

KARSAI JUDIT

## Mit keres az állam a kockázati tőke-piacon?

(A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon)

---

Sok országban állami programokkal igyekeznek elérni, hogy a kockázati tőke olyan vállalkozásokat is finanszírozzon, amelyek fejlődése fontos gazdaságpolitikai cél, ám e cégek tisztán piaci viszonyok között nem jutnának kockázati tőkéhez. Magyarországon az állam eddig elsősorban politikai indítékokból, a költségvetési forrásokat kímélve, a magánszektortól elszigetelten avatkozott be a kockázati tőke-ágazatba. Az, hogy ez nem vezetett a versenyfeltételek felpuhulásához, a magánszektor kiszorításához, a politikai klientúra kedvezményezéséhez, csupán az állami lépések jóformán teljes hatástalanságán múlt. Az állami beavatkozás eredménytelenségét érzékelve, az állam képviselői nem törekedtek annak vizsgálatára, hogy mi okozza e sikertelenséget, s mennyiben akadályozzák a kis- és középvállalati szektor kockázati tőke-ellátását kínálati, illetve keresleti tényezők. Az állami beavatkozás legutóbb választott megoldásai több szempontból ellentétesek az Európai Unióban elfogadott gyakorlattal, ami előrevetíti a kockázati tőke-ágazat fejlesztésére irányuló kormányzati lépések ismételt kudarcát.\*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: M130, G240.

---

### Az állami beavatkozás indokai

A kockázati tőke fontos szerepet játszik a gazdaságok motorját jelentő innovatív, fejlett technikát meghonosító, gyors növekedésre képes vállalkozások finanszírozásában. Mivel a gazdasági növekedés serkentése, a versenyképesség fokozása, a munkanélküliség csökkentése részben a fiatal, erőteljes növekedésre képes cégek fejlődésétől várható, a gazdaságpolitikusok számára fontos, hogy a kockázati tőke-ágazat megfelelő tőke kínálatot nyújtson e cégek fejlődéséhez.

A beavatkozás elvi alapját az állam számára az a meggyőződés teremti meg, hogy nem természetes gazdasági jelenség bizonyos vállalkozások kockázati tőke nélküli maradása. Az állam feltételezése szerint a *piac tőkéletlensége* okozza, hogy a tőke allokációs mechanizmusa nem optimális, így a piaci hibát kormányzati beavatkozással kell orvosolni. A versenypiacon a magánszektor nem nyújt elegendő tőkét a vállalkozások bizonyos köre számára, s ezt az állapotot az ármechanizmus működése sem képes feloldani. A hibát észlelő államra vár a szerep, hogy kiigazítsa a kockázati tőke-piac működését, s a

---

\* A tanulmány A magántőke-befektetések szerepe a gazdasági növekedés előmozdításában Magyarországon című, T 031987. számú OTKA-program támogatásával készült.

társadalom egészségének érdekében elősegítse azon vállalkozások kockázati tőkéhez jutását, amelyek fejlődése társadalmi szintű hozammal kecsegtet. Vagy úgy, hogy *friss tőkét bocsát* a piac rendelkezésére, vagy úgy, hogy az egyébként már ott lévő magántőkét e vállalkozásokhoz *irányítja*. S miután kellő forrást vonzott e területre, ő maga kivonul a finanszírozásból.

Mivel a kockázati tőke piaci kategória, az állami beavatkozás csak *átmenetileg* lehet indokolt. Az államnak, ha beavatkozik a piac működésébe, azt olyan módon kell megtennie, hogy szerepét idővel a magánbefektetők vegyék át. A kormányzati részvétel paradox vonása, hogy minél sikeresebb, annál kisebb szükség van rá. Az állami részvételnek tehát ahhoz, hogy szerepét idővel a piac vegye át, el kell kerülnie a közgazdaságtan sok területén már jól ismert *kiszorító hatás* jelentkezését. A cél tehát nem a piaci szereplők tevékenységének helyettesítése, hanem azok bizalmának növelése, érdeklődésének felkeltése, valamint érdekelttségének megeremtése. Ennek demonstrálása, hogy az állam által preferált vállalkozások finanszírozása is lehet jövedelmező a magánbefektetők számára.

A kormányzati beavatkozásnak, mivel költségvetési források elosztásával történik, mindig van *politikai* vetülete is. Az állami költsékezés háttérében a lehetséges választók szimpátiájának elnyerésére irányuló szándék is megtalálható, azaz a gazdasági célhoz politikai cél is kapcsolódik. A tőkerés megszüntetésének ígérete ugyanis a kisvállalkozók népes tábora számára ígér boldogulást, s így alkalmas a jövőbeli szavazók megnyerésére.

A magánforrásokból származó tőke hiánya, azaz a piac elégtelensége elsősorban azokat a kisebb, induló cégeket hozza hátrányos helyzetbe, amelyek számára az ügyletek méretéhez képest a tranzakciós költségek viszonylag magasak, s a befektetések megtérülése e többletráfordítást nem kompenzálja. Az európai ügyletekben a hátrányos helyzetet jelentő *mérethatár* nagyjából az 500 és 750 ezer dollár nagyságú tranzakciókra jellemző, de a regionálisan elmaradott régiók esetében még az egymillió dolláros ügyletek is idesorolhatók (Slococ [2001]). E befektetési nagyságrendek esetén a tőkét kereső vállalkozók azért is érzékelnek tőkehiányt, mert a fenti összegek már meghaladják a kockázati tőke-piac informális szereplőinek, az üzleti angyaloknak a lehetőségeit, de még nem elég nagyok a kockázati tőke-piac intézményes befektetői számára. A hatalmas összeget kezelő befektetési alapok ugyanis kevesebb, nagyobb méretű projektet gazdaságosabban tudnak finanszírozni.

### Az állami beavatkozás eszközrendszere

A fentiekben leírt tőkerés csökkentése érdekében a kockázati tőke-piac működésébe beavatkozó állam közvetlen célja a piac likviditásának javítása. A kormányok *sokféle megoldást* alkalmaznak a kockázati tőke-kínálat emelése és a kockázati tőkét kereső vállalkozások fejlődésének elősegítése érdekében, s ez az eszköztár időben is változik. Az állami beavatkozás a kockázati tőke-piac működésébe *közvetett* és *közvetlen* módon történhet. A közvetett megoldások főként a szabályozás és az adózás kérdéseit ölelik fel. A hitel- és garancianyújtás, illetve az ezek feltételeit érintő kedvezmények, valamint a költségek csökkentését célzó támogatások, segélyek már átvezetnek a közvetlen beavatkozásokhoz, amelyekbe beletartoznak az állam által létrehozott befektetési alapok is.

*Hatósági* szerepkörében az állam a legtöbb országban előírja, hogy a befektetők mely köre jogosult kockázati tőke-befektetéssel foglalkozni. A kockázati tőke-piac tőkeellátása szempontjából különösen az intézményi befektetők, így a nyugdíjpénztárak és biztosítók vagyongazdálkodási elírásai döntőek. Ezekről függ, hogy a megtakarítások mekkora hányada áramolhat az állampapírok, vagyis költségvetési kiadások finanszírozása helyett a tőkepiacra. Ugyancsak a szabályozási kérdések körébe tartoznak a befektetéssel foglal-

kozó alapok és kezelőik működését, illetve a megtakarítók biztonságát szolgáló előírások. Végül idesorolhatók az értékpapírpiacon működésével kapcsolatos szabályok, amelyek a részesedések eladási lehetőségeit befolyásolják.

Rendkívül szerteágazó, a gyakorlatban nagyon sokféle megoldáshoz vezető beavatkozási terület a kockázatitőke-piac *adózás* útján történő állami befolyásolása. A személyi és a tőkejövedelem-adózás relatív és abszolút nagysága kihat a megtakarítások kockázatitőke-befektetőkhez kerülésére. Az állam a kedvezményeket sokféle módon, így a befektetés időtartamától, a befektetést fogadó intézmények jellegétől, illetve a finanszírozott vállalkozások jellemzőitől függően alakíthatja ki. A kockázati finanszírozás szempontjából különösen érzékeny terület a kétszeres adóztatás kiküszöbölése, azaz a finanszírozott vállalkozásoktól a megtakarítókhoz a befektetési intézmények közvetítésével visszaérkező tőkejövedelem adóztatása, továbbá a részvényopciókra vonatkozó előírások.

Rendkívül változatos állami eszköztár alakult ki a kockázatitőke-befektetéssel foglalkozó szervezetek tőkeerejét növelő *hitelezés*, a befektetések kockázatát csökkentő *garancianyújtás*, a működés költségeit csökkentő *költség-visszatérítés*, illetve a befektetők biztonságát fokozó *opciók* terén. A kormányzati beavatkozás legközvetlenebb módja a kockázatitőke-ágazatba a kizárólag *állami forrásokkal* működő befektetési alapok létrehozása. Ugyancsak közvetlen állami részvétel jellemzi a magánbefektetők társfinanszírozásával felállított *hibrid befektetési alapokat*. A költségvetési forrásokból finanszírozott alapok mérete, működtetésének elve, specializáltsága, valamint kezelése is igen változatos. Az állami finanszírozás egyik – az Európai Unió által is alkalmazott – megoldását képviseli az úgynevezett *alapok alapjaként* működő konstrukció. Ebben az esetben az állam egy olyan alapban helyezi el a kockázatitőke-piac fellendítésére szánt forrásait, amely a piacon lévő magántulajdonú kockázatitőke-alapok forrásaihoz járul hozzá.

Az egyes konstrukciók kiválasztása, illetve kombinálása elsősorban az adott ország tőkepiacának fejlettségétől, a hagyományoktól, illetve a rendelkezésre álló költségvetési források nagyságától függ. Az eszközök más-más kombinációját tudják sikerrel alkalmazni azok az országok, ahol az értékpapírpiacon jelentősége nagy, és a befektetők védelme erős, illetve ahol a finanszírozásban inkább a bankhitelek játszanak jelentős szerepet. Eltérő megoldást igényel, ha a feladat az egyébként megfelelő likviditású kockázatitőke-piac befektetőinek az állam által kívánatos piaci szegmens felé történő terelése, illetve ha a kockázatitőke-piac fejletlensége miatt az állam a kockázatitőke-piac egészének kínálatát kívánja emelni.

### Az állami beavatkozás értékelése

A szakirodalom erőteljesen *megoszlik* az állam kockázatitőke-piaci szerepének megítélésében. Az állami szerepvállalást üdvözlő álláspontok mellett vannak, akik a beavatkozás szükségességét is megkérdőjelezzik, mások csak annak egyes módzatait vitatják a negatív mellékhatások miatt. A szakértők egy része szerint nem áll rendelkezésre elegendő információ az állami beavatkozás eredményességének megítéléséhez.

Az *állami beavatkozás pártján* állók (OECD [1997], Aernoudt [1999]) a kockázatitőke-ágazat gazdasági növekedésre és munkahelyteremtésre gyakorolt hatását alapul véve kardoskodnak annak állami részvétellel történő fejlesztése mellett. Szerintük így lehet elérni, hogy csökkenjenek a kisvállalkozások tőkeszerzési nehézségei.<sup>1</sup> A kormányzati be-

<sup>1</sup> Sokan idézik Lerner [1999] kutatási eredményeit, aki úgy találta, hogy az Amerikában 1983 és 1997 között a Small Investment Business Research (SBIR) program keretében támogatott vállalkozások gyorsabban tudtak növekedni és több kockázati tőkét magukhoz vonzani, mint a támogatást nem kapó cégek.

avatkozás mellett érvelők szerint, ha a programokat megfelelően alakítják ki, lehetőség van arra, hogy az állam hasznos szerepet játsszon a kockázati tőke-piacon (*OECD* [1997]), s e beavatkozás *emeli* a magánszektor kockázati tőke-kínálatát. Képes a befektetőket a kockázatosabb vállalkozásokhoz vonzani, s így olyan munkahelyek is létrejönnek, olyan térségek is kockázati tőkéhez jutnak, amelyek e nélkül nem. A beavatkozáspárti szakemberek szerint Európában azért is szükség van a kockázati tőke állami eszközökkel történő ösztönzésére, mert a kontinensnek jelentős versenyhátrányt kell leküzdenie az amerikai piaccal szemben (*Aernoudt* [1999]). Mások arra hívják fel a figyelmet, hogy a kockázati tőke-ágazat állami megsegítése lehetőséget biztosít az ipar legális támogatására (*Lawton* [2002]).

A kormányzati részvételt ellenzők szerint már annak bizonyítéka is hiányzik, hogy valóban *fennáll-e a piaci elégtelenség*, ami az állam részvételét indokolja (*Bank of England*, [2001]).<sup>2</sup> Így nem kizárt, hogy az állam fellépése maga okoz torzulást a piacon, amennyiben olyan projekteket finanszíroz, amelyeket a magántőke az életképtelensége miatt elutasít. Így végső soron az állami beavatkozás pocskolja a költségvetési forrásokat, ha ezekbe a projektekbe fektet.

Mások szerint a kockázati tőke-ágazatnak nincs szüksége segítségre (*Florida-Smith* [1993]). Érvelésük szerint a kockázati tőke-ágazat igen jól tud a változó piaci feltételekre reagálni. Így ha az állam valamely szegmensben az ott keletkezett tőkerést ki akarja igazítani, akkor épp az ágazat *reagáló képességét rontja*. A beavatkozás azt feltételezi, hogy megismerhető a kockázati tőke hatékony szintje, s a többletkínálat ehhez igazítható. Az állam azonban a növekedést *más módszerekkel sokkal hatékonyabban* tudja előmozdítani. Az államnak a tőkeáramlás befolyásolására más, hatékonyabb és eredményesebb megoldásokat javasol *Florida-Smith* [1993] azért is, mert az általuk vizsgált állami kockázati tőke-programok minden fontosabb *teljesítménymutató tekintetében elmaradtak* a magánérőből nyújtott tőke eredményeitől. E programok a kutatók szerint vagy elvesztették tőkájukat, vagy sokkal rosszabb megtérülést értek el, így például rosszabb eredmények voltak az új vállalkozások indításában, az új munkahelyek létesítésében.

Mások érvelése szerint az állami beavatkozás sokkal eredményesebb módját képviselné a befektetők jogainak erőteljesebb érvényesítése, mivel az megszilárdítaná a magánfinanszírozók pozícióját (*Leleux és szerzőtársai* [1998]). Az állami részvételre a kockázati tőke-piacon tehát azért van szükség, mert az *állam nem képes a befektetők megfelelő jogi védelmét ellátni*. E kutatók úgy találták, hogy azokban az országokban, ahol az állami beavatkozás erőteljesebb, ott a kockázati tőke-ágazat mérete kisebb.

Végül a tőkekínálat állami eszközökkel történő javítása ellen szól a kockázati tőke-befektetések egyre erőteljesebb *nemzetköziesedése* is. Hiába ösztönzi az állam a kockázati tőke-kínálat növekedését egy országban, ha a finanszírozók számára más országokban sokkal jobb lehetőségek nyílnak a befektetésre (*Baygan-Freudenberg* [2000]). Ezzel szemben a keresleti oldalt előmozdító kormányzati lépések, így a vállalkozó kedvet fokozó intézkedések, az infrastruktúra fejlesztése még a külföldi kockázati tőke-finanszírozók befektetéseit is az országba tudják vonzani.

Különösen sok kritika éri az állam *közvetlen* kockázati tőke-piaci szerepvállalását, azaz amikor a költségvetési forrásokból létrehozott befektetési szervezetek a magánbefektetők versenytársaiként lépnek fel a piacon. A kutatók e módszereket elsősorban azok *kiszorító hatása* miatt bírálják (*O'Shea* [1996], *Leleux és szerzőtársai* [1998]). Ekkor ugyanis az állam fellépésével elnyomhatja, lassabb fejlődésre kárhóztathatja a kockázati tőke-ágazat magánforrásokkal dolgozó szereplőit. Azokban az esetekben, amikor az állam a piacinál

<sup>2</sup> A *Bank of England* [2001] jelentése szerint az Egyesült Királyságban például a high-tech vállalkozások esetében nem bizonyosodott be egyértelműen a piac nem kielégítő működése.

puhább követelmények mellett vállalkozik befektetésre, a magánfinanszírozók orra elől halászhat el olyan projekteket, amelyeket a magánszféra amúgy is finanszírozott volna (Lerner [1999]). A kiszorító hatás érvényesülése elsősorban attól függ, hogy az állami beavatkozásra a *támogatott vagy a fenntartható* programok logikája szerint kerül-e sor (vö. Kállay [2002]). Amennyiben a támogatás a piacon érvényesülőnél kedvezőbb feltételek mellett, adminisztratív elosztással történik, a kiszorító hatás érvényesül. Ha az állami forrásokból a befektetésekre piaci feltételek mellett, piaci automatizmusok szerint kerül sor, azaz ha az állami szektor ugyanúgy viselkedik, mint a magánszektorbeli befektetők, nem áll fenn a piac torzításának kockázata. Manigart-Beuselínck [2001] az európai piacokon a közvetlen állami finanszírozást elemezve nem tapasztalta a kiszorító hatás jelentkezését.

A bírálatok egyöntetűen az állami beavatkozás negatívumaként említik, hogy a finanszírozási konstrukciók rengeteg *visszaélésre* adnak módot (Florida-Smith [1993], Leleux és szerzőtársai [1998]). A személyi és politikai összefonódások és szándékos visszaélések eredményeként a kedvezmények sokszor nem a támogatni kívánt vállalati körhöz kerülnek, így a központi forrásokat nem a társadalom számára hasznosan költik el. Különösen igaz ez azon támogatási megoldások esetében, ahol nincsenek egyértelműen megállapított kritériumok, s ritkán vagy nem kerül sor az állami befektetők ellenőrzésére.

A témával foglalkozó kutatók hangsúlyozzák, hogy az állam, illetve annak állami alkalmazásban lévő kockázatitőke-kezelői *nem tudnak kockázati tőkésként gondolkodni* (Leleux és szerzőtársai [1998]). Az állami kockázatitőke-kezelők ösztönzési rendszere is sok esetben eltér a magántőkével dolgozó befektetések kezelőitől. Az állam kockázati tőkésként is szükségszerűen a nagyobb, már jelentősebb múlttal rendelkező, több embert foglalkoztató, politikailag érzékenyebb cégeket finanszírozza, mint a jelentős vívmányokat ígérő, ám bizonytalan kilátásokkal kecsegtető kicsiket. A kormányzati gondolkodás logikája nem egyeztethető össze a kockázati tőkések portfólióban való gondolkodásával sem, amely a források kifejezetten egyenlőtlen elosztását kívánja meg (Florida-Smith [1992]). Azaz amikor néhány sikeressé váló cég érdekében a portfólióban lévők közül másokat magukra kell hagyni. Ellentétes a politika és a kockázati tőke beállítódása a bukás, a csőd kezelésében is. A költségvetésből származó források egy részének szükségképpen sikertelen vállalatokhoz kerülését, ami a kockázati finanszírozás velejárója, politikailag is nehéz elfogadtatni. Ugyancsak nehezen egyeztethető össze a választási ciklusokhoz illeszkedő rövid távú siker felmutatása a kockázati tőke türelmes természetével, amely lehetővé teszi a befektetések akár 5-7 év alatti beérését (Eisinger [1993]).

Végül a kormányzati programok eredményességének *értékelése* önmagában is kérdéses. Részben már a célok megfogalmazása sem egyértelmű, a programok nem tartalmaznak olyan kritériumokat, amelyek teljesülésével mérhető lenne azok eredménye. Rendszerint azok az adatok is hiányoznak, amelyek szükségesek a teljesítmény értékeléséhez (Eisinger [1993]). Az eddig elkészült vizsgálatok<sup>3</sup> többsége egy-egy állami konstrukció hatását azzal mérte le, hogy a beavatkozás mekkora költséggel hány munkahelyet teremtett, milyen hatással volt a vállalkozások túlélési rátájának alakulására, milyen hozamot produkáltak a befektetések, az állami részvétel kiváltotta-e új magántőkealapok piaci megjelenését. Az egyes országok programjainak eredményességét azonban rendkívül nehéz

<sup>3</sup> Lásd például: Lerner [1999] az egyesült államokbeli Small Business Innovative Research (SBIR) programról; Florida-Smith [1993] a Small Business Investment Companies (SBIC) szerepéről; Leleux és szerzőtársai [1998] az európai kormányok közvetlen állami kockázatitőke-finanszírozásáról; Eisinger [1993] az amerikai tagállamok állami kockázatitőke-programjairól; McGlue [2002] az European Investment Fund (EIF) értékeléséről; Murray-Marriott [1998] az EU European Seed Capital Pilot Action Initiative kezdeményezéséről és az Innovation and Technology Equity Capital (I-TEC) rendszerről.

összehasonlítni. A célok sokfélesége, az ezekhez rendelt sikermutatók hiánya, a méréshez szükséges adatok megbízhatatlansága tág teret nyújt az értékelést végzők érdekeitől függő eredmények kimutatására. Egy-egy országban az állami beavatkozás eredményességének leméréséhez ráadásul egyidejűleg kellene mérlegelni a közvetett és a közvetlen finanszírozási konstrukciók hatékonyságát és hatását, ilyen jellegű komplex felmérések viszont nem készülnek.

A fentiek ismeretében végeredményben *nem dőlt el* az az alapvető elméleti kérdés, hogy szükség van-e egyáltalán az állam részvételére a kockázati tőke-piacon. A legtöbb európai országban az állam a hagyományoktól függően valamilyen formában, közvetlen vagy közvetett módon befolyásolja a kockázati tőke-piac működését, s e beavatkozás tartalma, módszere és erőssége az éppen kormányon lévő pártok gazdaságpolitikai orientációjától, illetve a gazdasági konjunktúra állapotától függően folyamatosan változik. A jellemző azonban mégis az, hogy Európában az állami támogatások zömét részvénytőke-hozzájárulásként nyújtják kockázati tőke-alapoknak (*McGlue* [2002]).

A *közvetett* megoldások rendkívül sokszínűek, az állami szerepvállalás *közvetlen* formájára vonatkozó elvekben már konszenzus született. Lényegében a „kollektív bölcsesség” megnyilvánulásának tekinthető az Európai Uniónak a kockázati tőke-piac ösztönzését célzó, állami támogatással kapcsolatos állásfoglalása (*EVCA* [2000], *Sloccock* [2001]).<sup>4</sup> Az EU szerint az állami finanszírozásnak egyidejűleg kell szolgálnia a piac tökéletlen működése folytán háttérbe szorult vállalkozásokat és a magántulajdonú kockázati tőkeszektor fejlődését. Ez úgy oldható meg, ha az állami támogatás a magánfinanszírozók tőkennyújtására épít, azok tőkeforrásaival társul. A *társfinanszírozással* létrejövő intézményeknek üzleti alapon kell meghozniuk befektetési döntéseiket, mivel csak így kerülhető el az állami források életképtelen befektetésekbe helyezése. Az állami finanszírozás magántőkéhez kapcsolásakor a források kezelésével is a magánszektor nagy tapasztalatokkal és jártassággal rendelkező kezelőit célszerű megbízni, akiknél szorosan összekapcsolódik a befektetési teljesítmény és a javadalmazás. A befektetők közötti verseny torzításának csökkentését célzó biztosíték a preferenciális feltételek elérhetőségének nyilvános meghirdetése. Hasonló célja van a folyamatos ellenőrzés megkövetelésének, illetve az olyan befektetési konstrukcióknak, amelyek a veszteség és a nyereség keletkezésében is kizárják az állam és a magánbefektetők közötti jelentős aránytalanságot.

### Az állami beavatkozás nagyságrendje

A legfrissebb, 28 európai országra vonatkozó nemzetközi adatok szerint (*EVCA* [2002]) 2001-ben a kockázati befektetők 24,3 milliárd euró összeggel több mint 8100 céget finanszíroztak. Hogy ebből mennyi befektetést finanszíroztak az európai kormányok, és mennyit a magánbefektetők, azt az adatokból nem lehet megállapítani. Mindössze az tudható, hogy Európában a kockázati tőke-befektetési céllal évente összegyűjtött tőkének a kilencvenes évek második felében átlagosan mintegy 5 százaléka származott az államtól. Az állami ügynökségek részaránya a 2001-ben *kockázati céllal odaigért tőkén belül* valamivel magasabb volt, *elérte a 6 százalékot*.

Tekintettel arra, hogy az állam rendszerint a hagyományos, azaz a kivásárlások nélküli kockázati tőke-befektetéseket támogatja, a kivásárlások részaránya pedig Európában igen

<sup>4</sup> Ezen elvek alapján alakították ki az Európai Unió közösségi szintű, a tagországok kockázati tőke-ágazatainak fejlődését ösztönző programjait. Ezek közé tartozik többek között az European Investment Fund (EIF), az European Technology Facility (ETF), az Innovation and Technology Equity Capital (I-TEC), valamint a Seed Capital Action (SCA) kezdeményezés.

magas – 2001-ben 45 százalékos volt –, a teljes kockázatitőke-ágazatban való 6 százalékos állami részvétel a kivásárlásokon kívüli kockázatitőke-szektor forrásainak akár 10 százalékat is elérheti. Sőt, a piac egyes területein – így a magvető és korai stádiumban tartó cégek finanszírozásánál – még ennél is nagyobb hányadú lehet (vö. *McGlue* [2002]).

Az európainál jóval fejlettebb kockázatitőke-iparral rendelkező Egyesült Államokban az állami forrásból származó kockázati tőke részaránya a kivásárlások nélküli kockázati tőkéből az európainál alacsonyabb. Becslések szerint a kilencvenes évek elején, amikor pedig még igen sok állami kockázatitőke-program működött, az e konstrukciók keretében kezelt tőke volumene 180 millió dollárt tett ki, miközben az összes kockázatitőke-befektetés nagyságrendje 40 milliárd dollárt ért el. Vagyis a teljes *állami hozzájárulás volumene az összes befektetésnek akkor is mindössze közel 0,5 százalékát adta* (*Eisinger* [1993]). Mivel azonban az állami részvétel a teljes kockázati befektetésen belül Amerikában sem egyenletesen oszlik meg, hanem a magvető és induló cégekre koncentrál, e szegmensben belül az állami források súlya jóval magasabb volt.

Az országok közötti *összehasonlításra* kizárólag az évente állami forrásokból *közvetlenül* kockázatitőke-befektetési céllal odaígért források esetében van mód. Az adatok a kockázatitőke-ágazat számára évente összegyűjtött új tőkének források szerinti megoszlását jelzik, tehát *nem az adott évi tényleges befektetések források szerinti megoszlását*. A statisztikákból az sem olvasható ki, hogy a különböző fejlődési stádiumban tartó vállalkozásoknak jutó kockázati tőke mekkora hányada származik az államoktól. Holott a gazdaságpolitikai döntéshozók számára éppen az utóbbi adat ismerete lenne fontos.

A *közvetett* állami hozzájárulás nagyságáról még *hőzzávetőleges* adatok sem állnak rendelkezésre. Ez nem véletlen, hiszen nagyon *körülmenyes* összegezni azon adókedvezmények nyújtása nyomán kieső állami jövedelmeket, amelyeket a kockázatitőke-befektetések ösztönzésére nyújt az állam. Ehhez még hozzá kell adni azokat a – kedvezményes hitelek és garanciák kapcsán kieső – kamatbevételeket vagy költségvetési kiadásokat, amelyeket az állam a kockázatitőke-finanszírozók tőkeerejének növelése, illetve a befektetők kockázatának csökkentése érdekében nyújt. Elvileg számszerűsíthető az az összeg is, amellyel a befektetők költségeit az állam utólagos visszatérítésként csökkenti. Az elvi lehetőség ellenére ilyen jellegű statisztikák nemzetközi összehasonlításban nem állnak rendelkezésre, csupán egy-egy ország egy-egy állami ügynökségének tevékenységére vonatkozóan találhatók adatok.

### A magyarországi kockázatitőke-ágazat

A rendszerváltást követő évtizedben Magyarországon regionális összehasonlításban *fejlett kockázatitőke-ágazat* jött létre,<sup>5</sup> s az ezredfordulóra Magyarország a kockázati tőke *kelet-közép-európai központjává* vált. Erre utal, hogy a magyarországi székhelyű alapkezelők 2001-ben végrehajtott befektetéseinek fele már külföldi vállalkozásokhoz került. A magyar piacon jelen van az összes olyan globális és regionális kockázatitőke-alap, amely a régió iránt érdeklődik. A kockázati tőke hazai kínálatát a kilencvenes évek második felében már e befektetők tőkéje uralta, s megjelenésükkel Magyarország bekerült a kockázati tőke nemzetközi áramlásába. A regionális alapoknál jóval korábban, már a rendszerváltás idején megjelentek a határozott időre létrehozott, csak Magyarországra szakosodó országalapok, valamint a hazai tőkét mobilizáló befektetési társaságok. Az ezredforduló idejére a nemzetközi trendekbe illeszkedően a hazai piacon új szereplőként jelentek meg

<sup>5</sup> Ezt szimbolikusan jelzi, hogy az ágazat érdekképviselőjét ellátó Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (MKME) már 27 befektetési alap, illetve társaság, 30 tanácsadó cég, valamint 13 egyéni tag alkotja.

a technológiai cégekre szakosodó befektetők. Ugyancsak ekkorra vált érzékelhetővé a magánszemélyként kockázatitőke-finanszírozással foglalkozó úgynevezett üzleti anyagok tevékenysége, bár szerepük még mindig elenyésző.

A sokféle befektető jelenléte a kockázatitőke-piacon jelentősen javította a magyar vállalkozások esélyeit, ám korántsem jelenti azt, hogy a magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutása megoldódott volna. Míg a nagyobb vállalkozások megfelelő projektek esetén válogathatnak a finanszírozók között, a *kisebb méretű, induló cégek nehezen találnak finanszírozót*. Főként azok, amelyek nem kívánnak a nemzetközi piacon is megjelenni termékeikkel, s az intézményes kockázatitőke-piaci befektetők hozamkövetelményeinél szerényebb ígéretekkel jelentkeznek. Elsősorban az üzleti anyagok által nyújtott, viszonylag kisebb összeget kínáló befektetőt kereső cégek helyzete nehéz.

A kockázatitőke-ágazat működését jellemző *adatok jelenleg nem alkalmasak* arra, hogy az ágazat szerkezeti jellemzőit, működésének hatékonyságát bemutassák. Csak az évtized végére oldódott meg a befektetések és kiszállások adatainak évenkénti összesítése,<sup>6</sup> ám a legfontosabb mutatók alakulását, így különösen a befektetők által elért hozamokét változatlanul homály fedi. A kockázatitőke-állomány nagyságára és az ágazat által az elmúlt évtized során finanszírozott vállalkozások számára vonatkozóan csak becslések vannak. Nem készült még felmérés arról sem, hogy a kockázati tőke a magyar gazdaság fejlődésére milyen hatást gyakorolt. Hiányzik mindennemű vizsgálat, amely feltárta volna, hogy mely piaci szegmensbe tartozó vállalkozások számára nem nyújt a kockázatitőke-ágazat megfelelő mennyiségű tőkét. Így értelemszerűen az állam esetleges szerepvállalásának szükségességét sem támasztják alá adatok.

A Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (MKME) becslése szerint 1995-ben a magyar kockázatitőke-ágazat 400 millió dolláros nagyságrendjéből a már befektetett tőke 250 millió, a befektetésre váró tőke 150 millió dollárt tett ki. 1998-ra a kockázatitőke-ágazat mérete már elérte az 1,2 milliárd dollárt. Ezen belül a befektetések értéke közel 780 millió dollár, a befektetésre váró tőke pedig mintegy 440 millió dollár értékű volt. Figyelembe véve az 1999-ben megvalósított 41 millió dolláros, a 2000-ben elért 103 millió dolláros és a 2001-ben végrehajtott 64 millió dolláros befektetéseket, 2001 végére a *magyarországi* ténylegesen befektetett *kockázatitőke-állomány nagysága 1 milliárd dollárra* becsülhető. Ez az összeg az évtized során az országba érkezett közvetlen külföldi tőkebefektetések 5 százalékának felel meg.

A 2000. év a nemzetközi tendenciáknak megfelelően Magyarországon is minden tekintetben rekordot jelentett a kockázatitőke-befektetések szempontjából. Így a tranzakciók számát, a befektetett tőke összegét, valamint a piacon aktív alapok számát tekintve is. A 2001. év folyamán azonban a magyar kockázatitőke-piac is jelentős volumencsökkenéssel szembesült. A piac egyes szegmensei azonban az általános gyengülés ellenére tovább fejlődtek, így a korai fázisban tartó, új technológiát meghonosító cégek finanszírozása, valamint a már érett cégek tulajdonoscserejét elősegítő kivásárlási ügyletek jelentősen megélénkültek. A recesszió a hagyományos fejlesztésitőke-befektetéseket érintette a legérzékenyebben, e részpiacon a befektetők a 2000-ben kötött 17 ügylettel szemben 2001-ben csupán hármat realizáltak.

Mivel a korábbi években a piacon igen erőteljes eltolódás következett be a *fiatal, technológiai alapú* cégek finanszírozása javára, az ügyletek számának visszaesése ellenére ez a terület a befektetések között változatlanul jelentős maradt. A technológiai szektor

<sup>6</sup> Az MKME által készített becslések 1998-tól évente állnak rendelkezésre, az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (EVCA) pedig 1999-től méri fel – a finanszírozók bevallásán alapuló módszerrel – az évente az ágazatba kerülő friss tőke volumenét, valamint a befektetések és kiszállások éves nagyságát. Az 1999-es adatok még csak kísérleti jelleggel kerültek be az EVCA évkönyvébe, a 2000. évi számokat viszont már azonos módon kezelte az EVCA a fejlett európai országok adataival.



részaránya az ügyletek számát tekintve a 2000-ben elért 75 százalékról 2001-ben 50 százalékra mérséklődött. A fennmaradó 50 százalék a kereskedelem, élelmiszeripar és egyéb termelési tevékenység között oszlik meg. Az ügyletek értékét tekintve a technológiai szektor súlya jelenleg hozzávetőleg 30 százalék (MKME [2002]).

A technológiai boom lecsengésekor a kockázati tőke a vállalati szféra reorganizációja kapcsán került fontos szerephez. Ekkor már csak a tradicionális vállalatértékelési eljárások alapján is életképesnek tartott technológiai cégek kiinduló és további fordulóiban történő finanszírozására vállalkozott, ezt a funkciót azonban változatlanul betölti. Nem véletlen tehát, hogy a nemzetközi trendbe illeszkedően a korábban teljesen hiányzó *kivásárlási tranzakciók* is egyre inkább jellemzőjévé válnak a magyarországi kockázati tőke-ágazatnak. 2001-ben öt kivásárlási tranzakciót regisztráltak, ebből kettő tőzsdén jegyzett cég kivezetését takarta. A többi kivásárlás esetében stratégiai befektetőknek az anyavállalat nehézségei miatt bekövetkező vállalateladására került sor (MKME [2002]).

Az állami beavatkozások indokoltságának megítéléséhez az MKME felméréseinek elősorsban azok az eredményei adhatnak némi támpontot, amelyek a kockázati tőke-befektetések méret szerinti eloszlásáról tudósítanak. A *kisebb tranzakciók egyértelmű térnyerését* jelzi, hogy az egymillió dollár érték alatti tranzakciók részaránya a befektetések számából 1998 óta erőteljesen emelkedett. Az 1998. évi 0 százalékról ezen ügyletek súlya 2000-re 55 százalékot, 2001-re pedig 61 százalékot ért el. 2001-re az összes finanszírozási ügylet közel 80 százalékát a 2,5 millió dollár érték alatti kockázati tőke-befektetések tették ki Magyarországon. Az adatok tehát nem támasztják alá a kisebb befektetéssel járó ügyletek háttérbe szorulását. Ráadásul a felmérés eredményeinek értékelésekor azt is figyelembe kell venni, hogy a statisztika csak az intézményes kockázati tőke-ágazat szereplőinek adatközlésén alapul. Így nem tartalmazza az üzleti angyalok elmúlt években növekvő befektetéseit, amelyek értelemszerűen a kisebb méretű vállalkozásokat finanszírozzák.

### Állami beavatkozás a magyarországi kockázati tőke-ágazatba

Magyarországon az állam a kockázati tőkével már a nyolcvanas évek végén, azaz a rendszerváltás előtt kapcsolatba került, amikor maga az ágazat tulajdonképpen még nem is létezett az országban. Az állam az innováció finanszírozására úttörő módon két olyan *befektetési társaságot hozott létre*, amelyekből befektetőként a magyar műszaki fejlesztési eredmények kockázati tőkével történő finanszírozásának előmozdítását remélte. E befektetési társaságok azonban nem voltak életképesek. Mind az alacsony – 1-1,5 millió dolláros – tőkeerő, mind pedig a legkockázatosabb és leglassabban megtérülő befektetésekre fókuszáló stratégia megpecsételte sorsukat. Tőkeerejük gyorsan kimerült, s mivel az államtól nem kaptak újabb tőkét, ahhoz hogy életben maradjanak, szakítaniuk kellett a kisméretű, innovációt megvalósító magvető és induló cégek finanszírozásával, s más életciklusban tartó vállalkozásokba fektettek be. Emellett befektetési tevékenységüket üzleti szolgáltatások nyújtásával egészítették ki.

A rendszerváltást követő években a kockázati tőke-ágazatba történő *közvetlen* állami beavatkozás legfontosabb területét Magyarországon egy teljes mértékben állami tulajdonban lévő fejlesztési bank, a *Magyar Fejlesztési Bank* (MFB) által megvalósított kockázati tőke-finanszírozás jelentette. A hazai forrásokból származó kockázati tőkét befektető szervezetek közül az MFB finanszírozott legnagyobb összegekkel *reorganizációra szoruló magyar iparvállalatokat*. (A tényleges befektetések adatait a bank nem hozta nyilvánosságra.) Az üzleti helyett főként gazdaságpolitikai megfontolások és esetenként más szubjektív szempontok alapján kiválasztott cégekben az állami fejlesztési bank tulaj-

donossá válása átmenetileg csökkentette az eladósodás miatti feszültséget. A bank azonban hosszú távú fejlődésükhöz sem stratégiát, sem friss tőkét nem nyújtott, így e vállalatok finanszírozásának problémáját az állami részvétel többnyire nem oldotta meg.

A vállalati részesedések megvásárlásával az MFB nemcsak közvetlenül foglalkozott, hanem az állam regionális fejlesztési terveinek képviselőjeként több, vállalatirészesedésvásárlással foglalkozó *regionális fejlesztési társaságot* is létrehozott a kisebb méretű vállalkozások finanszírozására.<sup>7</sup> (A bank részvételével felállított 11 regionális fejlesztési társaság összes jegyzett tőkéje 1998-ban meghaladta a 27 millió dollárt, s ebből az MFB részesedése 76 százalékos volt.) E társaságok a kisebb méretű, induló és korai szakaszban tartó vállalkozások kockázati tőke-finanszírozását azonban viszonylag kevésbé módították elő. Egyrészt tevékenységüknek csak egyik részét jelenti a részesedésvásárlás. A befektetők a kockázati tőke-finanszírozás mellett olyan, kevésbé kockázatos és folyamatos bevételt jelentő tevékenységet is folytatnak, mint a pénzügyi tanácsadás, a vagyongazdálkodás, a felszámolás, a licenc- és know-how-vásárlás vagy a szabadalmaztatás (*Karsai* [1998]). A kockázati tőke-finanszírozás hatásfokát és eredményességét emellett a befektetési társaságok rendkívül kis – 3-4 millió dolláros – tőkeereje és az általuk alkalmazott konstrukció is csökkentette. Ez utóbbi ugyanis inkább tekinthető hitelnyújtásnak semmint tőkebefektetésnek.

A magyarországi kockázati tőke-befektető szervezetek magatartásáról egy nemrégiben készült elemzés (*Ludányi* [2001]) szerint e regionális fejlesztési társaságok más kockázati befektetőkhöz képest igen sok sajátos vonást mutatnak. Zárt befektetési konstrukciójuk fő jellemzője, hogy a tőkefinanszírozás a hitelfinanszírozáshoz közelít. Már a szerződés megkötésekor rögzítik a kivásárlás várható dátumát és árfolyamát, s a részesedésszerzést tulajdonosi hitellel kombinálják. Az ügylethez kapcsolódó biztosítékok gyakorlatilag megegyeznek a banki fedezetekkel. Ezért a regionális fejlesztési társaságokat a többi befektetőhöz képest gyorsabb és rugalmasabb döntési struktúra, kisebbségi tulajdon és a finanszírozott cégek gazdálkodásába való be nem avatkozás jellemzi. E társaságok számára a fentiekből következően nem vonzó egy olyan vállalat finanszírozása, amely hosszabb ideig csak fejlesztésre költ, majd kiugró árfolyamnyereséggel eladható lesz. A határozatlan idejű élettartamra létrehozott regionális fejlesztési társaságok menedzser-szerződéseiben mellőzik az árfolyamnyereségen alapuló ösztönzést.

Az állam és a kockázati tőke következő találkozására a kilencvenes évek derekán került sor, amikor a kormány határozatot hozott a kis- és középvállalati szektor fejlesztéséről. Az állam ezúttal nem a kockázati tőke-kínálat növelésének közvetlen megoldását választotta, hanem közvetett módon, a kockázati tőkét hazai forrásból nyújtani tudó szervezetek *működési feltételeinek javítását* célozta meg egy új törvénnyel. A kormányzati propaganda a kockázati tőkét a bankhitelek alternatívájaként állította be a jelentős szavazóbázist képviselő, finanszírozási gondokkal küszködő magyar kis- és középvállalkozók számára. A törvényjavaslat emellett valóban javítani kívánt a kockázati tőke-ágazat szabályozási keretein, s ettől a befektetések fellendülését remélte.

A törvényben megjelentetni szándékozott intézkedéseket kezdettől fogva igen erőteljes kritika érte. A törvényjavaslat ugyanis egyszerre akart bevezetni a kockázati tőke-ágazat korábban nem létező szabályozást, valamint a kis- és középvállalkozások kockázati tőke-finanszírozására vonatkozó kedvezményeket. A közelgő választások miatti sietségben a kockázati tőke-befektetésekről és -társaságokról a parlament által elfogadott *törvény* olyan kompromisszumos megoldásokkal született meg, amelyek előrevetítették annak *hatástalanságát*.

<sup>7</sup> 1997-ben az MFB egy olyan kockázati tőke-társaságot is létrehozott, amely magyar vállalkozások külföldi tőkebefektetéseit társtulajdonosként segíti elő.

A kockázatitőke-törvény megteremt a kockázatitőke-társaságnak és a kockázatitőke-alapnak mint szervezetnek a jogi formáját. Gondoskodik ezen intézmények törvényi felügyeletéről, s amennyiben a befektetők vállalják a működésükre vonatkozóan előírt számos adminisztratív korlátozás betartását, úgy meghatározott időre lehetővé teszi számukra az – egyébként érvényes 18 százalékos helyett – 0 százalékos társasági adókulcs alkalmazását, valamint lehetővé tesz kedvezményes veszteségszámolást és céltartalékképzést. Ha a finanszírozott vállalkozások meghatározott méretnél nem nagyobbak, akkor a törvény biztosítja, hogy a kockázati befektetők állami garancia igénybevételével csökkenthessék befektetéseik kockázatát. A törvényalkotók szándéka szerint ez utóbbi elem volt hivatott arra, hogy a kockázatitőke-befektetéseket az állam által preferált kis- és középvállalati szektor felé terelje. Kikerültek ugyanakkor a törvényből mindazon javaslatok, amelyek eredetileg további kedvezményeket nyújtottak volna a kockázati tőkéhez jutó kisebb vállalkozások számára. Azok a korlátozások azonban, amelyek a kedvezményekkel való visszaélések kivédésére kerültek be a jogszabályba – így például amelyek megszüntetik, hogy a befektetőknek tőkeerejük függvényében tőkéjük mekkora hányadát és mennyi idő alatt kell, illetve szabad befektetniük, továbbá hogy tőkerészesedésükhöz képest mekkora hitelt nyújthatnak a tulajdonukba került vállalkozásoknak –, a törvény teljes hatástalanságát okozták.

A kockázatitőke-törvény 1998-as hatályba lépése ellenére 2002-ig nem akadt egyetlen olyan finanszírozó sem, amely igénybe kívánta volna venni az abban kínált kedvezményeket, vállalva az ezzel együtt járó köztötségeket. A helyzet paradox voltát jelzi, hogy az előírások rugalmatlanságára hivatkozva, még maga az állam is a törvényt kikerülve hozta létre – háromból – két kockázatitőke-alapját 2002-ben.

Az 1998-as kormányváltást követően az állam egy ideig nem avatkozott be a kockázatitőke-ágazat működésébe, a vállalkozások támogatását másfajta, igen kiterjedt ösztönző csomag kilátásba helyezésével és elindításával hirdette meg. A be nem avatkozás ellenére azonban a kormány *közvetve* erőteljesen *rontotta* a kockázati tőke működési lehetőségeit a tőzsde szerepének háttérbe szorításával. Ráadásul e hatás Magyarországon a világgazdasági recesszió hatásával és a technológiai boom kifulladásával egyidejűleg érvényesült.<sup>8</sup>

Az állami beavatkozás korábban fontos szereplője, az MFB részvétele a kockázatitőke-finanszírozásban időközben megszűnt, profiljában az infrastruktúra fejlesztése háttérbe szorította a reorganizációs szerepet. Az állami kockázatitőke-finanszírozás bázisaként az állam egy másik intézményt, az ugyancsak állami tulajdonú *Regionális Fejlesztési Holding Rt.-t* (RFH) hozta létre. Ez részben átvette az MFB tulajdonában lévő regionális fejlesztési társaságokat és a bank vállalati részesedéseinek jelentős hányadát. A téma szempontjából ennél is fontosabb, hogy megbízást kapott az állam által finanszírozandó kockázatitőke-alapok felállítására.

A 2002. évi választások közeledtével a kormányzat a vállalkozók megnyerése érdekében ismét elővette eszköztárából a jól propagálható kockázati tőkét. Ezúttal azonban nem a kockázatitőke-finanszírozás feltételrendszerének javítását vette tervbe, így nem változtatott a működésképtelen törvény előírásain sem, hanem három – részben állami forrásokkal ellátott – *kockázatitőke-alap felállítását* hirdette meg. Úgy vélte, hogy a kisebb méretű, életük korai szakaszában tartó vállalkozások számára nem kielégítő a kockázati tőke kínálata Magyarországon, ezért azt állami eszközökkel javítani kell. Úgy ítélte meg, hogy a kisebb cégek mellett a multinacionális cégek számára potenciálisan beszállítótá váló vállalkozások, továbbá az informatika területén működő cégek tőkeellátásának javítása indokolt, ezért a három tervbe vett kockázatitőke-alap kifejezetten e vállalkozások kockázatitőke-finanszírozási esélyeit kívánta javítani.

<sup>8</sup> Közvetve negatív üzenete volt a kockázatitőke-ágazat számára például a tőzsdei cégek (gáz, gyógyszer) árképzésébe történő esetenkénti hatósági beavatkozásoknak, a tőkeszámlán nyilvántartott értékpapírok árfolyamnyeresége utáni korábban 0 százalékos forrásadó 20 százalékra emelésének, valamint a magán-nyugdíjpénztári befizetések befagyasztásának a munkabérek 6 százalékos szintjén.

Az állam az első kockázatitőke-alapot, pontosabban kockázati tőke befektetésével foglalkozó részvénytársaságot *Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Rt.* néven 3,5 milliárd forintos saját tőkével 2001 decemberében hozta létre hét kereskedelmi bank részvételével. Az állami tulajdon aránya a befektetési társaságban ennek ellenére meghaladja a 95 százalékot, mivel az alapító bankok közül mindössze három tartozik a magánszférába. A befektetési társaság az 50 főnél kisebb vállalkozások tőkeemelésével való finanszírozását tervezi. Ennek keretében maximum 50 millió befektetést nyújt 3–5 évre úgy, hogy részesedése ne haladja meg a finanszírozott cég tőkéjének 25 százalékát. A felek már a befektetéskor rögzítik, hogy a finanszírozót kiszálláskor a vételi árnál az inflációt meghaladóan 5 százalékos ár fogja megilletni. Ugyancsak a befektetési megállapodás része a sikertelen gazdálkodás esetén a többi tulajdonosra vonatkozó vételi kényszer. A finanszírozandó vállalkozások körét szűkíti, hogy azok kizárólag az alapan részt vevő bankok ügyfelei legyenek, s amelyekre a bankok tesznek javaslatot. Az általuk kapható tőke összege sem haladhatja meg a bank hitelét.

A második, kockázati tőke befektetésével foglalkozó részvénytársaságot *Beszállítói Befektető Rt.* néven 2002. március végén 2,5 milliárd forintos jegyzett tőkével – kizárólag költségvetési forrásból – hozta létre az állam. A társaság működtetésével az állam a magyar beszállító vállalkozások piaci pozícióját akarja tőkeellátás útján javítani. A befektetési társaság ezért a beszállító vagy bizonyíthatóan azzá váló kis- és középvállalkozásokban fog, üzleti döntés nyomán, 50 és 250 millió forint közötti befektetéssel 25–49 százalékos kisebbségi tőkerészesedést szerezni, előre meghatározott 3–7 évnyi időszakra. A felek már a részesedés megszerzésekor megállapodásban rögzítik a kiszállás feltételeit. Az várható éves hozam az infláció feletti 5 százalék, ami a számítások szerint fedezi a befektető működési költségeit, valamint a befektetett tőke értékállóságát. A tervek szerint hosszabb távon a veszteségeket a hozamok majd kiegyenlítik. A társaság egyelőre a szóba jöhető projekteket vizsgálja, ám az már kiderült a számára, hogy a befektetési összeg 50 millió forintos alsó határa – a kisebbségi tulajdonhányad előírása mellett – sok, egyébként alkalmas céget kirekeszt a lehetséges ügyfelek közül.

A harmadik állami kockázatitőke-alapot az állam hárommilliárd forintos induló tőkével *Informatikai Kockázati Tőkealap* néven 2002 nyarán hozta létre. Ez az első olyan alap, amely a kockázatitőke-törvény előírásai szerint fog működni. A magyar kis- és középvállalkozásoknak klasszikus kockázati tőkét nyújtó alap iparági alapként fog funkcionálni, mivel kizárólag az informatikai és a távközlési szektorba fog befektetni. Az egy-egy cégbe befektetett tőke nagysága 50 és 450 millió forint között fog mozogni. Kisebbségi tulajdont kíván szerezni induló vagy működő cégekben 3–6 évre úgy, hogy kiszállásnál a tulajdonostársakon vagy a menedzsereken kívül más befektetőnek is eladhatja részesedését, esetleg a tőzsdei értékesítés is szóba jöhet.

Amikor az állam költségvetési forrásból befektetési társaságokat, illetve kockázatitőke-alapot hozott létre, a kockázatitőke-kínálat növelésének legközvetlenebb módját választotta. Az alapok felállításához eredetileg *magánfinanszírozók tőkéjét is meg akarta nyerni*, ám az ezzel kapcsolatos kísérletek kudarcot vallottak (vö. *Napi* [2001], *VG* [2001]). A választások közeledtével pedig már nem maradt idő további tárgyalásokra. Az állam elképzelései között azonban nem szerepelt a korai fázisban lévő kisvállalkozások finanszírozására vállalkozó *magántőkealapok tőkéjének kibővítése állami forrásokkal*. Sőt, az állam befektetési társaságai, illetve alapja kezelését sem bízta jelentős szakmai jártasságú magánszférabeli kezelőkre.

Az állami befektetési társaságok inflációnál mindössze öt százalékkal magasabb hozamkövetelménye azt jelzi, hogy az állam a piacon érvényes 30–40 százalékos hozamnál sokkal puhább feltételek mellett vállalkozik a finanszírozásra. Várható, hogy befektetése iránt a vállalkozások körében rendkívül nagy kereslet fog mutatkozni. A meghirdetett feltételek ugyanakkor nem jelentenek biztosítékot arra, hogy a projektek közötti válogatás során az üzleti szempontok érvényesülnek. Emellett az állam által létrehozott befektetési szervezetek finanszírozási kondíciói erőteljesen emlékeztetnek a regionális fejlesztési társaságok által alkalmazott megoldásokra. Holott e befektetések zárt konstrukciói valójában *burkolt hitelezést*, s nem valódi kockázatvállalással járó tőkebefektetést takarnak.

Az is kétséges, hogy a befektetésekre induláskor rendelkezésre álló 10-14 millió dollár biztosítani tudja-e majd a befektetők önfenntartását. A privát kockázatitőke-piacon ugyanis közel húszmillió dolláros tőkeerő képviseli a profitorientált működéshez szükséges *üzemléteket* (vö. *Ludányi* [2001]). Ráadásul a viszonylag kis méretű ügyletek fajlagosan több ráfordítást fognak igényelni, mint a felmérésben szereplő magánbefektetők nagyobb projektjei. A siker valószínűségét némileg az is csökkenti, hogy a kisebb méretű, életük korai szakaszában finanszírozni kívánt vállalkozások *menedzselésébe* az állami finanszírozók nem kívánnak beavatkozni, erre apparátusuk sem készült fel. A tapasztalatok szerint viszont egyrészt éppen e cégek szorulnak különösen szakmai tanácsokra, másrészt szoros ellenőrzésük is kívánatos. Eredményes finanszírozásuk gyorsaságot és rugalmasságot, a tulajdonosok közötti hatékony kommunikációt igényel.

A 2002 májusában hivatalba lépett új kormány programja tartalmazza a *tőzsde fejlesztésének* tervét, ami határozott szakítást jelent az előző kabinet szemléletével. Ezt jelzi az árfolyamnyereség adójának 2003. januári eltörléséről hozott döntés, valamint a vállalatok tőzsdei bevezetésének megkönnyítésével, a hosszú távú befektetések kedvezőbb adózásával kapcsolatos intézkedések terve. Az előző kormány által már létrehozott, illetve közvetlenül beindítás előtt álló *kockázatitőke-alapok felállítását* az új kormány is helyeselte. A kormánypártok választási programjában is szerepelt a kockázati tőke támogatása állami eszközökkel. Egyelőre nem tudható, hogy ennek módszere mennyire fog eltérni az eddigiektől.

### Következtetések

A kockázatitőke-ágazatba való állami beavatkozás *vegyes* nyugati tapasztalatai arra intenek, hogy rendkívül nagy körültekintést igényel az állami részvétel kereteinek kidolgozása a kelet-közép-európai országokban. Ezen országokban a rendelkezésre álló költségvetési források volumene jóval kisebb, azonban a vállalatok tőkeéhsége nagyobb, a piacgazdaság intézményrendszere fejletlenebb, a gazdaságpolitikai lépéseket megalapozó információk szolgáltatása szegényesebb, miközben az állami beavatkozásnak komoly hágyományai vannak a piac kiszorításában.

A kockázati tőke lényegénél fogva *nem nyújthat általános érvényű megoldást* a bankhitelek alternatívájaként a kis- és közepes méretű vállalkozások hosszú távú finanszírozására. Ilyen értelemben valószínűsíthető, hogy a kockázatitőke-ágazat fejlődését szorgalmazó állami beavatkozás sem fogja azt eredményezni, hogy a kis- és középvállalati szektor sokkal nagyobb arányban jut majd olyan hosszú távú befektetésekhez, amelyek megszüntetnék e cégek tőkehiányát, illetve bankhitelekre való ráutaltságát. A kockázatitőke-ágazat fejlődése szempontjából az a meghatározó, hogy hogyan alakulnak a magánvállalkozások fejlődési lehetőségeit összességében befolyásoló makrogazdasági feltételek, s csak ezután kap szerepet a kockázatitőke-befektetők megfelelő szabályozása. Mivel a kockázati tőke alapvetően piaci kategória, s igen mobil, megfelelő projektek esetén valószínűsíthető a finanszírozók jelentkezése. Mind a jogalkotás, mind a központi forrásbiztosítás még piacokonform megoldások esetén is csak korlátozott mértékben képes az ágazat működését a kívánt irányba befolyásolni. A kockázatitőke-szektor *önfejlődése* kiegészíthető, de nem helyettesíthető.

Az eddigi magyar gyakorlat azt jelzi, hogy a kis- és középvállalati szektor kockázati tőkéhez jutásának esélyeit javító *kormányzati intézkedések a kínálati oldal viszonylag egyszerű, gyors, kevés költségvetési forrást bevonó és jól reklámozható javítására helyezték a hangsúlyt*. Ez kevés tényleges változást hozott, miközben a keresleti oldal problémáinak feltárására és kezelésére még kísérletek is alig történtek. A tapasztalatok azt

mutatják, hogy a kormány igyekezete a kockázatitőke-piac fejlesztésére éveken át sokkal inkább *politikai*, mint gazdasági célokat szolgált. Az állami beavatkozást nem előzte meg a magán kockázatitőke-piac működésének, hatékonyságának és hiányosságainak elemzése. Az állam hatósági szerepkörében olyan törvényt alkotott, amely a piaci szereplők számára betarthatatlannak és így *érdektelennak* bizonyult. A kockázatitőke-ágazat kínálatának állami forrásokkal való növelésére irányuló erőfeszítések mindeddig ugyancsak *hatástalanok* voltak. Az állam által kiválasztott vállalkozások körének hatékony finanszírozását egyaránt akadályozta a költségvetési források szűkössége, valamint a tőkebefektetésre kidolgozott konstrukciók jellege.

Miközben a magyarországi kockázatitőke-piac a régióban vezető szerepre tett szert, s tevékenysége pontosan követte a nemzetközi folyamatokat, az ágazat bővítésére irányuló legutóbbi állami intézkedések nem kecsegtetnek sok sikerrel. Az új befektetési szervezetek *nem felelnek meg* az Európai Unió által kidolgozott elveknek sem. Az Unió követelményeinek egyaránt ellentmond a magán kockázatitőke-befektetők kihagyása a társfinanszírozói szerepből, a magán tőkealap-kezelők mellőzése a befektetések kezelésében, a piacinál puhább befektetési kondíciók megállapítása, valamint a szelekciós döntések kritériumainak hiányos nyilvánossága. A profitorientáltság felpuhulása a kockázatitőke-finanszírozás lényegét veszélyezteti, az állam által támogatott konstrukciók piactorzító hatásúak lehetnek.

Az állam az általa fontosnak tartott területeken *nem tudta vonzóvá tenni* a befektetéseket a magánszféra számára. Az állami részvétel Magyarországon sokkal inkább a kockázatitőke-piac *helyettesítését*, nem pedig a fejlesztését eredményezi. Erre utal az állami eszközökkel létrehozott alapok gazdaságos működését kérdésessé tevő üzemméret, a projekteket kiválasztó és menedzselő munkatársak ösztönzésének homályos rendszere, a projektek kiválasztási kritériumainak végiggondolatlansága, az inkább hitelezésre, semmint tőkerészesedés-vásárlásra emlékeztető befektetési konstrukciók alkalmazása, az üzleti alapú döntések meghozatalának hiányzó feltételei. Várható, hogy az új befektetők vállalkozók általi megrohamozása azok forrásainak gyors kimerüléséhez vezet, s így az állami szándék érvényesítése a jövőben újabb költségvetési forrásokat fog igényelni.

Kevéssé érzékelhető ugyanakkor az állam részéről az üzleti angyalok hálózatai, valamint az üzleti inkubációs központok támogatására irányuló erőteljes törekvés. Holott éppen e szervezetek alkalmasak arra, hogy társfinanszírozóként – üzleti alapon – kielégítsék annak a kis- és középvállalkozói körnek a tőkeigényét, amelynek finanszírozását az állam annyira szorgalmazza.

A kis- és középvállalati szektor tőkeellátásának javítását – az eddigi gyakorlattal szakitva – elsősorban az *állami és a magánbefektetők társulásával* történő kockázatitőke-finanszírozással kellene elősegíteni. Megfelelő érdekelttségű professzionális kezelőkre bízva a források befektetését, nagy nyilvánosságot biztosítva a kedvezmények igénybevételi lehetőségeinek, kevés lehetőséget hagyva a politikai hatások és adminisztratív beavatkozások számára. Az induló vállalkozások és az innovációs programok kezdeti szakaszának finanszírozását közvetett módon elsősorban az *üzleti angyalok hálózatai és inkubációs központok* jelenleginél sokkal erőteljesebb támogatása segíthetné elő, amely a vállalkozók felkészítése és az ajánlatok előszűrése mellett megkönnyítené a befektetők és a befektetési javaslatok egymásra találását.

### Hivatkozások

- AERNOUDT, R. [1999]: European policy towards venture capital: myth or reality? *Venture Capital*, Vol. 1, No. 1. 47–57. o.
- BANK OF ENGLAND [2001]: *Financing of Technology-Based Small Firms*. Bank of England, Domestic Finance Division, London, február, 106. o.

- BAYGAN, G.–FREUDENBERG, M. [2000]: The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy. OECD, DSTI Working Papers, No. 7. december 19. 54. o.
- BOTTAZZI, L.–DA RIN, M. [2002]: Venture capital in Europe and financing of innovative companies. Economic Policy, április, No. 34. 229-269. o.
- EISINGER, P. [1993]: State venture capitalism, state politics, and world of high-risk investment. Economic Development Quarterly, Vol. 7. Issue 2. május, 131–140. o.
- EVCA [2002]: 2<sup>nd</sup> highest year for the European Private Equity Industry. Press Release. European Private Equity & Venture Capital Association, Brüsszel, május 28. 8 o.
- FLORIDA, R.–SMITH, D. F. [1993]: Keep the Government Out of Venture Capital. Issues in science and technology, nyári szám, 61–68. o.
- KÁLLAY LÁSZLÓ [2002]: Paradigmaváltás a kisvállalkozás-fejlesztésben, Közgazdasági Szemle, Vol. XLIX. 7–8. sz. 557–573. o.
- KARSAI JUDIT [1997]: A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. Közgazdasági Szemle, Vol. XLIV, 2. sz. 165–174. o.
- KARSAI JUDIT [1999]: A megfontoltan kockáztató tőkések. Kockázati tőke-befektetések Magyarországon. Közgazdasági Szemle, Vol. XLVI, 9. sz., 789–812. o.
- KARSAI JUDIT [1998]: The Appearance of Venture Capital in the Hungarian Market and its Participation in Innovative Processes. HFEP Research Booklet No. 9. Hungarian Foundation for Enterprise Promotion and its Network, Budapest, 27 o.
- LAWTON, TH. C. [2002]: Missing the target: assisting the role of government in bridging the European equity gap and enhancing economic growth. Venture Capital, Vol. 4. No. 1. 7–23. o.
- LELEUX, B.–SURLEMONT, B.–WACQUIER, H. [1998]: State versus Private Venture Capital: Cross-Spawning or Crowding-out? A Pan-European Analysis. Working Paper, Babason College, 14. o.
- LERNER, J. [1999]: The government as venture capitalist: the long-run impact of the SBIR program. Journal of Business, 72, No. 3. július, 285–318. o.
- LUDÁNYI ARNOLD [2001]: A tőkeerős és az alapítói háttér hatása a kockázati tőke-szervezetek befektetési magatartására, I-II. Közgazdasági Szemle, Vol. XLVIII, 7–8., 9. sz. 659–672. és 779–798. o.
- MANIGART, S.–BEUSELINCK, CH. [2001]: Supply of Venture Capital by European Governments. Working Paper 2001/111. augusztus, Universiteit Gent, Faculteit Economie en Bedrijfskunde, Gent, 20 o.
- MCGLUE, D. [2002]: The funding of venture capital in Europe: issues for public policy. Venture Capital, Vol. 4. No. 1. 45–58. o.
- MKME [2002]: Évkönyv 2002. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest, 67 o.
- MURRAY, G.–MARRIOTT, R. [1998]: Why has the Investment Performance of Technology-Specialist, European Venture Capital Funds been so Poor? Research Policy, 27. 947–976. o.
- MURRAY, G. [1998]: A Policy Response to Regional Disparities in the Supply of Risk Capital to New Technology-Based Firms in the European Union: the European Seed Capital Fund Scheme. Regional Studies, 32. 405–419. o.
- MURRAY, G. [1999]: Early-stage venture capital funds, scale economies and public support. Venture Capital, Vol. 1. No. 4. 351–384. o.
- NAPI [2001]: A PM tőkejuttató társaságot tervez a kis- és középvállalkozásoknak. Napi Gazdaság, május 14.
- OECD [1997]: Government Venture Capital for Technology-Based Firms, OECD, GD(97)201. Párizs, 34. o.
- O'SHEA, M. [1996]: Venture Capital in OECD Countries. Financial Market Trends, No. 63. február, 15–37. o.
- SLOCOCK, B. [2001]: Commission adopts communication on state aid and risk capital. Competition Policy Newsletter, No. 2. június, 3. o.
- VG [2001]: A magántőke habozik. Világgazdaság, július 13.