt. vezérigazgatója azt nyilatkozta, hogy a 2004 végétől megvalósított befektetéseiknél a portfóliójukba tartozó társaságok már a szerződéskötéskor olyan visszafizetési ütemezést vállaltak, ami a befektetési időtartam második felében már évenként csökkenő befektetési állományt, tervezhetőséget, illetve kisebb kötelezettséget jelentett a számukra (*VG* [2006]). Ugyancsak hitelkonstrukcióra utal több állami befektető gyakorlatában a portfólióban lévő cégtől megkövetelt biztosíték is. Így például az Informatikai Kockázati Tőkealap zárt végű befektetés esetén a társtulajdonostól biztosítékot is kért a kivásárlásra és a hozamra, amelynek fedeznie kell az alap követeléseinek legalább 40 százalékát (*GKM* [2005]). Az is mindvégig az állami és magánszektorbeli kockázati tőke-befektetők együttműködése ellen hatott, hogy az állami befektetők deklaráltan nem kívántak részt venni a finanszírozott vállalkozások irányításában, csupán azok ellenőrzését tartották fontosnak. Ezzel az induló és korai fázisban tartó innovatív cégek éppen attól, a tőkén kívül kapható, esetenként rendkívül fontos segítségtől estek el, amelyet a befektetők a siker érdekében nyújthatnak többek között a cég stratégiájának kidolgozásában, a további finanszírozás biztosításában, a megfelelő szakmai kapcsolatrendszer kiépítésében, avagy a vezetőség kialakításában (*Karsai* [2002], [2004]; *Kosztolopulosz–Makra* [2004]; *Makra* [2006] és *Szerb* [2006]).

A magyar piacon az állami tulajdonú befektetők magánszektorbeli alapokkal történő együttműködésének hiánya miatt a szóban forgó szervezetek *a költségvetéstől egyre újabb forrásokat igényeltek*. A kormány eleve irreálisan alacsony befektethető tőkével állította fel a szervezeteket a rájuk mért feladatok jellegéhez képest (*Ludányi* [2001]), s mivel más forrásból e szervezetek nem tudtak tőkéhez jutni, értelemszerűen merült fel részük-ről az újabb és újabb finanszírozási igény. Az önfenntartást biztosító alaptőke nagyságának figyelembe kellett volna vennie, hogy az induló és korai fázis finanszírozása a dolog természetéből adódóan rendkívül kockázatos, így a források egy része sohasem kerül vissza a befektetőhöz, de előrevetítette a források gyors kimerülését a piacnál szándékosan jelentősen alacsonyabban megállapított hozamkövetelmény, a befektetések beérésé-

nek hosszú ideje, s a portfólió diverzifikálásának hiányzó lehetősége. Ráadásul a viszonylag kis méretű ügyletek fajlagosan több ráfordítást igényelnek, mint a magánszektorbeli befektetők nagyobb projektjei (Murray–Marriott [1998]). Egy kisméretű állami tulajdonú finanszírozó szervezet vezetője 10 milliárd forintra becsülte az önfenntartást biztosító tőkevolument (Magos [2003a]), ami 2-4-szer akkora, mint a ténylegesen rendelkezésre bocsátott tőke.

Intézményi háttér

Annak ellenére, hogy a közvetlen befektetés gyakorlata nem változott, az állami forrású kockázatitőke-befektetések magyarországi intézményrendszere 1989 óta igen sok átalakuláson ment keresztül: módosultak azok a befektetési szervezetek, amelyek nagyrészt hasonló vállalati kör számára kínálnak állami forrású kockázati tőkét, változott felügyeletük, forrásellátásuk. Ám az állam által a kockázati tőke befektetésére létrehozott szervezeti rendszer működése nemigen lett hatékonyabb (Szabó [2005]). E rendszer a lebonyolított befektetésekhez képest igen költségesen működött, az ügyfeleket tekintve sok volt benne az átfedés, míg bizonyos piaci szegmensek – így például a magvető szakaszban tőkét igénylő cégek – kimaradtak belőle. A szervezeti átrendezések idején sokszor lehetett érzékelni, hogy azokat nem a gazdasági racionalitás, hanem az aktuális erőviszonyok változása diktálta.

A rendszerváltást követő években az állam közvetlenül a tulajdonában lévő fejlesztési bank – Magyar Fejlesztési Bank (MFB) – vállalati befektetésein keresztül avatkozott be a kockázatitőke-ágazatba. Az MFB igen nagy összegekkel finanszírozott reorganizációra szoruló magyar iparvállalatokat, ezek kiválasztása azonban üzleti szempontok helyett főként gazdaságpolitikai megfontolások és esetenként más szubjektív tényezők alapján történt (Karsai [1999]).

Az MFB részvétele a kockázatitőke-finanszírozásban 2000-ben megszűnt. Az állami kockázatitőke-befektetések feladatát egy új kormányzati stratégia jegyében a kifejezetten e célra állami tőkével létrehozott Regionális Fejlesztési Holding Rt. (RFH Rt.) vette át. Ezért az MFB tulajdonában lévő regionális fejlesztési társaságok és a bank vállalati részesedéseinek jelentős hányada az RFH Rt.-hez került. Az RFH Rt. egyúttal megbízást kapott több állami kockázatitőke-alap felállítására. Ennek szellemében 2002-ben létrehozott egy befektetési társaságot (Beszállítói Befektető Rt.), illetve egy kockázatitőke-alapot (Informatikai Kockázati Tőkealap). A kormány azonban közvetlenül maga is létrehozott egy kockázatitőke-befektető társaságot a kis- és középvállalatok finanszírozására (Kisvállalkozás-fejlesztési Pénzügyi Rt.). Az állami tulajdonban lévő Corvinus Nemzetközi Befektetési Rt. ugyancsak állami tőkével vett részt magyar vállalkozások határon túli befektetéseiben.

Az állam 2003-ban ismét fontos szerephez juttatta fejlesztési bankját, az MFB-t a kockázatitőke-piacon, amikor a 2003 nyarán elfogadott fejlesztési tőkeprogram keretében öt éven keresztül összesen 40 milliárd forint tőke magyarországi vállalkozásokba történő közvetlen befektetésével bízta meg (Bakonyi [2003]). Az MFB által kezelt tőkeprogramok száma a még 2003-ban elindított fejlesztési tőkeprogram bejelentése óta további kettővel – az Európa általános tőkeprogrammal, valamint a kis- és középvállalati hitel- és tőkeprogrammal – bővült. Az MFB aktivizálódása ellenére 2003-ban még az RFH Rt. is nagyszabású terveken dolgozott, mert az általa felállított első kockázatitőke-alapon kívül további kettő felállítását is tervezte (Magos [2003b]). (Az állami tulajdonú befektetők jellemzőit a 6. táblázat foglalja össze.)

A kormány 2005-ben döntött az állami kockázati tőkét befektető szervezetek összevo-

6. táblázat
Az állami tulajdonban lévő kockázattőke-befektetési társaságok és alapok jellemzői Magyarországon, 2003–2006 (millió forint)

Jellemzők	MFB Rt.	Corvinus Nemzetközi Zrt.	Beszállítói Befektető Rt.	Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Rt.	Informatikai Kockázati Tőkealap	Corvinus Első Innovációs Kockázati Tőkealap
Alapítás éve	2003*	1997	2002	2002	2002	2005
Kezelt tőke	40 000 + 25000**	10 000	2500	3400	3000	5000
Befektetési méret	50–500	30–300	20–250	10–100	50–450	20–750
Hozamkövetelmény	infláció + 6 százalék	változó	Infláció + 5 százalék + kockázati felár	Bubor + 0 és 1,5 százalék között	állampapír + 8 és 16 százalék között	változó

* A fejlesztési tőkeprogram elindítása.

** Európa általános tőkeprogram.

Forrás: GKM [2006], valamint a szervezetek honlapjai.

násáról. Az első elképzelés a Corvinus Rt.-t helyezte az innovatív kis- és középvállalkozásokat segítő állami fejlesztési és tőkebefektetési programok középpontjába. Ennek megfelelően a Corvinus 100 százalékban az MFB leányvállalatává vált volna, s a Regionális Fejlesztési Holdingnak a Beszállítói Befektető Rt. 49 százalékos részesedéséért fizetett volna. A tervek szerint tőkét emeltek volna a Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Rt.-ben, hogy az MFB-nek e cégben is legyen tőkerészesedése. A Corvinus oly módon hozta volna létre a legfontosabb fejlesztési szektorokban (biotechnológia, energetika, logisztika, informatika) az új, tervbe vett innovációs tőkealapokat, hogy ezekben az alapokban az MFB 5 milliárd forint értékben jegyezett volna tőkét. Az alapkezelés egyszerűsítése érdekében ehhez a Covinus megvette volna a Regionális Fejlesztési Holding által már létrehozott Regionális Kockázati Tőke Alapkezelő Rt.-t is. Az új alapokba a kormányzati tervek szerint már azok az intézményi befektetők is beszállhattak volna, amelyek közvetlenül nem szerezhettek tulajdont vállalkozásokban (Napi [2005]). A különböző alapok létrehozásakor felmerült a magánszektor bevonásának lehetősége is, de mivel a magánszektorbeli befektetők nem szívesen szálltak be a korai szakasz finanszírozásába, ezért célszerűnek tűnt, hogy számukra tőkegaranciát és adókedvezményeket nyújtsanak. A gazdasági minisztérium azt tervezte, hogy a Corvinus és alapkezelője mellett a regionális fejlesztési társaságokat is bevonják az MFB-csoportba, ám ez utóbbi elképzelés megfelelő politikai támogatottság hiányában megbukott (Szabó [2005]). Az RFH regionális fejlesztési társaságainak tőkebefektetési tevékenysége minden értékelés nélkül csendben elhalt.

2006 elején végül *valóban egy csoporttá gyúrták össze* a korábban külön-külön működő állami kockázattőke-társaságokat (Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt., Corvinus Kockázattőkealap-kezelő Zrt., Beszállítói Befektető Zrt.).

Az MFB-csoport újragondolását, azaz a tőkefinanszírozási programok önálló leányvállalatba koncentrálását a kormány részben az áttekinthetőbb és hatékonyabb szervezettel, részben a már említett európai uniós elvekkel indokolta. Az MFB tőketámogatási programjainak kezelésére egy új céget hozott létre MFB Invest néven, hogy ezen keresztül magántőkét vonhasson be a tőkeprogramba. Az eredetileg elhatározott egységes szervezethez képest azonban néhány tőketámogatással foglalkozó szervezet önálló maradt, amit azzal indokoltak, hogy az uniós szabályokhoz való alkalmazkodás miatt célszerű megőrizni a többségi állami tulajdonban lévő s az „MFB tulajdonosi joggyakorlásával érintett” Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Zrt. önállóságát, hogy „az 50 millió forint alatti vállalkozások is tőkefinanszírozáshoz hozzájuthassanak”. (A cég tervezett tőkeemeléséről viszont nincs hír.) A Corvinus Zrt.-nek pedig csak a belföldi tőkefinanszírozási tevékenysége integrálódott az MFB Investbe, a határon túli társbefektetések támogatása viszont egy olyan – megújult – Corvinushoz került, amelyben az MFB már csak kisebbségi tulajdonos, a többségi tulajdonrész a Miniszterelnöki Hivatalé (Nagy [2007]).

Új helyzetet jelent 2007-től, hogy a kormány a közvetlen tőkebefektetés mellett a nemzetközi gyakorlatban már bevált úgynevezett *hibrid alapokon keresztül* is részt kíván venni a magyarországi vállalkozások kockázattőke-finanszírozásában: a *Jeremie-program* keretében egy holdingalapba helyezve nyújt majd társfinanszírozást. A holding tőkéjének egy része, a tervek szerint kb. 40-50 milliárd forint, a kockázattőke-finanszírozás fellendítését fogja szolgálni úgy, hogy azt magánszektorbeli alapkezelők számára az állam meghirdeti. E keretösszeg elnyerői az állami forrásokat vagy a saját alapjaikkal egy közös alapba helyezik, vagy automatikusan együtt fektetik be saját forrásaikkal, avagy a befektetéseiknél esetenként döntenek el, hogy igénybe veszik-e az állami forrást. A hazai kockázattőke-piac fejlesztésénél az állam ezzel első ízben próbálkozik meg azzal, hogy a magánszférában működő kockázattőke-alapok társfinanszírozásán keresztül érje el, hogy a piac az általa preferált vállalkozásokat válassza. A társfinanszírozás tehát az állam

befektetési politikájával összhangban befektető magánszektorbeli alapokat illeti majd meg. Az állami célok elérése érdekében az ösztönzés a tőke-hozzájárúláson kívül abban is meg fog jelenni, hogy befektetőként az állami holding a magánszektorbeli alap többi befektetőjével a költségeket és a hozamokat nem arányosan osztja meg, hanem azok javára lemond a neki járó hozam egy részéről (*A Gazdaságfejlesztési...* [2006]).

Az állami és a magánforrások társulásával létrejövő kockázatitőke-befektetések nagy előrelépést jelenthetnek a kizárólag állami kezelők által kezelt, állami forrásból származó alapok nem piaci körülmények közötti befektetéseihöz képest. A kockázatitőke-befektetések esetében ez azért jelentős lépés, mert a hazai kutatási eredmények (Karsai [2002], [2004], [2006]) azt jelzik, hogy az állami forrásból származó kockázati tőke korábban nem kiegészítette, hanem *helyettesítette* a magánbefektetőket.

Az állami forrásból származó kockázatitőke-finanszírozás intézményi rendszere akkor változhat, ha a Jeremie-programban szereplő új kockázatitőke-alapokat felállítják. A Jeremie-program kockázati tőkére vonatkozó része szerint az MFB által létrehozott Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (MAG Zrt.) közvetíti a forrásokat kockázatitőke-alapok részére. Az alapkezelők nyílt pályázat keretében jelentkezhetnek majd a feladatra, ha rendelkeznek a PSZÁF engedélyével, s ha a Jeremie-alap állami forrásai mellé legalább 30 százalék magántőkét mutatnak fel. A magántőkével kiegészített forrásokat a programban részt vevő alapkezelők a kiírás szerint korai életciklusban (magvető és korai szakasz) tartó kis- és középvállalatok tőkehiányának enyhítésére fordítják.

A holdingalap és a magánalapok együttműködése többféle módon történhet. Például az állami és magánforrásból származó tőkéből egy közös alapot állíthatnak fel. Párhuzamosan is létrehozhatnak alapokat a kétféle tőkeforrásból, amelyek együttesen hajtanak végre minden befektetést, eseti döntések nélkül. Végül ugyancsak mód lesz arra, hogy a kétféle forrású tőkéből létrehozott két külön alap társbefektetőként viselkedjen, azaz tranzakciónként esetileg állapotodjon meg a közös befektetésekről. (Az utóbbi két esetben olyan, tisztán állami alapot állítanának fel, amely a magánszektorbeli alappal együtt fektet be.) A program korlátozza a portfólióba választható cégek nagyságát, életciklusát, székhelyét, a befektetések nagyságát és időtartamát. A Jeremie-program az állami és a magánszektorbeli kockázati tőke együttműködésnek keretében a magánszektor ösztönzését több módon – például hozamkorlátozás és likvidációs elsőbbséggel – tervezi. A hozamkorlátozás az állami alap számára maximum 15 százalékos éves hozamkövetelményt jelent az ügyletekből történő kilépéskor, azaz az ennél magasabb hozam a magánszektorbeli tőketulajdonosokat illet majd meg. A likvidációs elsőbbség pedig a magánszektorbeli tőketulajdonosok elsőbbségét jelenti az állami tőkével szemben a kockázatitőke-alap portfóliójában lévő cég esetleges felszámolásakor (*Háttéranyag* [2007]).

A programra allokált 40-50 milliárd forintból létrehozott alapok mérete egyenként maximum 5 milliárd forintot érhet majd el, ami – ha a holdingalap 70 százalékkal részesedik a hibrid alapokban – kérdéses, hogy képes lesz-e biztosítani a fenntartható, hatékony alapteret. Az alapokat 10 évre hozzák létre. Az alapokba az összes tőkét nem egyszerre, hanem szakaszosan, a befektetések ütemezésétől függően utalják át, de a jelenleg hatályos törvény szerint 10 százalékot már a létrehozáskor be kell fizetni. Az alapok az állami forrásokból egy cégbe három éven keresztül maximum 1,5 millió eurónyi tőkét fektethetnek be saját tőkeként. A hozamkövetelmény forintalapon számolva 10-15 százalékos lesz, a maximum 3 százalékos alapkezelési díjon felül. Ehhez közös alap esetén még hozzáadódik a megegyezés szerinti részesedés is a nyereségből. A program alkalmazásában problémát jelent a befektetések területi korlátozása aszerint, hogy a tőke a Gazdaságfejlesztési Operatív Program vagy a Közép-magyarországi Regionális Operatív Program keretéből származik-e, mert mindkét program tartalmaz idekapcsolódó pályázati kiírást. A pályázatok szempontjából nem a pályázó alapkezelő, hanem a portfóliójába

bekerülő cég székhelye lesz a mérvadó (*Innostart* [2007]). Mivel a Jeremie-program számos részletkérdése még kidolgozásra vár, így a program indulása csak 2008-ban valószínűsíthető.

A Jeremie-program kulcskérdése, hogy *a létrejövő új alapok vállalkoznak-e* majd a magánszektor által alig és az állami szektor által eddig csak kevésbé preferált *innovatív, kisméretű, induló cégek finanszírozására*. Az elsődleges cél éppen e vállalati kör esélyének megteremtése, a magánszektor és az állami szektor együttműködésével létrejövő alapok befektetéseinek ideterelésével. Ezért fontos kérdés, hogy az új alapok csak induló és korai fázisú cégeket finanszírozhatnak-e majd, avagy felhatalmazásuk az expanzív (fejlesztési) szakasz finanszírozására is kiterjed-e. A Jeremie-programot ismertető *dokumentumok nem egyértelműek* e tekintetben: hol csak magvető és korai befektetésekről, hol pedig növekedési életszakaszú cégekről beszélnek. Ráadásul a hazai gyakorlatban valójában még az sem tisztázott, hogy hol van a korai fázis és az expanzív szakasz pontos határa (amelyet egyébként a portfólióba bekerült cégek szakágazata is befolyásol). A magvetés finanszírozását eddig egyik állami szervezet szabályzata sem tette lehetővé (*Innostart* [2007]).

Következtetések

A nemzetközi tapasztalatok azt jelzik, hogy *a kockázati tőke csupán egy maroknyi kiemelkedő cég finanszírozását oldja meg*, s nem kínál általános gyógyírt a kis- és középvállalati szektor tőkehiányának kezelésére. A kockázati tőke-befektetők ugyanis erőteljesen szelektálnak a cégek között, s csak a rendkívüli növekedésre és kiugró jövedelmezőség biztosítására alkalmasnak látszó vállalkozásokat hajlandók fejleszteni. Ezért is kiemelkedő a szerepük a technológia- és/vagy tudásintenzív, induló és korai fázisban tartó innovatív vállalkozások finanszírozásában.

A kormányzat akkor látja el megfelelően a *kockázati tőke-piac fejlesztésének feladatát*, ha a piacot teszi képessé a *hatékonyabb működésre*, megosztja a kockázatot a magánszektorbeli hitelezők és az állami szektor között, a források magánszektorbeli nyújtóinak engedi meg a *projektek közötti válogatást*, *piaci feltételekkel nyújt finanszírozást a cégeknek*, s végül ha *biztosítja a program önfinanszírozását*.

E funkció ellátása nyilvánvalóan csak átmeneti részvétellel képzelhető el, hiszen a kockázati tőke nyújtása alapvetően piaci tevékenység. Amennyiben az állam piaci beavatkozása nem jár a magánszektor általa kívánatosnak tartott befektetések felé terelésével, úgy az állam egy olyan szerepbe szorul, amelynek ellátása folyamatosan újabb költségvetési forrásokat igényel. Magyarországon 2002 és 2006 között éppen ez a helyzet alakult ki. Ha az államnak nem sikerül ellátnia katalizátorszerepét, akkor beavatkozására sincs szükség. A távlatilag a magánszektornak átadni kívánt finanszírozói szerepkör ugyanis azt igényli az államtól, hogy szerepvállalása minden részletében összeegyeztethető legyen a magánszektor igényeivel, s segítse elő az állam megbízható befektetési partnerként való elfogadását. Ilyen értelemben az egyes befektetési szervezetekben el kell válnia az állam – mint befektető – hozamkövetelményeinek és annak, ahogy az állami tőkét befektető szervezet kezelői kiválasztják a finanszírozott vállalkozásokat, s meghatározzák a tőlük várt hozamot.

A magyarországi tapasztalatok megerősítették, hogy a magánszektorbeli résztvevők nélkül felállított befektetési szervezetek csak a tőkehiány átmeneti csökkentését képesek elősegíteni, a kockázati tőke-piac hosszabb távú fejlesztési funkcióját nem tudják ellátni, sőt esetenként a magánszektor kiszorításával annak ellenében is hatnak. Amennyiben viszont az állam ösztönzése nyomán a magánszektorbeli befektetők hajlandók az állam által fontosnak tartott vállalati kört finanszírozni, úgy egyidejűleg teljesülhet a gazdaság-

fejlesztési funkció és a kockázatitőke-ágazat fejlődése, azaz a magánszektorbeli befektetők idővel átveszik az állam közvetlen szerepét. E téren a Jeremie-program meghirdetése kifejezetten pozitív változást ígér.

Az állam által költségvetési forrásokból felállított befektetési társaságok a források szűkössége miatt nem tudtak érdemi hatást gyakorolni a magyarországi kis- és középvállalati szektor kockázatitőke-finanszírozásra, az innovatív cégekbe történő befektetést pedig még kevésbé lehetett a magyar piacon érzékelni, mivel ez a szempont a befektetési szervezetek létesítésekor inkább csak a retorika szintjén szerepelt, a befektetések szelekciójánál már kevésbé érvényesült, a technológia- és/vagy tudásintenzitás semmilyen megkülönböztetett értékelési kategóriaként nem jelent meg.

Magyarországon a kisméretű ügyleteket nagy számban finanszírozó állami kockázatitőke-befektetők nem tudták helyettesíteni az *üzleti angyalokat* sem. Az állam az üzleti angyalok szerepét pusztán kis összegű befektetéseik átvállalásával nem volt képes betölteni, mivel a tőkén kívül nem tudott számukra segítséget nyújtani. Az üzleti angyalok ugyanis a vállalkozások számára számos területen – így többek között a vezetők megfelelő kiválasztásában, a pénzügyi fegyelem és folyamatos ellenőrzési rendszer kialakításában, a szakmai és piaci kapcsolatrendszer kiépítésében, valamint a finanszírozási struktúra kialakításában – nyújtanak pótolhatatlan segítséget. Az üzleti angyalok hiánya különösen a technológiai cégek esetében érződik erőteljesen, amelyek finanszírozása a legtöbb speciális ismeretet igényli a befektetőktől. Az állami befektetések eddigi tapasztalatai azt jelzik, hogy a gyakorlatban az állami finanszírozók a kisebb, kevésbé kockázatos, hagyományos ágazatokat részesítik előnyben.

Mindezek alapján, figyelembe véve a külföldi tapasztalatokat, az állam számára a *következő szerepvállalás javasolható* a magyarországi kockázatitőke-piacon.

Az államnak nem az az elsődleges szerepe, hogy közvetlenül kockázati tőkével lássa el a vállalkozásokat, azaz kockázatitőke-befektetőként viselkedjen, hanem hogy segítsen a befektetők számára az általa fontosnak tartott vállalkozások finanszírozását vonzóvá tenni, a cégeknek pedig alkalmassá válni a befektetések fogadására. Az előbbi szerepkörben – ahogyan azt a Jeremie-program is tervezi – társbefektetőként átvállalhatja a költségek egy részét, vagy lemondhat a neki járó hozam egy részéről, illetve csökkentheti a befektetések kockázatát a veszteség egy részének átvállalásával, valamint megteremtve a befektetők számára legelőnyösebb társasági formákat. Az utóbbi szerepkörben hozzájárulhat a cégek létrejöttét és működésének első időszakát segítő infrastruktúra megteremtéséhez, a szellemi tulajdon létrehozatalának és megőrzésének folyamatához, a vállalkozók és a kockázati befektetők egymásra találásának elősegítéséhez, valamint a befektetők kiszállásának megkönnyítéséhez. *Nem célszerű viszont – az a jelenleg is széleskörűen folytatott gyakorlata –, ha közvetlenül maga ítéli meg a finanszírozandó projektek befektetésre való alkalmasságát, közvetlenül közpénzből származó tőkét fektet be úgy a cégekbe, hogy ennek során a piaci követelményektől eltérő norma szerint viselkedik.*

Az állami szektor programjainak *értékelése* nagyon fontos tapasztalatokkal szolgál a kockázatitőke-piacon való részvétel felülvizsgálatához. A hatékony gazdaságpolitika fejlesztéséhez alapvető a finanszírozott cégek értékelése a program által kiváltott növekedés szempontjából. Az ágazat fejlődésével való lépéstartáshoz az is fontos, hogy az államnak legyen kilépési stratégiája arra az időszakra, amikor a kockázatitőke-piaci részvétel már nem termel hozzáadott értéket a gazdaság számára.

Az államnak a kockázatitőke-szektor hatékonyságához és hosszú távú stabilitásához kell hozzájárulnia. Olyan programokat kell kidolgoznia, amely együttműködik a piacokkal, de azokról nem szorítja ki a magánszektor befektetőit, *s nem ösztönzi a túlzottan kisméretű alapok elburjánzását.* E kisméretű alapok – amelyek létrehozásának veszélye a Jeremie-programban is fenyeget – ugyanis nem képesek kihasználni a méretgazdaságos-

ságból származó lehetőségeket, korlátozottan képesek tanácsadásra, rosszabbul szelektálnak és monitoroznak, korlátozottan tudják befektetéseiket diverzifikálni, nehézségeik lehetnek a tapasztalt vezetők megszerzésében, s így nagy valószínűséggel nem képesek a befektetők által igényelt színvonalat nyújtani. Az állami forrásoknak a kívánt színvonalat el nem érő alapokhoz helyezése a piac fejlődése ellen hat, s anélkül járul hozzá a rosszul teljesítő alapok életének meghosszabbításához, hogy ez javítaná az ágazat egészének színvonalát. A legjobb eredmények akkor érhetők el, ha az állami szektor hatékonyan kezelt kockázati tőke-alapokba vagy azokkal társulva fektet be, azaz az egyedi befektetéseknek mindig csak egy része érkezik állami forrásból.

A legutóbbi változások már azt tükrözik, hogy az uniós előírások betartását immár Magyarországon sem lehet megkerülni, ha az uniós források feletti rendelkezés jogát a kormányzat meg kívánja szerezni. Márpedig ehhez gyökeresen át kell alakítani nemcsak a szervezeti struktúrát, hanem a már működő befektetési szervezetek működési módját is. A Jeremie-program keretében születő hibrid alapok működésének tapasztalatai nagy valószínűséggel választ fognak adni arra a kormányzati szervek által eddig nyilvánosan fel sem tett kérdésre, hogy *szükség van-e a jövőben* a magas adminisztratív költségekkel fenntartott, gyorsan kimerülő kerettel gazdálkodó, nem önfenntartó, egymásnak és a magánszektorbeli befektetőknek is konkurenciát teremtő, *kizárólagos állami tulajdonban lévő befektetési társaságokra*, amelyek nem felelnek meg az Európában szokásos befektetési feltételeknek, s amelyek működését elsődlegesen nem üzleti szempontok befolyásolják, s amelyek valójában burkoltan hitelezéssel foglalkoznak.

A kockázati tőke-befektetéseket előmozdító állami szerepvállalás azonban nem kizárólag a kockázati tőke-piacra korlátozódik. Célszerű, ha az állam segítséget nyújt az induló és korai stádiumban tartó vállalkozások „befektetéséretté” tételéhez is. Ez az inkubációs periódusban nyújtott támogatások kiszélesítését igényli. Az államnak fontos szerepe van a nem intézményes kockázati tőke-források elérhetővé tételében is. Segítséget kell tehát nyújtania a partnerek közötti közvetítő intézmények létrehozásában és megerősítésében, ami – az üzleti angyalok hálózatainak állami segédlettel történő kialakítása, a vállalkozók felkészítése és a projektek előszűrése mellett – megkönnyítené a befektetők és a befektetési javaslatok egymásra találását.

Ha az állam az elmondottak szerint értelmezi kockázati tőke-piaci szerepkörét, úgy a *kockázati tőke állami támogatása nem keveredik össze a vállalkozások „kockázati tőke köntösébe öltöztetett” állami támogatásával*. Az állam célja ugyanis a gazdaság versenyképességének erősítése, az innováció piaci eszközökkel történő előmozdítása, nem pedig az egyedi cégek versenyen kívüli támogatása.

Hivatkozások

- ÁSZ [2005]: Kutatástól az innovációig. A K+F tevékenység helyzete, néhány hatékonysági, finanszírozási összefüggése Magyarországon. Állami Számvevőszék, Módszertani Füzetek, október.
- BAKONYI ATTILA [2003]: Jövő héten indul az MFB tőkeprogramja. Napi Világgazdaság, július 8.
- EC [2005]: Best practices of public support for early-stage equity finance. Final report of the expert group. Directorate-General for Enterprise and Industry, szeptember.
- EC [2006]: Developing European Private Equity, Report on Alternative Investment Expert Group, European Commission, Internal Market and Services DG, július.
- EC-US [2005]: Working group on venture capital. Final report, October 2005, United States Department of Commerce International Trade Administration. European Community Directorate-General for Enterprise and Industry.
- EIU [2007]: Hungary. Country Finance 2007. The Economist Intelligence Unit Limited.

- EVCA (1999–2007) EVCA Yearbooks 1999-2007. European Venture Capital and Private Equity Association, The Netherlands, Zaventem.
- GAZDASÁGFEJLESZTÉSI... [2006]: Gazdaságfejlesztési operatív program. Magyar Köztársaság Kormánya, 2006. október 7. 20. o.
- GKM [2005]: Támogatások és források. Informatikai Kockázati Tőkealap-kezelő Rt. és az általa kezelt Informatikai Kockázati Tőkealap. GKM, augusztus 4. www.gkm.gov.hu.
- GKM [2006]: A kis- és középvállalkozások finanszírozási forrásokhoz való hozzáférése, piaci elégtelenségek vizsgálata. A Gazdaságfejlesztési Operatív Program pénzügyi intézkedéseinek megalapozása. Magyarország. GKM, október.
- HÁTTÉRANYAG [2007]: Háttéranyag az Új Magyarország Fejlesztési Terv végrehajtását felügyelő eseti bizottság 2007. június 12-ei ülésére. Fejlesztéspolitikai kormánybiztos, június.
- HAVAS ATTILA [2006]: A vállalati K+F és innovációs tevékenységek ösztönzésének lehetőségei Magyarországon. Tudomány- és Technológiapolitikai, Versenyképességi Tanácsadó Testület, Budapest, 2006/2. 91 o.
- INNOSTART [2007]: Milyen lehetőséget nyújt a JEREMIE tőkeprogramja a hazai kockázati-tőkebefektetők számára? Innostart Nemzeti Üzleti Innovációs Központ, Budapest, július 10.
- JÄÄSKELAINEN, M.–MAULA, M.–MURRAY, G. [2005]: Performance of Incentive Structures in Publicly and Privately Funded Hybrid Venture Capital Funds. http://www.proact2006.fi/chapter_images/303_Ref_B166_Mikko_Jaaskelainen.pdf.
- KARSAI JUDIT [1999]: A megfontoltan kockáztató tőkések. Kockázati-tőke-befektetések Magyarországon. Közgazdasági Szemle, 9. sz. 789–812. o.
- KARSAI JUDIT [2002]: Mit keres az állam a kockázati-tőke-piacon? A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon, Közgazdasági Szemle, 11. sz. 928–942. o.
- KARSAI JUDIT [2004]: Honnan remélhetnek kockázati tőkét a magyarországi vállalkozások? Külgazdaság, 4. sz. 60–70. o.
- KARSAI JUDIT [2006]: Kockázati tőke európai szemmel. Közgazdasági Szemle, 11. sz. 1023–1051. o.
- KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ–MAKRA ZSOLT [2004]: Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázati-tőke-piac élénkítésében. Megjelent: *Botos Katalin* (szerk.): Pénzügyek a globalizációban. JATEPress, Szeged, 89–109. o.
- LELEUX, B.–SURLEMONT, B.–WACQUIER, H. [1998]: State versus Private venture capital: Cross-Spawning or Crowding-out? A Pan-European Analysis. Paper presented at the Babson College-Kauffman Entrepreneurship Research Conference.
- LERNER, J. [1999]: The government as venture capitalist. *Journal of Business*, Vol. 72. No. 3. 285–318. o.
- LERNER, J. [2002]: When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective ‘public venture capital’ programmes. *Economic Journal*, 112. február, F73–F84. o.
- LUDÁNYI ARNOLD [2001]: A tőkeerő és az alapítói háttér hatása a kockázati-tőke-szervezetek befektetési magatartására, I–II. Közgazdasági Szemle, 7. és 9. sz., 659–672. o. és 779–798. o.
- MAGOS KATALIN [2003a]: Öt befektetésről már döntöttek. *Világgazdaság*, április 16.
- MAGOS KATALIN [2003b]: Regionális tőkealapok startolnak. *Világgazdaság*, február 26.
- MAKRA ZSOLT (szerk.) [2006]: A kockázati tőke világa. Aula, Budapest.
- MAKRA ZSOLT–KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ [2004]: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. Közgazdasági Szemle, 7–8. sz. 717–739. o.
- MAULA, M.–MURRAY, G. [2003]: Finnish Industry Investment Ltd. An International Evaluation. Ministry of Trade and Industry publications, 1/2003, Industries Department, Helsinki.
- MURRAY, G. C.–MARRIOTT, R. [1998]: Why has the investment performance of technology-specialist, European venture capital funds been so poor? *Research Policy*, 27. 947–976. o.
- NAGY LÁSZLÓ NÁNDOR [2007]: Olcsóbbá válhatnak a hiteleink a banki verseny miatt. Interjú Erős Jánossal, az MFB Zrt. társ-vezérigazgatójával. *Napi Gazdaság*, szeptember 18.
- NAPI [2001]: A PM tőkejuttató társaságot tervez a kis- és középvállalkozásoknak. *Napi Gazdaság*, május 14.
- NAPI [2002]: Kockázati tőke intézményi befektetőknek. *Napi Gazdaság*, október 11. 7. o.
- NAPI [2005]: Fellendülhetnek a kockázati tőkealapok. *Napi Gazdaság*, május 2.
- OECD [2006]: The SME Financing Gap. OECD, Theory and Evidence, Vol. 1. 76 o.
- OSMAN PÉTER [2005]: A kockázati-tőke-típusú finanszírozásról. Magyar Szabadalmi Hivatal, december, 20. o.

- PORTFOLIO [2005]: Pakucs, Futó, Tzvetkov... hogyan lehet tőkéhez jutni? Portfolio.hu, június 1.
- PORTFOLIO [2007]: Mikor érdemes IPO-t csinálni? Hogyan áraz a kockázati tőke? Interjú Tóth Zoltánnal. Portfolio.hu, július 25.
- SZABÓ BRIGITTA [2005]: Több pénzt kockáztat az állam. Népszabadság, március 23.
- SZERB LÁSZLÓ [2006]: Az informális tőkebefektetések és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. Megjelent: *Makra Zsolt* (szerk.): A kockázati tőke világa. Aula, Budapest, 95–122. o.
- SZERB LÁSZLÓ–RAPPAI GÁBOR–MAKRA ZSOLT–TERJESSEN, S. [2007]: Informal Investment in Transition Economies. Individual Characteristics and Clusters. *Small Business Economics*, 28. 257–271. o.
- SZILBEREKY JUDIT–MAKRA ZSOLT [2007]: Innovatív elképzelések és vállalkozások finanszírozása program. Megvalósíthatósági tanulmány, Innostart Nemzeti Üzleti és Innovációs Központ, Budapest.
- VAJDA ÉVA–MONG ATTILA [2006]: Totemállatra nem lövök. Interjú Erős Jánossal, az MFB Zrt. vezérigazgatójával. *Manager Magazin*, 8. sz. 20–27. o.
- VARGA GYÖRGY [2007]: Nem bírják a tempót. Cégek, innováció, gazdaságpolitika. *Figyelő*, január 25. 16–17. o.
- VG [2001]: A magántőke habozik. *Világgazdaság*, július 13.
- VG [2004]: Az MFB újabb kihelyezései. *Világgazdaság*, május 5.
- VG [2006]: Feljavítják a kisvállalkozásokat. *Világgazdaság*, május 26.