

Becsky-Nagy Patrícia – Fazekas Balázs

Befektetés vagy tanulópenz?

Az uniós és állami források hatása a magyarországi kockázatitőke-piac fejlődésére

ÖSSZEFOGLALÓ: Az uniós és költségvetési forrásokból támogatott Jeremie kockázatitőke-alapok 2010-es megjelenésével a startup ökoszisztéma egy kiemelten fontos tényezője kapott mintegy 130 milliárd forintnyi támogatást. Jelen tanulmány arra keresi a választ, hogy a hazai kockázatitőke-piac az állami és uniós források növekedésén keresztül mennyire hatékonyan tud bekapcsolódni a fiatal, innovatív vállalkozások finanszírozásába, illetve az állam szerepvállalása a kockázatitőke-piacon milyen lehetőségekkel és korlátokkal bír. A tanulmány következtetése, hogy a Jeremie-program előremutató kezdeményezés lehet egy hatékony kockázatitőke-piac irányába, amely elengedhetetlen eleme a startup vállalkozások iparági szintű sikerességének, ugyanakkor hosszú távon az érintett vállalkozásokat körülvevő ökoszisztéma fejlődése, fejlesztése egyaránt szükséges. Ezen ökoszisztéma adottságainak figyelembe vételével értelmezhető a magyar kockázatitőke-piac fejlődése, illetve annak korlátai.

KULCSSZAVAK: kockázati tőke, állami finanszírozás

JEL-kód: G24, H54

Közép- és Kelet-Európában a kockázatitőke-finanszírozás gyakorlata megkésve követte a fejlett iparággal rendelkező országok fejlődését, azokkal összehasonlítva e finanszírozási mód gyerekcipőben jár. Európában az ágazat fejlődése, felzárkózása érdekében az állami eszközökkel történő ösztönzés egyre nagyobb szerepet kapott, illetve az állami jelenlét a piacon megerősödött (Karsai, 2013). Míg a válságot megelőző időszakban a kormányzati háttérű alapok az ágazatba bevont tőke mintegy 14 százalékát adták, addig a 2013-ban újonnan létrejött alapok 40 százalékban voltak kapcsolatban kormányzati szervekkel, főként a közép- és kelet-európai régióban domináltak (EVCA, 2014).

Kérdés, hogy az állami szerepvállalás megerősödésén keresztül a kialakuló, fejlődő sza-

kaszban lévő kockázatitőke-piacok képesek-e hatékonyan hozzájárulni az innovatív, fiatal, nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások finanszírozásához. Jelen cikk az aktív és passzív állami szerepvállalás eszközeit, illetve piaci és állami forrásokat ötvöző hibrid alapok hatását vizsgálja, amelyek 2010-es megjelenésük óta dominálnak Magyarország kockázatitőke-piacán. Véleményünk szerint a hibrid konstrukcióban létrehozott alapok előrelépésnek tekinthetők az állami szerepvállalás területén, ugyanakkor a teljesen piaci háttérű alapokkal összevetve kevésbé hatékonyan képesek áthidalni a finanszírozási réseket és támogatni a fiatal, innovatív vállalkozásokat, mint a teljesen piaci háttérű alapok. Ebből adódóan a hibrid alapok katalizátor szerepe hangsúlyozandó, hosszú távú megoldást nem képesek nyújtani a kockázatitőke-piac problémáira.

Levelezési e-cím: becsky.nagy.patricia@econ.unideb.hu

AKTÍV ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁS A KOCKÁZATITŐKE-PIACON

Állami szerepvállaláskor az állam finanszírozási rések létét feltételezi és célja a rések állami segítséggel történő áthidalása. A finanszírozási rés a pénzügyi források kereslete és kínálata közötti különbséget jelenti (Nagy, 2004; Szerb, 2006), és akkor alakul ki, amikor egy adott vállalati kör nem képes megfelelő mennyiségű forrás bevonására, az ahhoz tartozó vállalkozások működésüket és növekedésüket nem képesek finanszírozni. Ilyen rés alakulhat ki a fiatal, innovatív, technológiaorientált vállalkozásoknál, amelyektől az információs tökéletlenségek és a magas üzleti kockázatok miatt a finanszírozási források elfordulnak. A finanszírozási rés oka egyrészt a tőke kereslet-kínálat egyensúlytalanságából fakadó tőkerés, másrészt információs aszimmetriából fakadó információs vagy tudásrés (Harding, 2002; Nagy, 2004).

A kockázatitőke-iparban történő aktív állami szerepvállalás azt jelenti, hogy az állam a kockázati tőke kínálatát növeli, vagyis költségvetési forrásokat fektet be a tőkehiányos, innovatív, technológiaintenzív kisvállalatokba állami tulajdonban lévő befektetési társaságokon vagy alapokon keresztül (Karsai, 2007; Karsai, 2014). Az állam aktív szerepvállalása – mint finanszírozó – arra az alapvetésre épül, hogy a piaci tökéletlenségek miatt nem jutnak megfelelő forrásokhoz a fiatal innovatív vállalkozások, azaz a tőke kínálatának problémáját feltételezi. A szereplők tökéletlen informáltsága, illetve a megfelelő intézményi befektetők hiánya vezethet a piaci tökéletlenségeihez és teheti szükségessé az aktív állami szerepvállalást.

Az állam aktív szerepe mellett szóló legfontosabb érv, hogy életben tartsa azokat a kisvállalatokat, amelyek innovációt idéznek elő, gazdasági növekedést generálnak és új munkahelyeket teremtenek (OECD, 2006), mert a magánszektor nem biztosít elégséges tőkét túlélésükhöz. Az állam szerepe abban áll, hogy

azonosítsa a magas társadalmi hasznossággal bíró befektetéseket és támogatásával hozzájáruljon az életben maradásukhoz (Lerner, 1996). Az innovációs tevékenység következtében létre jövő új tudás vagy információ externális jellegéből adódóan a piaci szereplők hasznossága növekedhet (Arrow, 1962).

A szakirodalomban egyre több kutató fogalmazott meg ellenérveket az aktív állami szerepvállalással szemben és mára már a gyakorlatban is bizonyossá vált, hogy a kockázatitőke-finanszírozásban nem vezethet általános sikerhez. A kutatók szerint közvetlen állami befektetéseknél sérül az árfolyamnyereség maximalizálásának célkitűzése (Gompers, 1995). További ellenérvek a közvetlen állami szerepvállalással szemben, hogy a kormányzati szereplők nem tudják megfelelően kontrollálni a menedzsmentet, vagyis az állam csendes befektetőként van jelen a tulajdonosi szerkezetben. A kontroll hiánya miatt nem egyértelmű, hogy a források felhasználása a meghatározott célokat szolgálja-e, és mivel a piac szelektáló hatása nem érvényesül, több hasonló célú támogatásra kerülhet sor egy időben (Devenow – Welch, 1996).

Az információs tökéletlenségek komplex módon befolyásolják a fiatal, innovatív vállalkozások finanszírozási lehetőségeit és a kockázatitőke-befektetéseket egyaránt. Felmerül ugyanakkor a kérdés, hogy amennyiben a piaci szereplők nem képesek az információs problémákat feloldani, akkor az állam miért lenne ugyanerre képes. *Ludányi* (2001) és *Karsai* (2007) rámutat arra, hogy az állam aktív befektetőként való megjelenése piactorzító hatással bírhat. Ennek oka, hogy a kormányzati intézmények az információs problémákat a piaci befektetőkkel összevetve kevésbé hatékonyan tudják áthidalni és kevesebb tapasztalattal rendelkeznek a befektetésre alkalmas vállalkozások azonosításának területén, aminek eredményeként az általuk kivitelezett kockázatitőke-befektetések kevésbé hatékony tőkeallokációhoz vezetnek. A kontraszelekcio

problémája tovább nőhet azáltal, hogy a gyenge befektetések eredményeinek hatására negatívabb értékelés alá kerül a támogatni kívánt vállalati kör az állami beavatkozást követően, mint amelyben korábban volt.

A befektetést követő információs problémák kezelése a kockázati tőkések aktív szerepvállalásán keresztül, valamint egyéb kockázatkezelési eszközök alkalmazásával valósul meg. A piaci befektetők a rendelkezésre bocsátott tőkén túl szakértelmük, portfólióvállalkozásokkal való szorosabb együttműködésük és kapcsolatrendszerük rendelkezésre bocsátása által hozzásegítik a portfólióvállalatokat növekedési potenciáljuk kiaknázásához (Becslyné Nagy, 2008). Az állami háttérű kockázatitőke-alapok ezzel szemben elsődlegesen pénzügyi források nyújtásával képesek javítani a portfólióvállalkozások helyzetén, de a vállalkozások működésében való részvétel és az üzleti döntések támogatásában kevésbé eredményesek (Schilder, 2006), így az üzleti kockázatok kezelésében és információs problémák feloldásában sem képesek kellően hatékonyan működni. A nemzetközi tapasztalatok az állami háttérű alapok gyengébb teljesítményét támasztják alá. *Luukkonen et al.* (2013) vizsgálata alapján a menedzsment összetételének megváltoztatásában, a vezetők kinevezésében, a kiszállás előkészítésében és a növekedés előmozdításában maradtak el az állami háttérű alapok a teljesen piaci háttérű alapoktól. *Murtinu és Grilli* (2014) tanulmányukban rámutatnak, hogy a kormányzati háttérű alapok által finanszírozott vállalkozásoknál nem figyelhető meg jelentős növekedés sem az értékesítés, sem pedig a foglalkoztatottak számának tekintetében.

PASSZÍV ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁS A KOCKÁZATITŐKE-PIACON

A fiatal innovatív vállalkozások helyzetének javítása pusztán aktív állami beavatkozással nem érhető el. Az eddigi tapasztalatok azt mutatják,

hogy a kínálat oldali beavatkozás csupán tüneti kezelés, mert önmagában nem oldja meg az alapvető keresletoldali problémát, amely szerint kevés a kockázati tőke bevonására alkalmas innovatív vállalkozás. Az aktív állami szerepvállalással szemben egyre inkább előtérbe kerülnek a passzív eszközök, amelyek a vállalkozások ökoszisztémájának fejlesztését célozzák. A szakirodalomban egyre elterjedtebb az a nézet, amely szerint Európa kockázatitőke-ágazatának problémája nem csak a finanszírozási források hiányában áll, a keresleti oldal hiányosságai szintén korlátot jelentenek (Veugelers, 2011; Murray et al., 2012). A jelentős növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások hiányában azonban az állami alapok létjogosultsága is megkérdőjeleződik, a források gyenge hatásfokkal való felhasználásával veszélyeztetet (Murray et al., 2012).

Az állam passzív szerepe abban áll, hogy stabil gazdasági és politikai környezetet biztosít, ami hozzájárul a vállalkozási és befektetési kedv növeléséhez. Az állam a kedvező gazdasági környezet kialakításával hozzájárulhat az új technológiát alkalmazó cégek elszaporodásához, amelyek alkalmasak lehetnek kockázatitőke-finanszírozásra (Mason – Harrison, 2003). Az állam feladata, hogy csökkentse a regionális (ország-) kockázatot, ami nagy hatást gyakorolhat a befektetések ösztönzésére. *Gompers és Lerner* (1999) véleménye alapján a legfontosabb tényezők a magas GDP elérése és a kormányzati K+F-kiadások magas szintje. Szükséges továbbá az intézményi és jogszabályi feltételek megteremtése, valamint innováció- és vállalkozásösztönző programok elindítása. *Karsai* (2002) tanulmánya rámutat arra, hogy az államnak jelentős szerepet kell vállalnia az üzleti angyalok és az inkubátor-központok támogatásában a finanszírozási rés áthidalása érdekében. További fontos szerepe van az államnak az elsődleges és a másodlagos tőkepiac fejlődésének elősegítésében is (*Ludányi*, 2001; *Lerner*, 1996). *Lawton* (2002) a

tájékoztatás fontosságát hangsúlyozza annak érdekében, hogy a kockázatitőke-iparral szembeni bizalmatlanság mérséklődjön.

Az innovatív, technológiaorientált vállalkozások fejlődését és a klasszikus kockázati tőke funkcióját passzív módon segítik a befektetők által igénybe vehető adókedvezmények, valamint a kockázatok csökkentését célzó állami garanciavállalások a kisvállalkozások számára nyújtott hitelek és a tőkebefektetések esetében (Oakey, 2003).

A kisvállalkozások kockázati tőkével való elálatottságát passzív módon befolyásolja, viszont a vállalkozások fejlődésének támogatása szempontjából aktív szerepvállalásnak minősül, ha az állam vissza nem térítendő támogatásokat nyújt a kutatás-fejlesztési és innovatív tevé-

kenység finanszírozásához. Szintén hasonló szerepet vállal az állam, amikor adókedvezményeket vagy a piacinál kedvezőbb feltételek melletti támogatott hiteleket biztosít a vállalkozás számára az innovatív tevékenység ösztönzése céljából.

Az 1. táblázat foglalja össze a szakirodalomban felsorolt tényezőket és gazdaságpolitikai eszközöket, amelyek befolyásolják a kockázatitőke-piac működését és hatékonyságát. Mint látható, az állam jelentős eszköztárral rendelkezik az innovatív vállalkozásokat és a kockázatitőke-piacot tekintve is, ami az aktív szerepvállalást illeti, mindemellett közvetett szerepe adott területeken szintén meghatározó. Ennek oka, hogy a kockázatitőke-finanszírozás egy rendszer, napjainkban egyre

1. táblázat

A KOCKÁZATITŐKE-IPARBAN TÖRTÉNŐ PASSZÍV ÉS AKTÍV ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁS

Passzív állami szerepvállalás a kockázatitőke-iparban		Aktív állami szerepvállalás a kockázatitőke-iparban
Passzív állami szerepvállalás a technológiaorientált kisvállalkozások támogatásában	Aktív állami szerepvállalás a technológiaorientált kisvállalkozások támogatásában	
1. Stabil gazdasági környezet	1. Vissza nem térítendő állami támogatások az innováció és a kutatás-fejlesztés támogatására	1. Költségvetési források befektetése kockázatitőke-alapokba
2. Stabil politikai környezet	2. Innovációs és kutatás-fejlesztési tevékenységhez kapcsolódó adókedvezmények	2. Költségvetési forrásokból létrehozott kockázatitőke-alapok kezelése
3. Országkockázat csökkentése	3. Támogatott hitelek az innovatív és kutatás-fejlesztési tevékenységek kivitelezéséhez	
4. Magas GDP		
5. Magas állami K+F-kiadás		
6. Innovációnak kedvező környezet		
7. Vállalkozást serkentő környezet		
8. Intézményi és jogszabályi feltételek		
9. Üzleti angyalok támogatása		
10. Inkubátorok támogatása		
11. Tőkepiac fejlődésének elősegítése		
12. Befektetők adókedvezménye		
13. Állami hitel- és tőkegaranciák		
14. Oktatás, képzés		
15. Vállalkozói kultúra javítása		
16. Információáramlás segítése		

Forrás: saját szerkesztés

elterjedtebbé váló kifejezést használva startup ökoszisztéma egy eleme, annak 1. táblázatban is bemutatott tényezőivel kölcsönösen függő viszonyban áll.

SZEMLÉLETVÁLTOZÁS AZ ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁS TERÜLETÉN – HIBRID ALAPOK

Az állam akkor tudja hatékonyan betölteni kockázatitőke-piac fejlesztő funkcióját, ha a piacot tereli a hatékonyság és a hosszú távú stabilitás irányába, a kockázat megosztásával, a piac szelektálásának érvényesülésével, a piaci feltételek mellett történő befektetésekkel úgy, hogy közben biztosítani tudja az ágazat önfinanszírozását. Mindazonáltal az állam aktív szereplőként való jelenléte a kockázatitőke-piacon csak ideiglenesen lehet indokolt, ebből adódóan a piacról való kivonulás stratégiáját szintén ki kell alakítani (Fazekas, 2014). A kérdés az, hogy a piaci szereplők tartósan hajlandók-e részt venni a kockázatitőke-finanszírozásban, illetve hogy megjelennek-e új befektetők és kockázatitőke-társaságok. Ezt úgy lehet megvalósítani, hogy az állam segít a kockázatitőke-befektetők figyelmét az iparág fejlődése szempontjából kulcsfontosságú ügyletek irányába terelni, illetve segíti a vállalkozásokat abban, hogy felkészüljenek a befektetések fogadására. A kockázatitőke-ágazat fejlődésében betöltött katalizátorszerep és a befektetések ökoszisztémájának javulása szintén a program sikerességének fokmérője. Ezen fejlődés része a kínálati oldalon a piaci szereplők tanulási folyamata és a keresleti oldalon a vállalatok piacképességének növelése, illetve felkészítése a befektetések fogadására, ami már átvezet a passzív állami szerepvállalás területére. Az aktív és passzív állami szerepvállalás eszközeit, ezzel együtt piaci és kormányzati forrásokat ötvöző, piaci szereplők által kezelt hibrid alapok jelentette szemléletváltozás az aktív állami szerepvállalás területén tőkét bocsát rendelkezésre, ugyanak-

kor passzív módon ösztönzők beépítésével garantálja a piaci szereplők bevonását, így a piaci értékítélet megjelenését. A piaci szereplők bevonásával, illetve az állami és magántőke-befektetők érdekeinek harmonizációjával, a befektetések menedzseléséhez szükséges kompetenciák és a piaci szemlélet is érvényesíthetők. A privát szféra befektetői megfelelő tapasztalatokkal rendelkeznek a portfólióvállalatok növekedésének támogatásában. Ezáltal kiküszöbölhető az aktív szerepvállalás azon, korábban említett gyengesége, amely az állami kockázatitőke-finanszírozásnál a vállalkozások kiválasztása és menedzselése terén felmerül. A befektetési politika szabályozása mellett veszteségek átvállalása elősegíti a megcélzott vállalati kör kockázati tőkéhez juttatását, amely piaci viszonyok között nem lenne képes tőkét bevonni, mindamelllett a finanszírozásra kiválasztott vállalkozások minőségének csökkenéséhez is vezethet.

ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁS A KOCKÁZATITŐKE-ÁGAZATBAN ÉS A HAZAI JEREMIE-PROGRAM TAPASZTALATAIN KERESZTÜL

Európában a 2008-as válságot követően a magánforrások szerepe a kockázatitőke-finanszírozásban jelentősen lecsökkent, amely az állami háttérű alapok súlyának növekedéséhez vezetett, de 2012-ben újra megerősödni látszott a magántőkealapok szerepvállalása. A régióban a nagy növekedési potenciállal rendelkező kis- és közepes vállalkozások finanszírozását érintő finanszírozási rés az európai átlaghoz képest komoly problémának bizonyult, amelyet a válság tovább rontott, ugyanakkor a klasszikus kockázati-tőke hiányát az európai uniós források igyekeztek pótolni (Karsai, 2015). Emiatt a régióban az ilyen célra gyűjtött tőke közel felét állami források adták. Magyarországon is ez a tendencia volt megfigyelhető, a Jeremie-programnak köszönhetően.

Az uniós Jeremie-forrásokat igénybe vevő hazai kockázatitőke-program alapjai 2010-ben kezdték el működésüket. A program keretein belül hibrid alapok jöttek létre, amelyek ötvözik az uniós, állami és magánforrásokat is, kezelésükért azonban piaci befektetők felelősek. A hazai Jeremie-forrásokból támogatott hibrid kockázatitőke-alapok befektetői egyaránt élvezik a veszteségek egy részének állami átvállalással járó előnyeit, valamint a nyereségből való magasabb arányban való részesedést. A program keretein belül pályázatokon keresztül elnyerhető források a kezelt alapok 70 százalékát adják, így igen magas áttétel érhető el a magánpiaci befektetők számára, amely a fokozott kockázatvállalás irányába hat.

Ezen felül az alapoknak vállalniuk kell, hogy tőkéjük 80 százalékát befektetik, amely tekintetbe véve az alapkezelési és működési költségeket a teljes rendelkezésre álló tőkét jelenti. Ezen kötelezettségvállalás az alapok részéről szintén torzító hatással bírhat és kevésbé növekedésorientált vállalkozások finanszírozását eredményezheti. A felhalmozott tőke befektetésére vonatkozó kötelezettség ugyanakkor ösztönzőleg hathat a piacon érvényesülő információs aszimmetria szűkítésére, hiszen a befektetések megvalósításához szükséges a potenciális portfólióvállalatok sokaságának felkutatása. Emellett a programhoz kapcsolódó promóciós tevékenység a keresleti oldal informáltságát is javítja a finanszírozási formával kapcsolatosan.

A program 2010-es kezdete óta jelentős számú, mintegy 150¹ vállalkozásba történt befektetés. Fontos kiemelni, hogy a Jeremie-alapok futamidejük felét sem érték el, a Jeremie-program kereteiben létrejött alapok jelentős része pedig még aktívan nem jelent meg a piacon, mindazonáltal a hibrid alapok működésének bizonyos egyedi jellemvonásai már kirajzolódni látszanak.

A Jeremie-program előnye, hogy az iparági szegmensbe áramló, ugrásszerűen megnöve-

kedett tőke mennyisége alkalmas arra, hogy a nagy növekedési potenciállal rendelkező kis- és közepes vállalkozások, amelyek korábban biztosítékok hiányában akadtak fenn a kockázati tőke és banki hitelezés rostáján, most megfelelő mennyiségű tőkéhez jussanak. A vizsgált mintegy 150 vállalkozás túlnyomóan technikai, informatikai profilú, ugyanakkor a gyógyászat és egészségügy, valamint biotechnológia a területén is történtek befektetések. A piaci szereplők bevonása egyértelműen hozzájárult, hogy a klasszikus kockázatitőke-finanszírozás célvállalatait jelentő technológiaorientált, innovatív vállalkozások leljenek forrásra.

Mint azt korábban említettük: az alapok működésének szabályozása és a különböző ösztönzők torzító hatással bírhatnak az értékelés során, így nemcsak az egyes vállalkozások, de az egész ágazat esetében is igazi piaci értékmérőnek a kiszállás tekinthető. A kilépések száma, értéke és a kiszállási módok a kockázatitőke-piac fejlettségi szintjét is mutatják (Becsikyné, 2006). *Brander és Hellman* (2010) korábbi eredményei szerint a vállalkozásokból való sikeres kiszállás esélye csökken, amennyiben magas tulajdoni részesedést és befolyást szerez az állami háttérű alap, ugyanakkor kisebbségi tulajdonosként ezen alapok képesek növelni a sikeres kiszállás lehetőségét. Ezzel szemben a hazai Jeremie-programban részt vevő vállalkozásoknál egyértelműen a többségi tulajdon megszerzésére törekedtek a befektetők, így a tulajdonosok kontrollt gyakorolhatnak a vállalat fölött. Továbbá a hibrid alapoknál a befektetők aktív szerepvállalását jelzi a nemzetközi gyakorlatban elterjedt elsőbbségi részvények használata.²

Bár a múltban láthattunk példát hazai kockázatitőke-befektetésen átesett vállalkozásból való tőzsdéi úton történő kiszállásra, a hazai elsődleges és másodlagos tőkepiac viszonylagos fejletlensége miatt ezen kilépési módokat kevésbé elérhető a magyarországi befektetések-nél. A növekedési szakasz további finanszíro-

zásának esélye pénzügyi befektetők bevonásával vagy a számukra történő értékesítéssel csökkent, tekintetbe véve a Közép-Kelet-Európa számára rendelkezésre álló potenciálisan befektethető tőkeviszsaesését, ami az Európai Unióban történő tőkegyűjtés fellendülése ellenére még tovább csökkent 2013-ban (Karsai 2014; Karsai 2015). A hazai kockázati tőkebefektetéseknél elsődlegesen a szakmai befektető számára való értékesítés kínálkozik kiszállási lehetőségként.

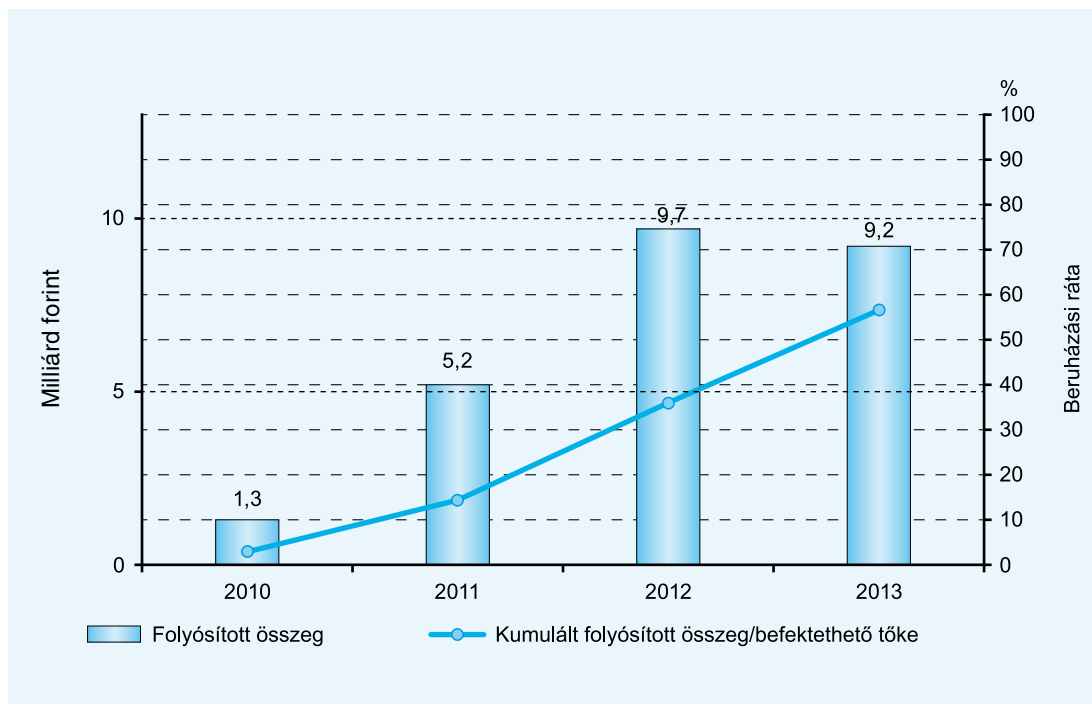
A Jeremie-alapok befektetési közül jelen cikk megírásának pillanatáig kevés sikeres kiszállás történt³. A sikeres korai kiszállások hiánya egybevág azon nemzetközi tapasztalattal, hogy az állami háttérű alapok magas részesedése esetén nehezebben tudják értéke-

síteni a befektetők a vállalkozásban szerzett tulajdonrészüket, ugyanakkor utalhat a megvalósult befektetések alacsony színvonalára is. Bár tény, hogy a Jeremie kockázati tőke-alapok még működésük kezdetén járnak, így az eddigi eredmények alapján messzemenő következtetéseket nem lehet levonni, mindazonáltal a sikeres kiszállások számának a növekedése nagyban hozzájárulhatna a befektetők további ágazatba való bevonásához.

Az 1. ábra tartalmazza a tényleges kihelyezések alakulását az első körös Jeremie-alapoknál 2010–2013 között. Jól láthatóan a legmagasabb mértékben 2012-es és 2013-as évben helyezték ki forrásaikat az alapok. A működésüket 2010-ben megkezdő alapok befektetési időszaka a forrásokra történő pályázat erede-

1. ábra

A JEREMIE I. ALAPOK ÁLTAL FOLYÓSÍTOTT ÖSSZEG* MILLIÁRD FORINTBAN ÉS A KEZELT ALAPOK TŐKÉJÉNEK SZÁZALÉKÁBAN, 2010–2013



*A folyósított összegek a portfólióvállalkozások mérlegeiben található jegyzett tőkéjében és tőketartalékában bekövetkezett növekedést tartalmazza. Ebből adódóan az általunk közölt adatok a folyósított összegre vonatkozóan meghaladhatják a tényleges folyósítás összegét.

Forrás: saját szerkesztés a portfólióvállalkozások beszámolóinak adatai alapján

ti kiírásában 2013 vége volt, ugyanakkor a 2013-as év végéig kevesebb, mint a tőke 60 százaléka került ténylegesen folyósításra a vállalt 80 százalékkal szemben. A források lassú ütemben történő kihelyezése egyfelől jelezheti a befektetésre kész vállalkozások hiányát. Másfelől a befektetési politika szabályozása is hozzájárulhat a lassú tőkekihelyezéshez. Bár a befektetési időszak kitolódott 2015 végéig, ugyanakkor a teljes vagyron befektetése aligha várható. A 2014-es évben új vállalkozásokba történő befektetésre csak néhány esetben került sor, továbbá az egyes alapok portfóliójának mérete 10–15 vállalkozás között mozog, amely a menedzselhető portfólióméret felső határát jelenti.

A lassú ütemben történő tőkekihelyezés is jelzi, hogy nincsenek vagy nem elérhetők a befektetők számára kellő számban innovatív vállalkozások, vagy nem készek a kockázatitőkebefektetés fogadására. A hazai vállalkozások kockázati tőkéhez való hozzájutásának esélyét az információs problémák jelentősen csökkentik (Becsky – Nagy, 2014).

Nem pusztán piaci tökéletlenségek vezetnek az innovatív fiatal vállalkozások számára elérhető források szűküléséhez, hanem az adott vállalati kör fejletlensége és hiányossagai is hozzájárultak ahhoz, hogy nem jelentek meg magasabb számban befektetők a hazai kockázatitőke-piacon. Ebben az értelemben finanszírozási résről sem beszélhetünk, hiszen a finanszírozási rések piacképes, finanszírozásra alkalmas vállalkozások létét feltételezik. A magyarországi viszonyokat vizsgálva Szerb (2009) becslése alapján 2009-ben a hazai vállalkozások töredéke, mintegy 400–600 vállalkozás lehetett alkalmas kockázati tőke bevonására. Ezen problémához közvetlenül kapcsolódó hiányosságok a hazai kockázatitőke-piac és a startup ökoszisztéma esetében az üzleti anyagok és az inkubátorok támogatásának hiánya, valamint a piaci szereplők közötti alacsony mértékű információáramlás (Becsky – Nagy,

2013). Ezen tényezők jelentőségét a kockázati tőke kapcsolatában az adja, hogy kiemelt szerepet játszanak a vállalkozások befektetés befogadására történő alkalmassá tételében és a piaci orientáció erősítésében.

KÖVETKEZTETÉSEK

A tanulmány uniós és állami források felhasználásának hatékonyságát vizsgálta a kockázatitőke-piacon, illetve hatását a fiatal innovatív vállalkozások fejlesztése terén. A közép-kelet-európai régióban és ezen belül Magyarországon a kevésbé fejlett klasszikus kockázatitőke-ágazat fejlesztése érdekében átmenetileg szükséges az állami szerepvállalás annak érdekében, hogy megteremtse a lehetőséget a pusztán piaci körülmények között működő kockázatitőke-iparág kifejlődésére. Ebben a tekintetben a hibrid konstrukciójú alapok formájában történő állami szerepvállalás, mint amilyen a Jeremie-program is, előremutató lépés, mivel a piaci szereplők bevonásán keresztül megelőzhető a források alacsony színvonalú felhasználása. Az állam hibrid alapok útján történő szerepvállalása segíti kiszűrni a kizárólag állami tulajdonú alapok befektetéseire jellemző torzító hatásokat és tőkéhez juttatja azokat a vállalkozásokat, amelyek hatékony piaci körülmények között is befektetésekben részesültek volna. Ugyanakkor az állam kockázattvállalása és a befektetésre szánt tőke elköltésének kényszere miatt olyan vállalkozások is tőkéhez juthatnak, amelyek a szigorú kiválasztási folyamat során fenn akadtak volna a piaci befektetők rostáján.

A Jeremie-program során megalakuló befektetési társaságok szereplői számára az általuk lefolytatott due diligence vizsgálatok, illetve befektetések kapcsán nyert tapasztalatokat lehetőséget biztosítanak a későbbi, piaci körülmények közötti működéshez szükséges szakmai háttér megteremtésére.

Ezzel egy időben a keresleti oldalon is remélhető változás az információs űr feloldását illetően, viszont a startup ökoszisztéma még nem elég fejlett ahhoz, hogy kellő számú nagy növekedési lehetőségeket rejtő vállalkozás váljon alkalmassá kockázati tőke befogadására. Az állam jelenleg aktív és passzív szerepvállalással igyek-

szik segíteni a magvető stádiumban lévő vállalkozásokat. Hosszú távon az állam aktív szerepvállalásának visszahúzódása és a teljesen piaci háttérű alapok súlyának növekedése, valamint a passzív állami eszközök térnyerése segítheti leginkább az ágazatot, biztosítva ezzel a gazdasági növekedés és a foglalkoztatás javítását.

JEGYZETEK

¹ Az adatgyűjtés során elsődlegesen az alapkezelők adatszolgáltatására támaszkodtunk, ugyanakkor nem minden alapkezelő tette nyilvánossá befektetéseit, ebből adódóan a vizsgált vállalkozások listája nem fedi a teljes sokaságát a Jeremie-program portfólióvállalkozásainak. Ugyanakkor adatbázisunk kiegészül az üzleti sajtó és hírportálok információival a portfólióvállalkozásokat illetően, így a vizsgált 2015. január 31-ig összegyűjtött vállalkozások a Jeremie-befektetések több mint 90 százalékát fedik le.

² A megvalósult befektetéseknél a beszámolók alapján a zárt részvénytársasági formában működő vállalkozások esetében volt lehetőség hasonló jogok

kikötésére. A 2013. december 31-ig megvalósult befektetések közül 32 történt zrt-formában működő vállalkozásban, amelyek közül 28-nál használtak elsőbbségi részvényeket, amelyek többlétszavazati jogokat, illetve vezető tisztségviselő kinevezésére vonatkozó jogokat biztosítottak a befektetők számára, ezen felül likvidációs és osztalékelsőbbségi részvények szintén széles körben kerültek kibocsátásra.

³ 2015. január 31-ig a szerzők adatgyűjtése alapján mindösszesen négy esetben sikerült szakmai befektető számára értékesíteni a vállalkozást, kettőnél hazai tőzsdén jegyzett társaság számára, míg két esetben külföldi befektető részére.

IRODALOM

ARROW, KENNETH J. (1962): Economic Welfare and Allocation of Resources for Invention. In: *The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors*. 1962, pp. 609–626

BECSKYNÉ NAGY, P. (2006): *Kilépések politikája – Hogyan válnak meg a kockázati tőkések a befektetéseiktől?* *Competitio*. 5 (2), 83–98. oldal

BECSKYNÉ NAGY, P. (2008): A kockázati tőke hozzáadott és „elvett” értéke. Doktori disszertáció, Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Doktori Iskola, 255. oldal

BECSKY-NAGY, P. (2013): Venture Capital in Hungarian Academic Spin-offs. *Annals of the University of Oradea: Economic Sciences*. 2. pp. 351–360

BECSKY-NAGY, P. (2014): Growth and venture capital investment in technology-based small firms – The case of Hungary. *Annals of the University of Oradea: Economic Sciences*. 2 (2), pp. 828–836

BRANDER, J. A. – DU, Q. – HELLMANN, T. F. (2010): The Effects of Government-controlled Venture Capital: International Evidence. NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Cambridge 2010. november Online: <http://www.nber.org/papers/w16521>

DEVENOW, A. – WELCH, I. (1996): Rational Herding in Financial Economics. *European Economic Review*. 40. pp. 603–615

FAZEKAS, B. (2014) Government intervenions in the venture capital market – How Jeremie affects

the Hungaria venture capital market? *Annals of the University of Oradea. Economic Sciences.* 2(2) , pp. 883–892

GRILLI, L. – MURTINU, S. (2014): Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms, Politecnico di Milano. Department of Management. Economics and Industrial Engineering. Via R. Lambruschini 4/b, 20156, Milan, Italy

GOMPERS, P. A. (1995): Optimal investment, monitoring and staging of venture capital. *The Journal of Finance.* 50 (5). pp. 1461–1489

GOMPERS, P. A. – LERNER, J. (1999): What Drives Venture Capital Fundraising? *NBER Working Paper Series.* National Bureau of Economic Research. Cambridge

HARDING, R. (2002): Plugging the knowledge gap: an international comparison of the role for policy in the venture capital market. *Venture Capital: An International journal of Entrepreneurial Finance.* 1. pp. 59–76

KARSAI, J. (2002): Mit keres az állam a kockázati tőke piacon? A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon. *Közgazdasági Szemle.* XLIX. évf. 2002. 11. sz., 928–942. oldal

KARSAI, J. (2007): Az intézményes kockázati tőke piac szerepe az innovatív cégek finanszírozásában, In: Makra, Zs. A technológiaorientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon, 101–124. oldal

KARSAI, J. (2013): Válság után: változó állami szerep a kockázati tőke-ágazatban. *Külgazdaság.* 57 (5–6) 12–34. oldal

KARSAI, J. (2014): Hol tart a közép-kelet-európai kockázati és magántőke-piac öt évvel a válság után? Műhelytanulmány, Kiadó: MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Központ, Közgazdaságtudományi

Intézet, Budapest 2014, MT-DP- 2014/15, ISBN 978–615–5447–30–3, ISSN 1785–377X, 28p.

KARSAI, J. (2015): Hol tart a kelet-közép-európai kockázati- és magántőkepiac öt évvel a válság után? *Statisztikai Szemle.* 93. évf. 1. szám, 5–24. oldal

LAWTON, T. C. (2002): Missing the Target: Assessing the Role of Government in Bridging the European Equity Gap and Enhancing. *Economic Growth Venture Capital.* + January–March 2002, 4 (1) pp. 7–23

LERNER, J. (1996): The Government as Venture Capitalist: The Long-run Impact of the SBIR Programme, *NBER Working Papers Series,* Working Paper 5753, National Bureau of Economic Research Cambridge. 1996, szeptember pp.1–33

LUDÁNYI, A. (2002): A tőkeerő és az alapítói háttér hatása a kockázati tőke-szervezetek befektetési magatartására, I–II. rész. *Közgazdasági Szemle.* 49(7–8) 659–672. és 779–798. oldal

LUUKKONEN, T. – DESCHRYVERE, M. – BERTONI, F. (2013): The Value Added by Government Venture Capital Funds Compared with Independent Venture Capital Funds. *Technovation.* 33(4–5) pp. 154–162

MASON, C. M. – HARRISON, R. T. (2003): Closing the Regional Equity Gap? A Critique of the Department of Trade and Industry's Regional Venture Capital Initiatives. *Policy Debates.* Regional Studies. 37(8) pp. 855–868

MURRAY, G. – COWLING, M. – LIU, W. – KALINOWSKA-BESZCZYNSKA, O. (2012): Government co-financed 'Hybrid' Venture Capital programmes: generalizing developed economy experience and its relevance to emerging nations. *Kauffman International Research and Policy Roundtable.* Liverpool, 11–12, March 2012

NAGY, P. (2004): Az informális és a formalizált kockázati tőke szerepe a finanszírozási rések feloldásában.

VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági konferencia, Pécsi Tudományegyetem, 2004. október 21–22.

Oakey, R. P. (2003): Funding Innovation and Growth in UK New Technology-Based Firms: Some Observations on Contributions from the Public and Private Sectors. *Venture Capital*. April–June 2003. 5(2) pp. 161–79

Paglia, J. – Harjoto, M. A. (2014): The Effects of Private Equity and Venture Capital on Sales and Employment Growth in Small and Medium Sized Businesses *Journal of Banking and Finance*. 47. pp. 177–197 Online: <http://ssrn.com/abstract=2479574>

Schilder, D. (2006): Public Venture Capital in Germany: Task force or forced task? *Freiburg Working Papers*. TU Bergakademie Freiberg, Faculty of Economics and Business Administration

Szerb, L. (2006): Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában,

In: Makra Zsolt (szerk.): A kockázati tőke világa, 95–122. oldal

Szerb, L. (2009): A magyarországi kis- és közepes méretű vállalatok kockázati tőke-finanszírozási lehetőségei. In: Ulbert, J. (ed.) *Az iskolateremtő*. Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, 247–258. oldal

Veugelers, R. (2011): *Mind Europe's early-stage equity gap*. Policy Contributions. 660, Brugel

EVCA (2013): 2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity. Brussels

EVCA (2014): 2013 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments and Divestments. May 2014

OECD (2006): *The SME Financing Gap. Theory and Evidence*, Vol. 1.