

MŰHELYTANULMÁNYOK

DISCUSSION PAPERS

MT–DP. 2004/8

**HELYETTESÍTHETI-E AZ ÁLLAM A
MAGÁNTŐKE-BEFEKTETŐKET?
AZ ÁLLAM SZEREPE A KOCKÁZATITŐKE-PIACON**

KARSAI JUDIT

Magyar Tudományos Akadémia
Közgazdaságtudományi Kutatóközpont

Budapest

**HELYETTESÍTHETI-E AZ ÁLLAM A
MAGÁNTŐKE-BEFEKTETŐKET?
AZ ÁLLAM SZEREPE A KOCKÁZATITŐKE-PIACON**

KARSAI JUDIT

Budapest
2004. június

KTK/IE Műhelytanulmányok 2004/8

Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaságtudományi Kutatóközpont

Műhelytanulmányaink célja a kutatási eredmények gyors közlése és vitára bocsátása. A sorozatban megjelent tanulmányok további publikációk anyagául szolgálhatnak.

Helyettesítheti-e az állam a magántőke-befektetőket? Az állam szerepe a kockázattőke-piacon

A szerző: KARSAI Judit, az MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont tudományos főmunkatársa. Postacím: 1112 Budapest, Budaörsi út 45. Telefon: 309-2660 Fax: 319-3136 E-mail: kar@econ.core.hu

A tanulmány "A magántőke (private equity) befektetések szerepe a gazdasági növekedés előmozdításában Magyarországon" című, T 031987 számú OTKA kutatás keretében készült.

HU ISSN 1785-377X

ISBN 963 9588 08 3

Kiadja az MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont,
a Magyar Közgazdász Alapítvány pénzügyi támogatásával.
Budapest, 2004.

AZ MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont kiadványsorozatai

BUDAPEST WORKING PAPERS ON THE LABOUR MARKET

BUDAPESTI MUNKAGAZDASÁGTANI FÜZETEK

BWP 2003/1	Ágnes Hárs	Channeled East-West labour migration in the frame of bilateral agreements
BWP 2003/2	Galasi Péter	Munkanélküliségi indikátorok és az állásnélküliek munkaerő-piaci kötődése
BWP 2003/3	Károly Fazekas	Effects of foreign direct investment on the performance of local labour markets – The case of Hungary
BWP 2003/4	Péter Galasi	Estimating wage equations for Hungarian higher-education graduates
BWP 2003/5	Péter Galasi	Job-training of Hungarian higher-education graduates
BWP 2003/6	Gábor Kertesi and János Köllő	The Employment Effects of Nearly Doubling the Minimum Wage – The Case of Hungary
BWP 2003/7	Nemes-Nagy J. – Németh N.	A "hely" és a "fej". A regionális tagoltság tényezői az ezredforduló Magyarországon
BWP 2003/8	Júlia Varga	The Role of Labour Market Expectations and Admission Probabilities in Students' Application Decisions on Higher Education: the case of Hungary
BWP 2004/1	Gábor Kertesi	The Employment of the Roma – Evidence from Hungary
BWP 2004/2	Kézdi Gábor	Az aktív foglalkoztatáspolitikai programok hatásvizsgálatának módszertani kérdései
BWP 2004/3	Galasi Péter	Valóban leértékelődtek a felsőfokú diplomák? A munkahelyi követelmények változása és a felsőfokú végzettségű munkavállalók reallokációja Magyarországon 1994–2002
BWP 2004/4	Galasi Péter	Túlképzés, alulképzés és bérhozam a magyar munkaerőpiacon 1994–2002

MUNKATUDOMÁNYI KUTATÁSOK

(az MTA Munkatudományi Bizottságával közösen rendezett konferenciák alapján készült, tematikus kötetek)

Munkaerőpiac és regionalitás az átmenet időszakában. Budapest, 1998.	Szerk.: Fazekas K.
A munkaügyi kapcsolatok rendszere és a munkavállalók helyzete. Budapest, 2000.	Szerk.: Koltay J.
Oktatás és munkaerőpiaci érvényesülés. Budapest, 2001.	Szerk.: Semjén A.
A felzárkózás esélyei – Munkapiaci láttelet a felzárkózás küszöbén. Budapest, 2003.	Szerk.: Kövári Gy.

MUNKAERŐPIACI TÜKÖR – ÉVKÖNYVEK

Munkaerőpiaci tükrő – 2000. Budapest, 2000.	Szerk.: Fazekas K.
Munkaerőpiaci tükrő – 2001. Budapest, 2001.	Szerk.: Fazekas K.
Munkaerőpiaci tükrő – 2002. Budapest, 2002.	Szerk.: Fazekas K.
Munkaerőpiaci tükrő – 2003. Budapest, 2003.	Szerk.: Fazekas K.
The Hungarian Labour Market – Review and Analysis, 2002. Bp., 2002	Szerk.: Fazekas K., Koltay J.
The Hungarian Labour Market – Review and Analysis, 2003. Bp., 2003	Szerk.: Fazekas K., Koltay J.

A Budapesti Munkagazdaságtani Füzetek a Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaságtudományi Kutatóközpontjában működő Munkaerőpiaci Kutatások Műhelyének valamint a Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem Emberi Erőforrások Tanszékének közös kiadványa. A kiadványsorozat angol nyelvű füzetei **"Budapest Working Papers on the Labour Market"** címmel jelennek meg.

A sorozat egyes példányai a következő címeken szerezhetők be:

Szabó Irén, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem Emberi Erőforrások Tanszék; 1093 Budapest, Fővám tér 8. Telefon/fax: 217-1936; E-mail: iszabo@workecon.bke.hu

Sándor Zsuzsa, MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont Könyvtár; Budapest 1502 Pf. 262; Fax: 309-2649; E-mail: biblio@econ.core.hu

A kötetek letölthetők az MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont honlapjáról: <http://www.econ.core.hu>

MT-DP. 2003/1	NACSA Beáta – SERES Antal	Az éves munkaidő-elszámolás, mint a munkaidő flexibilizációjának egyik eszköze
MT-DP. 2003/2	Giovanni PERI – Dieter URBAN	The Veblen-Gerschenkorn Effect of FDI in Mezzogiorno and East Germany
MT-DP. 2003/3	Robin MASON – Ákos VALENTINYI	Independence, Heterogeneity and Uniqueness in Interaction Games
MT-DP. 2003/4	M.B. DEVEREUX – C. ENGEL – P.E. STORGAARD	Endogenous Exchange Rate Pass-through when Nominal Prices are Set in Advance
MT-DP. 2003/5	Richard FRIBERG	Common Currency, Common Market?
MT-DP. 2003/6	David C. PARSLEY – Shang-Jin WEI	The Micro-foundations of Big Mac Real Exchange Rates
MT-DP. 2003/7	J. IMBS – H. MUMTAZ – M.O. RAVN – H. REY	PPP Strikes Back: Aggregation and the Real Exchange Rate
MT-DP. 2003/8	A. BURSTEIN – M. EICHENBAUM – S. REBELO	Why is inflation so low after large devaluations?
MT-DP. 2003/9	MAJOROS Krisztina	A múlt század jeles magyar közgazdásza: Varga István (1897–1962)
MT-DP. 2003/10	KOVÁCS Ilona	A fogyasztói árindex torzító tényezői
MT-DP. 2003/11	Mária CSANÁDI – Hairong LAI	Opening up the Black Box: the hidden dynamics of the transformation processes at county level in China
MT-DP. 2003/12	Ilona KOVÁCS	Biasing Factors of the Consumer Price Index
MT-DP. 2003/13	Attila HAVAS	Socio-Economic and Developmental Needs: Focus of Foresight Programmes
MT-DP. 2004/1	Attila HAVAS	Assessing the Impact of Framework Programmes in a System in Transition
MT-DP. 2004/2	Max GILLMAN – Michal KEJAK	Inflation and Balanced-Path Growth with Alternative Payment Mechanisms
MT-DP. 2004/3	L. AMBRUS-LAKATOS – B. VILÁGI – J. VINCZE	Deviations from interest rate parity in small open economies: a quantitative-theoretical investigation
MT-DP. 2004/4	HALPERN László és szerzőtársai	A minimálbér költségvetési hatásai
MT-DP. 2004/5	FALUVÉGI Albert	A társadalmi-gazdasági jellemzők területi alakulása és várható hatásai az átmenet időszakában
MT-DP. 2004/6	Mária CSANÁDI	Budget constraints in party-states nested in power relations: the key to different paths of transformation
MT-DP. 2004/7	Mária CSANÁDI	A comparative model of party-states: the structural reasons behind similarities and differences in self-reproduction, reforms and transformation

A kötetek megrendelhetők: Sándor Zsuzsa könyvtárvezetőnél: MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont könyvtára, 1502 Budapest P.f 262 Fax: 309-2649 E-mail: biblio@econ.core.hu; valamint letölthetők a KTK honlapjáról: <http://www.econ.core.hu>

**HELYETTESÍTHETI-E AZ ÁLLAM A MAGÁNTŐKE-BEFEKTETŐKET?
AZ ÁLLAM SZEREPE A KOCKÁZATITŐKE-PIACON**

Összefoglalás

A gazdaságpolitika Magyarországon úgy tekint a kockázati tőkére, mint amely képes gyorsítani a gazdasági növekedést; fokozni a cégek exportképességét; javítani a foglalkoztatottságot; növelni az adóbevételeket, a beruházásokat és a kutatás-fejlesztési ráfordításokat, azaz összességében javítani az ország versenyképességét. Magyarországon regionális összehasonlításban fejlett kockázatitőke-ágazat jött létre, azonban különösen a kisméretű, induló vállalkozások tőkeellátása továbbra is megoldatlan. Ennek megfelelően a rendszerváltás óta hatalomra került magyar kormányok szinte kivétel nélkül deklarálták a kockázati tőke fontosságát, s igyekeztek szerepet vállalni a kockázati tőke kínálatának növelésében. A kormányzati törekvések meglehetősen eredménytelenségéhez vezetett azonban, hogy jóformán kizárólag közvetlen állami beavatkozással igyekeztek a kockázati tőke kínálatát javítani, figyelmen kívül hagyva a magánszektorbeli kockázatitőke-befektetők ösztönzésére épülő, sokkal sikeresebb nyugati megoldásokat.

Az anyag először bemutatja az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalásának indokait, területeit, közvetlen és közvetett formáit. Ezt követően áttekinti, hogy a magyar kockázatitőke-piacon miért van szükség az állam beavatkozására, s hogy ez eddig hogyan történt. A magyarországi és a nyugati tapasztalatok alapvető szemléleti eltérését érzékeltetve a tanulmány javaslatot tesz arra, hogy az állam hogyan tudná a jelenleginél hatékonyabban és piackonform módon elősegíteni a kockázatitőke-piac fejlődését, különös tekintettel a 2004-es csatlakozásra az Európai Unióhoz. Ennek megfelelően az államnak el kell kerülnie a vállalkozásokba történő közvetlen, a magánszféra közreműködése nélküli tőkebefektetést. Ehelyett társfinanszírozóként kellene kiegészítenie a magánbefektetők forrásait, s oly módon szabályozni a velük való együttműködést, hogy az általa preferált befektetések kockázata a magánbefektetők számára csökkenjen, hozama pedig nőjön. Így egyszerre teljesülhetnek az állam gazdaság- és kockázatitőke-ágazat fejlesztő céljai.

CAN THE STATE REPLACE PRIVATE VENTURE CAPITAL INVESTORS?

PUBLIC FINANCING OF VENTURE CAPITAL IN HUNGARY

BY JUDIT KARSAI

Abstract

Although Hungary boasts an advanced venture capital industry in regional comparison, the capital supply of small/start-up companies especially is still unresolved. The successive Hungarian governments having come to power since the change of the economic and political regime declared almost without exception the importance of venture capital, and made efforts to contribute to raising its supply. These efforts, however, have been rather ineffective due to their almost exclusive reliance on direct state intervention and disregard for the much more successful western solutions stimulating private sector venture capital investors.

The present paper first describes the reasons, areas, direct and indirect forms of state intervention in the venture capital industry. Subsequently, it surveys its specific reasons and practice so far on the Hungarian venture capital market. It highlights the essential difference in approach reflected by the Hungarian and the western experiences, respectively, and makes a proposal as to how the state could promote the development of the venture capital market more effectively and in a more market-oriented way, with special regard to Hungary's prospective accession to the European Union in 2004. Accordingly, the state should avoid direct capital investment in companies, bypassing the private sector; it should supplement the funds of private investors as co-financier, and control co-operation with them by reducing the risks and increasing the profits associated with investments enjoying state preference for private investors. This would allow the state to realise its economic policy and venture capital industry development objectives simultaneously.

Keywords: venture capital, public policy

1. AZ ÁLLAMI BEAVATKOZÁS INDOKA

Az állam megjelenése a kockázatitőke-ágazatban alapvetően két *feltételezésen* alapul. Egyrészt azon, hogy a magánszféra nem biztosít megfelelő mennyiségű tőkét a cégek bizonyos köre, így például az új, gyors növekedésre képes, innovációt hordozó, avagy távolabb működő vállalkozások számára. Másrészt azon a hipotézisen, hogy a kormányzat képes ezt a helyzetet korrigálni. Be tudja azonosítani azokat a befektetési lehetőségeket, amelyek nagy társadalmi haszonnal kecsegtetnek, s képes megfelelő ösztönzéssel a pénzügyi közvetítők (a magánszektorbeli befektetők) figyelmét ezen vállalkozások felé fordítani. A fenti állítások helyességét eddig *kevésbé vizsgálták*, holott az állami források a kockázatitőke-ágazat egyes szegmenseiben, így például az új cégekbe történő kockázatitőke-befektetések terén jelentős nagyságrendet képviselnek (*Lerner, 2002*).

A kormányzatoknak ahhoz, hogy a kockázati tőkét a gazdasági növekedés, illetve a versenyképesség növelésének szolgálatába állítsák, biztosaknak kell lenniük abban, hogy valóban a tőkejuttatás az a forma, amire a vállalatok növekedéséhez elsősorban szükség van. Sok olyan kisvállalkozás van ugyanis a piacon, amely nem rendelkezik nagy növekedési potenciállal, illetve nem tartozik a high-tech cégek körébe, így nem alkalmas a kockázatitőke-finanszírozásra sem, noha összességükben fontos szerepet töltenek be egy-egy régió gazdasága illetve foglalkoztatása szempontjából (*Harding, 2000*). Ugyanakkor a kockázati tőke magánforrásokból származó bő kínálata, vagy számottevő bővülése nem jelenti feltétlenül a megcélzott vállalati kör tőkéhez jutási feltételeinek automatikus javulását, amennyiben a befektetők egyedi ügyletek finanszírozására szánt tőkéjének nagyságrendje jelentősen nagyobb az igényelnél.

A kockázati tőke gazdaságfejlesztő szerepének elemzése szorosan összekapcsolódik a kockázatitőke-kínálatban jelentkező ún. *tőkerés* problematikájával. Ez a tőkerés a vállalkozások bizonyos típusánál tapasztalt probléma, amely vagy az igényelt *befektetési méret* nagyság (kisebb befektetéseket nehezebb kapni mint nagyobbakat), vagy a vállalkozások *életciklusa* (az induló cégek sokkal nehezebben tudnak tőkét szerezni mint a már bevezetettek), vagy az érintett *technológia* (a technológia-alapú cégek sokkal nehezebben kapnak tőkét mint a kevésbé fejlett technikát alkalmazók), avagy a *földrajzi elhelyezkedés* (a periférián lévő vállalkozások kevésbé férnek hozzá a tőkéhez mint a centrumbeliek) miatt jelentkezik (*Harrison és Mason, 2000*).

A tőke kereslete és kínálata között a tapasztalatok szerint elsősorban *két intervallumban tapasztalható rés* a kockázatitőke-piacon. Az első, főként a magvető és az induló fázisban tartó cégek finanszírozásánál figyelhető meg. E rés *100 ezer dollártól 2 millió dollárig* terjed. Ez a tőke-intervallum az un. *üzleti angyalok* fő befektetési területe, ahonnan ráadásul az intézményes kockázatitőke-befektetők egyre inkább kivonulnak. Alsó határát a vállalkozók családja és ismerősei által előteremthető összeg adja, a felső határ pedig az, ahol a professzionális kockázatitőke-befektetőknek már megéri befektetni. Amerikában az üzleti angyalok által vállalt ügyletek mérete jellemzően 100 ezer és 2 millió dollár között mozog (Sohl, 2003). Európában az üzleti angyalok 100 és 500 ezer dollár körül mozgó tőkét fektetnek be, de előfordul a 25 ezer dolláros vagy 1 millió dolláros befektetés is. A kutatók szerint a közelmúltban egy újabb, második finanszírozási rés is kialakult az USA-ban (Sohl, 1999). Ahogy a kockázatitőke-ipar érdeklődése mindinkább eltolódik a későbbi stádiumú cégek finanszírozása felé, az informális befektetők piaca pedig megmarad a 2 millió dolláros határ alatt, egy új tőkerés keletkezik a *2 és 5 millió dolláros* finanszírozási igény körül, ami főleg a korai fázisú high-tech cégek számára jelent gondot. Ez annak ellenére jelentkezik, hogy a korai ügyletek nagyobb tőkeigényének finanszírozására immár az angyalok egymással is szövetséget kötve fektetnek be, sőt gyakran társulnak az intézményes kockázatitőke-befektetőkkel is (Sohl, 2003).

2. AZ ÁLLAMI BEAVATKOZÁS ESZKÖZRENDSZERE

A tőkerésnek az induló és kezdeti stádiumban tartó, technológia alapú, valamint távolabbi régiókban működő cégek esetében jelentkező negatív hatását az állam igyekszik kompenzálni (OECD, 1997, O'Shea 1995, Standeven 1993, Mason és Harrison, 1999/a,b, 2000). A kormányoknak egy sor olyan intézkedésre van lehetősége, amely *adózási és szabályozási téren* nyújt módot meghatározott körbe tartozó vállalkozások támogatására. Rendkívül szerteágazó 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. A kockázati finanszírozás szempontjából különösen érzékeny terület a kétszeres adóztatás illetve annak kiküszöbölése, azaz a finanszírozott vállalkozásoktól a megtakarítókhoz a befektetési intézmények közvetítésével visszaérkező tőkejövedelem adóztatása.

Hatósági szerepkörében az állam meghatározza a kockázatitőke-piac tőkeellátása szempontjából különösen fontos intézményi befektetők, így a nyugdíjpénztárak, a biztosítók és a bankok vagyongkezelési előírásait. Ettől

függ, hogy a megtakarítások mekkora hányada áramolhat az állampapírok, vagyis költségvetési kiadások finanszírozása helyett a tőkepiacra.

Az állam a kockázatitőke-ágazatot befektetőként is befolyásolhatja. Ez megvalósítható olyan módon, hogy befektetési ügynökségeket vagy befektetési alapokat hoz létre, s ezeken keresztül *közvetlenül* hajt végre az általa kiemelten fontosnak tartott vállalati körbe befektetéseket. A másik lehetőség, hogy igyekszik a tőkerést a kockázatitőke-ágazat magánszektorbeli befektetőinek ösztönzése révén, tehát *indirekt módon* megszüntetni. Ilyen megoldás lehet többek között a magánszektor kockázatitőke-alapjaiba történő befektetés.

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 értékpapírpiacok jelentősége nagy és a befektetők védelme erős, mint ahol a finanszírozásban inkább a bankhitelek dominálnak. 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 állam beavatkozása *mellett és ellen* egyaránt sok érv hozható fel (Maula és Murray, 2003). Az állami beavatkozás pártján állók (OECD, 1997; Aernoudt, 1999) a kockázatitőke-ágazat gazdasági növekedésre és munkahelyteremtésre gyakorolt pozitív hatása alapján kardoskodnak annak állami részvétellel történő fejlesztése mellett. Szerintük így lehet elérni, hogy csökkenjenek a kisvállalkozások tőkeszerzési nehézségei. (Sokan idézik Lerner (1999) kutatási eredményeit, aki úgy találta, hogy az Amerikában 1983 és 1997 között az ún. "Small Investment Business Research" program keretében támogatott vállalkozások gyorsabban tudtak növekedni és több kockázati tőkét magukhoz vonzani, mint a támogatást nem kapó cégek.) A kormányzati beavatkozás mellett érvelők szerint, ha a programokat megfelelően alakítják ki, lehetőség van arra, hogy az állam hasznos szerepet játsszon a kockázatitőke-piacon (OECD, 1997), s e beavatkozás *emeli* a magánszektor kockázatitőke-kínálatát. Képes a befektetőket a kockázatosabb vállalkozásokhoz vonzani, s így olyan munkahelyek is létrejönnek, olyan térségek is kockázati tőkéhez jutnak, amelyek enélkül nem.

A kormányzati programok közül a vállalkozásokat *közvetlenül* finanszírozókat eddig viszonylag kevés kutató elemezte (Doran és Bannock, 2000). Így *nincs pontos kép* arról, hogy vajon sikerült-e a közvetlen állami rész-

vétellel a vállalkozások fontosnak tartott körét úgy finanszírozni, hogy azok a később a magántőke-piacon is forráshoz tudtak jutni. Az sem bizonyított, hogy az állami alkalmazottak megfelelően tudták-e kiválasztani az ajánlatok közül az innováció szempontjából legígéretesebb projekteket. Hasonlóképp kérdés, hogy az államnak sikerült-e a helyi befektetések előtérbe helyezésével számottevő gazdaságfejlesztő feladatot ellátni az egyes régiókban.

A közvetlen kormányzati részvétel pozitívumai ellenére a kutatások szerint igen sok indok szól amellett, hogy a kormányzatoknak miért *nem szabad részt venniük* a vállalkozások szintjén történő döntéshozatalban (Gilson, 2002, Manigart és Beuselinck, 2001, Bannock Consulting Ltd, 2001). Az első ilyen érv szerint a kormányzat közvetlen befektetése a kockázati tőke ágazatba a magánszektorbeli kockázattőke-ipar lassabb fejlődéséhez vagy háttérbe szorításához vezethet (O'Shea, 1996; Leleux és társai, 1998, Gilson, 2002). Ez az ún. *kiszorító hatás*. Ilyenkor a költségvetési forrásokból létrehozott befektetési szervezetek a magán befektetők versenytársaiként lépnek fel a piacon, elnyomva és lassabb fejlődésre kárhoztatva a kockázattőke-ágazat magánforrásokkal dolgozó szereplőit. Ha az állam a piacinál puhább követelmények mellett vállalkozik befektetésre, a magánfinanszírozók orra előtt olyan projekteket halászhat el, amelyeket a magánszféra amúgy is finanszírozott volna, tehát a magánszférának végül csak a rosszabb projektek maradnak (Lerner, 1999, Manigart és társai, 2002).

A második érv az állam közvetlen részvétele ellen, hogy az állami befektetések és támogatások nyújtása mindig magában hordozza a *visszaélés* lehetőségét (Florida és Smith, 1993, Leleux és társai, 1998). A személyi és politikai összefonódások valamint szándékos visszaélések következtében a kedvezmények sokszor nem a preferálni kívánt vállalati körhöz kerülnek, így a központi forrásokat nem a társadalom számára hasznosan költik el. Különösen igaz ez azon támogatási megoldásoknál, ahol nincsenek egyértelműen megállapított kritériumok, s ritkán vagy nem kerül sor az állami befektetők ellenőrzésére.

A harmadik érv az állami közvetlen részvétel ellen az *állami tisztviselők* alkalmasságának kérdésessége a befektetések kiválasztására, hiszen jutalmazási rendszerük a legtöbb esetben független a befektetések végeredményétől (Leleux és társai, 1998). Az állam kockázati tőkésként is szükségszerűen a nagyobb, jelentősebb múlttal rendelkező, több embert foglalkoztató, politikailag érzékenyebb cégeket finanszírozza, mint a jelentős vívmányokat ígérő, ám bizonytalan kilátásokkal kecsegtető kicsiket. A kormányzati hivatalnokok a cégek között sokszor azok sikerének valószí-

núsége szerint válogatnak, s nem vizsgálják, hogy vajon tényleg szükség van-e azok fejlődéséhez állami pénzre. A kormányzati gondolkodás logikája *nem egyeztethető össze* a kockázati tőkések *portfólióban való gondolkodásával* sem, amely a források kifejezetten egyenlőtlen elosztását kívánja meg (*Florida és Smith, 1993*). Ellentétes a politika és a kockázati tőke beállítódása a bukás, a csőd kezelésénél is. Politikailag ugyanis nehéz elfogadni a költségvetésből származó források egy részének szükségképpen sikertelen vállalatokhoz kerülését, holott ez a kockázati finanszírozás természetes velejárója. Ugyancsak nehezen egyeztethető össze a választási ciklusokhoz illeszkedő rövid távú siker felmutatása a kockázati tőke türelmes természetével, amely a projektek akár 5-7 év alatti beérését teszi lehetővé (*Eisinger, 1993*).

További ellenérv, hogy a közvetlen állami befektetés *érzékeny* a politikai vagy más érdekcsoportok által kifejtett *nyomásra* (*Lerner, 2002, Eisinger, 1988*). Végezetül a közvetlen befektetés meglehetősen költséges megoldás, azaz *sokba kerül* az államnak (*Bannock Consulting Ltd, 2001*).

A szakértők túlnyomó többsége egyetért abban, hogy különösen a magvető és korai stádiumú, technológiai cégekbe történő befektetések generálása, beazonosítása és végrehajtása olyan *jártasságot* igényel, amit *nem könnyű utánoznia* az államnak. Ezért e cégek támogatására a legjobb megoldás az, ha az állam a professzionális magánszektorbeli befektetőket vonzza oda e cégek piacára, s így éri el, hogy azok az általa preferált vállalati kört finanszírozzák (*Maula és Murray, 2003*). E célt szolgálja a kockázati tőke-ágazatban működő magánszektorbeli befektetési alapok állami támogatása, illetve a magán és állami tőkével dolgozó hibrid alapok felállítása.

A *közvetett* állami részvétel fenti megoldása esetén tulajdonképpen már csak azt kell eldönteni, hogy az állam inkább *védje* vagy inkább *jutalmazza* a magánszektorbeli befektetőket annak érdekében, hogy azok minél szélesebb körben vegyenek részt az általa elvárt befektetésekben. Az ösztönözés csökkentheti a bukás költségeit (ez az ún. lefelé irányuló védelem, "downside protection"), vagy javíthatja a sikeres befektetések hozamát (ez a felfelé irányuló ösztönzés, "upside leverage") (*Maula és Murray, 2003*). E megoldások nem szükségképpen jelentenek alternatívát, vannak olyan esetek, amikor mindkét eljárást alkalmazzák. Az állam emellett még úgy is megváltoztathatja az alapok jövedelmezőségét, ha nem a befektetések kiemenetelének eredményességét befolyásolja, hanem közvetlen támogatással csökkenti a kockázati tőke-alapok működési költségeit. Az állam által közvetett módon támogatott, felfelé irányuló ösztönzést biztosító programok *egyre jobban terjednek* a fejlett piacgazdasággal rendelkező országokban.

Lehetővé teszik, hogy a kockázatitőke-befektetők minden egyes dollárnyi befektetéséhez az állam további egy vagy több dollárnyit hozzátegyen.

A *felfelé irányuló ösztönzés* célja, hogy a magánszektorbeli kockázatitőke-befektetők számára javítsa a megtérülést. Ez úgy érhető el, ha az állam - miután beszállt tőkével a magánszektorbeli alapba - kisebb arányban részesedik a haszonból, mint amennyi a részesedése után egyébként járna. Ezt a gyakorlatban az állam által kapható hozam korlátozásával vagy maximálásával érik el. Hasonlóképp kedvezőbb helyzetbe hozhatók a magánszektorbeli befektetők, ha az alapnak odaígért tőke lehívására először az államtól kerül sor; illetve ha a befizetett tőke visszafizetésekor vagy a hozamok lehívásakor az állam kapja meg utoljára a részét. A felfelé irányuló ösztönzés a társbefektetőket nem védi meg a projektek rossz kiválasztásából adódó hátrányokkal szemben, viszont a siker okozta előnyök nagyobb részét koncentrálja a magánszektorbeli partnerekhez. A kisebb méretű alapok számára ez különösen jelentős lehet, mivel általában a befektetések kis hányada eredményezi a tőkejövedelem jelentős hányadát.

A *lefelé irányuló védelem* céljából sok kormány indított be államilag támogatott, garanciális vagy kezességvállaló programokat a magánszektorbeli kockázatitőke-befektetők ösztönzésére. A befektetőknek ilyenkor nem kell viselniük a bukott befektetés teljes veszteségét, mert azt az állam részben kompenzálja. Ez a biztonsági háló a feltételezések szerint megváltoztatja a magánszektorbeli kockázati tőkések kockázati preferenciáit (*Maula és Murray, 2003*). Mivel a lefelé irányuló védelem eltéríti a befektetőt a hozam maximalizálásától, a befektetések sikerének növelése helyett inkább a kockázati befektetők túlélését segíti elő. Ezért jól megfigyelhető tendencia, hogy egy országban minél fejlettebb a kockázatitőke-ágazat, annál *valószínűtlenebb*, hogy a lefelé irányuló védelem a kockázati tőke bátorításának fő eleme. Az USA-ban és az Egyesült Királyságban a kormányzat által támogatott kockázatitőke-programban a hangsúly elsősorban a magánzférabeli befektetők hozamának emelésén van. Ugyanakkor a kontinentális Európában minden jelentősebb ország (Franciaország, Németország, Svédország, Hollandia, és Dánia) rendelkezik olyan állami programokkal, amelyekben közvetlen garancia komponens található (*Maula és Murray, 2003*).

A közvetett állami támogatás harmadik formája az alapok *működési költségeihez történő hozzájárulás*. Az induló cégekre specializálódó alapok közös jellemzője a kis méret. Az induló vállalkozásokra szakosodó alapok méretük folytán csak kevésbé képesek skáláhozadékokat elérni, s az iparági normák nagyméretű alapokra szabása miatt kezelésük sem gazdaságos. (A

szokásos kezelési költség a hagyományos, érett vállalkozásokat finanszírozó tőkealapoknál a teljes összegyűjtött tőke 2-2,5%-a, míg a megfelelő arány a korai fázisra szakosodott technológiai alapoknál 4-5% lenne, ám ez az arány nem fogadható el az intézményi befektetők számára.)

Ma már a közvetett támogatás *buktatóiról* is igen sok tapasztalat gyűlt össze az amerikai gyakorlatból, ahol a magánszektorbeli kockázatitőke-alapok az állami támogatásának gyakorlata a leginkább elterjedt (*Doran és Bannock, 2000*). Ezek közül különösen fontos az a tanulság, hogy az alapoknak először olyan üzleti hozamok elérése kell törekedniük, amelyek összehasonlíthatók a hasonló méretű és életciklusú cégeket finanszírozó, tisztán magánszektorbeli alapok hozamával. A tőke hozama semmivel sem helyettesíthető, azaz minden más gazdasági mérőszám figyelembe vétele csak ezután következhet. A hibás jelzések elkerülése érdekében tehát a belső megtérülési rátára kell összpontosítani, s nem az adóhitelekre vagy egyéb ösztönzőkre.

Az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalásakor szükségképpen *ellentmondás* jön létre a *fejlesztési célok* és a kockázatitőke-befektetőként elérendő *hozamok* biztosítása között. Az üzleti siker azért elengedhetetlen, hogy az államnak ne kelljen újabb forrásokat e célra áldozni, s csak az életképes projekteket finanszírozza. Emellett enélkül nem lenne képes tőkét gyűjteni a közös, állami-magán befektetési alap számára (*Hood, 2000*). Ha túl nagy hangsúlyt kap a gazdaságfejlesztés, akkor az üzleti siker sérül, ellenkező esetben viszont a jelentős mértékben állami pénzből történő gazdaságfejlesztés célszerűsége kérdőjeleződik meg. Az állami kockázatitőke-szervezetek *céljait* ezért világosan és konzisztens módon kell meghatározni. Ez fogja ugyanis biztosítani a megfelelő egyensúlyt az üzleti és a gazdaságfejlesztési eredmények elérése között. Az állami befektető szervezet többi piaci befektető szemében való hitelessége - akiknek a segítsége számára alapvető fontosságú - csak akkor érhető el, ha *az üzleti célok elsőbbséget kapnak*.

A legtöbb európai országban az állam valamilyen formában, részben a hagyományoktól függően indirekt vagy direkt módon befolyásolja a kockázatitőke-piac működését. A beavatkozás tartalma, módszere és erőssége az éppen kormányon lévő pártok gazdaságpolitikai orientációjától, illetve a gazdasági konjunktúra állapotától függően is folyamatosan változik. A jellemző azonban mégis az, hogy Európában az állami támogatások zömét közvetett módon, hozzájárulásként nyújtják kockázatitőke-alapoknak (*McGlue, 2002*).

A külföldi tapasztalatok összességében azt jelzik, hogy az állami kockázati tőke megfelelő konstrukciót alkalmazva *hatékony eszköze* lehet a kockázatitőke-ágazat fejlesztésének, s ezáltal a gazdasági növekedés előmozdításának. A hatékony állami részvétel azonban nem egyszerűsíthető le az egyszerű tőke nyújtásra. A szerzők ennek kapcsán az állami kockázati tőke *hosszabb távú funkcióját* hangsúlyozzák, kiemelve az alapkezelők szakértelmének és jártasságának rendkívüli fontosságát, valamint az állami ösztönzés jelentőségét a magánszektor kínálatának növelése érdekében. Ahhoz, hogy ez az emelő hatás hatékony legyen, az állami kockázati tőkét kezdettől fogva olyan feltételekkel kell nyújtani, amelyek *konzisztensek a magánszektor elvárásaival*, mind a befektetési kritériumok, mind pedig a preferenciák és teljesítmény-elvárások tekintetében. Ez nagy kihívást jelent, s e téren az egyik legnagyobb akadály az állami kockázati tőke befektetésében való jártasság hiánya. Amíg ez nem oldódik meg, addig megmarad a szűk keresztmetszet a tőke kínálatánál. A tőke kínálatának pusztán növelése ugyanis kevés gazdaságfejlesztési eredménnyel jár a hatékonyan kezelt kockázatitőke-alapok *üzletfejlesztő/építő jártassága* nélkül (Harrison és Mason, 2000).

További fontos tapasztalat, hogy az államnak, illetve ügynökeinek *nem szabad közvetlenül részt vennie a cégek befektetésre való kiválogatásában*. Ez kizárólag a professzionális kockázatitőke-kezelők dolga lehet, akiket az állam bíz meg az alapok kezelésével. Az állami szerep csak közvetett lehet. Ez a magánszektorbeli alapokba történő partnerként történő befektetést takar, s az államnak csak azokat a kritériumokat kell megállapítania, amelyek mellett hajlandó befektetni. Bármely alap, amelyik megfelel ezen előírásoknak, nyilvános versenyben kell hogy elnyerje az állami forrásokat.

3. AZ ÁLLAM RÉSZVÉTELE A MAGYARORSZÁGI KOCKÁZATITŐKE-PIACON

Az állam alapvetően kétféle módon befolyásolta a magyarországi kockázatitőke-piac fejlődését: a jogszabályi, szabályozási háttér megteremtésével, illetve költségvetési források vállalkozásokba történő közvetlen befektetésével.

A magyarországi kockázatitőke-befektetések előmozdítása érdekében 1998-ban törvény született, amely *létrehozta a kockázatitőke-alap jogi formáját*. A törvény a visszaélések elkerülése érdekében szabályozta az alapításkori tőkekövetelményt, és előírta a teljes befektetésre szánt összeg alapításkori befizetését. Megszabta azt is, hogy az alapításhoz képest a tőke mekkora hányadát mennyi időn belül kell befektetniük. Az előírások betartása átmeneti időre (hat évre) adómentességet biztosít. A bürokratikus

és az üzleti szempontok megfelelő érvényesítését nem biztosító fenti előírások folytán a törvény *hatástalan* maradt, mindössze egy állami tulajdonú befektetési alap vállalta annak következményeit. A piac többi szereplője nem élt a felkínált lehetőséggel, s változatlanul vagy külföldön bejegyzett off-shore céggént folytatja a befektetéseket, vagy hazai társaságként nem él az adókedvezménnyel.

A magyar piacon érvényes jogi előírások nem csupán a befektetést végző szervezetek helyzetét nehezítik meg, problematikusak azok az előírások is, amelyek a hazai *intézményi finanszírozók megtakarításainak* a kockázati tőkébe, mint vagyonosztályba kerülését szabályozzák. A szabályozás Magyarországon gyakorlatilag kizárja, hogy az intézményi befektetők, így például a magán nyugdíjpénztárak, valamint a biztosító társaságok vagyoniuk egy kisebb hányadát (akár csak 1%-át) a kockázati tőke-ágazatba fektessék. A kockázati tőke-ipar forrásellátásának belföldi csatornákból történő utánpótlása így nem lehetséges, s ez jelenleg hátráltatja az ágazat fejlődését.

Magyarországon még nem alakult ki a magánbefektetőknek adott *adókedvezmények* olyan rendszere sem, amely a tőzsdén nem jegyzett (private) vállalkozásokba történő közvetlen befektetés esetén az érintett összeg bizonyos hányadával csökkentené vagy halaszthatóvá tenné a befektetők személyi jövedelem adójának fizetését.

Paradox módon Magyarországon az állam által meghozott új jogszabályok még az állam számára is megnehezítik a kockázati tőke-piacra történő közvetlen befektetést. A 2003-ban bevezetett un. *üvegseb törvény* éppen az állami pénzekkel történő visszaélések kiküszöbölésére írta elő hogy költségvetési pénzből alapított társaság nem vásárolhat cégeket és nem szerezhethet újabb részesedést más cégekben.

A rendszerváltást követő években Magyarországon a kockázati tőke-ágazatba történő direkt állami beavatkozás legfontosabb területét egy állami tulajdonban lévő fejlesztési bank, a *Magyar Fejlesztési Bank (MFB)* közvetlen vállalati befektetései jelentették. Az MFB igen nagy összegekkel finanszírozott reorganizációra szoruló magyar iparvállalatokat, amelyek kiválasztása üzleti helyett főként gazdaságpolitikai megfontolásból és esetenként más szubjektív szempontok alapján történt. Az MFB a kisebb méretű vállalkozások finanszírozására 11 *regionális fejlesztési társaságot* is létrehozott, amelyek összes jegyzett tőkéje 1998-ban meghaladta a 27 millió dollárt (*Karsai, 1998*). A kockázati tőke-finanszírozás hatásfokát és eredményességét e befektetési társaságok egyenként rendkívül kis - 3-4 millió dolláros - tőkeereje és az általuk alkalmazott konstrukció is csök-

kentette, amely inkább hitelnyújtásra semmint tőkebefektetésre emlékeztetett.

Az MFB részvétele a kockázatitőke-finanszírozásban 2000-ben megszűnt. Egy új kormányzati stratégia jegyében a fejlesztési banktól a kifejezetten e célra állami tőkével létrehozott *Regionális Fejlesztési Holding Rt. (RFH Rt.)* vette át az állami kockázatitőke- befektetések feladatát. Ezért a RFH Rt. átvette az MFB tulajdonában lévő regionális fejlesztési társaságokat és a bank vállalati részesedéseinek jelentős hányadát is, s egyúttal megbízást kapott több állami kockázatitőke-alap felállítására. Ennek szellemében 2002-ben létrehozott egy befektetési társaságot illetve egy kockázatitőke-alapot. Ettől függetlenül azonban a kormány közvetlenül maga is létrehozott egy kockázatitőke-befektető társaságot a kis- és középvállalatok finanszírozására.

Az alapok felállításához az állam eredetileg *magán finanszírozók tőkéjét is meg akarta nyerni*, ám az ezzel kapcsolatos kísérlet kudarcot vallott (NAPI, 2001, VG, 2001). Nem szerepelt ugyanakkor az állam elképzelései között a korai fázisban tartó kisvállalkozások finanszírozására vállalkozó *magántőke-alapok tőkéjének állami forrásokkal történő kibővítése*. Sőt, az állam befektetési társaságai illetve alapja kezelését sem bízta magánszférelbeli kezelőkre.

Az állam 2003-ban ismét szerephez juttatta fejlesztési bankját, az MFB-t a kockázatitőke-piacon, amikor a 2003 nyarán elfogadott *Fejlesztési Tőke-program* keretében 5 év alatt összesen 40 milliárd forintnyi tőke magyarországi vállalkozásokba történő közvetlen befektetésével bízta meg. A cégenként 100-500 millió forintosra tervezett befektetés, amelyet a bank kisebbségi részesedés mellett kíván nyújtani, főként közepes méretű cégek számára lesz elérhető (Bakonyi, 2003).

Az MFB aktivizálódása mellett az RFH Rt. is nagyszabású terveken dolgozik. Eszerint az általa még 2003-ban felállítani kívánt első *regionális kockázatitőke-alapot* további kettő fogja hamarosan követni, ám a tervekben szerepel 5-7 további *szektor-specifikus kockázatitőke-alap* létrehozása is. Az RFH Rt. aktívan részt kíván venni az alapok, illetve - a regionális alapoknál - az alapkezelők létrehozásában. Az első alapoknál még a tőke felét-harmadát adná, hosszú távon azonban - magántőke és uniós források bevonásával - részesedését fokozatosan 35% alá csökkentené. A professzionális szektoralapok esetében a létrejövő alapok tőkéjének eleve csak a kisebb részét biztosítaná, s azok kezelését professzionális alapkezelőkre bízna (Magos, 2003).

A 2002–2003-as évek folyamán az állam költségvetési források felhasználásával *egy sor olyan kockázatitőke-befektetőt hozott létre*, amelyek a hazai tőkeszegény vállalkozások, elsősorban is a kis- és középvállalkozások kockázatitőke-hiányát kívánták enyhíteni. Az alapítások 2,5-3 milliárdos összegének előteremtése, felügyeletének, irányításának és befektetési stratégiájának kialakítása meglehetősen lassan, sok vargabetűvel történt, s nem volt mentes a politikai befolyástól. A nagyrészt hasonló vállalati körnek kizárólag állami forrásokból odaítélendő minimum 10-50 millió forint (40 ezer – 200 ezer dolláros) befektetésekkel az állam azt az *úrt kívánta kitölteni*, amit az üzleti angyalok, illetve a magánszektorbeli kockázatitőke-befektetők lefedetlenül hagytak. Az üzleti szféra befektetőitől az állami abban is *eltér*, hogy a piacon szokásosnál jóval alacsonyabb hozamokat vár el, kisebb befektetéseket nyújt, kisebbségi pozíciót kíván szerezni a finanszírozott cégekben, továbbá előre meghatározott időpontban egy opciós megállapodással biztosítja magának a kiszállás lehetőségét. Deklaráltan nem kíván részt venni a finanszírozott vállalkozások irányításában, csupán ellenőrzésüket tartja fontosnak.

Magyarországon mindeddig egyetlen olyan befektetési társaság vagy alap felállítására sem került sor, ahol az állami tőkét *magánszektorbeli befektetők tőkéje egészítette volna ki*, holott a tervek között eredetileg ez is szerepelt, s az állam a jövőben létrehozandó regionális és szektorális kockázatitőke-alapjaiba is a magántőkét vár. A magánszektorbeli kockázatitőke-alapok állami támogatása viszont nem szerepel az állam terveiben. Annak ellenére nem, hogy 2002-ben a magánszektorbeli befektetők egy ún. alapok alapja konstrukció keretében közös befektetés létrehozását kezdeményezték (NAPI, 2002).

Az állami befektetési társaságok inflációnál mindössze 2-5-10%-kal magasabb hozamelvárása azt jelzi, hogy az állam a piacon érvényes 30-40%-os hozamnál *sokkal kedvezőbb feltételek mellett* vállalkozik a finanszírozásra, várható, hogy befektetéseitől a vállalkozások körében rendkívül nagy kereslet fog mutatkozni. A meghirdetett feltételek ugyanakkor nem jelentenek biztosítékot arra, hogy a projektek közötti válogatásnál az üzleti szempontok fognak érvényesülni. Az állam által létrehozott befektetési szervezetek finanszírozási kondíciói erőteljesen emlékeztetnek az olyan megoldásokra, amelyek valójában *burkolt hitelezést*, s nem valódi kockázatvállalással járó tőkebefektetést takarnak.

Az is kétséges, hogy a befektetésekre induláskor rendelkezésre álló 10-15 millió dollár biztosítani tudja-e majd a befektetők önfenntartását. A magán kockázatitőke-piacon ugyanis közel 20 millió dolláros tőkeerő képviseli a

profitorientált működéshez szükséges *üzemméretet* (Ludányi, 2001). Ráadásul a viszonylag kisméretű ügyletek fajlagosan több ráfordítást fognak igényelni, mint a 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 e cégek különösen ráutaltak a szakmai tanácsokra, másrészt szoros ellenőrzésük is kívánatos. Eredményes finanszírozásuk gyorsaságot és rugalmasságot, a tulajdonosok közötti hatékony kommunikációt igényel.

Összességében elmondható, hogy az állami kockázatitőke-piaci részvételét illető megoldások típusa és hatékonysága nem sokat változott Magyarországon a rendszerváltás óta eltelt több mint 10 év alatt. Az állam mindvégig a *kínálat növelésében* látta a vállalkozások forráshoz jutásának elsődleges megoldását. Az erre elkülöníthető állami források nagysága politikai alku folyamán dőlt el. A befektetés kizárólag *közvetlenül* az állam (illetve annak bankja) által, e célra létrehozott, kizárólag állami tőkét kihelyező társaságokon keresztül történt. A kockázatitőke-piac forrásellátását az állam sem az intézményi befektetők megtakarításainak a kockázatitőke-piacra történő befektetését elősegítő előírásokkal nem tette lehetővé, sem pedig a magánszektor befektetői számára nem tette a piacot vonzóbbá a kínálat növelése érdekében. Nem társult az állam a magánszektor kockázatitőke-alapjaival sem, nem javította azok működésének eredményességét, nem csökkentette költségeiket, s nem vállalta át veszteségeik egy részét sem.

4. KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK

A kockázatitőke-piac tökéletlenségeinek feloldására az állami szerepvállalás is elvileg lehetőséget nyújt. Ehhez mindenekelőtt pontos ismeretekkel kell rendelkezni a kielégítetlen kereslet, azaz az ún. *tőkerés* nagyságáról és helyéről. Azaz azon vállalkozások méretéről, szakágazatáról és földrajzi elhelyezkedéséről, amelyet a magánszektor nem tud vagy nem akar kiszolgálni, ám amelyek fejlődése a társadalom egésze szempontjából kívánatos lenne. Az állam kockázatitőke-piaci megjelenése és szerepvállalása ugyanakkor nem korlátozódhat csupán a tőke kínálat hiányának tompítására. Ahhoz, hogy a tőkerés idővel megszűnjön, az állam feladata az is, hogy a magánszektor résztvevői számára az össztársadalmilag fontos vállalkozói kör finanszírozását *vonzóvá* tegye, azaz a magán kockázatitőke-ágazat kínálati egyenetlenségeit korrigálja.

E funkció ellátása nyilvánvalóan csak *átmeneti* részvétellel képzelhető el, hiszen a kockázati tőke nyújtása alapvetően piaci tevékenység. Amennyiben az állam piaci beavatkozása nem jár a magánszektor általa kívánatosnak tartott ösztönzésével, úgy az állam *beszorul* egy olyan szerepbe, amelynek ellátása folyamatosan újabb költségvetési forrásokat igényel (Maula és Murray, 2003). Ha az államnak nem sikerül ellátnia a katalizátor szerepét, akkor beavatkozására nincs is szükség. A távlatilag a magánszektorban átadni kívánt finanszírozói szerepkör ugyanis azt igényli az államtól, hogy szerepvállalása minden részletében *összeegyeztethető legyen a magánszektor elvárásaival*, s segítse elő az állam megbízható befektetési partnerként való elfogadását. Ilyen értelemben az egyes befektetési szervezetekben *el kell válnia* az állam, mint befektető hozamelvárásainak és annak, ahogy az érintett befektetési szervezet kezelői kiválasztják a finanszírozott vállalkozásokat, s meghatározzák a tőlük elvárt hozamot.

A magánszektorbeli résztvevők nélkül felállított befektetési szervezetek csak a tőkehiány *átmeneti* csökkentését képesek elősegíteni, a kockázati-tőke-piac *hosszabb távú fejlesztési funkcióját* nem tudják ellátni, sőt esetenként a magánszektor kiszorításával annak ellenében is hathatnak. Amennyiben viszont az állam ösztönzése nyomán a magánszektorbeli befektetők hajlandók az állam által fontosnak tartott vállalati kört finanszírozni, úgy egyidejűleg teljesülhet a gazdaságfejlesztési funkció és a kockázati-tőke-ágazat fejlődése, amikor a magán befektetők idővel átveszik az állam közvetlen szerepvállalását. Így pozitív válasz születne arra az alapkérdésre, hogy vajon *összeegyeztethető-e a gazdasági hozamelvárás és a gazdaságfejlesztési cél*.

Céljai elérésére az állam többféle megoldást alkalmazhat. Létrehozhat egy olyan központi alapot, amely befektetéseivel növeli a magántőke-alapok forrásait; meghívhat magánszektorbeli befektetőket az általa felállított alapokba; avagy csökkentheti a kizárólag magánszektorbeli finanszírozók alapjainak költségeit, kockázatát. Az állami és a magánszektorbeli befektetők együttműködését számtalan olyan megoldás "olajozhatja meg", amely *asszimmetrikus* kockázatviselés, illetve a kedvezményekből történő egyenlőtlen részesedés folytán a magánszektor befektetői számára vonzóbbá teszi az együttes befektetéseket. A magánszektor bevonása a finanszírozandó projektek kiválasztásába, mentorálásába és monitorozásába a kockázati-tőke-piac távlati fejlesztése mellett azért is fontos, mert csak ez biztosíthatja az üzletileg életképes, perspektivikus projektek megfelelő, politikai befolyástól mentes kiválasztását, a finanszírozás időtartamának választási ciklusoktól független meghatározását, a befektetések kezelésével megbízott menedzserek megfelelő szakértelmét és ösztönzését.

A magyarországi kockázatitőke-piac helyzetének áttekintéséből az derül ki, hogy az ágazat a fejlett piacgazdaságú országokhoz képest számos olyan *sajátossággal* rendelkezik, amely kihat a kockázatitőke-piac fejlesztését célzó állami szerepvállalás célrendszerére és módjára is. A magyarországi kockázatitőke-piac első szembetűnő sajátossága, hogy lényegében *hiányoznak azok az üzleti angyalok*, amelyek előkészítik a perspektivikus projekteket a professzionális finanszírozók számára (Makra, 2002). A rendszeresen befektetéssel foglalkozó, szakmailag felkészült tehetséges magánszemélyek hiányát - akik személyesen is részt vesznek az induló vállalkozások útjának egyengetésében -, így nem csupán a kisebb méretű, pár tízmillió forint nagyságú befektetést kereső, gyors növekedésre képes vállalkozások sínylik meg, hanem ennek következtében megoldatlan a jövődő "csillagok" utánpótlása is, amelyek fejlesztésére a biztató kezdet után már a professzionális finanszírozók is vállalkoznának. Mivel a tapasztalatok szerint a fejlett piacgazdaságú országokban az intézményes kockázatitőke-befektetők által kiválasztott cégek 60-80%-át korábban üzleti angyalok finanszírozzák (Sohl, 2003, Leleux, 2002), a Magyarországon emiatt kieső ügyletek okozta veszteség igen nagy lehet. Az üzleti angyalok hiánya a vállalkozói kultúra szintjének emelését is hátráltatja, mivel a magvető és induló szakaszban tartó vállalkozások nagyon sok tekintetben segítségre szorulanak. Az állam az *üzleti angyalok szerepét* pusztán kis összegű befektetéseik átvállalásával *nem képes betölteni*, mivel a tőkén kívüli segítség nyújtására alkalmatlan, s így szakmailag nem tudja az informális kockázatitőke-piac szereplőit érdemben helyettesíteni. Az üzleti angyalok ugyanis a vállalkozások számára számos területen - így többek között a menedzserek megfelelő kiválasztásában, a pénzügyi fegyelem és folyamatos ellenőrzési rendszer kialakításában, a szakmai és piaci kapcsolatrendszer kiépítésében, valamint a finanszírozási struktúra kialakításában - nyújtanak pótolhatatlan segítséget.

A kockázatitőke-ágazat másik fontos sajátossága, hogy a piac tőkeellátását jóformán *kizárólag a külföldi forrásból származó tőke* biztosítja. Számottevő volumenben kockázatitőke-befektetésre vállalkozó, belföldi tulajdonban lévő finanszírozó nincs a piacon, s a magyarországi megtakarításokat gyűjtő intézményi finanszírozók - nyugdíjpénztárak, biztosítók - nem vesznek részt a professzionális kockázatitőke-finanszírozók forrásainak biztosításában. A kis számú magánszektorbeli belföldi tulajdonú vállalati befektető többsége vállalat-átvételekkel foglalkozik, így a klasszikus kockázatitőke-finanszírozásban nem vesz részt. A költségvetésből a gazdaság fejlesztésére szánt összegek között a kockázatitőke-piac élénkítésére fordítható források a fejlett piacgazdaságú országokhoz képest igen *szűkö-*

sek, s a piac fejlesztésére irányuló politikai akarat egy évtizeden keresztül egyébként is csak a retorika szintjén jelent meg. Ennek háttérében a kockázati tőke gazdaságfejlesztő funkciójának és működési módjával kapcsolatos ismerethiány is meghúzódott. Az elmúlt két-három évben e téren beállt változás az ágazat fejlesztésére szánt állami források növekedését eredményezte, ám változatlanul nem tanúskodik a kockázati tőke funkciójának megértéséről. Az állam ugyanis egyelőre még mindig a vállalkozások közvetlen támogatására, nem pedig azok *forráshoz jutási esélyeinek* növelésére fordítja saját eszközeit. Az állam által a közelmúltban költségvetési forrásokból felállított befektetési társaságok a források szűkössége illetve az idő rövidege miatt mindeddig *kevés hatást gyakoroltak* a magyarországi kockázatitőke-finanszírozásra.

A magyar kockázatitőke-piac további jellemzője a perspektivikus, *nagy növekedésre képes vállalkozások korlátozott száma*. Ez az induló cégek kockázatitőke-finanszírozásának megoldatlansága mellett részben az ország méretéből adódó sajátosság is, ami maga is korlátozza a piac fejlődését. Az ország méretétől ugyancsak nem független, hogy a befektetések lehetőségét korlátozza - a kockázatitőke-befektetők számára legelőnyösebb kiszállást lehetővé tevő - *tőzsde alacsony likviditása* is. Ugyanakkor a befektethető források zömét kínáló regionális kockázatitőke-alapok elsősorban a regionális léptékben gondolkodó nagyobb méretű vállalkozásokat keresik, esetleg maguk hoznak létre több országbeli vállalkozás felvásárlásával ilyen cégeket. A regionális szereplésre képes és hajlandó, a kockázati tőke részvételével versenyképesse tehető magyarországi vállalkozások kínálata azonban szűk. A viszonylag kevés, ám nagy értékű ügylet folytán a kockázatitőke-ügyletek értékében - az európai trendekhez hasonlóan - Magyarországon jelenleg a *kivásárlások dominálnak*. Ezen ügyleteknél a regionális alapok főként a tevékenységüket átstrukturáló nemzetközi vállalatok leépítésre kerülő magyarországi részlegeit vásárolják meg.

A magyarországi kockázatitőke-piacon működése számára a *jogszabályi háttér nem előnyös*. Az ágazat fellendítésére szánt kockázatitőke-törvény előírásai alkalmatlanok az üzleti alapon működő befektetési szervezetek számára, így változatlanul vagy külföldön bejegyzett alapok vagy belföldi gazdasági társaságként működő vállalkozások végzik a befektetési tevékenységet. Ez utóbbiak esetében a tőke közvetítésével foglalkozó szervezetek nem tudják elkerülni a kettős adóztatást. A finanszírozás biztonságát, azaz a kisebbségi jogok érvényesítését a befektetők számára a társasági törvény számos előírása is nehezíti.

Mindezek alapján, figyelembe véve a külföldi tapasztalatokat, az állam számára az alábbi szerepvállalás javasolható a magyarországi kockázatitőke-piacon.

Az államnak kezdettől fogva a magánszektorbeli befektetők elvárásaival konzisztens módon kell a kockázatitőke-piacon részt vennie. Ennek érdekében célszerű, hogy egyrészt társfinanszírozóként egészítse ki a magánbefektetők forrásait, a velük való együttműködést pedig oly módon szabályozza, hogy az általa preferált befektetések kockázati szintje a magánfinanszírozók számára csökkenjen, hozama pedig nőjön. E lépéseit az államnak széleskörűen *kommunikálnia* kell, hogy a kockázati tőke szerepkörét még nem világosan értő politika és közvélemény elfogadja a piackonform beavatkozást a kockázatitőke-piacon. Másrészt hatósági szerepkörében az államnak az érvényes jogszabályokat olyan módon kell megváltoztatnia, amely a magánszféra forrásellátását, a befektetők mint rész tulajdonosok érdekvédelmét a jelenleginél jobban biztosítja.

Célszerű, ha az állam segítséget nyújt az induló és korai stádiumban tartó *vállalkozások "befektetés éretté" tételéhez* is, ami az inkubációs periódusban nyújtott támogatások kiszélesítését igényli. Az államnak fontos szerepe van a kockázatitőke-források elérhetővé tételében is. Segítséget kell tehát nyújtania a partnerek közötti közvetítő intézmények létrehozásában és megerősítésében.

Amennyiben az állam a fentiek szerint értelmezi kockázatitőke-piaci szerepkörét, úgy a kockázati tőke állami támogatása *nem keveredik össze* a vállalkozások "kockázati tőke köntösébe öltöztetett" állami támogatásával. Az állam célja ugyanis a gazdaság versenyképességének erősítése, az innováció piaci eszközökkel történő előmozdítása, nem pedig az egyedi cégek versenyen kívüli támogatása.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Aernoudt, J. (1999): European policy towards venture capital: myth or reality? *Venture Capital*, 1(1), 47–57.
- Bakonyi Attila (2003): Jövő héten indul az MFB tőkeprogramja. *NAPI Vállalkozás*, 2003. 07.08.
- Bannock Consulting Ltd. (2001): Innovative instruments for raising equity for SMEs in Europe, Final report prepared for DG Enterprise of the European Commission by Bannock Consulting.
- Baranyai Gábor (2001): Kockázati és magántőke a régióban. *Bank & Tőzsde*, 2001. július 13., 8–9. o.
- Bozsó Bea (2003): A kicsik nagy kockázata. Állami szerepvállalás vagy szereptévesztés? *Cégvezetés*, május, 138–143. o.
- Doran, A. and Bannock, G. (2000): Publicly sponsored regional venture capital: what can the UK learn from the US experience? *Venture Capital*, 2(4), 255–285.
- Eisinger, P. (1988): The Rise of the Entrepreneurial State: State And Local economic Development Policy in the United States. Madison: University of Wisconsin press.
- Eisinger, P. (1993): State venture capitalism, state politics, and world of high-risk investment. *Economic Development Quarterly*, 7(2), May, 131–140.
- European Commission (1998): Risk capital Action Plan. The Commission of the European Communities, Brussels.
- European Commission (2002): Communication from the Commission in the Council and the European Parliament on Implementation of the Risk Capital Action Plan (RCAP). COM (2002) 563(01), The Commission of the European Communities, Brussels.
- Filatotchev, I., Grosfeld, I., Karsai, J., Wright, M. and Buck, T. (1996): Buy-Outs in Hungary, Poland and Russia: Governance and Finance Issues. *Economics of Transition*, 4(1), 67–88.
- Florida R. and Smith D. F. (1993): Keep the Government out of Venture Capital. *Issues in Science and Technology*, 9, 61–68.
- Gilson R. J. (2002): Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. Paper presented at the Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals.

- GKI Rt. (2003): A magyarországi kockázati tőke iparág lehetőségei a hazai vállalkozások fejlesztésében, versenyképességük növelésében. GKI Gazdaságkutató Rt., Budapest, 2003. április.
- Harding, R. (2000): Venture capital and regional development: towards a venture capital 'system'. *Venture Capital*, 2(4), 287–311.
- Harrison, R. T. and Mason, C. M. (2000): Editorial: the role of the public sector in the development of a regional venture capital industry. *Venture Capital*, 2(4), 243–253.
- Hood, N. (2000): Public venture capital and economic development: the Scottish experience. *Venture Capital*, 2(4), 313–341.
- Karsai Judit (1997): Investing Attitude of Venture Capital Funds and Companies in Hungary. *Acta Oeconomica*, 49(3–4), 271–284.
- 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.
- Karsai, J., Wright, M., Dudzinski, Z. and Morovic, J. (1999): Venture capital in transition economies: the cases of Hungary, Poland and Slovakia. In: Wright, M. and Robbie, K. (eds.): *Management Buy-outs and Venture Capital*, Cheltenham: Edward Elgar, 81–114.
- Karsai Judit (2003): What has the state got to do with the venture capital market? Public financing of venture capital in Hungary. *Acta Oeconomica*, Vol. 53, No. 3, pp. 271–291.
- Kocsis Györgyi (2002): Kockázati tőke. Kis- és középvállalkozások uniós támogatása? *HVG*, augusztus 10, 113. o.
- Lange, J., Leleux, B. and Surlemont, B. (2003): Angel Networks for the 21st Century, An Examination of Practices of Leading Networks in Europe and the U.S. *Journal of Private Equity*, Spring, 18–27.
- Leleux, B., Surlemont, B. and Wacquier, H. (1998): State versus Private venture capital: cross-Spawning or Crowding-out? A Pan-European Analysis. Paper presented at the Babson College-Kauffman Entrepreneurship Research Conference.
- Lerner, J. (1999): The government as venture capitalist: The long-run effects of the SBIR program. *Journal of Business*, 72, 285–318.
- Lerner, J. (2002): When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective 'public venture capital' programmes. *Economic Journal*, 112 (February), F73–F84.

- Ludányi Arnold (2001): A tőkeerő és az alapítói háttér hatása a kockázati-tőke-szervezetek befektetési magatartására. I–II., *Közgazdasági Szemle*, XLVIII(7–9), 659–672, 779–798.
- Magos Katalin (2003): Regionális tőkealapok startolnak. *Világgazdaság*, 2003. 02.26.
- Makra Zsolt (2002): Az informális kockázati tőke szerepe a vállalkozás-fejlesztésben és -finanszírozásban. OTDK dolgozat, Szegedi Tudományegyetem, Gazdaságtudományi Kar, Szeged.
- Manigart, S. and Bauselinck, Ch. (2001): Supply of Venture Capital by European Governments. *Working Paper*, 2001/111, Ghent University.
- Manigart S., De Waele K., Wright M., Robbie K., Desbrieres P., Sapienza H.J., and Beekman A. (2002): Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study. *Journal of Business Venturing*, 17, 291–312.
- Mason, C. M. and Harrison, R. T. (1999a): Financing entrepreneurship: venture capital and regional development. In: R. L. Martin (ed.): *Money and the Space economy* (Chichester: Wiley), 157–183.
- Mason, C. M. and Harrison, R. T. (1999b): The geography of venture capital investments in the UK. Paper to the Annual Conference of the Institute of British Geographers, University of Leicester, January.
- Mason, C. M. and Harrison, R. T. (2000): Support for regional venture capital funds: a critique of the Department of Trade and Industry's proposals. *Working paper*, University of Southampton/ University of Aberdeen.
- Maula, Markku – Murray, Gordon (2003): Finnish Industry Investment Ltd: An International Evaluation. Ministry of Trade and Industry publications, 1/2003, Industries Department, Helsinki.
- McGlue, D. (2002): The funding of venture capital in Europe: issues for public policy. *Venture Capital*, 4(1), 45–58.
- Murray G. C. (1994): The Second 'Equity Gap': Exit Problems for Seed and Early Stage Venture Capitalists and Their Investee Companies. *International Small Business Journal*, 12, 59–76.
- Murray G. C. and Marriott R. (1998): Why has the investment performance of technology-specialist, European venture capital funds been so poor? *Research Policy*, 27, 947–976.
- Murray G. C. (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.
- NAPI (2001): A PM tőkejuttató társaságot tervez a kis- és középvállalkozásoknak. *NAPI Gazdaság*, 2001. május 14.
- NAPI (2002): Kockázati tőke intézményi befektetőknek. *NAPI Gazdaság*, 2002. 10. 11, 7. o.
- OECD (1997): Government Venture Capital for TechnologyBased Firms. OCDE/GD(97)201, Organization for Economic Co-operation and Development, Paris.
- O'Shea, M. (1995): Venture Capital in OECD Countries. OECD, Paris.
- Sohl J. E. (1999): The early stage equity market in the USA. *Venture Capital*, 2(2), 101–120.
- Sohl J. E. (2003): The private equity market in the USA: lessons from volatility. *Venture Capital*, 5(1), 29–46.
- Sohl, J., Van Osnabrugge, M. and Robinson, R.J. (2000): Models of Angel Investing: Portals to the Early Stage Market. Presented at the Twentieth Annual Babson College/Kauffman Foundation Entrepreneurship Research Conference, Boston College, Wellesley, MA.
- Standeven, P. (1993): Financing the early-stage technology firm in the 1990s: an international perspective. *Discussion Paper* for a Six Countries Programme meeting, Montreal.
- Tóth Katalin (2003): Rekord lesz az idei év a kockázati tőkepiacon. *NAPI Gazdaság*, 2003. 06. 02, 1–4. o.
- VG (2001): A magántőke habozik. *Világgazdaság*, 2001. július 13.