

## A hazai kockázatitőke-befektetések értékelése, különös tekintettel a JEREMIE-alapok befektetéseire

ILLÉS RICHÁRD – LOVAS ANITA

*A JEREMIE kockázatitőke-program 2016 első felében zárult le és ennek keretében több mint 350 vállalat jutott tőkefinanszírozáshoz. Kutatásunk során közel 200 vállalatra kiterjedő mintát állítottunk össze részletes vállalati adatokkal és piaci információkkal, amely alapján a vállalatok egyedi jellemzőit vizsgáltuk. A befektetői oldalon értékeltük a kontrolleszközöket, és azt láttuk, hogy szinte minden alap többségi tulajdont szerez meg, sőt számos esetben az igazgatóságban és a felügyelőbizottságban is részt vesznek. A JEREMIE-kiírások többek között arra törekedtek, hogy a közép-magyarországi régión kívüli vállalatok fejlődését segítsék elő. A székhelyek vizsgálata igazolja ezt, a telephelyeket figyelembe véve azonban a tevékenységek inkább a középső régiókra koncentrálódnak. A kockázatitőke-befektetők nemcsak új fejlesztésű termékeket finanszíroznak, azaz nemcsak fejlesztéssel foglalkoznak, hanem a vállalatok negyede folyamatosan jövedelmet is termel. Ez a befektetők diverzifikációs erőfeszítéseit is igazolja. A vállalatok törekednek a nemzetköziesedésre is, hiszen több mint 70 százaléuk külföldi piacokat céloz meg.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G24, G34, H71

Az Amerikai Egyesült Államok a világ vezető kockázatitőke-befektető országa, az európai országok az alapok tőkegyűjtő tevékenységét és kihelyezéseit tekintve le vannak maradva. Ezt a különbséget a 2008-as pénzügyi válság felerősítette, hiszen jelentősen gyengült az európai kockázatitőke-befektetők finanszírozási tevékenysége, így jobban lemaradtak az amerikaiaktól (Kraemer-Eis et. al., 2013). A 2008-as pénzügyi válság utáni 2016-os adatok is azt mutatják, hogy továbbra is távolodik

<https://doi.org/10.47630/KULG.2018.62.7-8.30>

Illés Richárd, a Hiventures Zrt. junior befektetési menedzsere.  
E-mail: richard.illes91@gmail.com

Lovas Anita, a Budapesti Corvinus Egyetem adjunktusa. E-mail: anita.lovas@uni-corvinus.hu

egymástól a két kockázati tőke-piac, hiszen Amerikában sokkal nagyobb mértékben, 66,6 milliárd dollárra emelkedett a kockázati tőke-befektetések összege, míg Európában a növekedés csekély mértékben, 4,7 milliárd dollárra nőtt (OECD, 2017).

A kelet-közép-európai régióban még az európai átlaghoz képest is gyengébb a kockázati tőke-ipar, több a kiaknázatlan lehetőség. Magyarországnak kezdetben (a rendszerváltást követően) előnyös helyzete volt a régión belül, ezt azonban kezdte elveszíteni (Karsai, 2006). A JEREMIE-programnak köszönhetően az egyik legaktívabb kihelyezési időszakban a kockázati tőke-befektetés 2015-ben 26,24 millió euró volt, ami az európai befektetések 0,66 százaléka, az amerikaiak pedig csak a 0,05 százaléka (OECD, 2016). A kockázati tőke-befektetések GDP-hez viszonyított arányából is látszik, hogy a régióban és hazánkban is gyerekcipőben jár még az iparág. A legtöbb országban 0,1 és 0,8 százalék közötti ez a szám, Magyarországon a 0,05 százalékot sem éri el (Invest Europe, 2017). A kockázati tőke-befektetések szempontjából azonban azt is figyelembe kell venni, hogy vannak olyan tőkehiányos induló vállalkozások, amelyek fontosak nemcsak az egyének, hanem a közösség számára is. Ezért az állam úgy érzi, hogy nem tehet mást, mint hogy belép erre a piacra (Karsai, 2002).<sup>1</sup>

A válság miatti visszaesést követően vezette be az Európai Bizottság és az Európai Befektetési Bank a JEREMIE-programot. Hazánk 2009-ben jutott először az uniós forráshoz (Magyarország Kormánya, 2009). Egymás után négy JEREMIE-pályázatot hirdetett meg a magyar kormány 2009-ben, 2012-ben és 2013-ban, ez utóbbi évben kettőt is (Magyarország Kormánya, 2012a, 2012b, 2013a, 2013b). Összesen 25 kockázati tőkealap-kezelő (későbbiekben: kta) részesült támogatásban a program során, amelyek több mint 350 kis- és középvállalkozásba fektettek tőkét (Századvég, 2016).

A JEREMIE-program értékelésével már több tanulmány foglalkozott (Becsky-Nagy-Fazekas, 2014, Karsai, 2014, Lovas-Rába, 2013), és elsősorban a kínálati oldalra, valamint a pályázati kiírásokra koncentráltak. A keresleti oldal elemzései közül kiemelendő Becsky-Nagy-Fazekas [2017], amely a befektetésben részesült vállalkozások teljesítményére, illetve a foglalkoztatásra gyakorolt hatást elemezte egy szintén saját összeállítású adatbázis alapján.

Cikkünkben a létrejött új alapok kihelyezéseire helyezzük a hangsúlyt, és a kockázati tőke-alapok azon befektetéseinek sajátosságait, valamint a finanszírozott vál-

<sup>1</sup> A magyar kockázati tőke-piac szereplőit és azon belül az állami szerepvállalást részletesen bemutatja Jáki-Molnár [2017], az állami beavatkozás hatását Becsky-Nagy-Fazekas [2014], Berlinger et al. [2017], Deloitte [2016], Lovas-Mile [2015].

lalatok azon jellemzőit értékeljük, amelyekkel az eddig megjelent tanulmányokban még nem foglalkoztak részletesen.

A tulajdonosi irányítás és ellenőrzés széles eszköztára jelenik meg a kockázati tőkés szerződésekben (például szavazati jog, jövedelemhez kapcsolódó jogok, felügyelőbizottsági tagság, versenykorlátozáshoz kapcsolódó jogok), az adatok ezekről korlátozottan állnak rendelkezésre, hiszen a többségük üzleti titoknak minősül. A nyilvánosan elérhető információk alapján azonban az eszközök egy része elemezhető. Cikkünkben kiemelten vizsgáljuk a tulajdoni hányadot, a részvételt a vezető testületekben, valamint a befektető által kijelölt könyvelő vagy könyvvizsgáló előírását. Elemeztük, hogy a hazai kockázati tőke-alapok tudják-e kontrolljukat érvényesíteni, illetve ennek során milyen gyakorlatot alkalmaznak.

Számos európai uniós szabályozási előírás vonatkozik a JEREMIE-alapok kihe-lyezésére, például mely régióba kell a vállalatnak tevékenykednie, milyen idős lehet a vállalat (*Becsky-Nagy–Fazekas*, 2017, Deloitte, 2016). Ezek közül mi a vállalatok székhelyével, illetve a telephelyével foglalkoztunk. Azt vizsgáltuk, hogy megfelel-nek-e a székhelyek alapján az európai előírásnak, és a telephelyek figyelembevételével azt is, hogy hol folytatják tevékenységüket a vállalatok.

Tanulmányunk harmadik elemzési témaköre a befektetések sikerességére irányult. Ennek során megvizsgáltuk a jövedelemtermelő-képességüket, azaz rendelkeznek-e már bevétellel, vagy még a termékfejlesztés folyamatában vannak, milyen üzletágban tevékenykednek, milyen fejlesztésű termékkel vagy szolgáltatással foglalkoznak, bevételtermelő képességük fizikai eszközön vagy emberi szolgáltatáson alapul, valamint milyen értékesítési területet és milyen vásárlói kört céloztak meg. Így lehetővé vált annak elemzése, hogy milyen a termékek (illetve a szolgáltatások) innovativitása, mennyire sikerült a nemzetközi piacok felé nyitni.

A kutatásunk tárgya a JEREMIE-programon keresztül finanszírozott vállalatok, valamint a vizsgált időszakban (2013–2015) két kiemelkedően aktív alap portfólió-vállalatai: a magyar állam százszázalékos tulajdonában lévő Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. (szta.hu, 2016) és a magánforrásból finanszírozott OTP-DayOne Magvető Tőkealap (portfolion.hu, 2016) befektetései. Ezzel a fókusszal a hazai kockázati tőke-befektetők szélesebb körét fedtük le, mint az eddigi kutatások, hiszen összesen huszonöt hazai alapkezelőt vizsgáltunk. Az elemzéshez olyan adatbázist állítottunk össze, amely nyilvánosan elérhető adatokat tartalmaz. Az adatbázis feltöltéséhez ezért az alapok és a hírportálok kapcsolódó oldalai, a cégek kötelező éves beszámolóí, a cégjegyzék és cégtár információ szolgáltak alapul. A kutatási időszak 2015 elején kezdődött és az adatbázist 2016 második felében zártuk le. Az adatok ex post

jellege miatt az eddig megjelent tanulmányokhoz képest sokkal hosszabb idősort elemeztünk. A vizsgált időszakban az addig megvalósult, nyilvánosan ismert befektetések kerültek be a mintánkba. A portfólióvállalatok listájának vizsgálatára a 2015. szeptember 30-ig terjedő időszakot neveztük ki, de az adattábla tartalmaz frissebb adatokat is. Ennek eredményeként 205 vállalatot gyűjtöttünk össze, de az elérhető adatok hiányossága miatt a célcsoport leszűkült 195 vállalkozásra. A minta azonban így is szignifikánsnak mondható, mert az összes (mintegy 350) kihelyezés közel fele szerepel benne és a korlátokat figyelembe véve alkalmas elemzések elvégzésére.

### A befektetéseknél megjelenő irányítási és kontrolleszközök

A kockázatitőke-befektetési szerződések kialakításában sarkalatos pont, hogy mekkora tulajdonjogot kap a befektető és milyen irányítási, illetve kontrolleszközöket alkalmazhat (Aman–Lovas, 2015, Lovas–Rába–Pereczes, 2015). Az amerikai, illetve más országok empirikus elemzésével foglalkozó szakirodalomban (az amerikaiban Kaplan–Strömberg, 2003, a németben Bienz–Hirsch, 2011) számos eszközzel találkozhatunk, a magyar gazdasági és jogszabályi környezet miatt azonban a hazai befektetési alapok gyakorlata eltér a nemzetközi mintáktól.

Az irányítási elvek két csoportba sorolhatók a piaci tapasztalatok alapján: amelyeket az európai, illetve az amerikai cégek követnek (Zsembery, 2016). Az előbbieknél a fontosabb döntéseket a közgyűlés hozza meg, az utóbbiaknál viszont az igazgatóság. Az európai vállalatoknál ezért inkább az a lényeges, hogy mekkora tulajdoni aránnyal rendelkezik a kockázatitőkealap-kezelő, míg az amerikai típusú cégeknél az számít, hogy hány igazgatósági tagot delegálnak. Zsembery [2016] szerint az a legjobb gyakorlat a hazai piacon, ha inkább alacsonyabb a tulajdoni arány, de több a képviselő a vezetőségben. A magyar befektetők azonban túlzottan óvatosak, nem bíznak meg a tőkét kereső vállalatokban, így itthon egy kevert modell a jellemző.

A tulajdoni viszony értékelése azért is nehéz, mert nem nyilvánosak a befektetési alapok és a portfólióvállalatok közötti szindikátusi szerződések, melyek részletesen rögzítik ezeket a viszonyokat (Glavanits, 2015). Ennek ellenére elérhetők olyan információk, amelyekkel elemezhető a hazánkban jellemző gyakorlat is. Olyanok például, hogy milyen a kockázatitőkealap-kezelő tulajdonosi, illetve szavazati aránya, delegál-e tagot az igazgatóságba vagy a felügyelőbizottságba. Ezek a jellemzők megtalálhatók a cégjegyzékben és a céginformációkban.

A befektetési méret értékelésénél négy csoportba osztottuk a kockázatitőke-alapokat (kta). Az első kategóriába azok kerültek, melyek jellemzően kis összegű, azaz pár tízmilliós befektetéseket hajtottak végre. A következő kategória alapjainál a közepes nagyságú, vagyis a százmillió forint körüli értékek voltak a tipikusak. A legnagyobb befektetésekkel rendelkező alapokat a harmadik kategóriába soroltuk. Ezek a leggyakoribb esetek, nagyságuk pár százmillió forinttól egészen ezernégy-százmillió forintig terjed. Végül az utolsó kategóriába olyan alapok kerültek, amelyeknél nem figyelhető meg szabályszerűség befektetéseikben, kicsi és nagy egyaránt előfordult.

A mintánkban a tulajdoni arány alapján a legtöbb tőkealap – tizenhat a huszonöt-ből (64 százalék) – többséget vagy minősített többséget szerez a befektetés célvállalatában. (Lásd az *1. táblázatot*.) Többséget jelent, ha a tulajdonjog aránya meghaladja az 50 százalékot, és minősített többséget, ha az 75 százalék felett van. A csoportok képzésénél két kockázatitőke-alapnál pontos részesedést (80 százalék és 49 százalék) szerepeltetünk, de ezeket nem soroltuk a többségi kategóriákba, mivel az adott alapoknak csak egyetlen befektetésük volt nyilvánosan elérhető a vizsgált időszakban.

Négy kategóriát különböztettünk meg annak vizsgálatánál, hogy van-e a kockázatitőkealap-kezelőnek aláírási jogosult embere a céltársaságnál: (1) igen, (2) jellemző, (3) nem jellemző és (4) nem. Az első eset azt jelenti, hogy kivétel nélkül, minden cég irányítási szintjére delegál munkatársat. Ilyen eset csak kétszer fordult elő, de ez éppen az a két alap, amelyeknek csak egyetlen befektetése került be az elemzésbe. A második kategóriában a tőkealap a portfólióvállalatok több mint felénél ültet tagot a vezetésbe.

Nem jellemzőnek neveztük el azt a kategóriát, amelybe néhány esetben delegálnak tagot, de ez kevesebb mint a cégek felénél fordult elő. Az utolsó kategóriába azok tartoznak, amelyeknél a befektetőnek nincs senkije sem az igazgatóságban. Ez öt alapnál fordult elő. Tizenkét tőkealapnál nem jellemző a delegálás, ebbe a kategóriába esik a legtöbb alapkezelő. Ennek az utóbbi két kategóriának az eredménye megerősíti az európai stílus követését, mert úgy tűnik, hogy magasabb a tulajdoni hányaduk és változatlanul hagyják az igazgatóságot.

A kockázatitőke-alapok különböző módon vesznek részt a vállalatok felügyelő bizottságaiban. A Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. egyedüli abból a szempontból, hogy felügyelőbizottságot állít fel a portfóliócégeinél, kivétel nélkül minden mintában szereplő esetben létrehozta a testületet. Tagot azonban 10-ből csak egynél delegált. Az *1. táblázat* utolsó oszlopa azt mutatja, hogy ha van felügyelőbizottság, akkor abba az esetek hány százalékában küld tagot a kockázatitőke-alap. A többi alapnál

azt tapasztaltuk, hogy ha már volt a vállalatnál felügyelőbizottság (15 vizsgált alapon teljesült ez a kritérium), akkor általában a kockázati tőke-alap is tagja lett. Ez általánosan jellemző, de nem mindig, mert négy tőkealap nem delegált tagot.

A befektetett tőke nagysága alapján a 3-as kategóriába tartozó vállalatok a kiemelt fontosságúak, így a továbbiakban azokra koncentrálunk. A kockázati tőke-befektetést az alapkezelő folyamatosan ellenőrzi. Egyrészt az időszakos (negyedéves, esetenként havi) adatszolgáltatásokkal, melyeket szintén a szindikátusi szerződés rögzíti. Másrészt tulajdonosként részt vesz a közgyűléseken/taggyűléseken, meghatározó befolyást azonban többségi tulajdonjog esetén tud gyakorolni. Harmadrészt delegálhat tagot az igazgatótanácsba vagy a felügyelőbizottságba (*Jáki–Molnár–Walter, 2017*). Feltételezésünk szerint egy kockázati tőke-alap akkor tud kontrollt gyakorolni a portfólióvállalatnál, ha jellemző rá, hogy delegál tagot az igazgatótanácsba, minimum többséget, de inkább minősített többséget szerez a tulajdonjogban, vagy létrehoz felügyelőbizottságot és részt is vesz a munkájában.

Ha a három forma közül legalább az egyik teljesül, akkor azt mondhatjuk, hogy tud kontrollt gyakorolni. Az *1. táblázatban* félkövér betűtípussal jelölt cégeknél legalább két feltétel teljesül, igaz, az ABC-nek csak egy befektetése van a mintánkban. A dőlt betűvel jelzett alapoknál nem jellemző az ellenőrzés ezekben a formákban. Sem a tulajdoni arányban nincs többség, az igazgatóságban sem képviseltetik magukat általában a tőkealapok, és felügyelőbizottság is ritkán – a vizsgált cégek 18 százalékánál – van.

Az *1. táblázat* alapján látható: azt a feltételezést el kell vetnünk, hogy a kockázati tőke-alap-kezelők tagot delegálnak az igazgatóságba, a felügyelőbizottságba, esetleg van aláírásra jogosult munkatársuk és többséget szereznek a tulajdonjogban, és így ellenőrzik a vállalatokat. Ebben a formában az állítás ugyanis nem bizonyítható. A huszonöt alapkezelő közül csak nyolcnál jellemző, hogy van aláírásra jogosult képviselője a portfóliócégnél. Jellemzően inkább a tulajdonjogban szerzett minél magasabb részesedés biztosítja az ellenőrzést. A kutatás igazolja a *Zsembery Levente* [2016] által említett európai stílust. A huszonötből tizenhat alapkezelőre jellemző, hogy többséget vagy minősített többséget szerzett a vállalatokban. De ez még nem zárja ki az ellenőrzés hiányát, hiszen annak eszköze lehet még az, hogy az alapok a vállalataiknál saját könyvelőt, illetve saját könyvvizsgálót alkalmaznak. Ezt a következőkben elemezzük.

### Közvetlen ellenőrzés a cégek felett

Az alapok és a vizsgált befektetések száma	A befektetett tőke méretkategóriája	Tulajdoni arány	Van-e aláírásra jogosult embere a kft-nak a cégben?	Van-e felügyelőbizottság? (az esetek száma)	Delegál-e tagot a befektető a felügyelőbizottságba? (Az esetek százalékában)
ABC (1)	3	80 százalék	Igen	1	100 százalék
AJH (5)	3	Változó	Jellemző	1	100 százalék
Bonitás (2)	3	<b>35–40 százalék</b>	<b>Nem</b>	<b>0</b>	–
Conor Fund (8)	2	50 százalék alatt	Nem jellemző	4	100 százalék
CenTech (1)	2	49 százalék	Igen	0	–
Core Venture (8)	2	Többség	Jellemző	0	–
Day One (10)	2	50 százalék alatt	Nem	2	50 százalék
DBH (8)	3	Többség	Nem jellemző	1	100 százalék
Euroventures (12)	3	<b>50 százalék alatt</b>	<b>Nem jellemző</b>	<b>3</b>	<b>100 százalék</b>
FINATECH (10)	3	Többség	Nem	0	–
Finext Startup (12)	3	Többség	Nem jellemző	0	–
Garangold (6)	3	Többség	Nem jellemző	1	100 százalék
Gran (6)	4	Többség	Nem jellemző	3	0 százalék
Kaerous (4)	1	Többség	Nem jellemző	0	–

Az alapok és a vizsgált befektetések száma	A befektetett tőke méretkategóriája	Tulajdoni arány	Van-e aláírásra jogosult embere a kft-nak a cégben?	Van-e felügyelőbizottság? (az esetek száma)	Delegál-e tagot a befektető a felügyelőbizottságba? (Az esetek százalékában)
MORANDO (8)	4	Minősített többség	Nem jellemző	1	0 százalék
PBG FMC (17)	4	Nincs benne minta	Nem jellemző	1	100 százalék
Perion-Invest (5)	3	Többség	Nem jellemző	0	–
PortfoLion (13)	3	30–50 százalék	Jellemző	4	25 százalék
Primus (17)	2	Többség	Jellemző	2	0 százalék
Prosperitás (11)	4	Többség	Nem jellemző	1	0 százalék
Széchenyi (10)	1	Kisebbség	Nem	10	10 százalék
Tőkepartner (2)	3	Többség	Jellemző	0	–
Valor (4)	3	Minősített többség	Nem	1	100 százalék
Venturio (5)	3	Minősített többség	Nem jellemző	0	–
X-ventures (17)	2	Többség	Jellemző	0	–

Megjegyzés: A félkövér betűtípussal jelölt cégeknek az ellenőrzésnek legalább két formája teljesül. A dőlt betűvel jelölt alapokra nem jellemző az ellenőrzés felsorolt három formája.

Forrás: Saját szerkesztés.



### Közvetett ellenőrzés könyvelővel és könyvvizsgálóval

Az adatbázisunk összeállításánál felfigyeltünk arra, hogy a könyvelő, illetve a könyvvizsgáló személyében gyakran ismétlődő minta tapasztalható. Ezért a vállalatok jellemzőit a könyvelők és a könyvvizsgálók személyével is bővítettük. Az alapok sajátosságai között így az is szerepel, hogy a portfólióvállalatoknál saját könyvelőt, illetve preferált könyvvizsgálót alkalmaznak-e.

Az a feltevésünk, hogy ha az alapkezelő foglalkoztat könyvelőket és könyvvizsgálókat, akkor egyrészt jobban tudja ellenőrizni a céget, másrészt pedig a könyvelést vagy könyvvizsgálatot végző munkatársaknak is könnyebb belelátniuk a hasonló befektetésekbe. Ez azonban nemcsak felügyeleti eszköz lehet: a kockázatitőke-befektető azzal is segíti a kisebb cégek munkáját, hogy saját könyvelőjét foglalkoztatja, mivel így azoknak nem kell a könyvviteli és adózási kérdésekre is koncentrálniuk. Ezért ez kettős funkciót tölthet be, javíthatja a költséghatékonyságot és az ellenőrzésben is segíthet.

Az éves beszámolók kiegészítő melléklete sajnos nem mindig tartalmazta a könyvelést végző vállalatot vagy személyt, így vannak olyan tőkealapok, amelyek esetében erről nincs adatunk (n. a. szerepel ilyenkor a 2. táblázatban). Három kategóriát vezettünk be: (1) amennyiben az alap minden portfóliócégénél, vagy legalábbis döntő többségénél ugyanaz a személy vagy cég végzi a munkát, akkor azt mondjuk, hogy van *saját könyvelő*, illetve *preferált könyvvizsgáló*. (2) Ha a befektetett vállalkozások nagy részénél azonos nevek szerepeltek, akkor a *jellemző* kategóriát használtuk. Ez azt jelenti, hogy ugyan nem mindig a kockázatitőke-alap saját munkatársa vagy megbízott vállalkozója szerepelt, de több esetben megegyezett például a könyvelő. (3) A *nem* kategóriába kerültek az olyan esetek, amelyekben más vezeti a portfólióvállalatok könyveit, illetve végzi a könyvvizsgálatot. A könyvvizsgálat azonban nem mindig kötelező, hiszen vannak olyan vállalatok, amelyeket sem a törvény, sem a tulajdonosok nem köteleznek erre, ezért ez is egy külön kategória.

A 2. táblázatból az látható, hogy a huszonötből tizenhat alap (64 százalék) minden befektetésénél, vagy legalább azok nagyobb részénél saját könyvelővel dolgozik. Csak két alapnál nincs adatunk erről, mivel nem találtuk meg ezeket a hozzájuk tartozó vállalatok éves jelentésében. A maradék nyolc vállalatnál is megjelentek az ismerős nevek, akik más alapok könyvelői is voltak a startupcégeknél. Nem jellemző azonban, hogy mindig ugyanazokat alkalmazzák.

**Saját könyvelő és könyvvizsgáló alkalmazása**

Alapok	Saját könyvelő	Preferált könyvvizsgáló
ABC KTA Zrt.	N. a.	N. a.
Alliance Jura-Hongrie KTA Zrt.	Jellemző	Jellemző
Bonitás KTA Zrt.	Nem	Van
Central-Fund KTA Zrt. = Conor Fund/ Conor Seed	Jellemző	Nincs könyvvizsgálat
Central Tertius KTA Zrt.	N. a.	N. a.
Core Venture KTA Zrt.	Van	Van
Day One KTA Zrt.	Nem	Jellemző
DBH Investment KTA Zrt.	Jellemző	Jellemző
Euroventures Kockázati KTA Zrt.	Nem	Nem
FINATECH Capital KTA Zrt.	Van	Jellemző
Finext Startup KTA Zrt.	Jellemző	Jellemző
Garangold Investment Befektető Zrt.	Jellemző	Nem
Gran Private Equity Zrt	Van	Jellemző
Kaerous KTA Zrt.	Jellemző	Jellemző
MORANDO KTA Zrt.	Nem	Jellemző
PBG FMC KTA Zrt.	Jellemző	Nincs könyvvizsgálat
Perion-Invest KTA Zrt.	Nem	Jellemző
PortfoLion KTA Zrt.	Jellemző	Jellemző
Primus Capital KTA Zrt.	Nem	Jellemző
Prosperitás KTA Zrt.	Jellemző	Jellemző
Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt.	Nem	Nem
Tőkepartner KTA Zrt.	Van	Van
Valor Capital KTA Zrt.	Jellemző	Jellemző
Venturio KTA Zrt	Jellemző	Van
X-ventures (Alpha és Béta) KTA Zrt.	Jellemző	Jellemző

*Forrás:* Saját szerkesztés.

A könyvvizsgálóknál szembetűnőbb ez az arány. Tizennyolc kockázatitőke-alapnál kéri fel a munkára ugyanazt a céget vagy személyt a befektetések nagy részében, esetleg mindegyiknél. Ez azt is jelentheti, hogy a tőkealapoknak megvan az a könyvvizsgálója, akiben megbíznak, akivel szerződésben állnak. Két cégnél

nincs adatunk erről, valamint két olyan alapkezelő van, amelynek egyetlen befektetése sem kötelezett könyvvizsgálatra. Ezeken kívül csak négyen váltogatják a vállalatok közt a könyvvizsgáló céget vagy személyt. Ezért azt mondhatjuk, hogy jellemző a saját könyvelő és a preferált könyvvizsgáló alkalmazása.

Felmerülhet a kérdés, hogy a vállalatalapítóknek miért érte meg az, hogy a pénzügyi befektető minősített többséghez jutott, ellenőrzi az operatív menedzsmentet és a könyvelést is. Ennek egyik oka az lehetett, hogy a vállalat így olyan forráshoz jutott, amelyet máshol nem tudott megszerezni. Másrészt feltehetően nemcsak tőkéhez jutott, hiszen a kockázati tőkések nemcsak tulajdonjogot szereznek, hanem pénzügyi, stratégiai, marketing-, adminisztratív és vezetési tanácsokat is adnak, amelyekre nagy szüksége van egy induló vállalkozásnak (Luukkonen et al., 2013).

### **A székhely és telephely viszonya**

A JEREMIE kockázatitőke-programokban támasztott egyik feltétel az volt, hogy (az Euroventures kivételével) csak olyan vállalatokat választhatnak ki a kockázatitőke-alapok, amelyek székhelye nem a közép-magyarországi régióba esik. A Deloitte elemzésében is szerepel, hogy a JEREMIE-programok során az is buktatót jelentett, hogy a székhely többször a támogatott régióban van, de a vállalkozás nem ott folytat tevékenységet (Deloitte, 2016). A 3. táblázatban a székhelyek és telephelyek megoszlása szerepel. A tábla darabszámokat tartalmaz, vagyis azt mutatja meg, hogy az egyes kockázatitőke-alapok befektetései közül mennyinek van a székhelye vidéken vagy Budapesten, valamint hány vállalat jelölt meg telephelyet vidéken, esetleg a fővárosban. Minden cégnek csak egy központja van, így a székhelyek számának meg kellene egyeznie a vizsgált 195 vállalat számával. Az egyenlőség azonban nem áll fenn, mivel van olyan cég, amelybe több alap is beszállt, azaz több befektetésnek minősült, de egy vállalatról van szó. Az utolsó két oszlopnál azonban már nincs ilyen törvényszerűség. Annyi telephelye lehet a vállalatnak, amennyit alapít, így a számuk összesen akár több is lehetne, mint ahány vizsgált cég van.

3. táblázat

**Székhelyek és telephelyek száma**

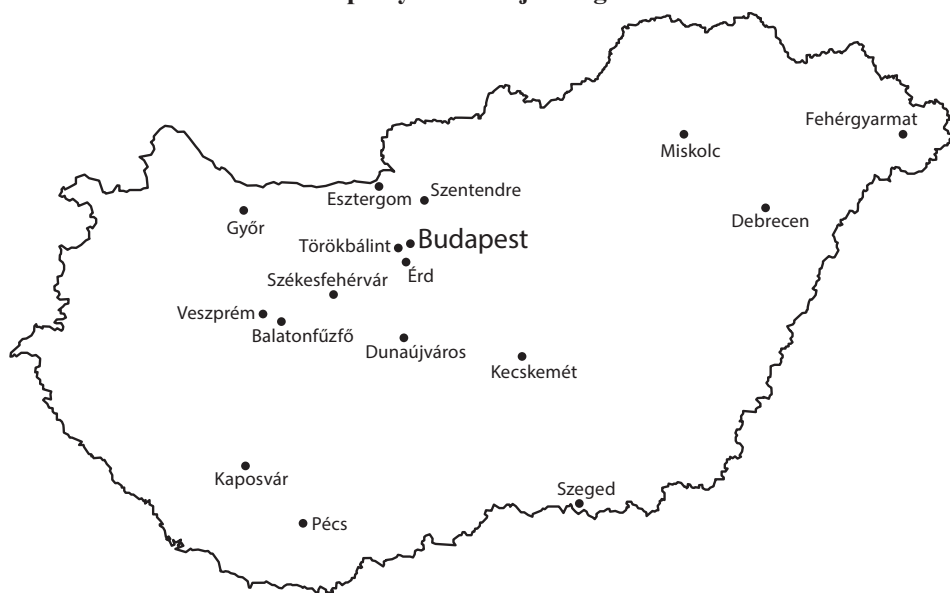
Alapok	Összes vizsgált befektetés	Székhely vidék	Székhely Budapest	Telephely vidék	Telephely Budapest
ABC	1	1	0	0	1
AJH	5	5	0	0	3
Bonitás	2	2	0	0	1
Conor Fund	8	8	0	1	4
CenTech	1	1	0	0	1
Core Venture	8	8	0	0	1
Day One	10	4	6	1	2
DBH	8	8	0	1	4
Euroventures	12	1	11	0	2
FINATECH	10	10	0	2	0
Finext Startup	12	11	1	0	5
Garangold	6	6	0	0	4
Gran	6	6	0	0	3
Kaerous	4	4	0	0	0
MORANDO	8	5	3	3	4
PBG FMC	17	17	0	1	3
Perion-Invest	5	5	0	1	5
PortfoLion	13	12	1	0	8
Primus	17	14	3	2	9
Prosperitás	11	11	0	0	5
Széchenyi	10	5	5	4	1
Tőkepartner	2	2	0	0	1
Valor	4	4	0	0	0
Venturio	5	5	0	1	1
X-ventures	17	16	1	2	6

Forrás: Saját szerkesztés.

A 3. táblázat 4. oszlopa, azaz a budapesti székhelyek száma igazolja a pályázati kiírást, hiszen csak három esetben szerepel itt nullától eltérő érték. A Széchenyi kockázatitőke-alap állami forrásokat használ fel, de nem JEREMIE-alap, a Day One Capital pedig magánforrásokból működik. Néhány tőkealapnál egy (Finext Startup, Portfolion és X-ventures), illetve három (Primus) cég székhelye Budapest. Ennek oka, hogy pár vállalatból már kiszállt a kockázatitőke-alap és ezt követően a tulajdonosok valószínűleg áthelyezték székhelyüket Budapestre. (A cégbázis pedig csak az aktuális információkat mutatta.) A székhelyre vonatkozó kutatásunk így megerősítette azt, hogy a támogatásban részesült kockázatitőke-alapok a székhelyre vonatkozó szabálynak megfelelően helyezték ki a tőkét.

1. ábra

### A telephelyek földrajzi megoszlása



Forrás: Saját szerkesztés.

A telephelyek vizsgálata ennél árnyaltabb képet mutatott. Néhány esetben előfordul vidéki telephely, de arányaiban sok Budapestre került. Ez arra utalhat, hogy a szabályozás miatt a vállalatot vidékre jegyeztették be, ténylegesen azonban budapesti telephelyen működik. Már a JEREMIE-program kiírásánál, illetve annak utólagos értékelésénél a kockázatitőke-befektetők, illetve a téma szakértői is utaltak arra, hogy a területi korlátozás miatt kizárásra kerülhetnek olyan vállalatok, melyek

ket fejlesztéspolitikai okokból érdemes lett volna finanszírozni (Karsai, 2017). A telephelyek értékelése azonban azt mutatja, hogy számos befektető, illetve vállalkozó nem érti meg a kiírást, de mégis budapesti központú vállalkozást indíthatott el.

Jóval kevesebb a telephelyek száma, mint a székhelyeké (lásd az *1. ábrát*). Összesen 88 vállalat rendelkezik telephellyel a százkilencvenötből. Akad köztük olyan is, amelynek több városban is van telephelye. Az *1. ábra* nem azokat a városokat jeleníti meg, ahol a tevékenység ténylegesen folyik, hanem csakis a bejegyzett telephelyeket. Budapesten összesen hetvenhárom irodája van a vizsgált vállalatoknak. A fővároson kívül még tizenhat városban találhatók irodák országszerte, ahogy azt az *1. ábra* mutatja. Telephellyel 73 vállalat rendelkezik Budapesten, ami az összes vizsgált telephely 75,26 százaléka, és ez nagyon magas arány.

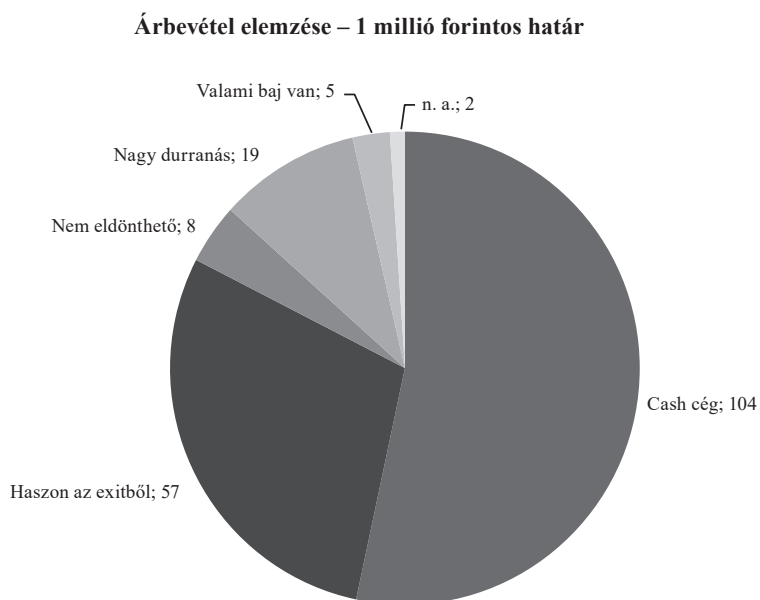
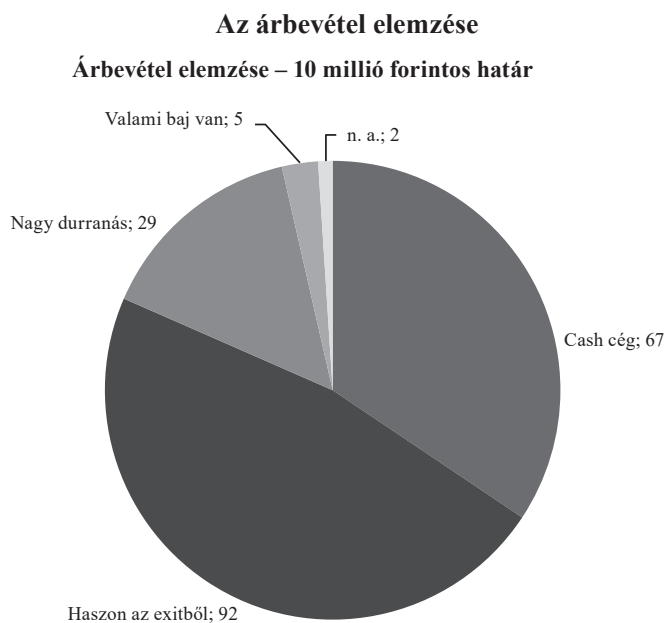
A székhely és a telephely együttes vizsgálatával arra igyekeztünk választ találni, hogy a vállalatok mekkora hányada tevékenykedhet ténylegesen Budapesten. Az összesítés alapján azt kaptuk, hogy 29 vállalat székhelye Budapest, 73 vidéki székhelyűnek telephelye Budapest és 2 vállalatnak a székhelye és telephelyei is Budapesten vannak. Feltehetjük, hogy a mintában szereplő 195 vállalatból százan Budapesten folytatják tevékenységüket. Így körülbelül a vállalatok fele továbbra is budapesti központú.

### **Cash-termelő cég vagy exit utáni haszon?**

A befektetéseknél kiemelt fontosságú annak kérdése, hogyan jut jövedelemhez a befektető, hogyan realizálható a befektetés haszna. Különösen a kockázatitőke-befektetéseknél kiemelt fontosságúak a várható bevételek, ezért is terjedt el az a mondás, hogy amikor a kockázati tőkés belép egy ajtón, már egyből a kijáratot (exit) keresi (Zider, 1998).

A hazai kockázatitőke-befektetéseknél, pontosabban a mintában vizsgált alapoknál azonban a kilépéseket nem tudjuk elemezni, hiszen a befektetések 5–10 éves időszakra szólnak, ezért a kihelyezési időpontok közelsége miatt még csak kevés exit történt. Kutatásunk során a jövedelemtermelő képesség másik oldalával foglalkoztunk. A célvállalatok, amelyek gyakran startupok, két csoportba oszthatók: (1) folyamatos jövedelmet (casht) termelő vagy (2) kilépési értékből megtérülők (exit-orientált) (Claryss et. al., 2005). Ennek elemzéséhez az adatbázisunkat a vállalatok 2014-es és 2015-ös nettó árbevételével is bővítettük. Számos esetben nulla körüli vagy csak pár százezres nagyságú volt az árbevétel, de akadtak olyan vállalatok is, amelyek többmilliós bevételt értek el.

2. ábra



*Forrás:* Saját szerkesztés.

A két év együttes értékelésével öt csoportot alakítottunk ki. (1) Ha mindkét évben egymillió, illetve tízmillió forint alatt volt az éves nettó árbevétel, annál a befektetésnél a tulajdonos a kiszállásra vár, azt reméli, hogy ennek révén lesz majd haszon rajta (lásd a 2. ábrát). (2) Az olyan vállalatok a cashtermelők, amelyeknek mindkét évben egymillió, illetve tízmillió forint feletti árbevételt sikerült elérniük. (3) A megfigyelések között voltak olyan vállalatok is, amelyek 2014-ben még nullás bevételt vagy csak keveset termeltek, a következő évben viszont hatalmas jövedelmet produkáltak. Az ilyen cégeket „nagy durranásnak” neveztük el. (4) Ennek fordítottjára is akadt példa, hiszen öt vállalatnál valami baj lehet, mert drasztikusan csökkent az árbevételük egy év alatt. Két vállalat azért maradt ki, mert nem elérhető az árbevételükre vonatkozó információ.

A vállalatok besorolása az egymillió, illetve a tízmillió forintos határ szerint a 2. ábrán látható. Mindkét értékhatárt tekintve a vállalatok nagy része cashtermelő cégnek tekinthető, 1 millió forint feletti bevételt ért el több mint a vállalatok fele, 10 millió forint felettit több mint a harmaduk. Feltehetjük, hogy ezek folyamatosan pénzt is termelnek a tőkealapnak, nemcsak az exitre várnak a befektetéseknél. A vállalatok felének, illetve negyedének nincs vagy nagyon kicsi az árbevétele. Ezek jellemzően fejlesztéssel foglalkoznak, és várhatóan majd a végtermék értékesítéséből várható nagy jövedelem (exitorientáltak). Az eredmények egyrészt azt igazolják, hogy a kockázatitőke-alapok nagy része még mindig hagyományosan az exit utáni haszonra vár. Másrészt a kockázatitőke-alapok diverzifikációra való törekvését is megerősíti a cashtermelő cégek magas aránya.

Hasonló megállapításra jutott a kormány megbízásából készült elemzés is, amelyben alapkezelők interjúi alapján értékelték a programot. A befektetők törekedtek arra, hogy minél inkább diverzifikálják a portfóliójukat, és több olyan vállalatot támogattak, amelyek biztos cashflow-termelő képességűeknek tűntek (Equinox, 2016).

A kihelyezések eredményessége, valamint a tulajdonosok szempontjából egyaránt pozitív fejlemény, hogy a 195 cég közül csak öt olyat találtunk, amelynél valamilyen probléma adódhatott. Figyelemre méltó az a 29 cég, amelyknél bekövetkezett a „nagy durranás”. (A legnagyobb árbevétel-különbséget az InVenturio Zrt. érte el. A 2014-es nullás év után 2015-re közel 560 millió forintra emelkedett a nettó éves árbevétele.)



## A tipikus befektetés jellemzői

Az üzletágak, valamint a vállalkozói tevékenység részletesebb elemzése lehetővé teszi, hogy értékeljük, milyen vállalkozói kört finanszíroztak a befektetők. A közel kétszáz céget hat változó alapján kategorizáltuk. Ezek az üzletág, a fejlesztés alapja, a bevételeinek forrása, a célterület, a célközönség, végül az, hogy saját fejlesztést, átvett ötletet vagy szellemi tulajdont hasznosítanak, azaz milyen típusú termékkel, illetve szolgáltatással foglalkoznak. Fontos megemlíteni, hogy az adatok gyűjtésénél akadtak nehézségek, így végül csak 184 a vizsgált vállalatok száma.

A tevékenységüket tekintve 24 üzletágba lehetett sorolni a cégeket a szerint, hogy mivel foglalkoznak, pontosabban mivel foglalkoztak akkor, amikor a kockázati tőke-alap tulajdonjogot szerzett bennük. Itt nemcsak a cégjegyzékben szereplő főtevékenység szerint soroltuk kategóriákba, hanem a vállalatok honlapjai, valamint a vállalatokról szóló hírek alapján határoztuk meg a megfelelő csoportot. Van köztük olyan is, amelynek azóta a teljes profilja megváltozott.<sup>2</sup> Feltettük, hogy a tevékenység alapja lehet humán erőforrás, fizikai eszköz és információs technológia (IT), valamint ezeknek a páros kombinációi, attól függően, hogy a vállalat melyekkel állítja elő végtermékét.<sup>3</sup> A bevétel forrása azt mutatja meg, hogy a vállalkozás miből realizálhatja a jövedelmeit. Négy kategóriát különítettünk el: gyártás, kereskedelem, szolgáltatás és fejlesztés. Az utóbbinál az a specifikus, hogy általában még nincs bevétele ezeknek a cégeknek, hiszen valaminek a fejlesztésén dolgoznak. Amikor azonban kész lesz a projektjük, akkor hatalmas ugrás várható az árbevételben az értékesítés miatt.<sup>4</sup> A kereskedelem kategóriájába kerültek azok a cégek, amelyek csak értékesítéssel foglalkoznak, nem gyártanak, nem fejlesztenek.<sup>5</sup> A vállalatok

<sup>2</sup> A Boadree Zrt. például informatikával, később Real Balance California néven étrendkiegészítőkkel foglalkozott. Mindkét cégben a tulajdonos az X-Ventures kockázati tőke-alap.

<sup>3</sup> A The Trust Worx Kft.-ből, vagy ismertebb nevén a BlaBlaCar-ból ugyan már kiszállt a Euro-ventures, de ez például tipikusan a sofőrökön alapuló szolgáltatás, így az alapja a humán erőforrás. A FoxPost Zrt. csomagautomata-hálózatot üzemeltet, amelyben maga az automata, vagyis egy fizikai eszköz a vállalkozás alapja. Az it-alapú tevékenységekre a legegyszerűbb példát hozni, hiszen az összes olyan startup ide tartozik, amelyek mobilalkalmazások fejlesztésével foglalkoznak. Az eHouse Systems Kft. példa erre, amelynek az alkalmazása összeköttetésben áll az otthoni elektronikus eszközökkel, és ezen keresztül is lehet vezérelni azokat.

<sup>4</sup> Jó példa erre a PBG FMC egyik befektetése, a Dunai Úszómű Fejlesztő Kft., amely egy beton úszóműrendszert fejleszt, és bevétel még nem volt a vizsgált időszakban. A gyártás kategóriájába olyan vállalatokat soroltunk, amelyek ténylegesen ezzel is foglalkoznak, mint például a Prosperitás tulajdonában lévő Effishoes Kft., amely okosipókat gyárt, amelyekben egy beépített eszköz segít a felhasználónak mérni a teljesítményét.

<sup>5</sup> A FinanSoft Zrt. a Trasset International S.P.A. banki, alapkezelői és treasury rendszereit értékesíti Délkelet-Ázsiában és a Közel-Keleten. Szolgáltató cégből tartalmaz a legtöbbet az adatbázisunk,

értékesítési célterületére három esetet különböztettünk meg: regionális, hazai és nemzetközi.<sup>6</sup> Ezeken túl azzal is foglalkoztunk, kinek értékesíti termékeit, illetve kinek nyújtja szolgáltatásait a vállalat. Csoportosításunk szerint a célközönség lehet a fogyasztó, egy másik cég, esetleg mindkettő az előbbieik közül. Három kategóriát alakítottunk ki: B2B (business to business, ha másik vállalatnak), B2C (business to consumer, ha a fogyasztónak), valamint B2B és B2C, ha mindkettőnek értékesít, illetve szolgáltat.

A hatodik, utolsó változónk szerinti tipizálás arra vonatkozik, hogy a vállalat egy átvett ötlet alapján tevékenykedik-e (azaz nincs benne termék vagy szolgáltatás nyújtása), saját fejlesztést hajtottak-e végre vagy szellemi tulajdonnal (intellectual property – ip) rendelkeznek-e és azzal foglalkoznak-e.<sup>7</sup>

Az üzletágakat tekintve az informatika és az egészségügy aránya kiemelkedő (lásd a 3. ábrát). Ez megerősíti *Becsky-Nagy és Fazekas* [2017] eredményét, amely szerint a cégjegyzékek alapján a főtevékenységet tekintve az információ- és kommunikációtechnológia a legdominánsabb. Mintánkban a 184 vizsgált cégnek majdnem az egyharmada, vagyis 57 vállalat (31 százalék) foglalkozik informatikával, ezen belül nagyon sokan mobilapplikáció-fejlesztéssel. Az informatika mellett az egészségüggyel foglalkozó induló vállalkozások száma is magas, huszonnégy, ami 13,04 százalék. Hasonló eredményre jutott *Becsky-Nagy–Fazekas* [2017] is, mert nagyjából minden tizedik vállalatot soroltak ebbe a csoportba. A mintánk egészségügyi vállalatai közül legtöbben orvosi eszközök fejlesztésével foglalkoznak. Ezen kívül még számos területen jelentek meg kockázati tőkével finanszírozott vállalatok, ezek száma azonban sokkal kisebb.

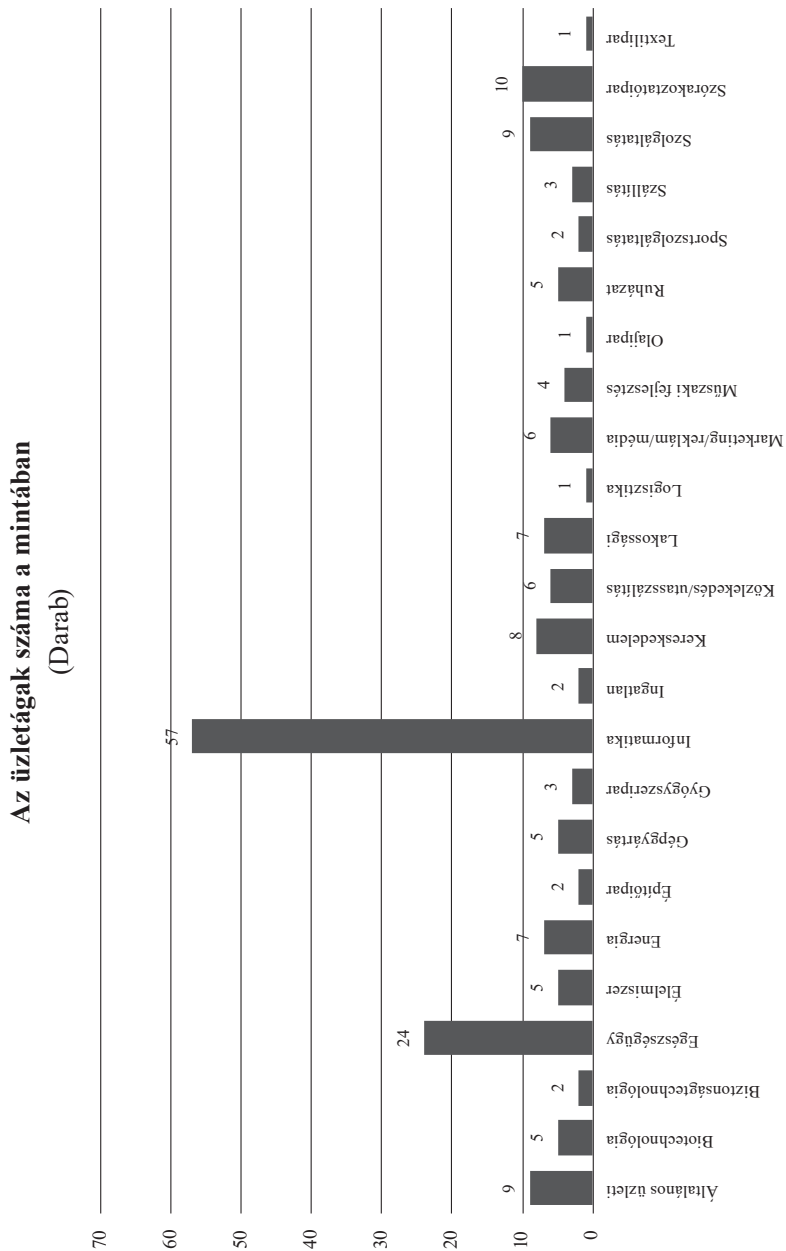
---

így egyszerű példát hozni ezekre. A Downtown Hotels Kft. például szálloda-bérbeadással és üzemeltetéssel foglalkozik.

<sup>6</sup> A regionális kategóriába azokat soroltuk, amelyek Magyarországon belül csak egy régióra fókuszálnak. A Geoterm Invest Kft. például Makó önkormányzati intézményei, lakossága, valamint városi gyógyfürdője részére nyújt hőenergia-szolgáltatást. Hazai fókuszú például a Magyarország egész területén munkaerő-közvetítéssel foglalkozó Salesjob.hu Kft. Nemzetközi célokat tűzött ki a Laokoon Mozgó Szövet Kft. Különleges textíliából gyártanak és forgalmaznak lámpatesteket és fali díszítőelemeket.

<sup>7</sup> A másodikra esetre példa a HandInScan Kft., amely az egészségügyi dolgozók kézmosásának digitális kiértékelésére alkalmas rendszert fejlesztett. Szellemi terméket hoz létre a Velgene Biotechnológiai Kft. egy speciális sejtanyagcsere-folyamathoz kapcsolódó gyógyszerkutatással. A szellemi termék létrehozására példa az Ariza Kft. is, amely a tulajdonában lévő szabadalom fejlesztésére jött létre.

3. ábra



Forrás: Saját szerkesztés.

Az informatika és az egészségügy nagy aránya nem meglepetés, hiszen ezek azok a területek, amelyeken sok új terméket és szolgáltatást lehet alkotni, ezekkel nagy sikerek érhetők el. A kockázatitőke-befektetők olyan vállalkozásokba fektetnek be, amelyek magas növekedési potenciállal rendelkeznek és jellemzően innovatív projektek megvalósítását tűzik ki célul (Zsembery, 2014). Ezért az a várakozásunk, hogy elsősorban olyan vállalatokat finanszíroznak, amelyek újítást, illetve innovációt valósítanak meg.

Az, hogy milyen típusú a vizsgált vállalataink tevékenysége, azaz milyen ötletből tudta megvalósítani az üzletet (saját, átvett vagy teljesen új szabadalom) sajátos képet mutat. A 4. táblázat utolsó oszlopa szerint a saját fejlesztés a leggyakoribb, a finanszírozott vállalatok közel 70 százaléka saját ötletét valósítja meg. A legkevesebb – tizenöt – a szellemi tulajdont létrehozó cégek száma. Meg kell azonban jegyezni, hogy a szellemi tulajdon is származhat saját fejlesztésből, így a két kategória közt a határ nagyon vékony.

4. táblázat

### A típus és a tevékenység alapja

(A vállalatok száma)

Típus	A tevékenység alapja						Összesen
	Fizikai eszköz	Fizikai eszköz és humán erőforrás	Fizikai eszköz és IT	Humán erőforrás	Humán erőforrás és IT	IT	
Átvett ötlet	<b>20</b>		3	6	2	11	42
Szellemi tulajdon	<b>11</b>			1		3	15
Saját fejlesztés	42	1	11	5	1	<b>67</b>	127
<i>Összesen</i>	73	1	14	12	3	81	184

Forrás: Saját szerkesztés.

Érdekes eredmény, hogy 42 esetben átvett ötleten alapul az üzlet. Ez azt jelenti, hogy minden ötödik finanszírozott vállalat nem egy teljesen új innovációt valósított meg, hanem a magyar piacra hoztak egy külföldön már sikeres üzleti modellt. Kül-

földi cégek leányvállalatai (például a Newsonia B.V. magyarországi fióktelepe) vagy egy jól bevált külföldi ötlet honosítása (például a Bubbles) tartoznak e körbe.<sup>8</sup>

Az üzletágak közül az informatika a leggyakoribb, ezzel összefüggésben a tevékenység alapja legtöbbször valamilyen informatikai (IT) eszköz. (Lásd a 4. táblázat utolsó sorát.) Ennek oka, hogy a legtöbb informatikai üzlet, a mobilapplikációk fejlesztése is IT-alapú, mint például a stratégiai játékot gyártó Emperor Zala Kft. vagy a Spicy Analytics Kft. tevékenysége is, amelyek Kelet-Közép-Európában szeretnének létrehozni egy egységes egészségügyi adatbázist. Az informatikai eszközökön belül a saját fejlesztés a domináns, bár nem kizárólagos, emellett 16 vállalatnál az átvett ötlet is IT-alapú.

Az informatikai üzletág, illetve az IT kiemelkedő aránya összhangban áll az európai kihelyezésekkel, amelyekben az IT közel harmadát képviseli az összes befektetésnek (Invest Europe, 2017). A hasonlóan állami és hibrid finanszírozású vállalatoknál, a svéd kihelyezések esetében is minden harmadik befektetés ehhez a szektorhoz tartozik (Growth Analysis, 2016).

Kiemelkedő még a fizikai eszközön alapuló üzletek nagy súlya, amely 80 esettel közel 50 százalékos arányt tesz ki.<sup>9</sup> A fizikai eszközöknél szintén a saját fejlesztés a domináns, a legtöbb szabadalom ezeknél fordul elő.

A 4. táblázatban látható, hogy vannak átfedések a kategóriák között, azaz több tényező sorolható a tevékenység alapjába. Emiatt az előbbieken bemutatott százalékos arányok közt is tapasztalható átfedés, ezek azonban összesen csak a vállalatok kevesebb mint 10 százalékát érinti. Fizikai eszközön és IT-n is alapul egy olyan cég, amely nemcsak informatikai fejlesztéssel foglalkozik, hanem termékeket is elad.<sup>10</sup>

A bevételek forrását tekintve a szolgáltatások aránya a kiemelkedő (lásd az 5. táblázat utolsó oszlopát). Egyértelműen a szolgáltatásértékesítéséből tudnak jövedelemre szert tenni a legtöbben, összesen száznyolcan a száznyolcvannégyből, ez közel 60 százalék. Néhol a fejlesztés és a szolgáltatás közt csak hajszálnyi a különbség. A 29 fejlesztő cégbe fektetett tőkealapok feltehetően arra várnak, hogy elkészüljön és sikerre vihető legyen a projekt, és ezután tudják majd értékesíteni a vállalatot.

<sup>8</sup> Ez a cég egy önkiszolgáló mosodát működtet Budapesten, ami az amerikai filmekben látott mosodákra emlékeztet, de más a stílusa (Kovács, 2014).

<sup>9</sup> Ilyen például Miniversumot üzemeltető Ulbuland Kft. A Miniversumba látogatók magyar és más nemzetek nevezetességeit nézhetik meg egészen kicsiben, gyermekméretben. A humánerőforrás-alapú tevékenységek már jóval kisebb arányt tesznek ki, csak a vizsgált cégek egytizede – köztük a már említett BlaBlaCar vállalata, a The Trust Worx Kft. – tartozik e körbe.

<sup>10</sup> A Commsignia Kft. közlekedésoptimalizáló rendszert fejleszt, ehhez hardver és szoftver is szükséges.

Kereskedelemmel 37 vállalkozás foglalkozik. A gyártással foglalkozó cégek aránya az adatbázisban 16,3 százalék. Összesen harminc vállalkozásnak származik ebből a jövedelme. Itt is vannak átfedések az egyes kategóriák között.

5. táblázat

### A bevétel forrása és a célközönség

(A vállalatok száma)

A bevétel forrása	A célközönség			
	B2B	B2B és B2C	B2C	Összesen
Fejlesztés	14	3	12	29
Gyártás	9	1	6	16
Gyártás és kereskedelem	2		6	8
Gyártás és szolgáltatás	4	1	1	6
Kereskedelem	6	1	16	23
Kereskedelem és szolgáltatás	1	1	4	6
Szolgáltatás	26	1	69	96
Összesen	62	8	114	184

Forrás: Saját szerkesztés.

A célközönség megoszlása szerint a legtöbb tőkeinjekcióban részesült kis- és középvállalkozás (összesen 114) csak a fogyasztókat szolgálja ki. A mintában szereplő vállalatok közül 62 kizárólag további felhasználásra értékesíti a termékét vagy szolgáltatását. Nyolc vállalatnál pedig mind a kettő lehetséges. A bevétel alapját és a célközönséget együtt vizsgálva szintén a szolgáltatásból élő cégek vannak a legtöbben. A B2B-szektorban a szolgáltatások aránya 54 százalék, míg a B2C-ben ugyanez az arány 73 százalék.

A célterület vizsgálatakor azt látjuk, hogy a legtöbb startup cég nemzetközi szintre szeretne kilépni, elképzeléseiket globális szinten valósítanák meg. A 184 vállalat 71 százaléka, 131 cég tervezi átlépni a határt az ötletével. A kockázati tőkebefektetések magas jövedelmezőségű, skálázható<sup>11</sup> projekteket keresnek. Ezeket

<sup>11</sup> A kockázati tőkések olyan projekteket keresnek, amelyek skálázhatók, azaz folyamatosan növekedni tudnak, nem ütköznek korlátokba.

pedig elsősorban úgy lehet megvalósítani, ha a vállalkozás nemzetközi piacokat is megcélóz. Ezért a kihelyezések sikerességének tekinthető, hogy a nemzetközi piacon gondolkodó vállalatoknak nagy az aránya. Kizárólag hazai piaci fókuszú vállalkozások egynegyede választott. Célzottan, Magyarországon belüli regionális szintre mindössze nyolc vállalat tervez. <sup>12</sup>

## Összegzés

Kutatásunk tárgya a JEREMIE-program tőkekihelyezéseinek értékelése volt. A kapott eredmények azt mutatják, hogy a tőkeprogram elérte alapvető célját, hiszen a keretösszeg nagy részét kihelyezték. Másik oldalról viszont látható, hogy a kockázati-tőke-befektetések kultúrája még csak kialakulóban volt ebben az időszakban, sok esetben bírálható a tőkealapok kihelyezési stratégiája.

A tipikus ellenőrzési és kontrolleszközök közül többet is alkalmaztak a befektetők, némelyik esetben sokat is. A túl magas tulajdoni részesedés elriaszthatja a következő körös befektetőket. Ez több alapkezelőt is jellemző hibának látszik. Másrészt kiemelnénk a közvetett kontrolleszközök alkalmazását, ami véleményünk szerint inkább elősegíti a céltársaságok fejlődését, mintsem korlátozná növekedésüket.

A legerősebb kritikát a székhely és telephely vizsgálata során fogalmazhatjuk meg. A tőkeprogram kiírása során egyértelmű cél volt a konvergenciaregió fejlesztése. A vizsgálatunkból az látszik, hogy az esetek többségében a társaság tényleges működése feltehetőleg Budapesten történik. A székhely ugyan a konvergenciaregióban van, a forrást azonban nem feltétlenül ennek a fejlesztésére fordították.

A cashtermelő és exitre váró befektetések vizsgálatánál azt tapasztaltuk, hogy sokszor óvatosak a befektetők. Legtöbbször olyan vállalatokat keresnek befektetésük célpontjául, amelyeknél nem kell megvárni az előre kitűzött exitcél teljesülését, hiszen már a befektetés időpontjában is jelentős árbevétele volt a céltársaságnak.

Az informatikával és egészségüggyel foglalkozó cégekbe fektettek legtöbb alkalommal kockázati tőkét a program során. Ez követi az iparági trendeket. Nyugati tőkebefektetők is a legtöbbször a technológiai (deeptech, medtech) iparágakba fektetnek be.

Vizsgálatunk nem teljes körű, hiszen a program során végrehajtott összes befektetésnek csak közel a kétharmadát vizsgáltuk. Jó alapot ad azonban az induló új

<sup>12</sup> A Nuport Kft. célja például a Paksi Atomerőmű fejlesztéséhez kapcsolódva egy inkubátorház létrehozása.

programokkal való későbbi összehasonlításra. Érdekes kérdés lesz a későbbiekben, hogy a szabályozó, a pályázat kiírói, valamint maguk a tőkealap-kezelők milyen tanulságokat vontak le az első programból, és mit tanultak belőle. Rengeteg kritika érte a JEREMIE-programokat. Véleményünk szerint ezekből a kritikákból sokat lehet tanulni, és ez alapján hatékonyabban fejleszteni a magyarországi startup ökoszisztémát.

### Irodalomjegyzék

- Aman Sejla – Lovas Anita [2015]: Információs aszimmetria kezelése a kockázati tőkés finanszírozásban: Elméleti megközelítés és a hazai tapasztalatok értékelése. *Külgazdaság*, 59. évf., 5–6. sz., 80–99. o.
- Becsky-Nagy Patrícia – Fazekas Balázs [2015]: Befektetés vagy tanulópénz? Az uniós és állami források hatása a magyarországi kockázati tőke-piac fejlődésére. *Pénzügyi Szemle*, 60. évf., 2. sz., 243–253. o.
- Becsky-Nagy Patrícia – Fazekas Balázs [2017]: Résen van-e az állam? Az állami szerepvállalás hatása a kockázati tőke keresleti oldalára. *Közgazdasági Szemle*, 64. évf., 5. sz., 507–527. o.
- Berlinger, Edina – Lovas, Anita – Juhász, Péter [2017]: State subsidy and moral hazard in corporate financing. *Central European Journal of Operations Research*, Vol. 25., No. 4., 743–770. o.
- Bienz, C. – Hirsch, J. [2011]: The dynamics of venture capital contracts. *Review of Finance*, Vol. 16., No. 1., 157–195. o.
- Clarysse, B. – Wright, M. – Lockett, A. – Van de Velde, E. – Vohora, A. [2005]: Spinning out new ventures: a typology of incubation strategies from European research institutions. *Journal of Business Venturing*, Vol. 20., No. 2., 183–216. o.
- Deloitte [2016]: MFB Zrt. részére a 3-as tematikus célkitűzéshez kapcsolódó ex-ante tanulmány. Jelentés. Deloitte Zrt., Budapest, 04.01.
- Equinox [2016]: Kockázati tőke-programok eddigi eredményeinek értékelése. Equinox Consulting, Miniszterelnökség, Budapest, 2016. november 30. Letölthető: [http://equinoxconsulting.hu/referenciak/fejlesztéspolitikai\\_tanacsadas\\_referenciak](http://equinoxconsulting.hu/referenciak/fejlesztéspolitikai_tanacsadas_referenciak)
- Invest Europe [2017]: European Private Equity Activity Report 2016. Invest Europe Research, July. Letölthető: <https://www.investeurope.eu/media/651727/invest-europe-2016-european-private-equity-activity-final.pdf>
- Fazekas, Balázs [2014]: Government interventions in the venture capital market – How JEREMIE affects the Hungarian venture capital market? Annals of the University of Oradea. *Economic Sciences*, Vol. 23., No. 1., 883–892. o.
- Glavanits Judit [2015]: A kockázati tőkebefektetések egyes jogi kérdései. Universitas-Győr Nonprofit Kft.
- Growth Analysis [2016]: Effects & experiences – final evaluation of the Swedish regional co-investment funds 2009–15. Swedish Agency for Economic and Regional Growth, Serial number Report, 2016. 03.
- Jáki Erika – Molnár Endre Mihály – Walter György [2017]: Government Sponsored Venture Capital: Blessing Or Curse? *Management (Slovenia)*, Vol. 12., No. 4., 317–331. o.
- Jáki Erika – Molnár Endre Mihály [2017]: Állami és uniós szerepvállalás a magvető életszakaszban lévő vállalkozások kockázati tőke-finanszírozásában. In: *Farkas Beáta – Pelle Anita* (szerk.): Várakozások és gazdasági interakciók. Konferencia. 11. JATEPress Kiadó, 97–110. o., Szeged.



- Jáki, Erika – Molnár, Endre Mihály [2017]: Model of the state and EU involvement in the venture capital market. In: Zoltayné, Paprika Zita – Horák, Péter – Váradi, Kata – Zwierczyk, Péter Tamás – Vidovics, Dancs Ágnes – Rádics, Péter János (szerk.): ECMS 2017: 31st European Conference on Modelling and Simulation. 736 o.; Nottingham: ECMS-European Council for Modelling and Simulation, 120–126. o.
- Karsai Judit [2002]: Mit keres az állam a kockázati tőke-piacon? *Közgazdasági Szemle*, XLIX. évf., 11. sz., 928–942. o.
- Karsai Judit [2006]: Kockázati tőke európai szemmel. *Közgazdasági Szemle*, LIII. évf., 11. sz., 1023–1051. o.
- Karsai Judit [2014]: Fából vaskarika? Az állam mint kockázati tőke-befektető. *Külgazdaság*, 58. évf., 9–10 sz., 3–34. o.
- Karsai Judit [2017]: Furcsa pár. Az állam szerepe a kockázati tőke-piacon Kelet-Európában. *Közgazdasági Szemle Alapítvány*, Budapest, 2017.
- Kovács Anna Dóra [2014]: Érdemes? Teszteltük a Bubbles új mosodáját. Letölthető: <http://www.szeretlekmagyarorszag.hu/erdemes-teszteltuk-a-bubbles-uj-mosodajat/> (Letöltés dátuma: 2016.11.06.)
- Kraemer-Eis, H. – Lang, F. – Gvetadze, S. [2013]: European Small Business Finance Outlook, 12/2013. Working Paper, 2013/20, EIF Research and Market Analysis, 2013.
- Lovas Anita – Mile Boglárka [2015]: Az állami beavatkozás hatása a kockázati tőke-befektetésekre kettős erkölcsi kockázat mellett. *Köz-gazdaság*, 10. évf., 2. sz., 87–101. o.
- Lovas Anita – Rába Viktória [2013]: Állami szerepvállalás a start-up vállalatok finanszírozásában. *Hitelintézeti Szemle*, 12. évf., 5. sz., 353–370. o.
- Lovas, A. – Rába, V. – Pereczes, J. [2015]: Incentives and Restrictions in Venture Capital Contracts. *Financial and Economic Review*, Vol. 14., Issue 3., szeptember, 106–121. o.
- Luukkonen, T. – Deschryvere, M. – Bertoni, F. [2013]: The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds. *Technovation*, Vol. 33., No. 4–5., április–május, 154–162. o.
- Magyarország Kormánya [2009]: Új Magyarországi Kockázati Tőkeprogramok, Közös Alap alprogram (GOP- 2009-4.3/2.). Pályázati felhívás. Letölthető: <https://www.palyazat.gov.hu/doc/1876> (Letöltés dátuma: 2016.10.10.)
- Magyarország Kormánya [2012a]: Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogramok, Közös Magvető Alap alprogram (GOP-2012-4.3/A). Pályázati felhívás. Letölthető: <https://www.palyazat.gov.hu/doc/3531> (Letöltés dátuma: 2016.10.10.)
- Magyarország Kormánya [2012b]: Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogramok, Közös Növekedési Alap alprogram (GOP-2012-4.3/B). Pályázati felhívás. Letölthető: <https://www.palyazat.gov.hu/doc/3530> (Letöltés dátuma: 2016.10.10.)
- Magyarország Kormánya [2013a]: Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogramok, Közös Növekedési Alap alprogram (GOP-2013-4.3/B). Pályázati felhívás. Letölthető: <https://www.palyazat.gov.hu/doc/4086> (Letöltés dátuma: 2016.10.10.)
- Magyarország Kormánya [2013b]: Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogramok, Közös Növekedési Alap alprogram (GOP-2013-4.3/B/2). Pályázati felhívás. Letölthető: <https://www.palyazat.gov.hu/doc/4156> (Letöltés dátuma: 2016.10.10.)
- MNB [2015]: Elemzés a hazai kockázati tőkealap-kezelők és alapok működéséről. Letölthető: [http://felugyelet.mnb.hu/data/cms2428377/Elemzes\\_a\\_kovkazzati\\_tokealapkezeloi\\_szektorrol\\_0202.pdf](http://felugyelet.mnb.hu/data/cms2428377/Elemzes_a_kovkazzati_tokealapkezeloi_szektorrol_0202.pdf). (Letöltés dátuma: 2015. február 4.)
- OECD [2016]: Entrepreneurship at a Glance 2016. OECD Publishing, Paris. Letölthető: [http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur\\_aag-2016-en](http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2016-en)
- OECD [2017]: Entrepreneurship at a Glance 2017. OECD Publishing, Paris. Letölthető: [https://doi.org/10.1787/entrepreneur\\_aag-2017-en](https://doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2017-en).

- portfolion.hu [2016]: OTP – DayOne Magvető Tőkealap. Letölthető: [http://portfolion.hu/?page\\_id=126](http://portfolion.hu/?page_id=126) (Letöltés dátuma: 2016.10.25.)
- Századvég [2016]: Pénzügyi eszközök értékelése. Századvég Gazdaságkutató Zrt., Budapest, november 30. Letölthető: <https://www.palyazat.gov.hu/gazdasgfejlesztsi-expost-rtkelsek>.
- szta.hu [2016]: Tőkeprogram vállalkozásfejlesztésre. Letölthető: <http://www.szta.hu/tevekenyseg> (Letöltés dátuma: 2016.10.25.)
- Zider, B. [1998]: How Venture Capital Works. *Harvard Business Review*, Vol. 76., No. 6., 131–139. o.
- Zsembery Levente [2014]: A saját tőke-finanszírozás. In: *Walter György* (szerk.): *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban: lehetőségek és döntések a magyar piacon*. Alinea, Budapest, 173–210. o.
- Zsembery Levente [2016]: Személyes interjú. November 8.