

Állami és uniós szerepvállalás a magvető életszakaszban lévő vállalkozások kockázatitőke-finanszírozásában

Molnár Endre Mihály – Jáki Erika

Az állam gazdasági szerepe a történelemben mindig is a viták középpontjában állt. Az elmúlt évtizedben egyre nagyobb teret nyert a kockázatitőke-finanszírozás, amely kifejezetten az induló (magvető és startup) vállalkozások számára nyújt tőkebefektetést. Az állami szerepvállalás a kockázatitőke-piacon több funkcióban, valamint közvetlen és közvetett formában is megtalálható. Az induló vállalkozások közül a magvető életszakaszban lévő társaságok különösen nehezen jutnak forráshoz. Jelen tanulmányunkban feltárjuk, hogy ezen társaságok finanszírozásában a magyar állam és az Európai Unió hogyan és milyen céllal vállal szerepet. A téma aktualitását adja, hogy a 2007–2013-ra meghirdetett Jeremie-program befektetési szakasza 2016 májusában zárult le, továbbá meghirdetésre kerültek 2017 tavaszán a 2014–2020-as időszakra többek között a GINOP és az IKT kockázatitőke-finanszírozást célzó programok. A Jeremie-program értékelése jelenleg a befektetések számával, a céltársaságok jellemzőivel lehetséges. A tőkebefektetések 3–7 éves időszakra szólnak, így a befektetéseken elért hozam még nem vizsgálható. A magvető életszakaszban lévő társaságok legtöbbször már ahhoz is támogatásra szorulnak, hogy kockázatitőke-befektetéshez juthassanak. Sokszor az ötlet kibontakoztatásához is hiányzik a minimális induló tőke, infrastruktúra és az üzlet beindításához nélkülözhetetlen pénzügyi-gazdasági ismeret. A magvető életszakaszban lévő társaságok esetében közvetett állami szerepvállalás megjelenik az inkubátorházak és az akceleratorok¹ támogatásán keresztül is. Összességében a vizsgálat során arra kerestük a választ, fókuszálva a magvető életszakaszban lévő társaságokra, hogy milyen indokok és célkitűzések magyarázzák a magyar állam és az Európai Unió megjelenését a magyar kockázatitőke-piacon, valamint hogy milyen ismérvek mentén értékelhető majd a szerepvállalás sikeressége.

Kulcsszavak: kockázati tőke, állami szerepvállalás, magvető, uniós forrás

¹ Az akcelerator szó az angol accelerate szóból származik, jelentése gyorsító, felfuttató, amelynek megfelelően az akceleratorok induló vállalkozásokat támogatnak az üzleti ötletük felfuttatásának folyamatában.

1. Az állam gazdasági szerepvállalása

A kockázatitőke-piac Magyarországon másfél-két évtizede létezik, felépítése és struktúrája folyamatosan változik. A magyar állam mellett az Európai Unió is jelen van a kockázatitőke-piacon. Helyüket, szerepüket, betöltött funkciójukat tártuk fel a cikk keretein belül.

Az állam gazdasági szerepvállalásának mértéke és formája az elmúlt másfél évszázadban gyakran vitatott kérdés volt. Tény, hogy az intézmények kialakításában döntő szerep jut az államnak (Szentés 2006). Az állami szerepvállalás gyengül, amikor gazdasági fellendülés tapasztalható, és erősödik gazdasági visszaeséseket követően, hiszen ilyenkor a piaci kudarcokat az állam törekszik korrigálni (Kovács 2011). Az állam szerepének átalakulásáról a modern korban a szabadversenyos kapitalizmustól kezdve a jóléti államok válságáig részletes történeti áttekintést adnak Botos és szerzőtársai (2015), bemutatva a meghatározó tudományos elméleteket. Fontos konklúziójuk, hogy az állam szerepvállalása sok tekintetben nem leépül, hanem átépül egy hatékonyabb állam megvalósításának érdekében.

Botos és szerzőtársai (2015) az állam öt funkcióját határozták meg: maga az állami szféra (ön)fenntartása, a társadalom és a gazdaság jogi kereteinek biztosítása, allokációs funkció, újraelosztó funkció és stabilizációs funkció. Megemlítik, hogy a különféle állami funkciók nem különíthetők el élesen egymástól. A kockázatitőke-piacon az állam vitathatatlan szerepe a működés és az ellenőrzés jogi kereteinek biztosítása, melyet később részletesen bemutatunk. A fenti öt funkció közül a magyar állam a kockázatitőke-piacon még az alábbi kettőt látja el:

- Az allokációs funkció során az állam azokat a javakat biztosítja, amelyeket a magánszféra nem vagy csak nagy hatékonysági veszteséggel tud biztosítani.
- A kockázatitőke-piacon az állam újraelosztó funkciója élesen nem válik el az allokációs funkciótól. Újraelosztóként az állam a piaci körülmények között létrejött eredeti jövedelemelosztást módosítja, amelynél mindig felmerül a kérdés, hogy a redisztribúciós funkció ellátásával sikerül-e megvalósítani az igazságos és méltányos elosztást.

Kovács (2011) az állami szerepvállalás során megkülönbözteti a közvetlen és közvetett állami beavatkozást. Közvetlen állami beavatkozás például az állami támogatás. A kockázatitőke-piacon közvetlen állami beavatkozás az állami tőkealapkezelő létrehozása, kizárólag állami alapokat kezelésére. Közvetett állami beavatkozás a kockázatitőke-piacon magánpiaci tőkealapok befektetési jegyeinek megvásár-

lása. A Jeremie-program esetében európai uniós források így kerültek magánpiaci tőkealapokba.

A kockázatitőke-piac esetében a kis- és középvállalkozási (továbbiakban: kkv) szektor, ezen belül is a magvető életszakaszban lévő társaságok az ötletek kibontakoztatásához nehezen vagy nem jutnak finanszírozáshoz. Ennek oka, hogy ezen befektetéseknek rendkívül nagy a kockázata, ezért várhatóan veszteségesek lesznek, amit a magánszféra korlátozottan vállal. Kovács (2011) és Karsai (2004) szerint az állami beavatkozásra azért van szükség a kockázatitőke-piacon, mivel a magánszféra nem biztosít megfelelő mennyiségű tőkét az olyan vállalkozásoknak, amelyek újak, gyors növekedésre képesek és innovációt hordoznak.

Az Európai Unió a Jeremie-programon keresztül juttatott tőkebefektetést többek között a magvető életszakaszban lévő társaságoknak az állam koordináló és ellenőrző funkciója mellett². Fontos megjegyezni, hogy nem a befektetéseken elért hozam lesz az igazságos és méltányos elosztás megítélésének alapja. Az állami támogatásokat értékelve Kállay (2014) arra a következtetésre jutott, hogy az állami beavatkozás Magyarországon nem javította jelentős mértékben a kkv-k helyzetét annak ellenére, hogy az állami támogatások GDP-arányos mértéke messze meghaladta az uniós átlagot.

Összefoglalva az állam egyrészt tőkejegy-tulajdonosként mint kockázati tőkebefektető jelenik meg a tőkealapokban, másrészt vannak állami tulajdonban lévő kockázatitőkealap-kezelők, amelyek állami és európai uniós tőkealapokat kezelnek. Természetesen a felügyeleti funkciót is az állam látja el, továbbá ne feledkezzünk meg az akceleratorok és az inkubátorházak állami támogatásáról, amellyel közvetett módon segíti az állam, hogy egy-egy ötletre, vagy annak kibontakoztatására vállalkozást hozzanak létre.

2. A magyar kockázatitőke-piac

A magyar kockázatitőke-piac legfontosabb szereplői a *céltársaságok*, amelyeket három életszakasz szerint különböztetünk meg: *magvető*, *startup* és *terjeszkedő*. Ezekben a korai életszakaszokban a vállalkozások bankhitellel még nem számolhatnak, azonban a kockázati tőkealapok a bemutatott három életszakasz mindegyikében jelen vannak, számos formát öltve (Walter 2014a). A jelen vizsgálat során a magvető (angolul: *seed*) vállalkozásokra összpontosítunk. Ezen vállalkozások sokszor pusztán a termék/szolgáltatás ötletével rendelkeznek (*idea company*), amely társaságokba jellemzően üzleti angyalok vagy a magvető tőkealapok, akceleratorok fektet-

² a Jeremie-program 2010–2016 közötti magyarországi értékeléséről jelen kötetben lásd Kosztopulosz (2017) tanulmányát.

nek be, vagy a család, a barátok biztosítanak forrást. Egyik nagy problémájuk, hogy nem rendelkeznek gazdasági-pénzügyi ismeretekkel bíró szakemberrel, aki az ötletre épülő gazdasági társaság üzleti, valamint pénzügyi tervét össze tudná állítani. Az induló társaságok esetében kifejezetten problémás az üzleti terv összeállítása, mivel még kibontakozóban van a társaság működése, üzleti modellje. Nemcsak az árbevétel, de a költségek becslése is nehéz. A termék/szolgáltatás sokszor úgynevezett *blue ocean* iparágat teremt, azaz még ismeretlen, érintetlen piacokra kíván belépni, amelyek a keresletteremtés, a profitnövelés lehetőségeit jelentik. Az elmúlt évek innovációiból jó példa a csomagküldés terén mára már elterjedt *pick pack pont*, az okostelefon, okosóra vagy a virtuális szemüveg. Az induló vállalkozások kezdeti problémáira/hiányosságaira adnak megfizethető megoldást az *inkubátorházak* és *akcelerátorok*. A magyar piacon az általuk nyújtott programok sokszor keverednek mind megnevezésükben, mind a nyújtott szolgáltatások körében. Egyes akcelerátorok kismértékű tőkerészesedés fejében támogatják a vállalkozásokat, esetenként forrást is biztosítanak. Egyre jellemzőbb azonban, hogy maguk a kockázati tőkebefektetők hoznak létre akcelerátorokat, hogy az akcelerátor programmal támogatott vállalkozások közül a legkiemelkedőbbeket tőkebefektetéssel finanszírozzák³.

A magvető életszakaszban lévő vállalkozásoknál közvetett állami szerepvállalás az inkubátorházak és az akcelerátorok állami támogatásában is megjelenik. Ennek egyik példája a Nemzetközi Innovációs Hivatal 2013-ban meghirdetett pályázata, mely során négy szervezetnek⁴ ítélte oda az Akkreditált Technológiai Inkubátor címet és ezzel együtt *állami forrást* biztosított. Az *inkubátorházak* normál esetben nem fektetnek be, csak szakmai támogatást és infrastruktúrát – mint a székhely, irodai és üzleti szolgáltatások – biztosítanak kedvezményes áron az induló és növekedési szakaszban lévő vállalkozások számára, azonban a pályázat nyertesei kiterjedt *akcelerációs programot* is biztosítanak, továbbá *magvető tőkebefektetést is végeznek*.

A kockázatitőke-piac fontos szereplői a *kockázatitőkealap-kezelők* és a *tőkealapok*, és a magántőke- és kockázatitőke-szektor érdekeit képviselő *Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület* (angolul *Hungarian Private Equity and Venture Capital Association – HVCA*). Az állam az ellenőrzési funkciót, a tőkealap-kezelők felügyeletét a *Magyar Nemzeti Bankon* (MNB) keresztül látja el. Ezt

³ Ilyen például a DBH Investment Zrt. SeedStar akcelerátora is, amely egyszerre határozza meg magát inkubátorházként és akcelerátorként. SeedStar Battle néven 2015 áprilisában a SeedStar akcelerátor startup versenyt rendezett, ahol a prezentáló induló vállalkozásokat szakmai zsűri értékelt, továbbá kockázati tőkebefektetőkkel is találkozhattak a versenyzők.

⁴ iCatapult Technológiai és Üzletfejlesztési Zrt. (Primus Capital); Aquincum Technológiai Inkubátor Zrt.; Digital Factory Zrt.; ACME Labs Zrt.

a feladatot 2013-ig a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete végezte, amely összeolvadt a MNB-vel.

Közvetlen *állami szerepvállalás* az állami *kockázati tőkealap-kezelők alapítása*, és állami *tőkealapok* létrehozása. Az Európai Unió közvetett módon van jelen a piacon a *tőkealapokba* folyósított forrásokon keresztül, amelyeket pályázatással az állam oszt szét. Az uniós források pályázati úton való szétosztását a *Magyar Fejlesztési Bank Zrt. (MFB Zrt.)* koordinálja, korábban ezt a feladatot a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. látta el, amely 2015-ben beolvadt az MFB Zrt.-be. A *Támogatásokat Vizsgáló Iroda (TVI)* – az állami támogatások versenyszempontú vizsgálatáért felelős szervezet – részére előzetesen be kell jelenteni az európai uniós versenyjogi értelemben vett minden állami támogatást tartalmazó tervezetet. Csak olyan helyen szerepelhet az állam, ahol piaci hiányosság van⁵.

2.1. Kockázati tőke-befektetés

A kockázati tőke-kezelők jellemzően induló vagy korai fázisban lévő vállalkozásokba (céltársaságokba) fektetik be a tőkealapok vagyontulajdoni részesedését. A befektetések jellemzően 5–7 év futamidejűek, amely végén a cél a részesedés értékesítése (*exit*). A kockázati tőke elnevezés jól kifejezi ezen befektetések magas kockázatát, amelynek megfelelően a befektető által elvárt hozam is magas, mivel egy sikeres befektetésen realizált hozamnak kompenzálnia kell a sikertelen befektetéseken elszenvedett veszteséget. Fontos megkülönböztetni az *egy befektetéstől* elvárt hozamot a *tőkealap által várhatóan realizált hozamtól*.

Az 1. táblázat az amerikai kockázati tőkebefektetők által *egy adott befektetéstől* elvárt hozamokat mutatja be a vállalkozások különböző életszakaszaiban. Látható, hogy *egy adott befektetéstől* elvárt hozam a magvető fázisban lévő cégeknél a legmagasabb, akiknél a túlélési esély a legalacsonyabb. Ahogy a vállalkozás fejlődik, úgy válik a túlélés esélye egyre magasabbá és a befektetéstől elvárt hozam egyre alacsonyabbá.

1. táblázat Elvárt hozamok az Egyesült Államokban, %-ban

Magvető	>80
Startup	50–70
Expanziós 1. kör	40–60
Expanziós 2. kör	30–50

Forrás: Sahlman–Scherlis (2003)

Míg egy-egy befektetésen nagy hozamot érnek el, addig több befektetés kudarcra végződik. Ezért magas az egy befektetéstől elvárt hozam, de ennél alacsonyabb.

⁵ Az állami támogatások csoportosításáról, fajtáiról, a vállalatokat érintő korlátairól lásd Walter (2014b).

nyabb az *alap által realizált hozam*, amelyet az amerikai kockázati tőkealapok esetében a 2. táblázat mutat. Látható, hogy a magvető fázisban az egy befektetéstől elvárt 80%-os hozam mellett 3 évre az elért hozam 4,9% volt, és tíz éves időtávon volt a legnagyobb: 32,9%.

2. táblázat Amerikai kockázati tőkebefektetők és piaci indexek által elért hozamok 2007-től visszatekintve, %-ban

Befektető/index típusa	3 évre	5 évre	10 évre	20 évre
Korai/magvető kockázati befektető	4,90	5,00	32,90	21,40
Kiegyensúlyozott kockázati befektető	10,80	11,90	14,40	14,70
Expanziós kockázati befektető	12,40	11,10	8,50	14,50
Összes kockázati befektető	8,50	8,80	16,60	16,90
NASDAQ-index	3,60	7,00	1,90	9,20
S&P-index	2,40	5,50	1,20	8,00

Forrás: Damodaran (2009)

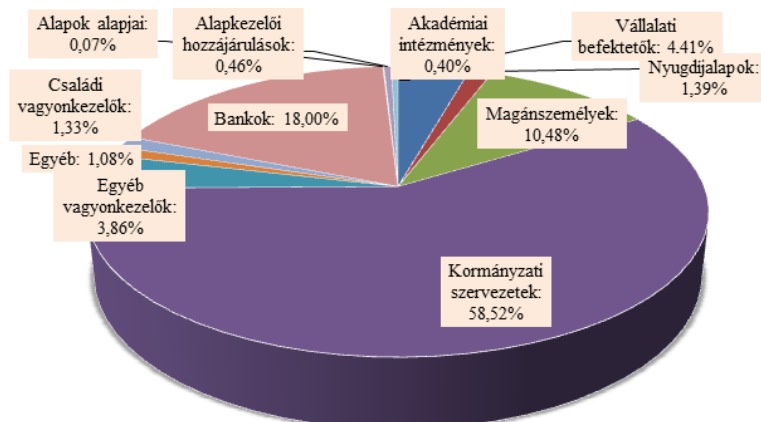
Összességében a két táblázat számai alapján megállapítható, hogy a *kockázati tőkealap által ténylegesen elért hozam* mélyen az *egy befektetéstől elvárt hozamok* alatt van, de a részvénytapi befektetések átlagos hozamát reprezentáló NASDAQ index és S&P index hozamai fölött.

Karsai (1997) a hazai piacon befektető kockázati tőkebefektetőkkel folytatott interjúk alapján az elvárt hozamot 35–50%-ra, 2002-ben pedig 30–40%-ra tette. Az állami szerepvállalás értékelése kapcsán különösen figyelemre méltó, hogy az állami tulajdonú Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. a legalább 2 éves múlttal rendelkező cégektől 12–15% hozamot vár el, ami jóval alacsonyabb, mint a hazai vagy a külföldi piaci alapkezelők által egy befektetéstől elvárt hozam. Amennyiben az állam által kezelt tőkealap alacsonyabb hozamelvárással fektet be, úgy várhatóan a realizált hozam is el fog maradni a magánpiac által kezelt tőkealapokétól.

Az állami beavatkozás sikerességét ezért nem a hozamok alapján érdemes megítélni, hanem valóban a befektetések számával és azon befektetésekkel, amelyek magvető életszakaszból állami tőkebefektetés segítségével fejlődtek tovább, és vetették meg lábukat a piacon.

Az 1. ábra alapján jól látszik, hogy az alapokba elsősorban olyan intézményi befektetők fektetnek be, mint bankok, biztosítók, nyugdíjalapok, más befektetési alapok, 10% körül azonban magánszemélyek is előfordulnak. A kockázati tőke-alapok legnagyobb befektetői a kormányzati szervezetek (58,52%), aminek oka az, hogy a Jeremie-programon keresztül állami közvetítéssel nagy mennyiségű uniós forrás került a kockázati tőke-alapokba.

1. ábra A kockázatitőke- és magántőke-befektetésekre gyűjtött források típusonkénti megoszlása



Forrás: MNB (2015)

3. Magvető tőkealapok ma Magyarországon

Annak ellenére, hogy Sahlman–Scherlis (2003) az egyik kapcsolódó szakirodalom alapján a magvető alapokat elsősorban ötlettársaságok finanszírozására létrejött befektetőknek látja, a magyar piacon működő magvető alapok befektetési irányelveit tanulmányozva (3. táblázat) azt látjuk, hogy a hazai magvető alapok gyakran kérnek prototípust és piaci validációt a céltársaságtól.

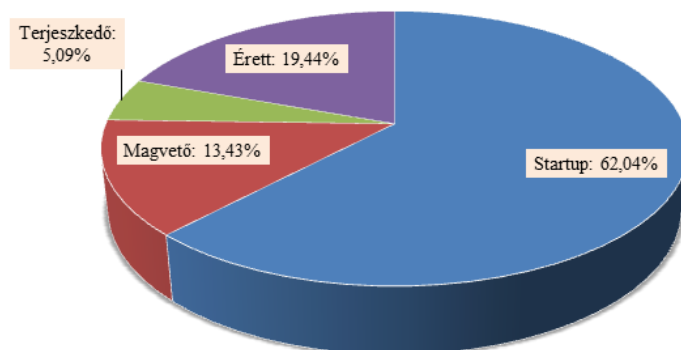
3. táblázat A főbb hazai magvető kockázatitőke-alapok jellemzői

Tőkealap neve	Tőkealap-kezelő neve	Befektetési nagyság	Elvárás
Conor Fund	Central-Fund Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	maximum 150000 euró	Kész vagy majdnem késztermék, piaci validáció
Kairos Magvető Kockázati Tőkealap	Kaerous Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	maximum 150000 euró	Innovatív ötlet
Core Venture Közös Magvető Kockázati Tőkealap	Core Venture Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	40–100 millió forint	Kész/majdnem késztermék vagy piaci validáció
OTP Day One Magvető Alap	Day One Capital és PortfoLion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	maximum 350000 euró	Késztermék vagy prototípus, piaci validáció

Forrás: az alapkezelők weboldalai alapján saját szerkesztés

A 2. ábrán látható a Magyar Nemzeti Bank (2015) felmérése alapján a kockázati tőke-befektetések százalékos megoszlása a céltársaságok életciklusa szerinti bontásban. A magvető életszakaszban lévő társaságok kapták a kockázati tőke-befektetések 13,43%-át 2010 és 2014 között.

2. ábra A kockázati tőke-befektetések megoszlása a finanszírozott társaságok életszakasza szerint 2010 és 2014 között



Forrás: MNB (2015)

4. Állami szerepvállalás értékelése a kockázati tőke-piacon

Az állami és az európai uniós szerepvállalás a kockázati tőke-piacon azért is különösen izgalmas, mivel az EU-ban minden állami támogatás tiltott, hiszen minden, amit az állam ad, vélelmezhetően rontja a piaci viszonyokat, torzítja a magánpiacot. Állami beavatkozás a piaci folyamatokba akkor szükséges, ha piaci kudarc lép fel. A piaci kudarcok jelzik, hogy a piaci mechanizmusok nem tudnak optimális piaci helyzetet teremteni (Kovácsné Antal 2011). Ezek számos formát vehetnek fel, úgy mint a közjavak kérdése, monopol és oligopol piaci szereplők jelenléte, *aszimmetrikus információ*, *tranzakciós költségek* és *externáliák*, amelyek mind a piaci torzulásokat jelzik (Lovas 2015). A kockázati tőke-piac szempontjából az alábbiak fontosak:

- Az *aszimmetrikus információ* problémáját Akerlof 1970-es tanulmánya óta nagy figyelem kíséri. A vállalkozás kockázatáról ugyanis csak a vállalkozónak van információja, a befektető csak találgathat (Leland–Pyle 1977). Mivel a befektető a finanszírozási feltételek megállapításánál átlagol, ezért olyan feltételeket szab – mint például az elvárt hozam –, amelyek csak a „rossz” vállalkozásoknak megfelelőek, a „jó” vállalkozásoknak

nem elfogadhatóak. A „jó” induló vállalkozások számára az így meghatározott elvart hozam túl magas, míg egy rossznak kedvező. Az állami tőkealap-kezelő által meghatározott *egy befektetéstől* elvart hozam alacsonyabb, mint a magánpiaci tőkealapoknál elvart hozam. Itt kiemelten fontos az előszűrés szerepe, hogy tényleg a jó induló vállalkozások juthassanak hozzá az előnyös feltételű állami finanszírozáshoz. A Jeremie-program kapcsán a befektetések lezárását követően fontos kutatási kérdés lesz, hogy az állam közvetlenül, vagy a magánpiaci szereplőkkel együttműködve meg tudja-e oldani az aszimmetrikus információ problémáját, azaz milyen a jó és a rossz befektetések aránya.

- A második piaci kudarc forrása a *tranzakciós költségek* problematikája. A finanszírozást kereső induló vállalkozások esetenként túl alacsony összeget igényelnek, amely a magánpiaci kockázati tőkebefektető szempontjából a tranzakciós költségek – mint az ügylet-elbírálási díj, szakértői díjak – mértéke miatt nem kifizetődő. Tehát a befektetéssel kapcsolatos tranzakciós költség következtében nem éri meg a kockázati befektetőnek bizonyos befektetési összeg alatt finanszírozni. Ezt az összeget Buzás és szerzőtársai (2003) egymillió dollárra becsülték. Az állami szereplő a magas tranzakciós költségek miatt fellépő társadalmi veszteséget azért vállalhatja, mert a vállalkozás által generált pozitív externáliákat is figyelembe véve az megtérülhet.
- Végül az *externáliákat* kell megemlíteni a piaci kudarcokat okozó tényezők között. Az állami szerepvállalás a kockázati tőke piacán lökést adhat a hazai innováció ösztönzésének, tágabb értelemben a társadalmi-gazdasági fejlődésnek, mivel a profitszerzésen túlmutató olyan célokat is figyelembe vesz, mint a helyi érdekű gazdaságfejlesztés, munkahelyteremtés, térségfejlesztés vagy a társadalmi szolgáltatások anyagi alapjait bővítő adóbevételek növelése. Ezek értelmezhetők pozitív externáliaként, és indokolhatják az állami szerepvállalást. Az állam a Jeremie-programon keresztül motíválta a magánpiaci kockázati tőkebefektetőket, hogy korábbi gyakorlatukkal ellenkezően a pozitív externáliákat hordozó, nagy növekedési lehetőséggel rendelkező induló vállalkozásokat finanszírozzák (Karsai 2013).

4.1 Állami tulajdonú kockázati tőkealap-kezelők és tőkealapjaik

Több állami tulajdonú tőkealap-kezelő is működött és működik az elmúlt több mint egy évtizedben Magyarországon. Jelenleg működik a *Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt.*, amely a Széchenyi Tőkebefektetési Alapot kezeli. 2002-ben indult az *Informatikai Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.*, amely összesen hárommilliárd forintos tőkével bíró tőkealapokat kezel. 2015-ben átvette a *Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.*,

amelyet 2016 végén átneveztek *Hiventure Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt*-re és az állami tőkealap kezelőjeként a *Magyar Fejlesztési Bank Zrt.* (MFB), valamint a *Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Hivatal* (NKFIH) együttműködésében 50 milliárd forint uniós forrás befektetéséért lesz felelős.

Az állami tulajdonú kockázati tőkealap-kezelőknek kizárólag állami tőkealapokat kezelnek, jellemzően alacsonyabb a befektetésektől elvárt hozamuk, mint a magántulajdonban lévő tőkealap-kezelőknél. A befektetési döntési folyamatok azonban szabályozottabbak, ezért hosszabb a döntéshozatal, amely a későbbi együttműködésben, tulajdonosi jogok gyakorlásában is megmutatkozik.

5. A piaci és az állami kockázati tőke jellegzetességeinek összevetése

A kockázati tőkealap-kezelők a tőkealap nevében saját tőkeágon, azaz tulajdonosként biztosítanak forrást a céltársaságnak. A befektetési szerződés csomagban meghatározzák a kilépési (*exit*) lehetőségeket, a tulajdonosi és szavazati jogokat, a közgyűlés/taggyűlés döntési hatáskörét és a tisztségviselők delegálásának jogát (felügyelőbizottsági tagok, igazgatósági tagok, vezérigazgató személye, stb.).

A *magánpiaci kockázati* tőkebefektetők a céltársaságban minél nagyobb tulajdonosi részesedés és többségi befolyás megszerzésére törekednek. A befektető részesedését 3–5–7 év elteltével értékesítve komoly haszonra tehet szert. A magánpiaci kockázati tőkés kizárólag tőkerészesedés megszerzésére koncentrálnak, nem jellemző a tagi kölcsön nyújtása, mivel a részesedéssel nagyobb hozamot tud realizálni. A magánpiaci kockázati tőkés szeretik előnyként megjeleníteni, hogy ők szakmai befektetők, ismerik a piacot, összeköttetéseket tudnak biztosítani a céltársaságok számára.

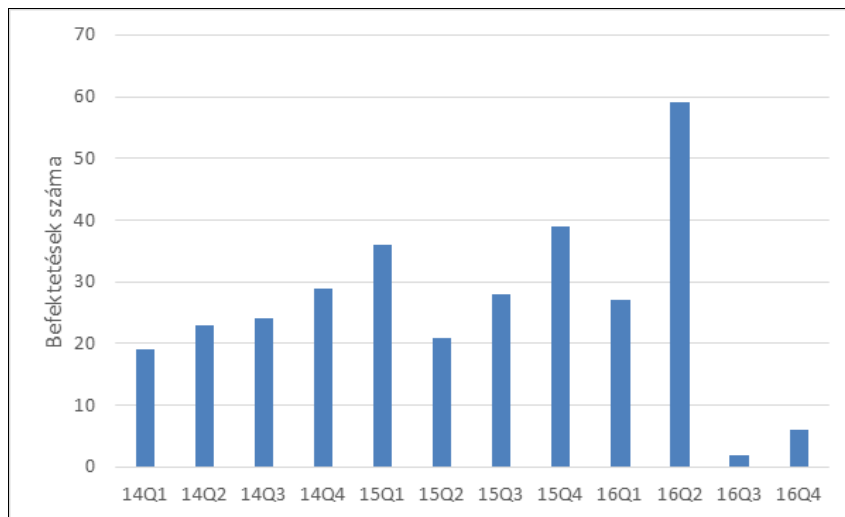
Ezzel szemben az *állami kockázati tőke-befektetők* pénzügyi befektetők. Az operatív kérdésekbe nem kívánnak beleszólni. A céltársaságban részesedésük 49% alatt marad. Az irányítási jogokat az ötletgazdák, az eredeti alapítók kezében hagyják. Az állami kockázati tőkebefektető limitálja a saját potenciális közvetlen profitját az egyes befektetéseken azzal, hogy a kilépésre vonatkozó megállapodásban – azaz a befektetés időpontjában – rögzítik, hogy a céltársaság előre megállapított és szerződésben rögzített elvárt hozam mellett visszavásárolhatja a tőkealap részesedését. Az állami tőkebefektetés ezen elemében nagyon hasonlít egy hitelkonstrukcióhoz. Az állami szereplőknél a tőkebefektetéseket gyakran kombinálják tagi kölcsönrel, amelynek törlesztése általában lépcsőzetes, és a tőke-exitnél korábban, vagy egy időben történik. Ez tekinthető az állam részéről kockázatsökkentő lépésnek, tekintve, hogy a részesedésen is előre rögzített hozamot tud elérni. A hitelágon természetesen alacsonyabb kamatot várnak el, mint a tőkeágon.

5.1. Az állami szerepvállalás sikerességének értékelése és a Jeremie-program

Brander és szerzőtársai (2015) egy nemzetközi adatbázist elemezve arra jutottak, hogy az állami és a magánpiaci kockázati tőkebefektetők által közösen, együttműködve finanszírozott vállalkozások több forráshoz jutnak és nagyobb az esély a sikeres kilépésre, mintha azokat kizárólag állami vagy a magánpiaci tőkealapok finanszírozta volna. Ennek egyik oka lehet, hogy a magánpiaci befektető döntési folyamata rugalmasabb és gyorsabb, míg az állam alacsonyabb hozamelvárással és tagi kölcsönrel olcsóbb forrást tud biztosítani. Becsky-Nagy és Fazekas (2015) szerint a piaci szereplők nagyobb tapasztalattal rendelkeznek a megfelelő céltársaságok kiválasztásában, mint az állam. Brander és szerzőtársai (2015) szerint azokban az országokban, ahol több az állami kockázatitőke-befektetés, ott több társaság jut nagyobb mértékű kockázatitőke-befektetéshez. További meglátásuk, hogy az állami szerepvállalás a kockázatitőke-piacon nem helyettesíti a magánszereplőket, hanem felerősíti azokat. Murray és szerzőtársai (2012) szerint a magas kockázatú és illikvid piacokon az állami és piaci szereplők együttes befektetése növelheti az ígéretes fiatal vállalkozások számára elérhető forrásokat. Ugyanakkor a szerzők arra is figyelmeztetnek, hogy ez csak a vállalkozói kultúra és innováció folyamatos fejlesztése mellett egészséges a gazdaság számára. A magyar piacon a fenti állításokat a Jeremie-program eredményei (befektetések, döntési mechanizmusok, kilépések, realizált és elvárt hozamok) alapján lehet értékelni.

A HVCA 2016. évi jelentése értékeli a Jeremie-programot. A Jeremie-program során a piaci szereplők által menedzselt hibrid összetételű (állami és piaci tulajdonú) alapok előrelépést jelentettek az állami beavatkozás hatékonyságának növelése szempontjából, összehasonlítva a kizárólag állami tulajdonban lévő kockázatitőkealap-kezelőkkel. A Jeremie-program hatékonyságát egyelőre a kihelyezések számával, összegével, valamint a céltársaságok ágazati hovatartozásával értékelik. A HVCA 2016. évi jelentése alapján a 3. ábra mutatja a kockázati tőkebefektetők által eszközölt befektetések számának alakulását 2014 és 2016 között negyedéves bontásban. A diagram alapján 19 és 39 között volt a befektetések darabszáma egészen 2016 második negyedévéig. 2016 májusában ért véget a Jeremie-program befektetési időszaka. 2016 második negyedévében (Q2) kiugró a befektetések száma, mert az alapkezelők a még kihelyezhető forrásokat igyekeztek a megfelelő társaságokba befektetni. A befektetési időszakot követően 2016 harmadik negyedévében (Q3) kettő, a negyedik negyedévében (Q4) hat kockázatitőke-befektetés volt. Összességében a Jeremie-program befektetési időszakát követően a befektetői aktivitás jelentősen visszaesett Magyarországon. Mindebből arra következtethetünk, hogy a Jeremie-program által megvalósult állami szerepvállalás a magyarországi kockázatitőke-befektetések számát jelentősen megnövelte.

3. ábra A kockázati tőke-befektetések száma negyedévenként 2014 és 2016 között



Forrás: HVCA (2016)

A HVCA elnöke, Zsembery Levente, a 2016. évi jelentésben úgy nyilatkozott, hogy a 2016 végén indított új, korai fázisú állami finanszírozási programok hatására a befektetői aktivitás újra meg fog élni 2017-ben. A 28 Jeremie-alap közül viszont csak 4 alap célozza a magvető és induló életszakaszban lévő vállalkozásokat, ahol pedig meglátásunk szerint a legnagyobb szükség lenne a beavatkozásra.

6. Összegzés

Összességében a magyar állam és az európai uniós források fellendítették a hazai kockázati tőke-piacon a befektetéseket, számukat és összegüket tekintve is. Korábbi kutatások alapján az állam és a magánpiac együttműködése a legcélszerűbb, mivel így érvényesülhet a magánpiac hatékonyabb működése, döntési mechanizmusa és profitorientált befektetési attitűdje, míg az állami szerepvállalás teret enged a pozitív externáliák figyelembe vételével a nagyobb kockázatú *magvető* befektetéseknek is.

Felhasznált irodalom

- Akerlof, G. A. (1970): The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 89, pp. 488–500.
- Becsky-Nagy P. – Fazekas B. (2015): Befektetés vagy tanulópénz? Az uniósállami források hatása a magyarországi kockázatitőke-piac fejlődésére. *Pénzügyi Szemle*, 60, 2, 243–253. o.
- Botos K. – Schlett A. – Halmosi P. (2015): Államháztartástan. Szegedi Tudományegyetem, Gazdaságtudományi Kar, Távoktatás kézirat, <http://eco.oldportal.u-szeged.hu/download.php?docID=11652> Letöltve: 2017.03.20.
- Brander, J. A. – Du, Q. – Hellmann, T. (2015): The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence. *Review of Finance*, 19, 2, pp. 571–618.
- Buzás N. – Kállay L. – Lengyel I. (2003): *Kis- és középvállalkozások a változó gazdaságban*. JATEPress, Szeged.
- Damodaran, A. (2009): *Valuing Young, Startup and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges*. Stern School of Business, New York University.
- HVCA (2016): *Venture Capital and Private Equity overview, Hungary – 2016*. Hungarian Venture Capital Association, Budapest.
- Kállay L. (2014): Állami támogatások és gazdasági teljesítmény. *Közgazdasági Szemle*, LXI, március, 279–298. o.
- Karsai J. (1997): A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle*, XLIV, február, 165–174. o.
- Karsai J. (2004): *Helyettesítheti-e az állam a magántőke-befektetőket? Az állam szerepe a kockázatitőke-piacon*. MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont. Műhelytanulmány. Budapest.
- Karsai J. (2013): Válság után: változó állami szerep a kockázatitőke-ágazatban. *Külgazdaság*, 57, 5–6, 12–34. o.
- Kosztópulosz A. (2017): Állami szerepvállalás a kockázatitőke-piacon: tapasztalatok és várakozások. In Farkas B. – Pelle A. (szerk.): *Várakozások és gazdasági interakciók*. JATEPress, Szeged, 111–124. o.
- Kovács B. (2011): *Állami kockázati tőke a magyar kkv finanszírozásban*. Doktori értekezés, Széchenyi István Egyetem Regionális és Gazdaságtudományi Doktori Iskola, Győr.
- Kovácsné Antal A. (2011): *Kockázatitőke-finanszírozás a hazai kis- és középvállalkozásokban*. Doktori értekezés, Kaposvári Egyetem, Gazdálkodástudományi Kar.
- Leland, H. E. – Pyle, D. H. (1977): Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, 32, 2, pp. 371–387.
- Lovas A. (2015): *Innováció-finanszírozás aszimmetrikus információs helyzetben*. Doktori értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék.
- MNB (2015): *Elemzés a hazai kockázati tőkealap-kezelők és alapok működéséről*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- Murray, G. – Cowling, M. – Lu, W. – Kalinowska-Beszczynska, O. (2012): *Government co-financed 'Hybrid' Venture Capital programmes: generalizing developed economy*

- experience and its relevance to emerging nations*. Kauffman International Research and Policy Roundtable, Liverpool, 11–12. March.
- Sahlman, W. – Scherlis, D. (2003): *A Method for Valuing High-risk Longterm Investments*. Harvard Business School Press, Boston.
- Szentes T. (2006): Az állam szerepe a felgyorsult globalizációban. *Köz-Gazdaság*, 1, 1, 15–45. o.
- Walter Gy. (2014a): *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban – Lehetőségek és döntések a magyar piacon. Vállalatfinanszírozási lehetőségek*. Alinea Kiadó, Budapest.
- Walter Gy. (2014b): *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban – Lehetőségek és döntések a magyar piacon. Az állami támogatások*. Alinea Kiadó, Budapest.