

A kutatás tartalmi összefoglalása

A kutatás fókuszában az *állam kockázatitőke-piaci szerepvállalásának* bemutatása állt. Az állam szerepvállalásáról készült korábbi elemzések elsősorban a fejlett kockázatitőke-piaccaal rendelkező országokban vizsgálták az állam kockázatitőke-piaci részvételét, ugyanakkor a fejletlenebb kockázatitőke-ágazattal rendelkező országok, így a *közép-kelet-európai régió* ez irányú tapasztalatai kevésbé voltak ismertek. Holott ezen országokban a válság hatása többnyire erőteljesebb volt, s az itteni kormányok - főként az Európai Unió hathatós támogatása révén - különösen nagy erőfeszítéseket tettek annak érdekében, hogy tőkeprogramjaik segítségével oldják a fiatal, innovatív cégek finanszírozási nehézségeit. E törekvéseket jelzi, hogy a közép-kelet-európai régióban létrehozott kockázatitőke-alapok forrásainak még 2015-ben, azaz a válság kitörése után hét évvel is több mint egyharmada nem a piacról, hanem állami szervezetektől érkezett. Az állami szerepvállalás régióbeli felpörgése főként az Európai Unióból érkező, a gazdaságfejlesztési programok keretében kockázatitőke-alapok finanszírozására fordítható források felhasználásának volt köszönhető. Az EU-programok kínálta lehetőségek kihasználásában *Magyarország* élen járt, ugyanis a legkorábban, a legnagyobb összeggel és a legnagyobb számban itt jött létre hibrid kockázatitőke-alap.

A - részben saját gyűjtésén alapuló - gazdag adatbázisra, a nemzetközi szakirodalomra, valamint a hazai folyamatok elemzésére támaszkodó kutatás az állami szerepvállalás válságot követő változását a kockázatitőke-piacon két vonatkozásban, szabályozói és befektetői oldalról vizsgálta. *Szabályozói* oldalról egyrészt bemutatta, hogy milyen hatást gyakorolt a kockázatitőke-piacra áramló tőkére a kockázatitőke-alapokba befektető intézmények vagyongazdálkodásának megszigorított szabályozása (a rendszerkockázat növekedésétől való félelem miatt), másrészt áttekintette, hogy hogyan érintette a kockázatitőke-piaci befektetéseket a kockázatitőke-alapok átláthatóbb működését célzó számos új rendelkezés. Az állam kockázatitőke-piaci szerepét vizsgáló kutatás másik vonulata az államot *befektetői* szerepben vizsgálta. Ennek keretében azt elemezte, hogy a kockázatitőke-befektetésekhez sokféle konstrukcióban kínált állami források milyen hatást gyakoroltak a - már a válságot megelőzően is - tőkehiánnyal küzdő, rendkívül kockázatos induló vállalkozások kockázati tőkével történő finanszírozására. A kutatás mindkét vonatkozásban kiemelt figyelmet szentelt a kelet-közép-európai régióknak, ezen belül Magyarországnak, ahol az állami beavatkozás a fejlett kockázatitőke-piaccaal rendelkező országokhoz képest hagyományosan erőteljesebb volt.

A kutatás során először a kockázatitőke-ágazatban működő alapok befektetőire, valamint ezen alapok kezelőire és befektetéseire vonatkozó előírások vizsgálatára került sor. Ezután a fejlett kockázatitőke-ágazattal rendelkező országokban bevezetett állami tőkeprogramok tapasztalati kerületek feldolgozásra, különös tekintettel azokra a tanulságokra, amelyekre a közép-kelet-európai országok hatóságai támaszkodhattak, amikor állami kockázatitőke-programjaikat megtervezték és elindították. A kutatás rávilágított, hogy a régió országainak miért nem sikerült az állami tőkeprogramok korábbról ismert tipikus hibáit elkerülni. A kutatás utolsó, fázisában az állam kockázatitőke-piaci részvételének magyarországi helyzetének vizsgálatára került sor; részletesen kitérve az itteni állami kockázatitőke-programok hátterére, működési feltételeire, szereplőire, a befektetések szabályrendszerére és eredményeire.

A kutatás tapasztalatai összességében azt jelzik, hogy a közép-kelet-európai kormányok által bevezetett tőkeprogramok magukon viselték mindazon pozitív és negatív vonásokat, amelyek a fejlett országok hasonló konstrukciójú programjait jellemezték. Az itteni országok nem feltétlenül spórolták meg a korábbi hibákat, ezt az Európai Unió előírásai sem mindig tették lehetővé. Ráadásul az EU és a nemzetállamok bürokratikus működése okozta gondok kiegészültek a régió paternalista-korrupciós hagyományaival, s azzal a ténnyel, hogy a kulturális-intézményi adottságokon nem lehet ugrásszerűen változtatni.

A kutatás módszere

A kutatás módszertanilag háromféle megközelítést alkalmazott. Egyrészt egy *adatbázist* állított össze a térségbeli hibrid kockázatitőke-alapok által kezelt tőke volumenéről. Az állami kockázatitőke-programok adatainak összegyűjtése a Közép-Kelet-Európai régióban azonban a tervezettnél sokkal több időt vett igénybe, tekintettel arra, hogy az érintett adatokat az állami kockázatitőke-programokat irányító szervezetek csak korlátozottan hozták nyilvánosságra. Az adatgyűjtés elvégzéséhez ezért a kutatási időtartamot — hivatalosan engedélyezett módon — meg kellett hosszabbítani, magát az adatgyűjtést a tervezettnél sokkal szélesebb körben kellett végrehajtani, kiterjesztve azt a programokban érintett kockázatitőke-alapok által közölt és az üzleti sajtóban megjelent hírek feldolgozásával. A kutatás feldolgozta az Európai Unió illetékes szervezetei, a kormányzati tőkeprogramok nemzeti irányító hatóságai, illetve az általuk létrehozott holding- és kockázatitőke-alapok kezelői, valamint az érintett kockázatitőke-egyesületek és tanácsadó szervezetek által közzétett jelentéseket, értékeléseket és e szervezetek honlapjain közzétett információkat. A nemzetközi és nemzeti szervezetek adatbázisaiból más módon nem kinyerhető információkat eredményező kézi adatgyűjtés nyomán kialakított, nemzetközileg is novumot jelentő adatbázis létrehozása elengedhetetlen volt az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalása nagyságrendjének megítéléséhez.

Az adatbázis révén összesített információk ellenőrzése érdekében elektronikus és személyes *konzultációkra*, valamint *mélyinterjúkra* került sor a téma régióbeli kutatóival, továbbá a régióbeli JEREMIE holding- és kockázatitőke-alapok kezelőivel. A magyarországi kockázatitőke-alapok kezelői esetében az interjúkat egy elektronikus *kérdőíves felmérés* is kiegészítette. A Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (HVCA) összesen 30, korai fázisú cégekbe történő kockázatitőke-befektetéssel foglalkozó tagszervezete számára elektronikusan kiküldött kérdőívre 13 kitöltött válasz érkezett vissza, azaz a válaszadási arány 43%-os volt.

A kutatás keretében kialakított adatbázisba összesen 76, a régióban felállított olyan kockázatitőke-alap adatait sikerült bevonni, amelyek létrehozásához az állam (részben vagy egészében) a 2007-2013 közötti európai uniós források terhére járult hozzá. Ezen alapok összesen 1,2 milliárd euró összegű tőkét kezelnek, s ebből az állami források több mint kétharmadnyi részt, azaz közel 820 millió eurót tesznek ki. Az adatbázisból kinyert adatokból többek között kiderült, hogy - az állam és a privát szféra együttműködésén alapuló új típusú együttműködés során, mint amelyek közé az Európai Bizottság által 2007-ben elindított ún. Jeremie kockázatitőke-program is sorolható -, az állami hozzájárulás nagyságrendileg 400 millió euró privát forrást is mozgósítani tudott a korai fázisú kockázatitőke-befektetések élénkítése érdekében a kelet-közép-európai régióban. A magyarországi Jeremie program kiemelkedő régiós súlyát érzékelteti, s egyúttal a jelen kutatás keretében itthon nyert tapasztalatok relevanciáját támasztja alá, hogy a vizsgált időszakban a régió majdnem minden második Jeremie alapja Magyarországon jött létre, a régióbeli Jeremie alapok tőkéjének több mint 40%-át képviselve.

A kutatás főbb megállapításai

I. Az állam szabályozói szerepének változása

Miközben a kockázati- és magántőke-ágazat hozzájárulása a válság elmélyüléséhez nem bizonyosodott be, a szabályozás e feltételezés miatti szigorítása ugyanakkor kedvezőtlenül hatott az ágazat — válság miatt amúgy is — megnehezült helyzetére, bár javította az iparág működésének átláthatóságát. A befektetők és az alapkezelők tevékenységének szigorúbb szabályozása csökkentette a hosszú távú forrásokat, növelte a befektetők és a befektetésekben közreműködő alapok költségeit, merevebbé tette a piac működését, s visszafogta az ágazatban résztvevők érdekeltségét.

Mivel az Európai Unió számára a kockázati-tőke-piac fejlesztése a kis- és közepes méretű, innovatív, jelentős növekedésre képes cégek kockázati tőkéhez jutása rendkívül fontos, ezért a kockázati tőke formájában nyújtott állami támogatás is bizonyos mértékig elfogadható, azaz a belső piaccal összeegyeztethető. Mivel a kockázati-tőke-befektetési ügyletekben a támogatás sokféle módon történhet, ezért a kutatás rávilágított, hogy az állami forrásból érkező befektetések mely esetben voltak összeegyeztethetők az EU belső piacával, valamint hogy az előírások idővel megengedőbbé váltak.

Összességében az állam viselkedését a kockázati-tőke-piac szabályozása terén a kutatás szerint sajátos kettősség jellemzi: a rendszerkockázat növekedésétől való félelem és a perspektivikus cégek serkentésének kívánalma.

II. Az állam mint kockázati-tőke-befektető

Az államot befektetői szerepkörben vizsgáló kutatás bemutatta, hogy az elmúlt évtizedekben az állam fellépése jelentős átalakuláson ment keresztül. Az eleinte elterjedt, s a piaci folyamatok eltérítésének kockázatát hordozó *közvetlen* részvétellel szemben egyre inkább dominálnak az állam kockázati-tőke-piaci részvételének *közvetett* formái. Azon megoldások, amelyekben az állam privát alapkezelőket megbízva, s őket az általa fontosnak tekintett célok elérésére ösztönözve vesz részt a kockázati-tőke-befektetésekben. A közvetett részvétel során alkalmazott szervezeti formák közé tartozik az állami és privát forrásokból együttesen létrehozott kockázati-tőke-alap, az előzetes megállapodás alapján kiválasztott privát alapok mellé befektetésenként társuló állami alap, valamint az állami tőkét pályázat útján privát alapkezelők számára 'alapok alapjaként' nyújtó holding konstrukció.

A kutatás rávilágított, hogy a nyugati tapasztalatok szerint a privát befektetőkkel való együttműködésen alapuló állami finanszírozás sok országban lökést adott a kockázati-tőke-iparág fejlődésének, beindította az ágazat működését, vonzerőt gyakorolt újabb privát befektetők megjelenésére, s az így kialakult verseny szelekciós hatása révén az alapkezelők működése is professzionálisabb lett. A nemzetközi tapasztalatok összességében azt támasztják alá, hogy az állam befektetői szerepvállalásával hozzá tud járulni a kockázati-tőke-piac tökéletlenségeinek feloldásához. A programok kialakításának mikéntjén, *finomhangolásán* azonban nagyon sok múlik. Így a sikeres állami kockázati-tőke-finanszírozáshoz elengedhetetlen a méretgazdasági megtakarítások érvényesíthetősége, ami egyaránt érinti az alapok méretét, a programok térbeli kiterjedését, illetve a befektetési célokra vonatkozó korlátozásokat. Ugyancsak kulcsfontosságú a kellően tapasztalt privát alapkezelők elfogultságmentes kiválasztása, ösztönzésük mikéntje, valamint a program előkészítésére és végrehajtására szánt idő. Fontos tanulság, hogy a kormányzati célok eléréséhez nem elegendő

csupán a kockázati tőke kínálatát növelni. Az államnak részt kell vállalnia a vállalkozások befektetés-éretté tételében és a vállalkozók felkészítésében is, hogy a megnövekedett kockázati tőke iránt valós piaci kereslet jelentkezhessen.

III. Állami tőkeprogramok a közép-kelet-európai régióban

A kutatás által készített adatbázis alapján megállapítható, hogy az állami szerepvállalás növekedését a közép-kelet-európai régió kockázati-tőke-piacán az EU 2007-2013-as költségvetési időszakban bevezetett új típusú tőkebefektetési konstrukciója tette lehetővé. A kutatás rávilágított, hogy az európai uniós programok kínálta jelentős összegű tőke igénybevétele a régióban az érintett állami apparátusok szervezeti és szemléleti átalakulását, a befektetések jogszabályi környezetének megújítását igényelte. A hatóságok tulajdonképpen e programok EU-beli jóváhagyása keretében szembesültek azzal, hogy az EU-csatlakozás milyen követelményeket támaszt a kockázati-tőke-piacon. Tapasztalniuk kellett, hogy az állami kockázati-tőke-programok kialakításában viszonylag szűk a játéktérük, mivel a strukturális alapokra, az állami támogatásokra, illetve a pénzügyi eszközökre vonatkozó szabályrendszer egyidejű alkalmazása már önmagában behatárolta a választható kereteket, s kevés lehetőség nyílt az esetleges sajátosságok figyelembe vételére.

A kutatás tapasztalatai összességében azt jelzik, hogy a közép-kelet-európai kormányok által bevezetett tőkeprogramok magukon viselték mindazon pozitív és negatív vonásokat, amelyek a fejlett országok hasonló konstrukciójú programjait jellemezték. A kiküszöbölhető típushibák közé tartozott a programok indulásának erőteljes elhúzódása, továbbá hogy a kormányzati erőfeszítések kizárólag a kockázati tőke kínálatának növelésére irányultak, s ritkán került sor a keresleti oldalt érintő lépésekre, például inkubációs és akcelerator szervezetek létrejöttének elősegítésére. Ugyancsak a már ismert negatívumok közé sorolható az alapok kis mérete, amely nem volt képes hatékony és önfenntartó működést biztosítani. Ismert problémát vetettek fel a befektetések méretére, földrajzi hatókörére, valamint a finanszírozott cégek életkorára vonatkozó EU-beli állami korlátozások, amelyek a régióban is egyértelműen rontották a befektetések hatékonyságát és eredményességét, s amelyek kijátszása maga is erőforrásokat emésztett fel. A nyugati tapasztalatokhoz képest Közép-Kelet-Európában sokkal erőteljesebben vetődött fel az állami tőkeprogramokban a privát befektetők megtalálásának és ösztönzésének kérdése. A régió fejletlen kockázati-tőke-piacán ugyanis eleve kevésbé voltak jelen azok a társbefektetői szerepre elvileg alkalmas üzleti angyalok, egyetemi alapítványok és kisebb családi vagyongazdálkodók, amelyek méretüknél és szakértelmüknél fogva érdekelték lehetnek az állammal közös befektetésekben. Az alapkezelők részrehajló kiválasztása és a tapasztalt alapkezelők hiánya az alapkezelői piac felhígulásához vezetett, mivel a szakmailag kevésbé hozzáértő új alapkezelők elsődleges célja sok esetben pusztán az állami források megszerzése volt.

A kutatás szerint a fenti hiányosságok és rendszerszintű problémák ellenére a régió kockázati-tőke-piacán számos pozitív hatás is jelentkezett. A tőke kínálat jelentős növekedése azt eredményezte, hogy a térségben néhány kiemelkedően sikeres innováció született, megélénkült az üzleti angyalok tevékenysége, új alapkezelők léptek be a piacra, s új privát befektetési kör jelent meg a kockázati tőke azon szegmensében, amely iránt korábban szinte alig volt érdeklődés. A közép-kelet-európai régióbeli kockázati-tőke-programok végső mérlege ugyanakkor az eltelt idő rövidsége miatt még nem vonható meg, a finanszírozott cégek fejlődésének eredménye a kutatás lezárásának idején még nem volt megítélhető.

IV. Az állam kockázatitőke-piaci részvétele Magyarországon

A privát befektetők elenyésző részvétele miatt az állami forrásokból érkező kockázati tőke szerepe meghatározó a magyarországi kockázatitőke-piacon. A kutatás adatai szerint a kétezres évek elejétől a kockázatitőke-befektetésekre szánt állami források nagyságrendileg 200 milliárd forintot tettek ki, s ebből a keretből megközelítőleg 500-600 hazai vállalkozás jutott kockázati tőkéhez. A 2014-2020 közötti ciklusban az állami részvételű kockázatitőke-alapok várhatóan összesen 250-260 milliárd forint értékű tőkét fognak kezelni.

A kutatás kiemelte, hogy az EU 2007-2013 közötti ciklusában Magyarországon először nyílt lehetőség nagyobb összegű uniós forrás igénybevételére kockázati tőke formájában, ám az uniós alapokból érkező források egyúttal jelentősen korlátozták a térbeli és időbeli felhasználhatóságot, s ez nehezen volt összeegyeztethető a kockázatitőke-befektetések logikájával és időigényével. Az alapkezelők mozgásterét a tiltott állami támogatások elkerülését biztosító kiterjedt szabályrendszer követése is szűkítette.

A kutatást megnehezítette, hogy az állami tőkebefektetők tényleges befektetései a programok lezárultáig kevésbé voltak áttekinthetők, miközben az állami kockázatitőke-programok visszaélésekre adtak lehetőséget, s a programok sikerét politikai összefonódások veszélyeztették. A transzparencia hiánya hozzájárult, hogy a szabálytalanul végrehajtott ügyletek csak ritkán kerüljenek napvilágra. A szabályok megsértésének fő terepét a vidékinek álcázott fővárosi befektetések, a portfólió cégek által igényelt szolgáltatások nyújtói kiválasztásának az érintett portfóliócégre nézve hátrányos befektetői befolyásolása, az odaitélt befektetések elvárt visszacsorgatása, valamint a közvetetten saját érdekeltségekbe történő befektetések végrehajtása jelentette. Ezért a kutatás felhívta a figyelmet arra, hogy az állami tőkeprogramok jövőbeni folytatásakor fontos az alapkezelők kiválasztásánál és befektetéseik végrehajtásánál az átláthatóság növelése.

A kutatás a programok fő pozitívumának a privát kockázatitőke-piac felélénkítését, valamint az állami és piaci intézményrendszer létrehozását, szereplőinek tapasztalatszerzését tartotta. Az állami tőkeprogramok katalizátor hatását jelzi, hogy a privát forráskihelyezés aktivitásának emelkedése időben egybeesett a Jeremie-alapok megjelenésével, s a programok elindulásának hiányában a privát tőke jelentős része valószínűsíthetően nem, vagy csak korlátozottan jelent volna meg a kínálati oldalon.

A kutatás eredményeinek hasznosítása

A kutatási eredményei részben magyar és angol nyelvű *műhelytanulmányként* (6 db), részben *folyóiratcikk* formájában (9 db), részben pedig műhelyvita és konferencia *előadásoként* (5 db) jelentek meg. A kutatás eredményeinek megismertetését célozta egy *monográfia* megjelentetése (1 db).

A kutatás eredményei először a "*Terepkutatás a magyar gazdaságban*" című, az IBS és az MTA KRTK KTI által közösen szervezett tudományos konferencián kerültek megvitatásra. Ezt követően a Budapesti Corvinus Egyetem és a Közgazdasági Szemle által közösen szervezett ünnepi konferencián hangzott el előadás a kutatás tapasztalatairól. Majd az MTA IX. Osztály Gazdálkodástudományi Bizottság Ipar- és Vállalatgazdasági Albizottsága által rendezett műhelyvitán kerültek megvitatásra a kutatás eredményei. A kutatás szakmai eredményeinek nemzetközi résztvevők körében történő megvitatását tette lehetővé a régióbeli állami kockázatitőke-programok tapasztalatait bemutató előadás az MTA KRTK VGI és a

Central European University Center for EU Enlargement Studies közösen rendezett *"The Role of the State in Varieties of Capitalism (SVOC)"* konferencián. Ugyancsak az állami kockázati tőke-programokról Magyarországon szerzett tapasztalatok bemutatását és megvitatását szolgálta az MTA Gazdaságtudományi Bizottság Ipar- és Vállalatgazdasági Albizottságnak keretében *"A kis- és középvállalkozások kockázati tőkével történő finanszírozása"* címmel, a témavezető által szervezett műhelyvita.

A kutatás kezdetétől számítva összesen 9 referált magyar és angol nyelvű folyóiratban célozta meg a kutatási eredmények közzétételét. Ezek közül egy magyar nyelvű folyóiratcikk elfogadásáról még nem született döntés, míg egy angol nyelvű folyóiratcikk várhatóan 2018-ban fog megjelenni. Ez utóbbit, a közép-kelet-európai országok állami kockázati tőke-piacának tapasztalatait bemutató angol nyelvű cikket a Nagy-Britanniában megjelenő Venture Capital nevű negyedéves folyóirat *"Learning (or not) from the Mistakes of Others. Government Venture Capital in Central and Eastern Europe"* címmel fogadta el közlésre.

A kutatás lezárásaként egy összefoglaló monográfia készült az állam kockázati tőke-piaci részvételének tapasztalatairól. A kötet a Közgazdasági Szemle Alapítvány és az MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézetének közös kiadásában *"Furcsa pár. Az állam szerepe a kockázati tőke-piacon Kelet-Európában"* címmel jelent meg (<http://www.kszemle.hu/kiadvany/letoltes.php?id=10>).