

BECSKY-NAGY PATRÍCIA–FAZEKAS BALÁZS

## Résen van-e az állam?

Az állami szerepvállalás hatása a kockázati tőke keresleti oldalára

A cikk szerzői a Jeremie kockázatitőke-program keretében forrásokhoz jutó vállalkozások teljes körét vizsgálva végezték el a befektetések összevont elemzését. A tanulmány következtetése kettős: a portfólióvállalkozások kiválasztása és a vállalkozások által teremtett érték tekintetében tetten érhetők a szakirodalomban feltárt, az állami háttérű kockázatitőke-befektetések esetében felmerülő hátrányok, továbbá olyan gyermekbetegségek, amelyek egy kialakuló ágazatra jellemzők. Ezzel együtt azonban a tanulóágazat számára a befektetések nagy száma olyan mennyiségű új tudást generálhat, amely hosszabb távon magában hordozza a fiatal, innovatív vállalkozások fejlődését támogató környezet kialakulásának ígérését. *Journal of Economic Literature* (JEL) kód: G24.

### Finanszírozási rés Magyarországon és a Jeremie-program szerepe ennek feloldásában

A magántőke-ágazat a rendszerváltozást követően a kelet-közép-európai régióban Magyarországon jelent meg elsőként. 1989–2008 között a magyarországi magántőke-befektetések forrásait túlnyomórészt külföldi, regionális, illetve globális alapok biztosították, míg a hazai székhelyű alapok és források szerepe a piacon elenyésző volt. Ebből adódóan a magyarországi magántőkepiacon kialakult egyfajta külföldi befektetőktől és nemzetközi trendektől való függőség. Ez tetten érhető a globális pénzügyi és gazdasági válság magyarországi hatásában, hiszen a magántőkealapokba allokált tőke globális visszaesésével párhuzamosan a magyarországi vállalkozások számára elérhető források is elapadtak. E kedvezőtlen helyzetet tovább súlyosbította Magyarország gazdasági kilátásainak negatívabbá váló megítélése. Míg a válságot megelőző, 2005–2008-as időszakban a magyarországi befektetések iránt érdeklődő nemzetközi alapok által kezelt tőke nagysága 1000–1400 millió dollár között mozgott éves szinten

---

*Becsky-Nagy Patrícia* a DE GTK Számviteli és Pénzügyi Intézetének adjunktusa (e-mail: becsky.nagy.patricia@econ.unideb.hu).

*Fazekas Balázs* a DE GTK Számviteli és Pénzügyi Intézetének PhD-hallgatója (e-mail: fazekas.balazs@econ.unideb.hu).

A kézirat első változata 2017. február 17-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://dx.doi.org/10.18414/KSZ.2017.5.507>

(Karsai [2011]), addig 2010-re lényegében teljesen elapadtak ezek a források a magyar vállalkozások számára.

A hazai magántőke-befektetések alakulását vizsgálva az is megállapítható, hogy a megvalósított befektetések tekintetében a kivásárlások egyértelműen domináltak a piacon, míg a klasszikus kockázati tőke<sup>1</sup> szerepe csekély maradt.<sup>2</sup> Ebből adódóan, bár a régióhoz képest fejlettnak tekinthető magántőkepiac jött létre Magyarországon, a fiatal, innovatív vállalkozások számára elérhető források nagysága alacsony maradt, és nem alakult ki igazán pezsgő klasszikus kockázati tőke-piac.

A klasszikus kockázati tőke hiánya, illetve relatíve alacsony súlya a keresleti, valamint a kínálati oldal hiányosságaira, fejletlenségére vezethető vissza. A piacon kialakult finanszírozási rés egyrészt az információs aszimmetriából fakadó információs vagy tudásrészről, másrészt a tőke kereslet-kínálati egyensúlytalanságából fakadó tőkerészből adódott (Harding [2002], Nagy [2004], Szerb [2006]). Hiányoztak az olyan befektetők, akik piaci tapasztalatokkal felvértezve képesek és hajlandók lettek volna vállalni a fiatal és innovatív vállalkozások finanszírozását, illetve a keresleti oldalon hiányoztak a kockázati tőke bevonására alkalmas és hajlandó, magas növekedési képességű vállalkozások, amelyek piaci feltételek mellett a befektetőket az ágazatba vonhatták volna. Az információs űr természetes velejárója volt, hogy nem állt rendelkezésre a befektetésre alkalmas tőke sem.

Mivel finanszírozási rések esetében a piac tökéletlenségeiről és hatékonyságvesztésről beszélhetünk, ezért az állam indokoltan vállalhat szerepet a piacon. Ha azonban a keresleti oldal elégtelensége okozza a kockázati tőke-ágazat fejletlenségét, akkor az állam aktív befektetői szerepvállalása torzíthatja a piac működését. A tőke kínálatának mesterséges állami növelése a keresleti oldal elégtelenségei miatt ronthatja a megvalósult befektetések minőségét, és nem megfelelő tőkeallokációhoz vezethet. Ebben az esetben az állam passzív szerepvállalására és a fiatal, innovatív vállalkozásokat körülvevő környezet fejlesztésére lehet szükség.

Magyarországon több kormányzati program született az innovatív vállalkozások kockázati tőkével való ellátásának serkentésére, ezek azonban nem tudták elérni a vállalati célcsoportot, és tényleges befektetésösztönzés helyett sokkal inkább támogatási jelleget öltöttek (Karsai [2006]). A kormányzati szervek közvetlen befektetőként való megjelenésével szemben 2010-től – az uniós források megjelenésétől – kezdődően egyre inkább előtérbe kerültek a piaci szereplőket is bevonó megoldások. Ennek megfelelően az állam által szabályozott, hibrid konstrukcióban kialakított alapok kezdték el működésüket, és váltak uralkodóvá a – mikro-, kis- és középvállalkozások számára létrehozott – közös európai források Jeremie-programjának (*Joint European Resources for Micro to Medium*

<sup>1</sup> Míg a klasszikus kockázati tőke a fejlődésük kezdetén járó cégekben többnyire tőkeemeléssel szerez jellemzően kisebbségi tulajdoni hányadot, addig a kivásárlás inkább érett szakaszban tartó vállalatokat céloz meg, amelyekből kivásárolja a korábbi tulajdonosokat, s így jut többségi vagy kizárólagos tulajdonhoz (Karsai [2013]).

<sup>2</sup> Ez alól kivételt jelentett az 1998–2000-es időszak, amikor a nemzetközi tendenciákkal összhangban az információtechnológiai robbanás következtében a technológiaorientált vállalkozások nagyobb mértékben részesültek magántőke-befektetésben, és a korai fázisú ügyletek száma megemelkedett.

*Enterprises*) keretei között.<sup>3</sup> A piaci és kormányzati forrásokat ötvöző, piaci szereplők által kezelt hibrid alapok tapasztalt alapkezelők bevonásával igyekeztek kiszűrni a kizárólag állami tulajdonú alapok befektetéseire jellemző torzító hatásokat és a források alacsony hatékonyságú felhasználását (*Becsky-Nagy-Fazekas* [2015a]).

A Jeremie-programnak köszönhetően a magyarországi kockázatitőke-piac jelentősen átrendeződött, ami egyaránt megfigyelhető az elérhető források nagyságában, az alapok számában, szerkezetében és a befektetési aktivitásban. Az állami források uniós szabályozása következtében a magánforrások és a piaci befektetők is megjelentek a piacon. A források elnyeréséhez kapcsolódó pályázati kiírás szerint azok az alapkezelők nyerhették el az állami források kezelésének jogát, amelyek vállalták, hogy a létrehozott alapok tőkéjének 30 százalékát magánforrásokból biztosítják, és ezáltal piaci–állami hibrid alapokat hoznak létre.<sup>4</sup> A magánforrások megjelenését különböző ösztönzők is segítették: a magánforrásokra jutó veszteség egy részének átvállalása, illetve az állami forrásokra jutó hozamkövetelmény feletti profitrész már a magánbefektetőkhez kerül. Ezek nemcsak a magánforrások megjelenését ösztönözték a piacon, hanem az alapkezelők és a magánforrásokat nyújtó felek kapcsolatát is befolyásolták. A Jeremie-program keretében létrejött hibrid alapok kezelői jellemzően nem független, hanem intézményi befektetőktől függő (*captive*) alapkezelők, mert forrásaik egyetlen befektetőtől származnak (*Karsai* [2015]). Ezért a piaci szegmens méretéhez viszonyítva nagy mennyiségűnek tekinthető források nem pusztán a befektetések tekintetében vezettek túlkínálathoz, hanem a kínálati oldalon is lehetővé tették, hogy más ágazatokban működő befektetők jelenjenek meg a kockázatitőke-piacon. Több esetben az állami források elnyerésének és kezelésének lehetősége motiválta leginkább egy-egy alapkezelő megalakulását.

Bár a hazai kockázatitőke-piac kínálatoldali elemzésével több tanulmány is foglalkozott,<sup>5</sup> a kockázati tőke keresleti oldalra és a befektetésben részesült vállalkozásokra gyakorolt hatása kevésbé feltárt. Tanulmányunkban a 2010 óta a Jeremie-alapok által megvalósított befektetéseket vizsgáljuk. Elsősorban a keresleti oldalt vizsgálva keressük arra a kérdésre a választ, hogy a magyarországi állami háttérű kockázati tőke milyen hatást gyakorolt a piacra, és hogyan teljesítettek a befektetésekben részesült vállalkozások. Az e kérdéskört vizsgáló korábbi tanulmányok kevésbé átfogók,<sup>6</sup> igaz, a szórványos befektetési tevékenység miatt magas

<sup>3</sup> Az Európai Unió által 2005-ben elindított, de valójában 2010-től működő Jeremie-program célja a regionális társadalmi, gazdasági és területi különbségek megszüntetése érdekében a kis- és középvállalkozások uniós finanszírozási forráshoz juttatása, a kockázati tőke kínálatának növelése. A program keretein belül 28 magyarországi székhelyű kockázatitőke-alap kezdte meg működését, s a 2010–2015-ös időszakban mintegy 132 milliárd forint állt rendelkezésre kimondottan a kockázati tőke klasszikus funkcióját, azaz a fiatal innovatív vállalkozások finanszírozását szolgálva. Ennek köszönhetően olyan mértékű befektetési aktivitást lehetett megfigyelni az adott időszakban, amely az ágazat hazai történetében példa nélküli volt (*Farkas és szerzőtársai* [2016]).

<sup>4</sup> A 28 létrehozott alapból 27 esetében maguknak az alapoknak a tőkéjét biztosították 30 százalékban magánforrásból, míg egy társfinanszírozású alap tőkéjét teljes mértékben az állami és uniós források adták, és a tőkekihelyezés valósult meg társbefektetők bevonásával.

<sup>5</sup> A téma részletes tárgyalását lásd többek között *Karsai* [2011], *Karsai* [2015].

<sup>6</sup> A kockázati tőke vállalkozásokra gyakorolt hatásának bemutatását esettanulmányokon keresztül lásd *Becskyné Nagy* [2008] és *Karsai* [2013].

elemszámú sokaságon végzett átfogó elemzésre korábban nem is nyílt lehetőség. Ezzel szemben a hibrid alapok által megvalósított nagyszámú befektetésnek köszönhetően lehetővé vált, hogy a finanszírozási forma vállalkozásokra gyakorolt hatásáról általánosabb képet festhessünk.<sup>7</sup>

Empirikus kutatásunk alapját azok a magyarországi székhelyű vállalkozások adják, amelyek a Jeremie-program keretében kockázati tőkét vontak be 2010 óta, így mintegy 310 vállalkozás elemzésére kerül sor. Az ez időszakban működő tisztán állami háttérű befektetésektől eltekintve, a hazai piacon végbement klasszikus kockázatitőke-befektetéseket ezen vállalkozások szinte teljes mértékben felölelik,<sup>8</sup> mivel az állami forrásokhoz kapcsolódó különböző ösztönzők<sup>9</sup> miatt más konstrukcióban felállított alapok működtetése már kevésbé lett vonzó. Az adatgyűjtés során a befektetésben részesült vállalkozásokat a cégjegyzék adatai alapján azonosítottuk, így a vállalkozások azon körét elemeztük, amelyekben a Jeremie-programban részt vevő alapok a cégjegyzék szerint tulajdonosként voltak jelen. Az elemzés során elsődlegesen a vállalkozások által közzétett éves beszámolók adataira támaszkodtunk.

A pénzügyi beszámolók adatainak kigyűjtését követően olyan egyedi adatbázist alakítottunk ki, amely alapján vizsgálhatóvá vált egyfelől az alapok befektetési tevékenysége, másfelől a hazai, részben állami háttérű kockázatitőke-alapok hatása a befektetésben részesült vállalkozásokra. A befektetési tevékenységgel kapcsolatban a következő tényezőket vizsgáltuk: a befektetési méret, a megszerzett tulajdonosi hányad, a tőke folyósítása során alkalmazott különböző módszerek és eszközök, a tőke tényleges kihelyezésének időbeli alakulása, valamint az ágazati preferenciák. A vállalkozások teljesítményének elemzése során – összhangban a nemzetközi kutatásokkal – elsődlegesen a kockázatitőke-befektetések összefüggéseit vizsgáltuk a vállalati növekedéssel, amit a foglalkoztatás, az árbevétel és a jövedelemtermelő képesség alakulásával közelítettünk meg.

Az adatok elemzése és az eredmények értékelése során ugyanakkor figyelembe kell venni, hogy a befektetések részben állami háttérű, hibrid alapok által valósultak meg, amelyek működési mechanizmusai eltérnek a tisztán piaci háttérű alapok gyakorlatától. Továbbá, az állami programok megvalósítása és hatásai is nagyban függhetnek az adott intézkedéssorozatok szabályozásától. Ebből adódóan a hazai piac vizsgálata során kapott eredmények kevésbé általánosíthatók, sokkal inkább egy induktív érvelés konklúziójaként foghatók fel.

<sup>7</sup> Hasonló felmérést *Bucsky* [2016] a Jeremie-program által finanszírozott vállalkozások kisebb körének számbavételével végzett, amely szerint a program nem tudta beteljesíteni a hozzá fűzött elvárásokat. Eredményei szerint a vállalkozások nagy veszteségeket halmoztak fel, és nem voltak képesek sem a bevételek, sem a foglalkoztatottak számában dinamikus növekedést felmutatni. Bár számszerű eredményeink a teljes vállalati kör alapján is több tekintetben konzisztensek e kutatással, de az ezekből levonható következtetéseink és a program sikerességének megítélése tekintetében – a nemzetközi tapasztalatokat, a hazai piac sajátosságait és a finanszírozott vállalati kör egyedi jellemvonásait is figyelembe véve – sokkal árnyaltabb kép kirajzolására nyílt lehetőségünk.

<sup>8</sup> 2010 óta az összes befektetői hozzájárulás mintegy 70 százaléka Jeremie-alapokhoz kötődik, a fennmaradó befektetések pedig döntően a Széchenyi Tőkealaphoz (*MNB* [2015]).

<sup>9</sup> Az állami forrásokra jutó profitplafon és a veszteségek egy részének átvállalása következtében igen kedvező tőkeáttétel érhető el a Jeremie-alapokkal.

A tanulmány bemutatja a kockázatitőke-finanszírozásban részesült vállalkozások jellemzőit és fejlődésüket a befektetést követően, továbbá azt, hogy milyen hatékonysággal használták fel a hibrid konstrukcióban létrehozott alapokon keresztül az uniós és az állami forrásokat, illetve ezek mennyire tudtak hozzájárulni a nemzeti jövedelem gyarapodásához. Mivel a befektetések többsége jelenleg is aktív, és a vállalkozásokból való kiszállásra az eseteknek csak kis részében került sor, a tanulmány még csak részeredményeket közöl. Tekintetbe véve ugyanakkor, hogy az uniós forrásokból létrehozott állami kockázatitőke-programok újabb körének kialakítása jelenleg is folyamatban van, fontos lehet az eddigi tapasztalatok összegzése.

## Az állami háttérű kockázati tőke szerepe a fiatal, innovatív vállalkozások finanszírozásában a nemzetközi tapasztalatok tükrében

A fiatal, innovatív vállalkozásokat övező információs tökéletlenségek piaci hatékonyságvesztéshez vezetnek, mert gyakran éppen azok a vállalatok képtelenek a működésükhöz szükséges erőforrásokhoz hozzájutni, amelyek innovációs teljesítménye és növekedése jelentős mértékben javíthatná egy adott ország növekedési képességét. Több tanulmány kiemeli, hogy a mélyreható innovációk elsődlegesen az innovatív kisvállalkozások tevékenységéből eredeztethetők (*Abernathy–Utterback* [1988], *Bower–Christensen* [1995], *Baumol* [2002], *Scherer–Ross* [1990]). *Kirchhoff* [1994] ezen túlmenően kiemeli, hogy az innovatív kisvállalkozásokon belül a növekedési képesség, munkahelyteremtés és innovativitás tekintetében elkülöníthető az új, technológiaorientált vállalkozások szűk csoportja, amely a korábban említett területeken kimagasló eredményeket képes felmutatni. A kockázatitőke-finanszírozás intézménye tekinthető a fiatal, innovatív vállalkozások piaci tökéletlenségekből fakadó – az evolúciós fejlődés során kialakult – finanszírozási problémáira adott megoldásnak. Az Egyesült Államokban a kockázati tőke sikeres eszköznek bizonyult az innováció és a gazdasági növekedés serkentésében: az 1940-es évek második felétől az 1970-es évek végéig tartó mintegy 30 éves fejlődési folyamat során az innovatív vállalkozásokban rejlő gazdasági potenciál kiaknázására alkalmas piaci intézménnyé és az Egyesült Államok innovációs rendszerének szerves részévé vált (*Kenney* [2011]). *Kortum–Lerner* [2000] a kockázatitőke-finanszírozásban részesült vállalkozások szabadalmi tevékenységét vizsgálva megállapította, hogy a kockázati tőke háromszor hatékonyabbnak bizonyult, mint a K + F-alapú finanszírozás.

A kínálati oldalon pénzügyi közvetítőként létrejöttek a független kockázatitőke-társaságok, amelyek zárt végű alapok formájában tőkét gyűjtöttek befektetőiktől, és ezeket – speciális szakmai tudásukra alapozott szelekciós tevékenységük és a vállalkozásokkal való aktív együttműködésük révén – képesek voltak más piaci szereplőknél hatékonyabban befektetni a portfólióvállalkozásokba. A kínálati oldalon azok az intézményi befektetők lehetnek az alapok számára tőkét biztosító piaci szereplők, amelyek képesek a kockázatitőke-befektetések illikvid jellegét és magas kockázatát vállalni. Ennek megfelelően kockázati tőkéseken olyan, tőkét és tudást egyaránt biztosító pénzügyi közvetítőket értünk, akik annak reményében nyújtanak tulajdonrész ellenében sajáttőke-jellegű finanszírozást fiatal, innovatív és nagy növekedési képességű, tőzsdén

nem jegyzett vállalkozások számára, hogy később tulajdonrészük értékesítésével hozamot realizálva tudnak kiszállni portfólióvállalkozásaikból.

Európában, különösen Kelet-Közép-Európában – ahol az ágazat fejlődése késve követte az Egyesült Államok piacán végbement fejlődést – különböző típusú állami programok jöttek létre az ágazat felfuttatására. Mivel elsődlegesen a kínálati oldal hiányosságaiban látták a kockázatitőke-piac relatív fejletlenségének okát, aktív szerepvállalással, a befektetők támogatásával és tőkejuttatásokon keresztül igyekeztek kockázati tőke formájában forrást nyújtani a fiatal, innovatív vállalkozások számára. A vállalkozói aktivitás szempontjából leginkább élénk területek kialakulása jellemzően az adott régió kezdeti fejlődését segítő, jól megtervezett állami intézkedésekhez kötődik (*Lerner-Tåg* [2013]). A másik oldalon az állami szerepvállalást elemezve azt is láthatjuk, hogy minden egyes sikeres intézkedéssel szemben említhetünk olyan példát, ahol a beavatkozás nem vezetett a várt eredményhez (*Lerner* [2009]). Tény, hogy hosszú távon vizsgálódva az állami szerepvállalás aligha pótolhatja a piaci alapon szerveződött kockázatitőke-finanszírozás intézményét, ugyanakkor a kialakulóban lévő ágazatok esetében katalizátorként hozzájárulhat az ágazat fejlődéséhez (*Fazekas* [2014]).

A piaci alapon szerveződő kockázatitőke-befektetések fontos jellemzője, hogy a pénzügyi forrásokon túl egyéb szolgáltatásokon keresztül is képesek hozzáadott értéket teremteni a vállalkozás számára, így annak értékét növelni. Több tanulmány is vizsgálta a piaci és állami háttérű alapok hatását az általuk finanszírozott vállalkozásokra. *Puri-Zarutskie* [2012] piaci alapok által megvalósított befektetéseket vizsgált az Egyesült Államokban 1982–2005 között. Megállapította, hogy a kockázatitőke-befektetésben részesült vállalkozások túlélési esélyei a kezdeti időszakban jelentősen javulnak, továbbá hogy a kockázatitőke-finanszírozásban részesülő vállalkozások a befektetést követően gyorsabban növekedtek az árbevétel, a kezelt vagyon és a foglalkoztatottak számának tekintetében is.

*Brander és szerzőtársai* [2015] több mint húszezer vállalkozást vizsgált meg, amelyek 2000–2008 között állami háttérű kockázatitőke-befektetésben részesültek. Kutatásuk 25 országra terjedt ki, így az állami beavatkozások egyedi szabályozásához elkerülhetetlenül kapcsolódó specialitásokkal szemben ezen intézkedések általános jellemvonásait tárták fel. Kutatásukban a befektetések sikerességét a befektetésekből való kiszállásokon keresztül vizsgálták. Eredményeik szerint, amennyiben az állami háttérű alapok kisebbségi tulajdonosként vannak jelen, és piaci alapokkal közös befektetéseket hajtanak végre, akkor a sikeres kiszállás esélye nő, ezzel szemben a tisztán állami háttérű alapok esetében kisebb a sikeres kiszállás esélye. Ez egyfelől magyarázható azzal, hogy az állami háttérű kockázatitőke-befektetők kevésbé képesek lemásolni a piaci befektetők által nyújtott nem pénzügyi értéktérítő mechanizmusokat, és elsődlegesen pénzügyi források biztosításán keresztül képesek javítani a portfólióvállalkozások helyzetét (*Schilder* [2006]). *Brander és szerzőtársai* [2015] szerint az állami háttérű alapok gyengébb teljesítményének egy másik magyarázata az lehet, hogy ezek az alapok olyan vállalkozásokat is finanszíroznak, amelyek a tisztán piaci háttérű alapokat nem érdeklik, de gazdaságfejlesztési célból érdemes velük bővíteni a piacra lépők körét. Ezen állítás egybecseng *Gompers* [1995]

eredményével, amely szerint az állami befektetések esetén sérül az árfolyamnyereség maximalizálásának célkitűzése.

*Grilli–Murtinu* [2014] 1993–2010 között hét európai országban megvalósított, 538 piaci és 239 állami háttérű befektetés bevételei és foglalkoztatotti létszáma alapján vizsgálta a portfólióvállalkozások teljesítményét. Eredményeik szerint a piaci háttérű befektetők képesek voltak jelentős és szignifikáns bevételnövekedést elérni vállalkozásaikban, míg az állami befektetések nem tudtak hasonló növekedést felmutatni. Megállapításaik egybevágnak *Brander és szerzőtársai* [2015] azon következtetésével, hogy az állami befektetések a piaci alapokkal együttműködve képesek kedvező eredményt felmutatni.

*Luukkonen és szerzőtársai* [2013] a *Grilli–Murtinu* [2014] által használt adatbázis elemzését kiegészítette a vállalkozások kérdőíves felmérésével, amelynek során mintegy 200 válaszadó értékelt a piaci és állami háttérű alapok hozzáadott értéket teremtő tevékenységét. Az általuk vizsgált nyolc kategóriából hét esetben az állami háttérű alapok elmaradtak piaci társaiktól, de a legnagyobb eltérést a szakmai támogatásban, a kiszállás előkészítésében és a növekedés ösztönzésében találták.

## A hazai kockázatitőke-alapok befektetési tevékenysége

A 1. táblázat foglalja össze a Jeremie-program keretében megvalósított befektetések számát és az általuk kezelt tőke kihelyezésének fokát 2015-ig, azaz a program eredetileg kijelölt befektetési időszakának végéig. Eddig az időpontig 132 milliárd forint értékű kezelt tőke mintegy 60 százalékát helyezték ki,<sup>10</sup> aminek eredményeként 310 befektetés valósult meg. Ezzel együtt is a megfelelő portfólióvállalkozások kiválasztásának nehézségét jelezi, hogy a kockázatitőke-befektetők meglehetősen lassú ütemben tudták kihelyezni tőkéjüket, illetve a pályázati kiírásban előzetesen megadott befektetési időszakot több ízben is meghosszabbították. Mivel a kockázatitőke-piacot, különösen a korai finanszírozás szegmensében, általában fokozott információs aszimmetria jellemzi, ezért nagyobb az esély a kontraszelekció kialakulására. Ez az egyik oka annak, hogy finanszírozási rés alakulhat ki a piacon, vagyis nagy növekedési képességű vállalkozások is finanszírozási források nélkül maradhatnak (*Becsky-Nagy–Fazekas* [2015b]).

A magyarországi piac esetében viszont a szabályozás és a tőke túlkínálata miatt egyes fiatal, innovatív vállalkozások – még ha növekedési képességük alacsony volt is – könnyebben tudtak forrásokhoz jutni. A Jeremie-program által az állam szerepvállalásának felerősödésével mesterségesen gerjesztett kínálatoldali felélenkülés a kockázati tőke piacon a tőke átmeneti túlkínálatához vezetett, ráadásul az alapoknak vállalniuk kellett, hogy tőkéjük 80 százalékát befektetik. A jelentős mennyiségben elérhető tőke és a szabályozási előírások következtében nagy számban valósultak meg befektetések. Kérdés azonban, hogy a befektetések számának ugrásszerű növekedése

<sup>10</sup> A kezelési költségeket figyelembe véve az alapok jellemzően a rendelkezésükre bocsátott tőke 80 százalékát tudják kihelyezni a vállalkozásokhoz (*Metrick* [2007]).

## 1. táblázat

A magyarországi Jeremie-alapok által kezelt tőke (milliárd forint), a 2015-ig megvalósult befektetések száma és az alapok tőkekihelyezésének foka (százalék)

Befektetési program*	Alapok típusa	Befektetési időszak kezdete	Kezelt tőke (milliárd forint)	Tőkekihelyezés foka** (százalék)	Megvalósult befektetések száma***
Jeremie I.	vegyes	2010	48,5	84	105 (107)
Jeremie II.	magvető	2013	8,6	32	50 (66)
Jeremie II.	növekedési	2013	32,1	53	36 (40)
Jeremie III.	növekedési	2014	34,2	50	56 (74)
Jeremie IV.	növekedési	2014	8,6	67	21 (23)
Összesen			132	63	268 (310)

\* A Jeremie-források kezelésének jogát az alapkezelők négy egymást követő pályázati körben nyerhették el. Az 1. kör meghirdetésére 2009-ben, a 2. körére 2012-ben, a 3. és 4. körére pedig 2013-ban került sor. Körönként eltérő típusú alapok létrehozására lehetett pályázni.

\*\* A tőkekihelyezés foka a vállalkozásokhoz kihelyezett tőke és az alapok által kezelt tőke hányadosa.

\*\*\* Zárójelben a 2016. május 31-ig, azaz a befektetési időszak zárásáig megvalósult összes befektetés számát tüntettük fel. Jelen cikk elkészítésekor a befektetésben részesült vállalkozások 2016-ra vonatkozó pénzügyi kimutatásai nem elérhetők, így a tőkekihelyezés fokának meghatározásánál csak a 2015-ig megvalósult befektetések adatait tudtuk figyelembe venni. *Forrás: saját szerkesztés.*

mögött mi húzódik meg: az, hogy a korábbi finanszírozási rés áthidalásával tőkéhez juthattak a növekedésre képes vállalkozások, vagy az, hogy a tőke túlkínálata miatt olyan vállalkozások is forrásokhoz jutottak, amelyek tisztán piaci feltételek mellett nem lettek volna alkalmasak kockázattőke-finanszírozásra.

Az uniós és állami források gyenge hatékonyságú felhasználásának veszélyét több, a magyarországi piacot vizsgáló tanulmány is megfogalmazta,<sup>11</sup> ez azonban a keresleti oldal és a portfólióvállalkozások átfogó elemzésének hiányában nincs meggyőzően alátámasztva.

*Chemmanur és szerzőtársai* [2011] szerint a kockázati tőkések a megfelelő vállalkozások kiválasztásával és a velük való együttműködéssel nagyobb hatékonyságot képesek elérni, mint a kockázati-tőke finanszírozásban nem részesült vállalkozások. A kockázattőke-befektetők befektetések magas kockázatának kezelése érdekében speciális kockázatkezelési módszereket alkalmaznak, amelyek a következők: magas hozamkövetelmények, szűrés, befektetési szerződések, átváltható kötvények és elsőbbségi részvények, többlépcsős finanszírozás, monitoring, diverzifikálás és hálózatba szervezés. A szűrés után a befektetéseket megelőző komoly átvilágítási mechanizmus (amit angolul *due diligence*-nek is szoktak nevezni) következik, hogy a befektetők csak a számukra legmegfelelőbb projektekbe fektessenek be, portfóliójukba ne kerüljenek gyenge vállalkozások (*Becsky-*

<sup>11</sup> Lásd *Becsky-Nagy-Fazekas* [2015a] és *Karsai* [2015].



Nagy [2016]). A szabályozás okozta tőkekihelyezési kényszer miatt azonban sérülhet a kockázati tőke egyik legjelentősebb értékteremtő mechanizmusa, amely megfelelő szelekción keresztül tőkéhez juttatja az életképes vállalkozásokat. E vállalkozások kiválasztását korlátozták a források felhasználásához kapcsolódó megkötések, a vállalkozásonként befektethető maximális tőke nagysága és a területi korlátozások. A befektetési politika szabályozását a 2. táblázat tartalmazza.

## 2. táblázat

A magyarországi Jeremie-alapok által finanszírozásban részesíthető vállalkozások szabályozása

Megkötések	Jeremie I.		Jeremie II.		Jeremie III.	Jeremie IV.
	társbefektető alap	közös alap	közös magvető alap	közös növekedési alap	közös növekedési alap	közös növekedési alap
Kezelt tőke (milliárd forint)	7,6	40,9	8,6	32,1	34,2	8,6
Területi megkötés	Közép-Magyarország régió		közép-magyarországi régió kizárva			
Kor	< 5 év	< 5 év	< 3 év	< 5 év	< 5 év	< 5 év
Bevétel (milliárd forint)	< 1,5	< 1,5	< 0,2	< 5	< 5	< 5
Maximális befektetési méret	1,5 millió euró 1 év alatt maximum 3 egymást követő évben (max. 4,5 millió euró/vállalkozás)		150 ezer euró 1 év alatt, kiegészítve 150 ezer euró kölcsönrel (max. 300 ezer euró/vállalkozás)		2,5 millió euró 1 év alatt	
Tiltott felhasználás	<ul style="list-style-type: none"> <li>- hitelkiváltás</li> <li>- kereskedelmi célú ingatlanfejlesztés</li> <li>- részesedésszerzés meglévő társaságokban</li> <li>- nehéz helyzetben lévő vállalkozások</li> <li>- kizárt tevékenységek: hajógyártás, szén- és acélipar, pénzügyi, agrárágazat</li> </ul>					

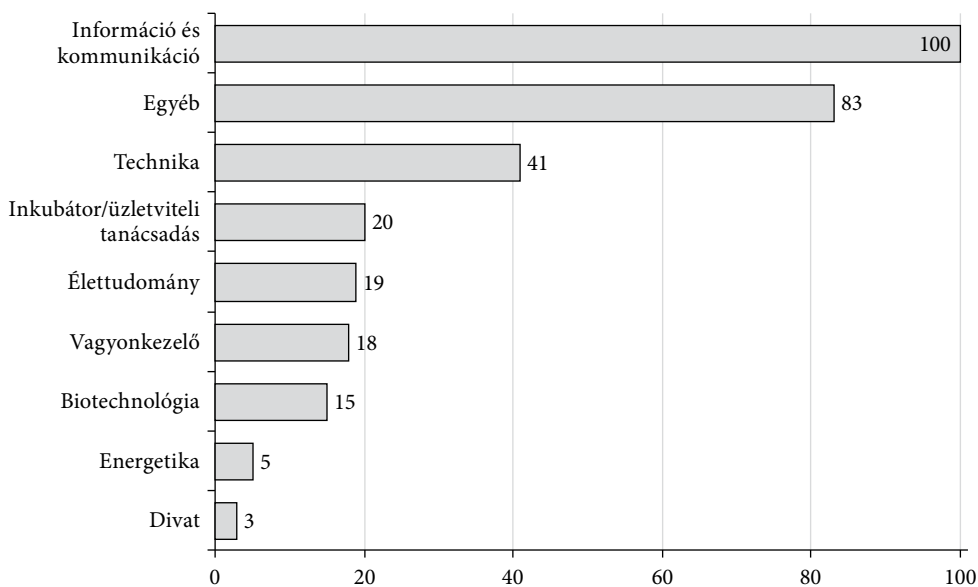
Forrás: saját szerkesztés MV Zrt. [2013] alapján.

A területi megkötés értelmében a legfejlettebbnek tekinthető közép-magyarországi régióban székhellyel rendelkező vállalkozásokba pusztán egyetlen alap fektethető be, a többi alap számára e régió vállalkozásait kizárták. E szabályozás az uniós forrásokhoz kapcsolódó célkitűzésekhez kötődően regionális fejlesztési eszközként tekint a kockázati tőkére, holott e finanszírozási forma elsődlegesen a fejlettebb régiókban koncentrálódik, s a vállalati környezet éppen a fejlettebb régiókban képes megfelelő háttérrel biztosítani a vállalkozások növekedéséhez. Az Egyesült Királyságban végzett tanulmány szerint a befektetési politika hasonló szabályozása jelentős mértékben hozzájárult az ott indított hibrid alapok sikertelenségéhez (Sharpe és szerzőtársai [2009]).

A területi megkötésekkel szemben a vállalkozások tevékenységére, életkorára és bevételére vonatkozó előírások elősegítették, hogy a befektetők a ténylegesen megcélzott vállalati kört finanszírozzák. Az 1. ábrán látható, hogy az ágazatok szerinti besorolás alapján egyértelműen az információ- és kommunikációtechnológia a legdominánsabb, a cégek egyharmadának ilyen irányú a tevékenységi köre, ami nem meglepő, hiszen ez az egyik leginkább technológiaorientált szektor. Az élettudomány és biotechnológia iparágához csak körülbelül minden tizedik vállalat kapcsolódik. Az egyéb kategóriába több olyan új iparágakhoz tartozó vállalkozás kerülhet, amelyek besorolása újszerűsége miatt nem meghatározható, ezek száma is magas, a portfólióvállalatok közel negyedét teszi ki. Ahhoz képest, hogy a vagyongazdálkodási tevékenység nem szokványos a kockázati tőke-befektetések portfólióvállalatai esetében, viszonylag magasnak mondható az ilyen tevékenységet folytató cégek száma.

### 1. ábra

A magyarországi Jeremie-program kockázati tőke-befektetései ágazatok szerinti besorolása a befektetések száma szerint, 2010–2016



*Megjegyzés:* a szakágazatok szerinti besorolás a vállalkozások által beszámolójukban megjelölt főtevékenység alapján történt. Így a ténylegesen legnagyobb bevételt generáló tevékenységek szerinti besorolás eltérő lehet.

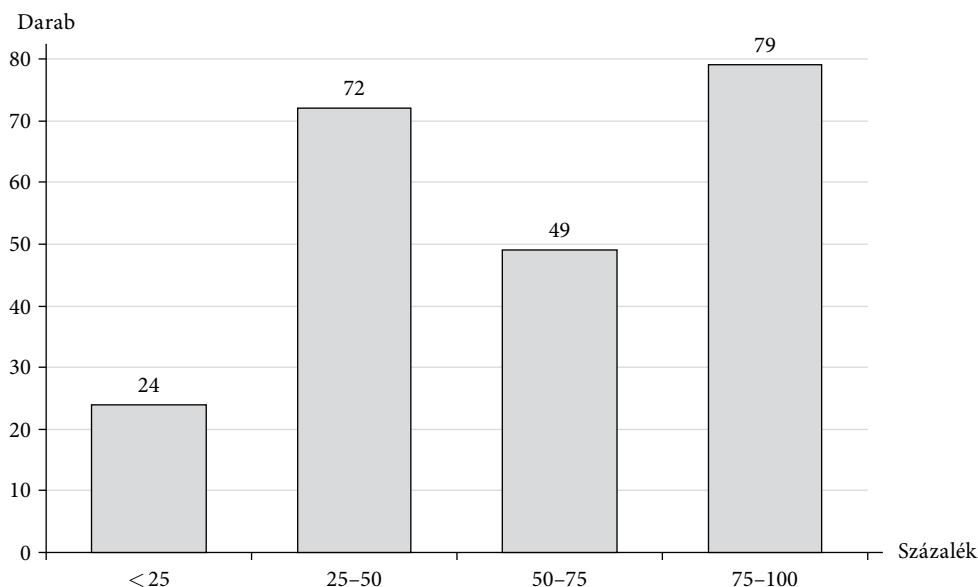
*Forrás:* saját szerkesztés.

A fejlett kockázati tőke-piacal rendelkező országok esetében kialakult gyakorlat szerint a kockázati tőkések jellemzően kisebbségi tulajdon megszerzésére töreksznek. A 2. ábra a magyarországi Jeremie-alapok keretében végrehajtott befektetések révén megszerzett tulajdonosi részesedéseket mutatja. Itt – szemben a nemzetközi gyakorlattal – a befektetők egyértelműen többségi tulajdon megszerzésére törekedtek. E jelenség meglepő annak tükrében, hogy a piacot az adott időszakban a tőke

túlkínálata jellemezte, ebből adódóan a vállalkozások relatíve kedvező alkupozícióba kerültek a befektetőkkel szemben, ami a felkínált tulajdonrészek csökkenéséhez vezethetett volna. Ezzel szemben a magas megszerzett tulajdonosi hányadok arra utalhatnak, hogy a portfólióvállalkozások számának növekedése a befektetések minőségének romlásával járt együtt, ugyanis üzletileg kevésbé perspektivikus vállalkozásokat is finanszíroztak, amelyekért a befektetők nem versengtek. E vállalkozások esetében a befektetők viszont csak magas tulajdonosi hányad fejében voltak hajlandók tőkét biztosítani. A nemzetközi tapasztalatok szerint az állami háttérú alapok befektetési esetében a sikeres kiszállás esélye kisebb akkor, ha a befektetők tulajdonosi részesedése nagy. Ezen eredmények tükrében azonban a hazai befektetések esetében szerzett magas tulajdonosi hányad gátolhatja a kiszállásokat a vállalkozásokból. A tőkekihelyezési kényszer a Jeremie-program befektetési időszakának végéig erősen befolyásolta mind a befektetések számát, mind az ügyletek során megszerzett tulajdonosi hányadot és ezzel együtt az ügyletek méretét is.

## 2. ábra

A magyarországi Jeremie-alapok befektetéseinek száma a 2015-ig szerzett tulajdonosi hányadok szerint



*Megjegyzés:* a tulajdonosi hányadokat a 2015-ben még aktív befektetések 2015-ös évre vonatkozó beszámolóji alapján határoztuk meg. A részesedések a jegyzett tőkéhez való hozzájárulás mértéke szerint kerültek becslésre azon vállalkozások esetében, melyek beszámolóiban a tulajdonosi részarányok nem kerültek feltüntetésre.

*Forrás:* saját szerkesztés.

*Kaplan és szerzőtársai* [2007] eredményei szerint minél tapasztaltabbá válnak az ágazat szereplői, annál inkább megfigyelhető a fejlett ágazatok gyakorlatához való közelítés. A befektetések formáját és módszereit tekintve egyértelműen megfigyelhető a

fejlettebb ágazatokban alkalmazott eljárások elterjedése: az elsőbbségi részvények és az átváltható értékpapírok használata, a többlépcsős finanszírozási gyakorlat és a sajáttőke-jellegű finanszírozás szemben a hiteltípusával. A magyarországi befektetések dominánsan (88,5 százalékban) a vállalkozások saját tőkéjét növelték, a tőkét jellemzően ázsíós, azaz a jegyzett tőke névértékét meghaladó tőkeemeléssel biztosították a vállalkozások számára. A 2015 végéig ténylegesen folyósított mintegy 83,5 milliárd forint tőke 17,3 százaléka a vállalkozások jegyzett tőkéjét növelte, 71,2 százaléka a tőketartalékot, 11,5 százaléka pedig hitel formájában jelent meg. Ez jelentős változás az állami alapok korábbi befektetési gyakorlatával szemben, amelyben jelentős szerepe volt a hiteljellegű finanszírozásnak, amit azonban a korai stádiumú innovatív vállalkozások pénztermelő képessége kevésbé bír el. A finanszírozási gyakorlat kiegészült továbbá az elsőbbségi részvények és az átváltható kötvények alkalmazásával. Ezenfelül szinte minden befektető élt a többlépcsős finanszírozás lehetőségével, azaz a befektetési szerződésekben meghatározott összegeket több részletben, gyakran feltételekhez kötve folyósították a vállalkozások számára.

## A magyarországi hibrid alapok hatása a finanszírozott vállalkozásokra

### *Foglalkoztatás*

A kockázatitőke-befektetések állami támogatása mellett szóló érveként emelhető ki a finanszírozásban részesült vállalkozások munkahelyteremtő képessége (*Karsai [2015]*). Igaz ugyanakkor, hogy a munkahelyteremtés jelentős részben nem a kockázatitőke-befektetés időszaka alatt történik, a befektetések foglalkoztatásra gyakorolt hatása a kiszállást követően a befektetésben részesült vállalkozások éretté válásával válik igazán jelentős mértékűvé, ami akár a makroszintű adatokban is megjelenhet. Emellett a kockázatitőke-befektetésekben részesült kis- és középvállalkozások száma elenyésző az összes magyarországi kis- és középvállalkozások számához képest, emiatt csak relatíve lehet magas hozzájárulásuk a foglalkoztatottság növekedéséhez, ugyanakkor az összesített hatásuk továbbra is elenyésző marad.

Az európai kockázatitőke-befektetésekről adatot gyűjtő *Invest Europe [2016]* jelentése szerint a kockázatitőke-finanszírozásban részesült vállalkozások többsége a foglalkoztatottak számát tekintve mikro- és kisvállalkozásnak tekinthető, 2010-ben a vállalkozásoknak közel 60 százaléka 0–19 fő közötti létszámmal működött, míg 2015-re ugyanez az arány a 70 százalékot közelítette. Ebben a tekintetben a hazai vállalkozások foglalkoztatási viszonyai illeszkednek az európai tendenciához. A foglalkoztatottak számának időbeli alakulása azonban meglehetősen érdekes képet fest a vállalkozások működéséről. A 3. táblázatból látható, hogy a foglalkoztatás szempontjából a felső kvartilisbe tartozó vállalkozások esetében fokozatos növekedés figyelhető meg, ezzel szemben a vállalkozások többsége az első két-három év enyhe növekedését követően megreked, sőt leépíti alkalmazottait. A magvető és korai fázisú vállalkozások esetében ez azt jelentheti, hogy nem képesek sikeresen megjelenni a piacon, így nem merül fel az alkalmazotti létszám növelésének szükségessége.

Emellett egyes esetekben az alacsony alkalmazotti létszám arra vezethető vissza, hogy a portfólióvállalkozások bizonyos tevékenységeket velük kapcsolatban álló vállalkozásokhoz szerveznek ki.

### 3. táblázat

A portfólióvállalkozások által foglalkoztatottak száma a befektetés időtartama szerint, 2010–2015

	A befektetés időtartama (év)					
	1	2	3	4	5	6
A vállalkozások száma	219	157	76	52	28	10
Átlag (fő)	3,53	6,10	8,67	10,57	10,35	10,59
Alsó kvartilis (fő)	0	1	0,24	0,75	0	0
Medián (fő)	1	3	3	4,13	2,5	1,25
Felső kvartilis (fő)	4	10	12	13,25	12,66	17,56

*Megjegyzés:* az adatokat a 2015-ig megvalósult befektetések kiegészítő mellékletében feltüntetett átlagos statisztikai létszámok alapján határoztuk meg. A 2015-ig megvalósult 268 befektetés 223 vállalkozása esetében álltak rendelkezésre létszámadatok a 2015-ös évre.

*Forrás:* saját szerkesztés.

A vállalkozás menedzsmentjében való megjelenést illetően azon vállalkozások esetében, melyekbe 2012-ben történt befektetés – azaz a beszámolókkal lefedett időszak legalább 4 évet ölel fel –, 54 vállalkozásnál volt adat a vállalkozás vezető tisztségviselőjéről. Ezen vállalkozások mintegy 37 százalékában került sor a vezető tisztségviselő cseréjére.

### Vállalati növekedés és jövedelmezőség

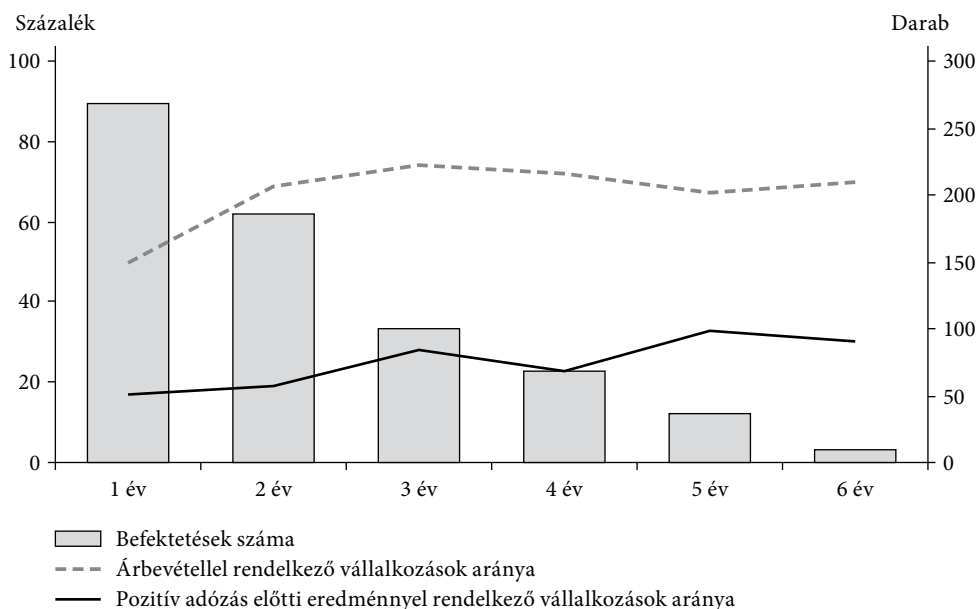
A források felhasználásának hatékonyságát jelzi a befektetésben részesült vállalkozások árbevételének alakulása – amely a piaci megjelenés sikerességét és a vállalkozások növekedési képességét jelzi –, valamint a portfólióvállalkozások jövedelmezősége. A 3. ábra azon vállalkozások arányát szemlélteti, amelyek megkezdték értékesítési tevékenységüket, valamint azokat, amelyek képesek voltak profitot elérni.

Bár a befektetésben részesült vállalkozások adatai meglehetősen negatív képet festenek a vállalkozások teljesítményéről, értékelésük során figyelemmel kell lennünk a finanszírozásban részesült vállalati kör speciális jellemzőire, amelyek nagyban árnyalják a befektetések hatékonyságáról kialakított képet (*Fazekas* [2016]). Összegezve, azok a vállalkozások, amelyek 2015-ig befektetésben részesültek,<sup>12</sup> adózás előtti eredményük bázisán mintegy 19 milliárd forintnyi veszteséget halmoztak fel. Az eredmények

<sup>12</sup> 2015-ig 268 vállalkozás részesült befektetésben, és az elemzés elkészítésének időpontjáig ezen év beszámolóit váltak utolsóként a nyilvánosság számára elérhetővé.

## 3. ábra

A magyarországi Jeremie-alapok által finanszírozott vállalkozások száma (jobb skála), az árbevétellel rendelkező, valamint nyereséges vállalkozások aránya (bal skála) a befektetés időtartama szerint, 2010–2015



Forrás: saját szerkesztés.

értékelésénél ugyanakkor nem lehet eltekinteni attól, hogy a befektetések elsődlegesen olyan magvető és korai szakaszú vállalkozásokat finanszíroztak, amelyek a kutatás-fejlesztés fázisában jártak, és a tevékenységük során felmerült költségek jelentős része (várhatóan) csak a jövőben térül meg. Ebben a tekintetben a veszteséges működés felfogható egyfajta életkori sajátosságként is. A veszteségek magas abszolút értéke mellett sokkal inkább aggasztó tendenciának tűnik, hogy az életkor előrehaladtával a profitot termelő vállalkozások aránya alacsony szinten stagnál.

A vállalkozások teljesítményét illetően az alacsony jövedelmezőségnél sokkal problematikusabb a piaci expanzió hiánya, mely az árbevétel csekély mértékű növekedéséből figyelhető meg. A 4. táblázat szemlélteti a vállalkozások árbevételeinek alakulását a befektetés időtartama szerint, feltüntetve a sokaság árbevételének kvartilis értékeit, átlagát és szórását.

A 4. táblázat adatai alapján két következtetést vonhatunk le. Egyfelől a vállalkozások többsége nem képes sikeres piaci expanzióra, ami az alacsony alsókvartilis- és mediánértékekben tükröződik. Itt is figyelembe kell venni, hasonlóan a jövedelmezőséghez, hogy e vállalkozások többsége a befektetés pillanatában még a termék kifejlesztésén dolgozik, így az árbevétel hiánya a piacra lépés előtt magyarázható, ugyanakkor kétségeket vet fel a program sikeressége tekintetében az a jelenség, hogy az árbevételt elérő, azaz a piacon már megjelent vállalkozások közül igen sok nem képes dinamikusabban növekedni. Ezzel együtt azonban a felső kvartilis növekedése arra

## 4. táblázat

A vállalkozások árbevételének kvartilisértékei, átlaga és szórása (ezer forint) a befektetés időtartama szerint

	A befektetés időtartama (év)				
	1	2	3	4	5
Vállalkozások száma	268	186	100	69	36
Átlag	35 680	68 077	102 708	145 393	161 192
Szórás	89 891	156 778	232 305	314 679	272 417
Alsó kvartilis	0	0	0	0	0
Medián	10	4 834	10 694	24 450	11 863
Felső kvartilis	15 824	66 868	110 438	107 146	309 835

*Forrás:* saját szerkesztés.

enged következtetni, hogy elkülöníthető a vállalkozásoknak egy kimagaslóan teljesítő köre, amely megfelelhet a fiatal, innovatív vállalkozásoktól várt magas növekedési ütemnek, és a jövőben sikeres kiszállások alanya lehet.<sup>13</sup>

### Kiszállások

Tekintetbe véve, hogy részben állami háttérű alapok által megvalósult befektetésekről beszélhetünk, az első tényleges piaci érték mérő momentumnak a vállalkozásokból történő kiszállás tekinthető. Az első Jeremie-alapok befektetéseiből történő kiszállások száma várhatóan a 2017–2019-es időszakban fog megnövekedni. A befektetések átlagos időtartama jelenleg három év körül alakul, és bár lezajlott néhány gyors és sikeres kiszállás, egyelőre – tekintettel a befektetések korai stádiumára – még bizonytalan a program sikerességének megítélhetősége. A Jeremie-alapok befektetéseiből 2016 második negyedévéig 24 kiszállás történt: 8 esetben veszteségként történő leírással, 5 esetben részleges vagy teljes menedzseri kivásárlással, és 11 esetben stratégiai befektetőnek értékesítették a céget.

A leírások száma nem tekinthető kirívó értéknek, a befektetést követően, amint kiderül a befektetők számára, hogy a vállalat nem vihető sikerre, haladéktalanul kiszállnak a vállalkozásból, annak leírásával. A 11 sikeres kiszállás feltehetően a legígéretesebb projektek közül került ki, amelyekben amellet sikerült gyors növekedést generálni, hogy az új belépők számára is még ígéretes befektetési lehetőséget kínált a vállalkozás.

A jövőben az állami háttérű alapok rekordszámú befektetéseiből történő kiszállási kényszer miatt rekordszámú kiszállás várható, de a tőke átmeneti

<sup>13</sup> Itt meg kell jegyezni, hogy az árbevétel alakulása messze nem határozza meg a kiszállás sikerességét. Főként stratégiai befektetők esetében a vállalkozást felvásárolhatják az értékesítés megkezdése előtt, ha a vállalkozás technológiája beigazolódik.

túlkínálatából fakadó piactorzító hatás miatt a valóban sikeres, nagy hozamot biztosító ügyletek mellett nagy számban lehetnek jelen átlagos vagy átlagon aluli teljesítményű befektetések.

## Az állami háttérű alapok hozzájárulása a magyarországi kockázatitőke-piac hosszú távú fejlődéséhez

A portfólióvállalkozások teljesítményének vizsgálatakor bemutattuk, hogy az állami és uniós források felhasználása az eddigi adatok alapján mérsékelt sikerekkel járt a magyarországi kockázatitőke-ágazat esetében. Közvetlen módon a finanszírozott vállalkozások teljesítményében érhető tetten a kockázati tőke hatása, fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy a kockázati tőke egy rendszer eleme, amelynek a középpontjában a fiatal, innovatív vállalkozások állnak, így teljesítménye nem értékelhető önmagában, a rendszer többi elemével való kölcsönhatásának figyelmen kívül hagyásával. Ebből ugyanakkor az is következik, hogy nem elégséges a kockázati tőkének a fiatal, innovatív vállalkozásokra gyakorolt közvetlen hatását vizsgálni, hanem figyelembe kell venni a rendszer többi elemére gyakorolt hatását is.

Ebben a szemléletben magyarázatot nyerhet, hogy a klasszikus kockázati tőkére fordított állami és uniós források növekedése miért nem tükröződik a finanszírozott vállalkozások teljesítményében. A *startup* környezetben (*startup ecosystem*) kialakulhat egy olyan szűk keresztmetszet a rendszer egyes elemeinek relatív fejletlensége miatt, amely a rendszer egésze teljesítményének gátat szab. Ebben az összefüggésben a rendszer egy kiválasztott elemének ösztönzése nem feltétlenül jár tényleges teljesítményjavulással. E folyamatnak lehetünk tanúi a magyarországi kockázatitőke-piac esetében is, ahol a *startup* környezet egy kitüntetett eleme jelentős támogatásban részesült, ezzel egy időben azonban a rendszer többi elemének fejlesztésére hasonló mértékben nem került sor. Emiatt a kockázatitőke-piacon a tőke mennyiségi túlkínálata alakult ki. A tőke hatékony befektetését lehetővé tevő keresletet befolyásoló intézmények relatíve alacsony fejlettsége miatt ugyanis a piacon nem jelentek meg kellő számban és minőségben tőkét bevonni képes fiatal, innovatív vállalkozások.

A vállalkozói környezet minőségét és dinamikáját átfogóan mérő GEDI- (*Global Entrepreneurship and Innovation*) index szoros kapcsolatot mutat az egyes országokban befektetett kockázati tőke nagysága és a vállalkozói és innovációs környezet minősége között. Az *Invest Europe* [2016] által közölt, európai országokra vonatkozó 2015-ös GDP-arányos kockázatitőke-befektetések nagysága és az *Ács és szerzőtársai* [2015] által meghatározott GEDI-index között 0,76-os korreláció áll fenn. E szoros kapcsolat is megerősíti a kockázati tőke vállalkozói környezetbe való ágyazottságát. Ha az európai országoknak a befektetett tőke nagysága és a GEDI-index szerinti sorrendjét tekintjük, akkor azt láthatjuk, hogy Magyarország a vállalkozói környezet minőségét tekintve meglehetősen hátul helyezkedik el, ezzel szemben a befektetett tőke nagyságát vizsgálva 2010 óta jellemzően az európai országok rangsorában elől található. Ezen eltérés a korábban bemutatott aktív állami beavatkozás eredménye, és konzisztens azzal a megállapítással, hogy a hazai piacon az adott időszakban tőketúlkínálat volt.



*Ács és szerzőtársai* [2017] által végzett GEDI-kutatás alapján a hazai vállalkozói környezet a vállalkozói attitűdök – az üzleti kockázatok érzékelése és vállalása, piaci lehetőségek felismerése, valamint a *startupok* létrehozásához és vezetéséhez szükséges képességek – szempontjából a leggyengébb. Bár Magyarország az intézményi környezet értékelése alapján is a kevésbé fejlett országok közé sorolható, a gazdasági szereplők egyéni képességei és jellemzői alapján kimondottan gyenge az ország innovációs képessége.

A közvetlen hatások mellett ugyanakkor az állami szerepvállalás esetében fontos figyelembe vennünk azt a közvetetten jelentkező fejlesztő hatást is, amelyet az állami és uniós források a kockázati tőkével kölcsönös kapcsolatban álló piaci intézményekre fejtenek ki. *Karsai* [2016] tisztán állami, hibrid, illetve tisztán privát forrásokat Magyarországon befektető alapok kezelői körében végzett felmérésének következtetése az, hogy a kockázati tőke-ágazatot segítő program akkor lehet sikeres, ha az állam hozzájárul a portfólióvállalatok inkubációs folyamatához annak érdekében, hogy alkalmasak legyenek a kockázati tőke befogadására. A program sikere azon is múlik, hogy az alapok rendelkeznek-e kellő jártassággal a korai fázisú cégekbe történő befektetésekben. A felmérés további következtetése, hogy az újabb, részben állami háttérű kockázati tőke-befektetések sikere csak nagyobb transzparencia mellett válhat mérhetővé.

Az állami programok sikerességének egyik legfontosabb kritériuma, hogy milyen mértékben képesek hozzájárulni egy olyan intézményrendszer kialakulásához, amely lehetővé teszi olyan önműködő piac kialakulását, ahol a piaci szereplők állami beavatkozás nélkül, hatékonyan tudják működtetni a kockázati tőke-ágazatot (*Becsky-Nagy-Fazekas* [2015a]). Ebben a tekintetben a fiatal, innovatív vállalkozásokat és a kockázati tőke-befektetéseket befolyásoló tényezők két csoportba sorolhatók: a kockázati tőke számára exogén környezeti tényezőkre – ahol az állam aktív szerepvállalása a kockázati tőke-piacon nem hat jelentős mértékben –, illetve azon endogén környezeti tényezőkre, amelyek bizonyos mértékben kölcsönösen függő kapcsolatban állnak a kockázati tőke fejlődésével. Az utóbbi kör esetében mutatkozhat meg az uniós és állami források katalizátorszerepe, ami által a kockázati tőke-piacon megjelent források a piac élénkítésén – a kereslet növelésén – keresztül hozzájárulnak a kapcsolódó ágazatok fejlődéséhez. Ezáltal olyan, a fiatal és innovatív vállalkozások fejlődéséhez szükséges piaci intézmények alakulhatnak ki, amelyek mind a kockázati tőke, mind pedig a vállalati szegmens hosszú távú fejlődésének alappillérei lehetnek. Ezeket összefoglalóan a napjainkban egyre divatosabbá váló *startup ökoszisztéma* kifejezéssel foglathatjuk össze, amely a fiatal, innovatív vállalkozások működését meghatározó és egymással kapcsolatban álló piaci tényezők és intézmények rendszerét foglalja magában.

## Következtetések

A nemzetközi tapasztalatokat összegezve kijelenthető, hogy az állami háttérű alapok nem képesek olyan hatékonysággal részt venni a fiatal, innovatív vállalkozások finanszírozásában, mint a tisztán piaci mechanizmusok által vezérelt alapok. A kockázati tőke értékteremtése alapvetően két tevékenységre vezethető vissza: a megfelelő vállalkozások

kiválasztására és a befektetést követő együttműködésre. E funkciók az állami háttérű alapok esetében módosulnak. Egyfelől a programok jellemzően gazdaságfejlesztési célúak is, és gyakran deklarált feladatuk, hogy olyan vállalkozások számára is tőkét biztosítsanak, amelyek finanszírozásától a piaci befektetők elfordulnak. E célkitűzés ugyanakkor nem teljes mértékben konzisztens a piaci befektetők árfolyamnyereség-maximalizálási célkitűzésével, a szelekciós mechanizmus torzulásához és ezáltal a portfólióvállalkozások minőségének romlásához vezethet. A nemzetközi tapasztalatok azt is alátámasztani látszanak, hogy az állami kockázati tőke elsődlegesen a pénzügyi források biztosításán keresztül tudja a finanszírozott vállalkozások helyzetét javítani, a szakmai támogatása azonban a piaci háttérű kockázati tőkéhez képest kevésbé hatékony.

A Jeremie-program keretében az állami aktív és passzív szerepvállalás ötvözeteként létrejött hibrid kockázati tőke-alapok kezdték meg működésüket. A program célja az volt, hogy állami források bevonásával fellendítsék a klasszikus kockázati tőke-ágazatot, miközben a piaci tapasztalatok birtokában lévő alapkezelők közreműködésével a tőke hatékony allokálása érdekében biztosítsák a piaci értékítélet érvényre juttatását és hozzáadott érték realizálását mind a portfólióvállalatok kiválasztása, mind a befektetés szoros együttműködés melletti (*hands-on*) megvalósítása során. A megkötések és a tőkekihelyezési kényszer miatt azonban ezek a célok a sok sikeres befektetési döntés mellett sérültek, és kontraszelektív hatások is érvényesültek, hiszen olyan vállalkozások is tőkéhez jutottak, amelyek tisztán piaci körülmények között nem részesültek volna kockázati tőke-finanszírozásban.

Eredményeink ebben a tekintetben konzisztensek a nemzetközi tapasztalatokkal. Ha az állami szerepvállalással megvalósuló befektetések esetében a tőkekihelyezési kényszer vagy más korlátozások miatt sérül a kiválasztási folyamat, akkor romlik a kiválasztás értékteremtésének és egyúttal a befektetések eredményességének lehetősége is. A befektetések sikerének ugyanis az egyik legfontosabb záloga a befektetésre alkalmas portfólióvállalatok megfelelő kiválasztása – ez a folyamat jelenti a kockázati tőke értékteremtésének alapját. A portfólióvállalkozások teljesítménye alapján is arra a következtetésre juthatunk, hogy az életképes és ténylegesen magas növekedési képességű innovatív vállalkozások mellett olyan vállalkozások is tőkéhez jutottak, amelyek üzleti szempontból kevésbé perspektivikusak. Ha megfelelő intézményi háttér és a klasszikus kockázati tőke-finanszírozás fejlett országokban kialakult mintája szerint alakítják ki az alapokat, akkor azok szabályozási megkötések nélkül is a fiatal, innovatív vállalkozások felé fordulnak, miközben a merev szabályozás torzító hatásai elkerülhetők.

A hibrid alapokba történő befektetések ugyanakkor katalizátorszerepet játszanak a kockázati tőke-iparág fejlődésében. A nagyszámú megvalósuló projekt által maguk a piaci szereplők is újabb tapasztalatokhoz jutnak, miközben a kis- és középvállalkozások számára is ismertté válik a kockázati tőke mint finanszírozási alternatíva, ezáltal javul a kockázati tőke valós kereslete és kínálata. Az állami szerepvállalást megelőző finanszírozási rés átmenetileg beszűkült, mivel egyfelől a finanszírozási rést okozó tőkerés feloldásra került az állami és uniós források megjelenésével, másfelől a nagyszámú befektetés által generált tapasztalat és a megnövekedett piaci ismeret eredményeként jelentősen szűkült az információs és a tudásrés is.

A keresleti és kínálati oldal szereplői jelentős tudást és gyakorlatot szereztek az iparág működési mechanizmusáról, ami hosszú távon is tartós hatást gyakorol az iparágra. Mivel jelenleg a hazai befektetők vannak túlsúlyban, az állami forrásokhoz való hozzáférés miatt újonnan létrejött befektetők nem rendelkeznek ugyan megfelelő múlttal, de tudásuk egy endogén folyamat részeként fejlődik. Jelenleg a tapasztalt külföldi szereplők tudása még hiányzik, de az állam visszavonulását követően az egészséges piaci működéshez szükség lesz a piaci jelenlétükre és ezáltal egyfajta tudásimport megvalósítására.

A tőkerés feloldása – a túlkínálat – csak átmeneti jellegű, hiszen a program lezárásával újabb tőkerés keletkezett, mivel a szereplők az újabb források megjelenésére spekuláltak. Annak érdekében, hogy a következő időszakban elköltött állami források után ne keletkezzen újabb űr, szükséges, hogy az iparág megfelelő fejlettségi szintre kerüljön. Ennek feltétele, hogy a megfelelő tudással és tapasztalattal felvértezett alapkezelők képesek legyenek újabb ügyleteket finanszírozni egy olyan piacon, ahol léteznek valós, piaci körülmények között is kockázati tőke bevonására alkalmas, nagy növekedési képességű vállalkozások, és rendelkezésre álljon elegendő nem állami forrásból származó befektethető tőke, amelyet a tőke felhalmozói magyarországi (vagy régióbeli) befektetések céljából hajlandók felhalmozni.

Hosszú távon az állam aktív szerepvállalásának visszahúzódása és a passzív eszközök térnyerése szolgálhatja leginkább a kockázati tőke-piac hatékonyságának javulását a *start-up* ökoszisztéma támogatásával. Az állam passzív szerepvállalása a kockázati tőke-piacon alapvető fontosságú, nemcsak átmenetileg, a kockázati tőke-iparág fejlődésének javítása érdekében, hanem hosszú távon is, a vállalkozói kedvet fokozó stabil gazdasági, politikai, jogi és tőkepiaci környezet biztosításához.

### Hivatkozások

- ABERNATHY, W. J.–UTTERBACK, J. M. [1988]: Patterns of industrial innovation. Megjelent: *Tushman, M. L.–Moore, W.* (szerk.): Readings in the Management of Innovation. Ballinger, Cambridge, MA, 25–36. o.
- ÁCS J. ZOLTÁN–SZERB LÁSZLÓ–AUTIO, E. [2015]: Global Entrepreneurship Index 2015. The Global Entrepreneurship and Development Institute, Washington, D. C., 254 o. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-26730-2\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-319-26730-2_2).
- ÁCS J. ZOLTÁN–SZERB LÁSZLÓ–AUTIO, E.–LLOYD, A. [2017]: Global Entrepreneurship Index 2017. The Global Entrepreneurship and Development Institute, Washington, D. C.
- BAUMOL, W. J. [2002]: The free-market innovation machine: Analyzing the growth miracle of capitalism. Princeton University Press, Princeton. <https://doi.org/10.1515/9781400851638>.
- BECSKY-NAGY PATRÍCIA [2016]: The Special Aspects of Venture Capital's Value Creating Mechanisms in Hungary. Journal of Entrepreneurship Management and Innovation, Vol. 12. No. 6. 31–56. o. <http://hdl.handle.net/11199/9743>.
- BECSKY-NAGY PATRÍCIA–FAZEKAS BALÁZS [2015a]: Befektetés vagy tanulópenz? 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 [2015b]: Speciális kockázatok és kockázatkezelés a kockázati tőke-finanszírozásban. Vezetéstudomány, 46. évf. 3. sz. 57–68. o.

- BECSKYNÉ NAGY PATRÍCIA [2008]: A kockázati tőke hozzáadott és „elvett” értéke. Doktori értekezés, Debreceni Egyetem. 255 o.
- BOWER, J. L.–CHRISTENSEN, C. M. [1995]: Disruptive technologies: Catching the wave. *Harvard Business Review*, Vol. 73. No. 1. 43–53. o. [https://doi.org/10.1016/0024-6301\(95\)91075-1](https://doi.org/10.1016/0024-6301(95)91075-1).
- BRANDER, J. A.–DU, Q.–HELLMANN, T. F. [2015]: The Effects of Government-controlled Venture Capital: International Evidence. *Review of Finance*, Vol. 19. No. 2. 571–618. o. <https://doi.org/10.1093/rof/rfu009>.
- BUCKSKY PÉTER [2016]: Sok mutyi pár profi. *Figyelő*, 14. évf. 36. sz. 16–19. o.
- CHEMMANUR, T. J.–KRISHNAN, K.–NANDY, D. K. [2011]: How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface. *Review of Financial Studies*, Vol. 24. No. 12. 4037–4090. o. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr096>.
- FARKAS BETTINA–GYALLAI ÉVA–BECSKY-NAGY PATRÍCIA [2016]: A Jeremie hatása a kelet-közép-európai kockázati tőke-piacra. *Közgazdász Fórum*, 19. évf. 126. sz. 88–100. o.
- 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. 2. No. 2. 883–892. o.
- FAZEKAS BALÁZS [2016]: Értékteremtő bizonytalanság. A kockázati tőke reálopciók megközelítése. *Hitelintézeti Szemle*, 15. évf. 4. sz. 151–166. o.
- GOMPERS, P. A. [1995]: Optimal Investment, Monitoring and Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance*, Vol. 50. No. 5. 1461–1489. o. <https://doi.org/10.2307/2329323>.
- GRILLI, L.–MURTINU, S. [2014]: Government, Venture Capital and the Growth of European High-Tech Entrepreneurial Firms. *Research Policy*, Vol. 43. No. 9. 1523–1543. o. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2014.04.002>.
- HARDING, R. [2002]: Plugging the knowledge gap: An international comparison of the role for policy in the venture capital market. *Venture Capital*, Vol. 4. No. 1. 59–76. o. <https://doi.org/10.1080/13691060110093019>.
- INVEST EUROPE [2016]: European Private Equity Activity Data 2007–2015. Invest Europe, május. <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/>.
- KAPLAN, S. N.–MARTEL, F.–STRÖMBERG, P. [2007]: How do legal differences and experience affect financial contracts? *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 16. No. 3. 273–311. o. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.03.005>.
- KARSAI JUDIT [2006]: Kockázati tőke európai szemmel. A kockázati- és magántőkeipar másfél évtizedes fejlődése Magyarországon és Kelet-Közép-Európában. *Közgazdasági Szemle*, 53. évf. 11. sz. 1023–1051. o.
- KARSAI JUDIT [2011]: A kockázati tőke két évtizedes fejlődése Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 58. évf. 10. sz. 832–857. o.
- KARSAI JUDIT [2013]: Bevezető. Megjelent: *Karsai Judit* (szerk.): Hozamrafiting. Esettanulmányok a magyarországi kockázati tőke-befektetések vad vizeiről. Széchenyi Füzetek, 20. sz. L'Harmattan, Budapest, 7–8. o.
- KARSAI JUDIT [2015]: Állami szerepvállalás a kelet-közép-európai kockázati tőke-piacon. *Közgazdasági Szemle*, 62. évf. 11. sz. 1172–1195. o. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2015.11.1172>.
- KARSAI JUDIT [2016]: A magyarországi kockázati tőke-alapkezelők véleménye a Jeremie kockázati tőke-programról. *Marketing & Menedzsment*, 50. évf. 3. sz.
- KENNEY, M. [2011]: How venture capital became a component of the US National System of Innovation. *Industrial and Corporate Change*, Vol. 20. No. 6. 1677–1723. o. <https://doi.org/10.1093/icc/dtr061>.

- KIRCHHOFF, B. A. [1994]: *Entrepreneurship and dynamic capitalism: The economics of business firm formation and growth*. Praeger, Westport, Conn.
- KORTUM, S. S.–LERNER, J. [2000]: Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *Rand Journal of Economics*, Vol. 31. No. 31. 674–692. o.
- LERNER, J. [2009]: *Boulevard of broken dreams: Why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed and what to do about it*. Princeton University Press, Princeton.
- LERNER, J.–TÁG, J. [2013]: Institutions and venture capital. *Industrial and Corporate Change*, Vol. 21. No. 1. 153–182. o. <https://doi.org/10.1093/icc/dts050>.
- 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. 154–162. o. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2012.11.007>.
- METRICK, A. [2007]: *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons, New York.
- MNB [2015]: *Elemzés a hazai kockázati tőkealap-kezelők és -alapot működéséről*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest. [http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2012/03/Elemzes\\_a\\_kovkazzati\\_tokealapkezeloi\\_szektorrol\\_0202.pdf](http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2012/03/Elemzes_a_kovkazzati_tokealapkezeloi_szektorrol_0202.pdf).
- MV ZRT. [2013]: *Új Magyarország Kockázati Tőke Program és Új Széchenyi Kockázati Tőke Program*. MV-Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. <http://www.mvzrt.hu/termekek/kockazati-toke/uj-magyarorszag-kockazati-toke-program-es-uj-szechenyi-kockazati-toke-program>.
- NAGY PATRÍCIA [2004]: Az informális és a formalizált kockázati tőke szerepe a finanszírozási rések feloldásában. VIII. Ipar- és vállalatgazdasági konferencia, Pécsi Tudományegyetem, október 21–22.
- PURI, M.–ZARUTSKIE, R. [2012]: On The Lifecycle Dynamics of Venture-Capital and Non-Venture-Capital Financed Firms. *The Journal of Finance*, Vol. 67. No. 6. 2247–2293. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01786.x>.
- SCHERER, F. M.–ROSS, D. [1990]: *Industrial market structure and economic performance*. Houghton Mifflin, Boston.
- SCHILDER, D. [2006]: *Public Venture Capital in Germany: Task Force or Forced Task?* Faculty of Economics and Business Administration. Freiburg Working Papers, TU Bergakademie Freiburg.
- SHARPE, S.–COSH, A.–CONNELL, D.–PARNELL, H. [2009]: *Start-up finance: The role of micro funds in the financing of new technology firms*. NESTA. [https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/micro\\_funds.pdf](https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/micro_funds.pdf).
- SZERB LÁSZLÓ [2006]: Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. Megjelent: *Makra Zsolt* (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula Kiadó, Budapest, 95–122. o.