

A magyarországi kockázatitőke-alapkezelők véleménye a JEREMIE kockázatitőke-programról¹

Karsai Judit

Magyar Tudományos Akadémia

A TANULMÁNY CÉLJA

A 2014-2020 közötti európai tervezési ciklus során meghirdetendő új kockázatitőke-konstrukciók kidolgozásának megalapozásához az érintett befektetői közösség véleményének bemutatása a JEREMIE program hasznosságáról és feltételrendszeréről.

AZ ALKALMAZOTT MÓDSZERTAN

A korai fázisú befektetéseket végző magyarországi alapkezelők körében kérdőíves felmérés a JEREMIE kockázatitőke-program hasznosságáról és feltételrendszeréről.

A TANULMÁNY EREDMÉNYEI, ÚJDONSÁGAI

A vizsgálat fontos tapasztalata, hogy a kormányzati kockázatitőke-programok sikere nem pusztán a kínálat, hanem a kereslet megteremtésén is múlik. Vagyis nemcsak azon, hogy mennyi tőkét és milyen konstrukcióban szán e célra az állam, hanem azon is, hogy hozzájárul-e a vállalatok felkészítéséhez a kockázati tőke fogadására. További tanulság, hogy csak a korábbinál sokkal nagyobb transzparencia biztosíthat esélyt a válaszokban is hangsúlyosan megjelenő visszaélések kiküszöbölésére; különös tekintettel a kockázatitőke-program közvetítő szervezeteinek a kiválasztására. A felmérés arra is rávilágít, hogy az állami kockázatitőke-programok adatainak nyilvánossága nélkül ezek sikere sem mérhető, így nincs mód az állami részvétel hasznosságának igazolására sem. Márpedig enélkül nem lehet objektíven dönteni az állami részvétel folytatásáról sem. Az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalása nyilvánvalóan csak átmeneti jellegű lehet, hiszen a kockázati tőke befektetése alapvetően piaci tevékenység.

GYAKORLATI/ GAZDASÁGPOLITIKAI JAVASLATOK

Az új tervezési ciklusban továbbra is szükség lesz az állam befektetői szerepvállalására ahhoz, hogy a JEREMIE program keretében már tőkét kapott cégek annyira sikeresek legyenek, hogy azokból a befektetők sikerrel ki tudjanak szállni. Az államnak ugyanakkor már a kockázati tőke befektetését megelőző inkubációs szakaszban is részt kell vállalnia ahhoz, hogy a portfólióba választandó cégek befektetés éretté válhassanak. Az állam részvételét a kockázatitőke-piac forrásellátásában nagyfokú transzparencia mellett kell végrehajtani.

Kulcsszavak: kockázati tőke, állami kockázati tőke, KKV finanszírozás

¹ A cikk az OTKA K105581. számú pályázat támogatásával készült.

BEVEZETÉS

Az innovatív, induló és fejlődésük korai szakaszában tartó cégek finanszírozásában fontos szerepe van a *kockázati tőkének*². A 2008-ban kezdődött pénzügyi és gazdasági válság az európai, ezen belül a közép-kelet-európai országokat rendkívül erőteljesen érintette, s e régióban a kockázati-tőke-ipar a fejlettországoknálisjobbanmegszenveteválságot. Így számukra az állam nyújtotta segítség jelentősége különösen megnőtt. Az Európai Unió, egész Európában érzékelve a korai fázist finanszírozó kockázati-tőke-befektetések problémáit, az állam kockázati-tőke-piaci részvételére új típusú konstrukció igénybevételét tette lehetővé. Ez a korábbi időszakhoz képest nagyságrendileg több állami forrás lehívását biztosította a kockázati-tőke-ágazat számára. Ilyen új típusú konstrukció volt az ún. *JEREMIE program*³, amely a strukturális alapok egy részének kockázati tőke célú felhasználását tette lehetővé, s amellyel immár az újonnan csatlakozó közép-kelet-európai tagországok is élhettek (Karsai 2014).

A JEREMIE program Magyarországon azért is érdemel kiemelt figyelmet, mert ennek keretében az állam *első ízben* próbálta meg *közvetett módon* a kockázati-tőke-alapok magánszektorbeli befektetőit az általa preferált vállalkozások felé terelni. Az új alapok létrehozásakor az állam célja azon innovatív, kisméretű cégek kockázati-tőke-finanszírozásának előmozdítása volt, amelyeket korábban mind az állami, mind a magánszektorbeli befektetők nagyrészt kerültek. Ezen belül a magvető tőke típusú források teljes mértékben hiányoztak a magyar piacról. Az állam a tőke-hozzájáruláson kívül pénzügyi ösztönzőkkel is motiválta a befektetőket. Ilyen volt az államnak járó hozam részből átengedése, a veszteségek és a keletkező költségek arányosnál nagyobb részének átvállalása (Karsai 2013). E program keretében az irányító hatóság először egy holding alapot hozott létre a kockázati-tőke-alapok kezelői által visszatérítendő és az állam által újrafelhasználható állami források kezelésére.

Ezt követően nyilvános pályázat útján választották ki a befektetést közvetítő szervezeteket, azaz a kockázati-tőke-alapok kezelőit. A kockázati-tőke-alapok kezelőinek pályázatukban vállalniuk kellett, hogy – betartva az állami támogatásokra vonatkozó szabályozást –, az állam által preferált vállalkozásokat oly módon fogják finanszírozni, hogy az állami holding alaptól érkező tőkét minimum 30%-ban minden befektetési ügylet esetében privát befektetők forrásaival egészítik ki.

A 2009-től fokozatosan hivatalosan is bejegyzett kockázati-tőke-alapkezelők számára a magyar JEREMIE program több mint 92 milliárd forint értékű állami tőke befektetésére biztosított lehetőséget (85%-ban az európai források terhére), amit privát befektetők forrásai 130 milliárd forint befektethető keretre egészítettek ki. Magyarország a régióban elsőként kapott engedélyt az Európai Bizottságtól JEREMIE kockázati-tőke-alapok létrehozására, s ezek az alapok számát és az általuk kezelt tőke értékét tekintve is a régióban létrehozott JEREMIE kockázati-tőke-alapok közel 60%-át képviselték (Karsai 2016)⁴. A magyarországi JEREMIE programnak a korai fázisú kockázati-tőke-befektetések felfutására gyakorolt európai viszonylatban is kiemelkedő hatását jól mutatja, hogy a 2011 és 2015 közötti évek átlaga alapján az itteni kockázati-tőke-befektetések GDP-hez viszonyított aránya Európában az ötödik legmagasabb (Invest Europe 2016).

A JEREMIE program újszerűsége, kiemelkedő volumene és az ettől várt hatásokkal kapcsolatos várakozások alapján, továbbá a 2014-2020 közötti európai tervezési ciklus során meghirdetendő új kockázati-tőke-konstrukciók kidolgozásának megalapozásához célszerűnek tűnt az állami kockázati-tőke-program által érintett *befektetői közösség* véleményének megismerése a JEREMIE program hasznosságáról és feltételrendszeréről. Ennek érdekében az MTA KRTK Közgazdaságtudományi Intézete (KTI) 2015. május 15. és július 15. között *kérdőívés felmérést* végzett a Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (HVC A) korai

² A kockázati-tőke-befektetők részvények vásárlása útján nyújtanak tőkét nem nyilvános (vagyis tőzsdén kívüli) cégeknek.

³ A Joint European Resources for Micro and Medium Enterprises (Közös Európai Források Mikro-, Kis- és Középvállalkozások számára, JEREMIE) elnevezésű program az Európai Bizottságnak az Európai Beruházási Alappal közösen létrehozott kezdeményezése, melynek célja olyan pénzügyi eszközök felhasználásának ösztönzése, amelyek javítják a mikro-, kis- és középvállalkozások hozzáférést a strukturális alapokhoz. Ennek révén az EU-tagállamok az európai strukturális alapokból a számukra meghatározott keretek egy részét felhasználhatják hitel, garancia, illetve kockázati tőke nyújtására (Jeremie, 2006).

⁴ A magyarországi JEREMIE programhoz hasonló kelet-közép-európai állami kockázati-tőke-programok bemutatását lásd Karsai (2015).

fázisú kockázati tőke befektetésével foglalkozó tagjai körében. A fél évvel – a JEREMIE alapok által kezelt tőke befektetésére rendelkezésre álló időszak, azaz – 2015. december vége előtt végzett felmérés válaszadóinak véleménye a JEREMIE pályázatok révén kockázati tőkeként befektethető források mintegy *háromnegyedének* befektetése során szerzett tapasztalatokon alapult. (A JEREMIE alapok kezelői a kérdőív kitöltésekor még nem tudhatták, hogy a befektetési időszakot a hatóságok 2016. május 31.-ig meghosszabbították.)

A HVCA összesen 30, korai fázisú cégekbe történő kockázati tőke-befektetéssel foglalkozó tagszervezete számára elektronikusan kiküldött kérdőívre 13 kitöltött válasz érkezett vissza, azaz a *válaszadási arány 43%-os* volt. A piac valós szerkezetét tükrözte, hogy a kérdőívet kitöltők között túlnyomó hányadban az államhoz kötődő befektetők szerepeltek, a kizárólagosan és hibrid állami alapok kezelői együttesen a válaszadók 77%-át képviselték. A kitöltve visszaérkezett kérdőívek közel hasonló arányban reprezentálták a korai fázisú kockázati tőke-befektetők *mindhárom csoportjának* véleményét: így a kizárólag állami forrásokat kezelő alapokét; az állami és a magánforrásokat együtt befektető hibrid JEREMIE alapokét; valamint a kizárólag privát tőkét befektetők véleményét. Az öt, kizárólag állami forrásokkal gazdálkodó alapkezelő köréből válaszadásra felkért alapkezelő közül kettő küldte vissza a kérdőívet (40%). A felkért összes (28) JEREMIE alapot kezelő, összesen 20 JEREMIE alapkezelő közül nyolc alapkezelő küldte vissza kitöltve a kérdőívet. Mivel a kérdőívet kitöltő nyolc alapkezelő tíz alapot kezel, így az összes JEREMIE kockázati tőke-alap kezelőinek 40%-a töltötte ki a kérdőívet, ezáltal a JEREMIE alapok 36%-ának véleményét reprezentálva. A magyar piacon aktív, meglehetősen kisszámú, kizárólag magánforrásokat korai fázisú cégekbe befektető alapkezelő (és ebben segédkező tanácsadó cég) köréből felkért öt szervezet közül három töltötte ki a kérdőívet, így a privát befektetők esetében a válaszadási hajlandóság 60%-os volt.

A kockázati tőke-alapok kezelőinek címzett kérdőívben kétféle módon szerepeltek a feltett

kérdések. A 2009 és 2015 első féléve közötti időszakban Magyarországon zajló JEREMIE kockázati tőke-program értékelésére vonatkozóan a kérdőívben kizárólag zárt kérdések voltak, vagyis az előre megfogalmazott állításokkal kapcsolatban a válaszadók csupán egyetértésüket vagy egyet nem értésüket fejezhették ki, illetve válasz nélkül hagyhatták az adott megállapítást. (A JEREMIE program értékelésével kapcsolatos vélemények megoszlását az 1. táblázat foglalja össze.) A kérdőívben a jövőbeli állami kockázati tőke-programok esetében a *szabályozásra* és a befektetők ösztönzésére vonatkozó változásokat tartalmazó kérdések esetében a lehetséges válaszlehetőségeket a válaszadók a Likert-skálát alkalmazva 1-től 5-ig osztályozhatták a nekik tulajdonított fontosság szerint. Az 5-ös osztályzat a jövőben legfontosabbnak tartott változtatásokat jelezte, míg az 1-es a legkevésbé fontosnak tartottakat. (A jövőbeli állami kockázati tőke-programok szabályozása terén szükségesnek látott változtatások fő területeit a 2. táblázat, míg a befektetők ösztönzését biztosító tényezőkről alkotott véleményeket a 3. táblázat foglalja össze.)

GAZDASÁGFEJLESZTŐ SZEREP

A kérdőív mindenekelőtt az állam kockázati tőke-piaci részvételének szükségességéről, illetve folytatásának⁵ indokoltságáról kívánta megismerni a befektetők véleményét. Az állami kockázati tőke-programok *pozitív* megítélését tükrözi a – zömmel állami tőkét befektető – alapkezelők körében, hogy a válaszadók több mint 80%-a egyetértett azzal, hogy az állami kockázati tőke, beleértve a JEREMIE kezdeményezést, igen *pozitív szerepet játszott a gazdaság fejlesztésében*. A válaszadók mindössze 17%-a gondolta azt, hogy az államnak nincs keresnivalója a kockázati tőke terén és senki sem vélte úgy, hogy a magyarországi kockázati tőke-piac kis mérete, illetve fejletlensége eleve kizárná állami kockázati tőke-programok sikeres végrehajtását. A megkérdezettek véleménye a magyarországi kockázati tőke-ágazat állami támogatásának *folytatását*

⁵ 2016 nyarán a nyilvánosságra került kormányzati nyilatkozatok alapján az feltételezhető, hogy a 2014-2020 közötti új programozási időszakban az európai uniós források igénybevételével meghirdetni tervezett állami kockázati tőke-programok nagyságrendje várhatóan hasonló lesz a 2007-2013 közötti periódusban kockázati tőke-befektetési céllal lehívott összeggel, a Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Program, a Versenyképes Közép-Magyarország Operatív Program, valamint a Terület- és Településfejlesztési Operatív Program keretében előirányzott volument figyelembe véve.

illetően ugyancsak *zömmel pozitív* volt, mivel a 13 válaszadó közül 8 (62%) a jövőben is szükségesnek látta az állami részvétel folytatását, további 5 (38%) válaszadó ezt nem gondolta egyértelműnek, viszont a válaszadók között nem volt senki, aki explicit módon tagadta volna az állami támogatás folytatásának szükségességét. Annak ellenére, hogy a JEREMIE program indulása egybeesett a világgazdasági válság kitörésének idejével, a válaszadók 85%-a úgy vélte, hogy a válság nem ásta alá a program sikeres végrehajtását, ugyanakkor háromnegyedük szerint maga a JEREMIE program nem is tudta érdemben csökkenteni a válság hatását. Valójában a JEREMIE program sikerét a válaszadók egyöntetű véleménye szerint – ahogyan az a kockázati-tőke-ágazatban megszokott – csak *több év után lehet majd lemérni*. A befektetők háromnegyede úgy vélte, a siker azon lesz majd lemérhető, ha az állami és privát tőkével együttesen feltőkésített portfólió cégeket el lehet majd adni, azaz amikor az alapok tulajdonosi szerepköre megszűnik a portfólió cégekben. Ehhez azonban a befektetők ugyancsak háromnegyede szerint még *további állami részvételre* lesz majd szükség, azaz a JEREMIE program sikerének biztosításához a már tőkét kapott cégek még további, részben állami segítséggel végrehajtott finanszírozása elengedhetetlen.

A felmérésből az is kirajzolódik, hogy az állami kockázati-tőke-programok sikerének eléréséhez nem csupán több tőkére van szükség, azaz pusztán a *tőke kínálatának növelése önmagában nem elegendő* (Becskey-Nagy – Fazekas 2015). A befektetők háromnegyede úgy vélte, hogy a JEREMIE program kapcsán épp hogy túl sok tőke ömlött egyszerre a piacra, amit ráadásul nagyon rövid idő alatt kellett kihelyezni a vállalkozásokhoz. A befektetők elsősorban nem a tőke elérhetősége terén, hanem inkább a *keresleti oldalról*⁶ látták a kormányzati tőkeprogramok sikerének kulcsát. Több mint 90%-uk szerint ugyanis a fő problémát az jelenti, hogy Magyarországon a *vállalkozói kultúra* nem kedvez a kockázati-tőke-finanszíro-

zásnak, azaz nem fogadja el a bukást, illetve azt, hogy a külső tőkebefektetéssel csorbuljon a vállalkozások tulajdonosainak szuverenitása (Makra 2007). A felmérés válaszadóinak 85%-a szerint a tőkebefektetést igénylő vállalkozók kockázati tőke terén való járatlansága is akadályozza a kockázati-tőke-programok sikeres megvalósítását. Nem véletlen tehát, hogy 83%-uk fontosnak tartotta a program népszerűsítéséhez a sikeres kockázati-tőkebefektetések propagálását. A vállalkozóknak nyújtott állami segítség terén minden második válaszadó az *inkubáció állami támogatásának* szükségességét emelte ki, azaz azt, hogy az állam részvételére már a kockázati tőke befektetése előtti fázisban is kerüljön sor, mivel az állami kockázati-tőke-programok az inkubáció előmozdítása nélkül nem lehetnek sikeresek. A válaszadók által az állami kockázati-tőke-programok terén a jövőben szükségesnek látott változtatások terén az inkubátor programok hangsúlyosabb szerepeltetése fontossági sorrendben a harmadik helyen szerepelt (a befektetések földrajzi korlátozásának megszüntetési igényével holtversenyben).

VISSZAÉLÉSI LEHETŐSÉGEK

Mivel a JEREMIE program kapcsán Magyarországon először fordult elő, hogy az állam a privát szféra bevonásával igyekezett a kockázati-tőke-piac működését fellendíteni, az állam és a privát szféra *együttműködésének* kérdése hangsúlyosan szerepelt a felmérésben. A nyugati szakirodalomból megismerhető tapasztalatok szerint az állami részvétel a kockázati-tőke-programokban mindig magában hordozza a visszaélés lehetőségét (Florida, Smith 1993; Leleux és Surlémond 2003). A személyi és politikai összefonódások, valamint szándékos visszaélések következtében ugyanis a kedvezmények sokszor nem a támogatni kívánt vállalati körhöz kerülnek, különösen, ha nincsenek egyértelműen megállapított szakmai kritériumok, s az ellenőrzés hiányos. A magyarországi felmérés is az állami és a privát

⁶ A kockázati-tőke-finanszírozással kapcsolatos tapasztalatokat egy korábbi, nem a befektetők, hanem a tőkére szoruló vállalkozások vezetőinek körében felmérő kutatás az MTA KRTK KTI ettől eltérő eredményre jutott. A megkérdezett 38 egyetemi spin-off cég vezetői ugyanis elsősorban kínálati problémákra vezették vissza a kockázati-tőke-finanszírozás akadályozását. Így a válaszadók az első három legfontosabb tényező között a kockázati tőke befektetőinek hiányzó technológiai ismereteit (4,0), a befektetéshez szükséges tőke túlzottan kis volumenét (3,7) és a befektetők magas hozamvárásait jelölték meg a finanszírozás főbb akadályaként. Ehhez képest relative kisebb jelentőséget tulajdonítottak a kockázati tőke befektetését keresleti oldalról akadályozó tényezőknek. Így például a vállalkozók szuverenitásának csorbulását a spin-off cégvezetők csak közepesen fontosnak (3,5), míg a finanszírozandó vállalkozások üzleti terveinek alacsony színvonalát (2,9) és a cégvezetők menedzseri képességeinek hiányát (2,8) még ennél is kisebb súlyú akadálynak vélték (Becskey-Nagy – Erdős 2012, 227. o.).

szféra együttműködésének problematikus voltát jelezte. A válaszadók ugyanis igen magas arányban (83%) értékelték egyet azzal a megállapítással, hogy a JEREMIE kockázattőke-program visszaélésekre adott lehetőséget, s hogy annak sikerét politikai összefonódások veszélyeztetik (80%). Ez a programban résztvevő alapkezelők körének kiválasztására is hatással volt. A válaszadók kétharmada szerint ugyanis az *alapkezelők szakmai tapasztalata nem volt megfelelő* a JEREMIE program sikeres végrehajtásához. Ennek értelmében az állami kockázattőke-programok folytatódása esetén - a válaszadók szerint - az alapkezelők kiválasztásakor az átláthatóság növelése lenne a legfontosabb, holtversenyben az ösztönzés kérdésével.

Feltehetőleg a JEREMIE programot övező információk nagyfokú hatósági visszatartása

magyarázza, hogy a válaszadók viszonylag magas osztályzatot (4,1) adtak a *program előrehaladásáról és értékeléséről történő informáltság* terén elérendő változásnak⁷. Mivel az állami részvétel során közpénzt költenek el, társadalmi érdek az alapkezelők kiválasztására és a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások kilétére vonatkozó információk közzététele, különös tekintettel az esetleges visszaélések kiküszöbölésére. A kérdőívet kitöltők a JEREMIE program kapcsán az alapkezelőkhez képest viszonylag jobb véleménnyel voltak az államot képviselő hatóságokról, az alapkezelők esetében mért kétharmadhoz képest mindössze egynegyedük vélte úgy, hogy az állami szervezetek jártasságának hiánya aláasta volna a program sikerét. Ugyanakkor 85%-uk szerint a program indításakor több *konzultációra* lett volna szükség az állam képviselői és az ágazat szereplői között.

1. táblázat. A magyarországi kockázattőke-befektetők értékelése a JEREMIE kockázattőke-programról

	A JEREMIE kockázattőke-program értékelése	Egyetért		Nem ért egyet	Elemszám
		(db)	(%)	(db)	(db)
1.	Az állami kockázati tőke a gazdaság fejlesztésében igen pozitív szerepet játszott.	10	83	2	12
2.	A program sikeres volt, mert nagyon sok magyarországi cég kapott kockázati tőkét.	7	58	5	12
3.	A sikert biztosította, hogy a program csökkenteni tudta a gazdasági válság hatását.	3	23	10	13
4.	A kockázati tőke a Jeremie program legsikeresebb része volt.	3	43	4	7
5.	A program sikerének biztosításához további állami részvétel szükséges.	9	75	3	12
6.	A program sikerét csak több év után lehet majd lemérni.	13	100	0	13
7.	A program sikere azon múlik, hogy el lehet-e majd adni a feltőkésített cégeket.	9	75	3	12
8.	A program sikere az adatok nyilvánosságának hiányában nem mérhető le.	7	54	6	13
9.	A program sikerét veszélyezteti az üzleti környezet kiszámíthatóságának hiánya.	8	67	4	12

⁷ E téren várhatóan javítani fogja az új programozási időszakban meghirdetendő állami kockázattőke-programok transzparenciáját, hogy az Európai Bizottság által 2014-ben elfogadott új irányelv alapján már korlátozás nélkül elérhetővé kell tenni az állami kockázati tőkét kezelő intézmények, a portfólió cégek nevét, és a nekik nyújtott befektetések összegét (EB, 2014/b).

10.	Az állami támogatásokra vonatkozó EU előírások jelentősen csökkentetik az eredményeket.	6	50	6	12
11.	A befektethető tőke kínálatának növelése önmagában nem elegendő a sikerhez.	13	100	0	13
12.	A program indításakor több konzultáció lett volna szükséges az ágazat szereplőivel.	11	85	2	13
13.	Az alapkezelők és az alapok tulajdonosainak azonosága csökkenti a hatékony döntéseket.	4	36	7	11
14.	A létrehozott alapok között inkább a társbefektető alapoknak kellett volna dominálnia.	5	38	8	13
15.	Az alapok kis mérete nem tesz lehetővé nyereséges alapkezelést.	7	58	5	12
16.	A szabályozás akadályozta az intézményi befektetők részvételét az alapokban.	7	70	3	10
17.	A tőkét kérő vállalkozók kockázati tőke terén való járatlansága jelentős akadály.	11	85	2	13
18.	A vállalkozói kultúra nem fogadja el a bukást, a tulajdonosok szuverenitásának csorbulását.	12	92	1	13
19.	A program sikerét politikai összefonódások is veszélyeztetik.	8	80	2	10
20.	A sikertörténetek propagálása sokat lendített volna a program népszerűsítésén.	10	83	2	12
21.	A kockázati tőke terén az államnak nincs keresnivalója.	2	17	10	12
22.	A hazai kockázati tőke-piac annyira fejletlen, hogy ezen az állami részvétel sem tud segíteni.	0	0	12	12
23.	A magyar piac kis mérete nem teszi lehetővé egy ilyen program sikeres megvalósítását.	0	0	12	12
24.	Túl sok pénz ömlött egyszerre a piacra, amit nagyon rövid idő alatt kellett befektetni.	9	75	3	12
25.	Az állami tőkét befektető alapok egymással versenyeztek a jó projektekért.	7	58	5	12
26.	A program sikerét a gazdasági válság aláásta.	2	15	11	13
27.	A program nem lehetett sikeres az EU-források elköltését szabályozó előírások miatt.	2	15	11	13
28.	Az inkubáció állami támogatása nélkül a program nem lehetett sikeres.	6	50	6	12
29.	A hatóságok jártasságának hiánya aláásta a program sikerét.	3	25	9	12
30.	Az alapkezelők kellő szakmai tapasztalata nem volt biztosított a program sikeréhez.	8	67	4	12
31.	A Jeremie program visszaélésekre adott lehetőséget.	10	83	2	12

Forrás: saját felmérés

SZABÁLYOZÁS ÉS ÖSZTÖNZÉS

A JEREMIE kockázati-tőke-program *szabályozása*, amely az Európai Unió előírásaival⁸ összhangban számos ponton igyekezett kiküszöbölni a tiltott állami támogatás nyújtásának lehetőségét, azaz a piaci verseny esetleges torzítását, szükségképpen erőteljesen korlátozta a JEREMIE konstrukcióban résztvevő magyarországi alapkezelők mozgásterét, s ezzel nehezítette számukra a program sikeres végrehajtását. Az állami támogatásokra vonatkozó EU-előírás többek között megszabta, hogy maximum hány éves lehet a forráshoz jutó cég, mekkora lehet az árbevétele, mely szakágazatban működhet, hol lehet a székhelye, mekkora tőkét kaphat egy befektetési döntéssel, hány döntésre kerülhet sor egy évben, a befektetés az értékpapírok mely fajtájával és milyen konstrukcióban történhet.

Az alapkezelők tevékenységét elsősorban korlátozó, s ezért a jövőbeli állami kockázati-tőke-programok szabályozásakor leginkább megváltoztató előírások területei közül a válaszadók első helyre sorolták a privát befektetők ösztönzésének kérdését. Az ösztönzés elvileg megnyilvánulhat abban, hogy az állami és a privát befektetők miként osztják meg az ügyletekből történő kiszállás után a profitot, vagy egymáshoz képest hogyan időzítik a befektetéseiket, illetve kompenzálásra kerül-e a privát befektetők esetleges vesztesége (Murray 2007). A privát befektetőknek nyújtott preferencia az állam által fontosnak tartott befektetések előmozdítását szolgálja, az ezzel együtt járó magasabb kockázat és lassabb megtérülés kompenzálásaként. A hazai felmérésben a válaszadók 4,3-as osztályzatot adtak arra a megállapításra, hogy a jövőben a *befektetők ösztönzése jobban igazodjon a finanszírozott vállalkozások életciklusához*. (Hasonló, 4,3-as átlagos osztályzatot kapott az inkubátor programok már említett hangsúlyosabb szerepletése is.) A befektetők a szabályozás megváltozásától elsősorban azt várták, hogy az ösztönzés különböző területei a jövőben jobban tükrözzék a korai

fázisú befektetések finanszírozásával járó relatíve nagyobb ráfordításait és az általuk vállalandó magasabb kockázatot. A privát befektetőknek az állami kockázati-tőke-programba történő bekapcsolódását ösztönző megoldások közül a magyarországi válaszadók egyértelműen a *hozamból* való, tulajdoni hányaduk meghaladó *részesedést* preferálták (4,7). Ehhez képest relatíve kisebb hangsúlyt fektettek az alapokba befektetőknek (4,1) és az alapkezelőknek (4,0) az *adózás könnyítése* útján nyújtandó előnyökre. Ennél is kevésbé tartották fontosnak a válaszadók, hogy a jövőben változásra kerüljön sor a tulajdoni hányadhoz képest kisebb *veszteségviselés* (3,6) és az alap költségeihez történő állami hozzájárulás (3,1) területén. A válaszok alapján a befektetők szemében a legkevésbé ösztönző megoldásnak az állami rész *kivácsolhatósága* bizonyult.

A felmérésre adott válaszok alapján az állami kockázati-tőke-program jövőbeli folytatása esetén – az életciklushoz igazodó ösztönzés után – a változások második legfontosabbnak tartott területének a finanszírozandó *vállalkozások elhelyezkedésének* korlátozására (4,3) irányuló előírások oldása bizonyult⁹. A kevésbé fejlett régiók felzárkóztatásának szándékával előírt területi korlátozás, amit az alapkezelők számos „innovatív” megoldással már a JEREMIE programban eleve igyekeztek megkerülni, nyilvánvalóan ellentmond a kockázati tőke működési módjának, azaz hogy a befektetők a szelekció során a későbbi magasabb hozam elérése érdekében a legjobb növekedési kilátásokkal rendelkező cégeket részesítsék előnyben, függetlenül azok helyétől.

Ugyancsak hangsúlyosan szerepelt a válaszadók által javasolt változtatások között néhány olyan előírás enyhítése, amely a korai fázisú befektetések felé kívánta terelni az állami forrásokkal is támogatott befektetéseket. A befektetők azt szerették volna elérni, hogy a finanszírozandó vállalkozások életkorának limitje ne korlátozza a befektetéseket (3,8). Hasonló fontosságot tulajdonítottak a válasz-

⁸ Az Európai Bizottság még 2006-ban külön iránymutatást készített a kis- és középvállalkozásokba történő kockázati-tőke-befektetések előmozdítását célzó állami támogatásokról (EB, 2006), ezt 2011-ben módosította, majd 2014-ben egy új kockázati-tőke-finanszírozási irányelvet fogadott el (EB, 2014/a). Emellett a csoportos tőkeprogramok számára 2009-ben egy külön szabályrendszerben is rögzítette a teljesítendő előírásokat (EB, 2008), amit 2014-ben szintén módosított (EB, 2014/b). Az előírások követelményeket fogalmaztak meg a kockázati-tőke-alapokkal, ezek kezelőivel, valamint a tőkebefektetésben részesülő cégekkel szemben is.

⁹ A befektetők számára különösen sérelmes területi korlátozások között szerepelt például, hogy a Gazdaságfejlesztési Operatív Program (GOP) keretéből származó állami forrásokkal finanszírozott JEREMIE alapok nem finanszírozhattak budapesti székhelyű cégeket, erre csak a Közép-magyarországi Operatív Program forrásaiból feltökésített - egyetlen - JEREMIE alap kapott lehetőséget.

adók annak, hogy a jövőben ne csak tőkeemeléssel, hanem *kivásárlás útján is részesedéshez* juthassanak a kiszemelt vállalkozásokban (3,8). A fenti-ekhez képest a befektetők némileg kevésbé tartották

fontosnak a *cégek szakágazatát* esetenként korlátozó előírások oldását (2,6), illetve az egy cégbe *befektethető összeg* felső korlátjának emelését (2,5).

2. táblázat: A magyarországi kockázatitőke-befektetők által az állami kockázatitőke-programok szabályozása terén szükségesnek tartott változások

	A szabályozás területén szükségesnek látott változások	Átlag osztályzat	Elemsszám
1.	Az inkubátor program hangsúlyosabban szerepeljen	4,3	12
2.	Átláthatóbban történjen az alapkezelők kiválasztása	4,5	12
3.	Ne legyen előírva minden alaphoz új alapkezelő	3,9	12
4.	A portfolió cégek életkora ne legyen korlátozva	3,8	13
5.	Bizonyos szakágazatok finanszírozása ne legyen kizárva	2,6	13
6.	Ne legyen felső korlátja a portfolió cégekbe befektethető összegnek	2,5	13
7.	Szűnjön meg a portfolió cégek elhelyezkedésének korlátozása	4,3	12
8.	Egyaránt választható legyen a tőkeemelés és a kivásárlás	3,8	12
9.	Igazodjon jobban az alapkezelők ösztönzése az alapok által finanszírozott életciklushoz	4,5	13
10.	Nöjjen az informáltság a program előrehaladásáról és értékeléséről	4,1	13

Forrás: saját felmérés

3. táblázat: A magyarországi kockázatitőke-befektetők véleménye a privat befektetők bekapcsolódását ösztönző megoldásokról a jövőbeli állami kockázatitőke-programokban

	A privat befektetők ösztönzésének módjai	Átlag osztályzat	Elemsszám
1.	A tulajdoni hányadot meghaladó részesedés a hozamból	4,7	13
2.	A tulajdoni hányadnál alacsonyabb veszteségviselés	3,6	13
3.	Állami hozzájárulás az alap költségeihez	3,1	13
4.	Az állami rész kivásárolhatósága az alpból	2,9	13
5.	Az alapkezelők adózásának könnyítése	4,0	12
6.	Az alapokba befektetők adózásának könnyítése	4,1	13

Forrás: saját felmérés

Az Európai Unió által 2014-ben elfogadott, állami támogatásokra vonatkozó új irányelv - mellyel az új tervezési ciklusban a hazai szabályozásnak is összhangban kell lennie -, sok tekintetben visszaigazolja a befektetők várakozásait. Az új irányelv ugyanis többek között kiterjeszti a támogatásban részesíthető vállalkozások körét, radikálisan növeli a juttatható támogatás volumenét, megszünteti a támogatott és nem támogatott földrajzi terü-

letek közötti különbségtételt, rugalmasan hozzáigazítja a cégek fejlődési fázisaihoz a megkövetelt privat hozzájárulás mértékét. Az új szabályozás a befektetők ösztönzése terén a veszteség minimalizálásával szemben az aszimmetrikus nyereségmegosztást részesíti előnyben (EB, 2014/a, b).

A FELMÉRÉS KONKLÚZIÓI

A felmérés számos *tanulással* szolgál a jövőbeni hazai kockázati tőke-programok tervezése és lebonyolítása számára. A válaszokból mindenképp tisztán kirajzolódott, hogy a kockázati tőke, mint vállalatfinanszírozási eszköz nem légières térben működik. Egyidejűleg feltételezi a kockázati tőke sajátosságainak *ismertségét* a hatóságok, a befektetők és a potenciális vállalkozások részéről. Különösen elengedhetetlen a program sikeréhez, hogy még a program kialakításának fázisában a hatóságok és a befektetők egymással párbeszédet folytassanak, s ennek nyomán dolgozzák ki a program feltételrendszerét. A program sikere emellett olyan alapkezelők meglétét feltételezi, akik *jártások* a cégek életének korai fázisában nyújtandó kockázati tőke befektetésében, s akik a vállalt stratégiát betartva, szakmai ismereteiket az alapok befektetőinek esetleges ezzel ellentétes nyomása ellenében is érvényesíteni tudják.

Fontos konklúzió, hogy a kormányzati kockázati tőke-programok sikere nem pusztán azon múlik, hogy *mennyi tőkét szán* e célra az állam, hanem azon is, hogy az állam maga is hozzájárul-e a vállalatok *felkészítéséhez* a kockázati tőke fogadására. Vagyis például előmozdítja-e inkubációs programokkal a perspektívikus cégek kockázati tőkéként által is elfogadható, sikerrel kecsegtető üzleti terveinek kidolgozásához.

Miközben a jövőbeli állami programok számára az időkben számos elemében korszerűsödött, a piaci viszonyokhoz jobban igazodó európai *szabályozás* immár kedvezőbb feltételeket teremt, csak a korábbinál sokkal nagyobb *transzparencia* biztosíthat esélyt a válaszokban hangsúlyosan megjelenő *visszaélések* kiküszöbölésére, különös tekintettel a kockázati tőke-program közvetítő szervezeteinek a kiválasztására. Az állami kockázati tőke-programok adatainak *nyilvánossága* nélkül ugyanis a kormányzati kockázati tőke-programok sikere akkor sem lesz majd lemérhető, amikor a finanszírozott vállalkozások megerősödéséhez szükséges idő eltelik. Így nem lesz mód az állami részvétel hasznosságának igazolására sem, s annak objektív megítélésére, hogy mikor válik esedékessé az állami befektetői részvételének megszüntetése. Az állam kockázati tőke-piaci szerepvállalása ugyanis nyilvánvalóan csak átmeneti jelleggel képzelhető el, hiszen a kockázati tőke nyújtása alapvetően *piaci* tevékenység. Ha az állam befektetői részvétele sikeres, akkor ösztönzése nyomán a magánszektorbeli befektetők hajlandók lesznek az állam által fontosnak tartott vállalati kört finanszírozni. Amennyiben azonban

az állam kockázati tőke-piaci beavatkozása nem jár a magánszektor aktivizálásával, úgy az állam beszorul egy olyan szerepbe, amelynek ellátása folyamatosan olyan újabb és újabb költségvetési forrásokat igényel, amelyek más módon sokkal hatékonyabban és eredményesebben lennének elkölthetők.

HIVATKOZÁSOK

- Becsky-Nagy P. – Erdős K. (2012), Az egyetemi spin-off cégek magyar valósága. In: Makra Zs. (szerk.), Spin-off cégek, vállalkozók és technológia transzfer a legjelentősebb hazai egyetemeken. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 207-234. old.
- Becsky-Nagy P. – Fazekas B. (2015), „Befektetés vagy tanulópénz? Az uniós és állami források hatása a magyarországi kockázati tőke-piac fejlődésére”, Pénzügyi Szemle, 2, 243-53. old.
- EB (2006), Közösségi iránymutatás a kis- és középvállalkozásokba történő kockázati tőke-befektetések előmozdítását célzó állami támogatásokról. Hivatalos Lap, C 194/2. augusztus 18. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2.006.194.01.0002.01.HUN
- EB (2008), A Bizottság 800/2008/EK-rendelete a Szerződés 87. és 88. cikke alkalmazásában a támogatások bizonyos fajtáinak a közös piaccal összeegyeztethetőnek nyilvánításáról (általános csoportmentességi rendelet). Hivatalos Lap, L 214/3. augusztus 8. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2008.214.01.0003.01.HUN
- EB (2014/a), A Bizottság közleménye. Iránymutatás a kockázati finanszírozási célú befektetések előmozdítása érdekében nyújtott állami támogatási intézkedésekre vonatkozóan. Hivatalos Lap, C 19/4. január 22. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2014.019.01.0004.01.HUN
- EB (2014/b), A Bizottság 651/2014/EU rendelete a Szerződés 107. és 108. cikke alkalmazásában bizonyos támogatási kategóriáknak a belső piaccal összeegyeztethetővé nyilvánításáról. Hivatalos Lap, L 187/1. 2014. augusztus 17. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0651&from=EN>
- Florida, R., Smith, D. F. (1993), „Keep the Government out of Venture Capital”, Issues in Science and Technology, 9, pp.61-9
- Invest Europe (2016), 2015 European Private Equity Statistics on Fundraising, Investments and Divestments, Invest Europe, Brussels, May 2016.

- Jeremie (2006), A Tanács 1083/2006/EK rendelete (2006. július 11.) az Európai Regionális Fejlesztési Alapra, az Európai Szociális Alapra vonatkozó általános rendelkezések megállapításáról. HL L 210/25. július 31.
- Karsai J. (2013), „Válság után: változó állami szerep a kockázati tőke-ágazatban”, *Külgazdaság*, LVII 5-6, 12-34. old.
- Karsai J. (2014), „Fából vaskarikák? - Az állam, mint kockázati tőke-befektető”, *Külgazdaság*, LVIII 9-10, 3-34. old.
- Karsai J. (2015), „Állami szerepvállalás a kelet-közép-európai kockázati tőke-piacon”, *Közgazdasági Szemle*, LXII 11, 1172-95. old.
- Karsai J. (2016), Az állam részvétele a Magyarországi Kockázati tőke-piacon. Előadás az MTA Gazdálkodástudományi Bizottság Ipar- és Vállalatgazdasági Albizottság műhelyvitáján. Budapest, 2016. május 31.
- Leleux, B., Surlemont, B. (2003), „Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis”, *Journal of Business Venturing*, 18 1, pp.81-104
- Makra Zs. (2007), „A technológiai vállalkozások létrejötte és növekedése: mi a szerepe az állami politikának?” In: Makra Zs. (szerk): *A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 11-38. old.
- Murray, G. C. (2007), „Venture Capital and Government Policy”, In: Landstrom, H. (Ed.): *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar, Cheltenham. pp.113-51

Karsai Judit, CSc, tudományos főmunkatárs
 MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézet
 karsai.judit@rtk.mta.hu

Hungarian venture capital fund managers' view on the JEREMIE venture capital program

THE AIM OF THE STUDY

The presentation of the related investment community's opinion on the usefulness and conditions of the JEREMIE venture capital program in order to substantiate new venture capital schemes to be introduced during the 2014-2020 planning period in Europe.

APPLIED RESEARCH METHOD

Questionnaire survey on the usefulness and conditions of the JEREMIE program among Hungarian fund managers involved in early-stage venture capital investments.

RESULTS AND NOVELTIES OF THE STUDY

Survey results show that the success of government sponsored venture capital programs require more than simple creation of the supply side. Namely, success depends not only on the volume of capital the state can provide for this purpose, and on the applied scheme of the program, but also on the government's involvement in the preparation of the companies to receive venture capital. A further lesson of the survey is that transparency can be the only guarantee against abuses, which were also mentioned by many fund managers in their responses. Transparency is especially important in the selection of the intermediary fund manager companies participating in the scheme. Lack of the publicity of government-sponsored venture capital programs' data also prevents the evaluation of the success of the programs, including the verification of the usefulness of public participation. It also hinders making any objective decision on the continuation of the government involvement in the venture capital market. However, the role of the state on the venture capital market can obviously be only a temporary one, as venture capital investments are essentially market activities.

PRACTICAL / ECONOMIC POLICY SUGGESTIONS

The continuation of the role of the state as venture capital funds' investor in the new planning period is a precondition for the successful exit of funds from their portfolio companies already financed under the JEREMIE program. The state, however, has to take part in the pre-incubation stage to help potential portfolio companies to become investment ready. And last but not least, state participation on the venture capital market should be characterised by a high degree of transparency.

Keywords: venture capital, public venture capital, SME finance