

MAGYAR TUDOMÁNYOS AKADÉMIA
Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont



Research Centre for Economic and Regional Studies
HUNGARIAN ACADEMY OF SCIENCES

MŰHELYTANULMÁNYOK

DISCUSSION PAPERS

MT-DP – 2013/8

Kettős állami szerep a kockázati tőke-ágazatban

KARSAI JUDIT

Műhelytanulmányok
MT-DP – 2013/8

MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet

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

Kettős állami szerep a kockázattőke-ágazatban

Szerző:

Karsai Judit
tudományos főmunkatárs
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet
Email: karsai.judit@krtk.mta.hu

2013. március

ISBN 978-615-5243-60-8
ISSN 1785-377X

Kiadó:
Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet

Kettős állami szerep a kockázati tőke-ágazatban

KARSAI JUDIT

Összefoglaló

Az állam kockázati tőke-piaccaal kapcsolatos viselkedését sajátos kettősség jellemzi: a rendszerkockázat növekedésétől való félelem és a perspektivikus cégek serkentésének kívánalma. Úgy tűnik, hogy a félelem talán kissé túlzott, s ez a vállalkozások hosszú távú fejlődését szolgáló kockázati tőke-ipar működését aránytalanul korlátozza. Másfelől a kockázati tőkeként nyújtott kormányzati támogatás formái jelentősen korszerűsödtek, s jobban igazodnak a kockázati tőke természetéhez. E két hatás egyenlegét természetesen csak hosszabb idő elteltével lehet majd megvonni.

A tanulmány először a válság kockázati tőke-piac működésére gyakorolt hatását tekinti át, különös tekintettel a befektetésre szánt forrásokra. Ezt a válság nyomán változó állami szabályozói szerep, a kockázati tőke-piacot érintő új intézkedések bemutatása követi, kiemelt figyelmet szentelve az ágazat forrásait biztosító intézményi finanszírozóknak, valamint a kockázati tőke-alapok kezelőire vonatkozó új előírásoknak. A tanulmány a kockázati tőke-piacon az állam befektetői szerepvállalásának technikáiban bekövetkező tendenciák bemutatásával zárul, melynek során kitér a hazai gyakorlat nemzetközi trendekbe való – változó sikerű – illeszkedésére.

Tárgyszavak: kockázati tőke, magántőke, állami kockázati tőke, alapkezelés, intézményi befektetők, befektetések szabályozása

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G23, G24, G28, M13, O31

Köszönetnyilvánítás: A tanulmány az OTKA K105581 számú pályázat támogatásával készült.

Dual Role Of The Government In The Venture Capital Industry

JUDIT KARSAI

Abstract

A double nature characterizes the behavior of the government in the venture capital market: a fear of systemic risk and the desire to stimulate companies with growth potential. It seems that the fear might be a bit excessive, disproportionately restricting the effects of venture capital in the long-term development of enterprises. On the other hand, the government has considerably modernized its involvement as an investor in the venture capital market, better adapting its tools to the very nature of venture capital. Notwithstanding, the balance of these two effects can be drawn just over a long time.

The article first overviews the effects of the crisis on the venture capital market, especially on the investable sources. This is followed by the description of the changing regulatory role of the government after the crisis, focusing on new regulations regarding the venture capital market: restrictions on the investment activity of institutional investors as well as new requirements for the operation of venture capital fund managers. The article ends with the description of the new trends of government as an investor in the venture capital market, including the varying successes of its domestic practice in Hungary compared with international experience.

Keywords: Venture Capital, Private Equity, Public Venture Capital, Fund Management, Institutional Investors, Investment Regulation

Journal of Economic Literature (JEL): G23, G24, G28, M13, O31

A kockázatitőke-ipar¹ az elmúlt húsz évben világszerte igen jelentős tőkeközvetítő ágazattá fejlődött. Bár tudományos elemzések nem támasztották alá², a nagyarányú hitelekkel végrehajtott befektetések vélelmezett válság mélyítő szerepe kapcsán a kockázatitőke-ipar kivásárlásokkal foglalkozó része *bűnbakká* vált a gazdaságpolitikusok és a közvélemény szemében. A kockázatitőke-ágazat klasszikus funkcióját, azaz innovációt előmozdító szerepét ugyanakkor senki sem kérdőjelezte meg. Sőt, az induló és korai fázisú vállalkozások kockázati tőkével történő finanszírozásának állami eszközökkel történő ösztönzését a kormányzatok továbbra is fontos feladatuknak tekintik.

A jövőbeli válságok elkerülése érdekében a rendszerkockázat csökkentését célzó pénzügyi szabályozás várható változásai a korábbinál szigorúbb *korlátozásokhoz* vezetnek a kockázatitőke-iparban. A kockázatitőke-alapok tevékenységének lehetőségeit érintő változások között egyidejűleg szerepel az intézményi finanszírozók kockázatitőke-piaci befektetéseinek korlátozása, az állami szerepvállalás erősítése, valamint a kockázatitőke-alapok kezelőire vonatkozó új szabályozás bevezetése. Fellángolt a vita az alapkezelők adózása körül is, világszerte nő a nyomás a kockázatitőke-iparból a kormányzatok által beszedhető adók növelésére. A tét a kockázatitőke-alapok kezelőinek a kockázatos üzletek hozamából való részesedés - az un. *carried interest* - tőkejövedelem helyett személyi jövedelemként történő megadóztatása.³ A források csökkenése, a befektetők és az alapkezelők szigorúbb szabályozása, valamint az állami szerepvállalás erősödése a kockázatitőke-ágazat *működési modelljének* továbbélését kérdőjelezheti meg.

A kockázatitőke-ágazat helyzete a 2007-ben kirobbant globális pénzügyi és gazdasági válság következtében jelentősen *meggyengült*. Az új ügyletek visszaestek, az intézményi finanszírozók által a befektetésekre ígért tőke lecsökkent, a hitelek aránya mérséklődött az

¹ A kockázatitőke-befektetők részvények vásárlása útján nyújtanak tőkét nem nyilvános cégeknek, azaz olyanoknak, amelyek a befektetést követően nem szerepelnek a tőzsdén. Míg a klasszikus kockázati tőke a fejlődésük kezdetén járó cégekben többnyire tőkeemeléssel szerez jellemzően kisebbségi tulajdoni hányadot, addig a kivásárlás inkább érett szakaszban tartó vállalatokat céloz meg, amelyekből kivásárolja a korábbi tulajdonosokat, s így jut többségi vagy kizárólagos tulajdonhoz.

² A tudományos kutatások *nem igazolják*, hogy kockázatitőke-befektetők kivásárlásai portfólió cégek elértéktelenítésével óriási hozamokra tennének szert, továbbá hogy negatív hatást gyakorolnának az érintett szektorok növekedésére vagy versenyképességére, illetve hogy megingatnák magát a gazdaságot és pénzügyi rendszerét (Gottschalg, 2007). Makrogazdasági szinten a hitel igénybevételével megvalósított kockázatitőke-befektetések a *tőke jobb allokációjához* vezetnek, s ezzel emelik a gazdaság egészének a hatékonyságát. A gazdaságok átstrukturálását felgyorsító eszközként elősegítik, hogy a részvénytőke kiszabaduljon az alacsony hozzáadott értéket termelő ágazatokból, s ezáltal befektethető legyen olyan, magasabb hozzáadott értékű, feljövő ágazatokba, amelyek egyébként nem lennének finanszírozhatók (Strömberg, 2009).

³ Az USA-ban a 15%-os adó helyett 35%-os adó a terv, Franciaországban a 36,5% helyett 75% lenne az új ráta, az Egyesült Királyságban pedig már meg is valósult a 18%-os adó helyetti 28%, s Dániában is már két éve a sokkal magasabb, 56,5%-os jövedelmi adózás van érvényben. Németországban az alapkezelők nyereségből történő részesedésének korábban 60%-nyi része helyett immár a teljes rész utáni adózását javasolják a döntéshozók. Ugyancsak elfogadás alatt áll a svéd javaslat, mely a korábbi 30%-os tőkejövedelem adó helyett a személyi jövedelmekre megállapított adókat szedné be (Schafer, 2012).

ügyletek finanszírozásában, s nehezebbé vált a portfóliókban lévő cégekből kilépés is. Mivel a kockázati tőke-alapok a tervezettnél tovább tartották cégeiket portfólióikban, ez nemcsak a befektetések nyereségességét rontotta, hanem lassította, illetve csökkentette a tőke visszafizetését is a kockázati tőke-alapok befektetői, az intézményi finanszírozók számára. A kockázatos ügyletektől való elfordulás nyomán megváltozott a befektetők által előnyben részesített ügyletek típusa: a visszaesés a kivásárlások mellett az eleve nagyon kockázatos klasszikus kockázati tőke-befektetéseket különösen hátrányosan érintette, holott ezen ügyletek finanszírozása, különösen Európában, már a válság megelőzően is korlátozott volt.

Magyarországon, ahol az induló cégek kockázati tőke-finanszírozása a rendszerváltást követő két évtizeden keresztül gyakorlatilag alig létezett, a kivásárlások visszaesése nyomán a kockázati tőke-ipar ugyancsak *megszenvedte* a válságot. A kockázati tőke-piac lehetőségeit és teljesítményét a gazdasági növekedés alacsony vagy hiányzó dinamikája és a befektetők bizalmát aláásó gazdaságpolitika is korlátozza. Ugyanakkor az innovatív cégek finanszírozásában Magyarország 2011-ben a térség *éllovasává* vált a kockázati tőke-ágazatba csatornázzható EU-források igénybevételében.

A VÁLSÁG HATÁSA A KOCKÁZATI TŐKE-ÁGAZAT HELYZETÉRE

A 2007-ben kirobbant globális pénzügyi válság a kockázati tőke-ágazat *keresleti és kínálati* oldalát egyaránt érintette. Keresleti oldalon a vállalkozások körében felerősödött a verseny a kockázati tőke-alapok forrásainak megszerzéséért, mivel a válság a hitelek megszerzésének megnehezülése folytán rendkívül negatív hatást gyakorolt a cégek külső forráshoz jutására, s ezzel *növelte* a saját tőke (equity) finanszírozás, ezen belül a kockázati tőke iránti igényt.

Eközben azonban kínálati oldalon *megcsappantak* a kockázati tőkeként befektethető források. Egyrészt azért, mert a kockázati tőke-alapok új befektetések helyett a szándékoltal tovább megtartott portfólió cégeik megerősítésére koncentráltak. Másrészt a kockázati tőke-alapok befektetőit is érintette a válság. A válság nyomán az intézményi befektetőknél kezelt vagyon zsugorodása miatt a korábbi évekhez képest eleve kisebb összegű kihelyezhető tőke állt rendelkezésre. Emellett az intézményi finanszírozók portfólióiban a más eszközosztályokbeli befektetések csökkenése/leértékelődése miatt látszólag megnőtt a kockázati tőke-kihelyezés aránya. Az intézményi befektetőket aggasztotta az odaigért, de még le nem hívott forrásaikkal kapcsolatos kötelezettségvállalások teljesítése is, s a hozamok esése is negatív hatást gyakorolt rájuk.

A válság elmozdulást okozott a kockázati tőke-alapok (és finanszírozói) által keresett ügyletekben is. A válság nyomán sok befektető átértékelte, hogy a kockázati tőke-ágazaton belül az alapok mely *típusai* a legvonzóbbak. Számukra főként a nehéz helyzetű cégekbe való

befektetésre szakosodó, valamint a kis- és középméretű kivásárlásokat végző alapok iránt nőtt meg a kereslet, de nőtt az érdeklődés a kockázati tőke-alapok portfólióit megvásárló, azaz a másodlagos piacon működő alapok iránt is. Ugyanakkor a kockázati tőke-befektetők még a megdrágult hitelek miatt nehezebben végrehajtható kivásárlásoknál is jobban vonakodtak a nagy kockázatot hordozó, korai fázisú innovatív cégek finanszírozását vállalni.

E helyzetet a gazdaságpolitika a válság sújtotta országokban mindinkább *állami forrásokból* származó kockázati tőkével próbálta meg pótolni (Pelly és Kramer-Eis, 2012). A kormányzati ügynökségektől származó források részarányának világszerte tapasztalható növekedését egyidejűleg magyarázza a kockázati tőke-ágazat által gyűjtött tőke volumenének csökkenése és a kormányzati források emelkedése. Ez a tendencia különösen erőteljesen érvényesült az induló, korai fázisú cégek finanszírozását célzó tőke körében, míg a kivásárlásokat is tartalmazó összes forrás esetében már kiegyensúlyozottabb volt a befektetők részvétele. (A *klasszikus kockázati tőke-befektetésekre és a kivásárlásokra gyűjtött tőke befektetők szerinti megoszlását lásd az 1. sz. táblázatban!*) A kormányzatoktól érkező tőke a *klasszikus kockázati tőke-alapok* forrásai között 2007 és 2011 között *világszerte hatszorosára* - 9%-ról 54%-ra – emelkedett (Unquote, 2012). Európában ugyanezen időszak alatt a kormányzati részvétel növekedése a *klasszikus kockázati tőke-forrásokban* négyszeres volt, 10%-ról 34%-ra emelkedett⁴ (EVCA, 2012a). Közép-Kelet-Európában, ahol egy-egy alap megjelenése a piac kis mérete folytán rendkívül nagy kilengéseket okoz, a kormányzati források részaránya az *összes*, azaz a *klasszikus kockázati tőke-befektetésekre és a kivásárlásokra egyaránt szánt forrásokon belül*, a 2007-ben elért 6%-hoz képest 2010-ben 58%-os aránnyal tetőzött, majd 2011-ben 14%-ra esett vissza (EVCA, 2012b).⁵ A helyzet súlyosságát jelzi, hogy a kockázati tőke-piac potenciális befektetői körében 2012 nyarán végzett felmérés szerint világszerte a finanszírozók közel háromnegyede vélte úgy, hogy jelentős kormányzati támogatás (adóöszönzés és/vagy szabályozás változtatás) nélkül a kockázati tőke-piac Európában nem fog tudni talpra állni (Coller Capital, 2012).

⁴ A kormányzati források részaránya az adott évben frissen gyűjtött tőke között csak a *klasszikus kockázati tőke-befektetésekre* céljára gyűjtött tőkén belül volt ilyen magas, a kizárólag kivásárlásokra odaigért tőkén belül a kormányzati részarány Európában alig haladta meg az 5%-os szintet.

⁵ Az állami forrásokból érkező tőkehányad 2011-ben az esernyőalapok után a második legfontosabb forrást képviselte Közép-Kelet-Európában.

Az évente kockázatitőke-befektetésre gyűjtött források befektetők szerinti megoszlása Európában, 2007-2012 (százalék)

Befektető típusa	2007	2008	2009	2010	2011
Akadémiai intézmények	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4
Bankok	11,1	8,1	19,0	7,3	15,3
Tőkepiac	1,0	1,4	2,6	6,6	0,6
Vállalati befektetők	1,8	2,3	6,0	2,8	2,7
Alapítványok	1,7	4,3	2,7	1,0	2,6
Családi vagyonkezelők	2,1	4,7	6,0	9,1	4,6
Esernyőalapok	10,3	14,1	12,5	10,3	14,4
Kormányzati szervezetek	1,6	2,4	10,2	11,2	8,1
Biztosítótársaságok	6,3	6,8	9,5	5,8	5,6
Egyéb vagyonkezelők	4,8	4,9	3,3	4,2	3,0
Nyugdíjalapok	16,4	28,7	13,7	14,3	18,7
Magánszemélyek	4,6	4,8	4,4	4,9	6,7
Szuverén állami alapok	3,1	2,9	1,6	3,4	10,5
Egyéb források*	34,8	14,3	8,3	18,9	6,8
Források összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Források összesen (md €)	78 738	79 778	17 634	21 887	39 700

*A kockázatitőke-alapok önkéntes adatközlése miatt a források intézményi finanszírozók szerinti besorolása nem teljes körű.

Forrás: EVCA/Perrep_Analytics

A KOCKÁZATITŐKE-ÁGAZAT BEFEKTETŐINEK SZIGORODÓ SZABÁLYOZÁSA

A kockázatitőke-ágazatba a tőke túlnyomó része intézményi befektetőktől érkezik. A kockázati tőkébe fektető intézmények száma és köre az elmúlt évek során jelentősen *szélesedett*, miközben a befektetők egyes csoportjainak jelentősége is változott. Így többek között a bankok vezető szerepét a nyugdíjpénztárak vették át, miközben új befektetői csoportként megjelentek a kockázatitőke-piacon az állami vagyonalapok (*Sovereign Wealth Fund, SWF*).⁶ A nyugdíjpénztárak kiemelkedő szerepét nemcsak a közvetlen, hanem az esernyőalapokon keresztül lebonyolított befektetések is megalapozzák. Az intézményi befektetők elsősorban azért lépnek a kockázatitőke-piacra, hogy javítsák portfóliójuk abszolút hozamát, és csökkentsék volatilitását. Az egyes intézmények vagyonának befektetésekor a

⁶ Az állami vagyonalapok (SWF) közvetlen állami ellenőrzés alatt álló, az állami devizatartalékoktól elkülönülten és nem nyilvánosan kezelt alapok. Az ilyen alapokban kezelt vagyont a tartós megtakarítási többlettel rendelkező országok kormányai fektetik be külföldön.

kockázati tőke optimális allokációs arányát mindig a szabályozás és a kötelezettségek szabta keretek között kell vizsgálni. Az intézményi befektetőknél a diverzifikációs lehetőség kihasználásához nemcsak az eszközosztályok (így például a tőzsdei részvények, kötvények vagy az alternatív eszközök) közötti, hanem az alternatív eszközökön belül a kockázati-tőke-befektetéseken belüli diverzifikációra is szükség van.

Az intézményi befektetők a különböző eszközosztályok között a kockázati tőkét az úgynevezett *alternatív befektetések*⁷ között tartják számon. Bár az alternatív eszközök súlya az elmúlt évtizedben határozottan emelkedett, a befektetések között továbbra is csak periférikus szerepet játszik. A kockázati-tőke-befektetések súlya a befektetések összességéhez viszonyítva méginkább eltörpül, hiszen a kockázati tőkére allokált összeg még az alternatív eszközöknek is csak kis hányadát teszi ki.⁸ Ez az összeg azonban a kockázati-tőke-alapok tőkéjének meghatározó hányadát képviseli, számukra ez a legfontosabb tőkeforrás.

Az intézményi kockázati-tőke-befektetésekre vonatkozó előírások világszerte két alaptípusba sorolhatók. Az egyik szerint előre meghatározott korlátokat kell beépíteni a szabályozásba, s a befektetők csak e korlátok szabta határokon belül valósíthatnak meg meghatározott befektetéseket, azaz például az általuk kezelt vagyonnak csak egy meghatározott hányadát fektethetik kockázati tőkébe. A másik álláspont a konkrét, számszerűsített előírások rögzítése helyett liberálisabb módon, az adott intézményi befektetőre bízva portfóliója diverzifikálását, s azt feltételezi, hogy az intézmény hosszú távú érdekeit követve úgy fog eljárni, ahogyan azt bármelyik prudens befektető tenné. Ez utóbbi megközelítés az úgynevezett óvatossági szabály (*prudent man rule*) néven vált ismertté.

A válságot megelőzően az intézményi finanszírozók pénzügyi szabályozása az egész világon egyre inkább a kockázatt vállalást jobban az intézményekre bízó prudenciális rendszerek felé fordult. A válság hatására szigorodó szabályozás azonban a korábbi, mechanikusan alkalmazandó szabályokat előíró rendszerhez tért vissza. A jövőbeli válságok elkerülése érdekében a rendszerkockázat csökkentését a különböző intézményi befektetők *tőkekövetelményeinek szigorításával* elérni igyekvő előírások közös vonása, hogy az érintett intézményi befektetők számára a kockázati tőkébe történő befektetéseket a magas kockázatú eszközök közé sorolja, s így e befektetések után magasabb tartalékok képzését írja elő a tőkemegfelelési mutatók képzésénél. Ezáltal az intézményi befektetők portfóliójában a kockázati tőke más eszközosztályokhoz képest relatíve romló helyzete feltehetőleg a forrásbevonás lehetőségeinek szűkülését eredményezi a kockázati-tőke-alapok számára. E

⁷ A kockázati tőkén kívül az alternatív eszközök közé a fedezeti alapokba, az ingatlanba és a tőzsdei termékekbe való befektetéseket sorolják.

⁸ Az alternatív eszközökbe történő befektetés aktuális és tervezett nagyságrendjét rendszeresen felmérő Russell Research adatai szerint 2012-re a megkérdezett intézmények világszerte vagyonuk 4,9%-át tervezték kockázati tőkeként befektetni, ám a tényleges kockázati-tőke-arány portfólióikban összesen 4,4% volt (Russell Research, 2012).

korábbiaknál szigorúbb tőkekövetelmények gyakorlatba ültetéséről szóló jogszabálytervezeteket nagy vita kíséri, s felmerült a bevezetés némi halasztása is. Érzékelve a szigorodó tőkemegfelelési előírások szabályozásának a gazdasági növekedésre gyakorolt lehetséges negatív hatását, az Európai Bizottság a kapcsolódó területekre *hatásvizsgálat* elvégzését határozta el (*AltAssets, 2012*).

A kockázatitőke-alapok jövőbeli működését a *bankoktól* megszerezhető források oldaláról különösen érzékenyen fogja érinteni az Egyesült Államokban az ún. *Volker Rule* előírás⁹, míg Európában a *Basel III (CRD IV)* szabályozás fogja korlátozni a saját számlás ügyleteket és a kockázatitőke-alapokba történő tőkebefektetést. Így ezen szabályozások betartása valószínűleg jelentősen csökkenti majd a kockázatitőke-alapok banki befektetői bázisát. A bankok esetében előírt többlettőke követelmény érvényesítése nyilván csökkenti majd a bankok tevékenységének jövedelmezőségét, mérsékli aktivitási képességüket, s fékezi növekedési képességüket.

A kockázatitőke-alapok befektetői között a bankokat 2012 elején vizsgáló felmérés szerint a bankok világszerte a kockázatitőke-ágazat ötödik legjelentősebb forrásellátói. A válság miatti likviditás romlás és a szabályozás szigorítás hatása már ma is érződik a bankoktól érkező befektetések csökkenésében. Míg 2008-ban világszerte az összes befektetett tőke 11%-a érkezett a bankoktól, részarányuk 2011-ben 8%-ra esett vissza. A szabályozás és a likviditás új követelményei nyomán megindult a bankok befektetéseinek *másodlagos* piaci eladása. A felmérésben résztvevő bankok 23%-a adott már el ilyen vagyont, 40%-uk pedig fontolgatta az eladást. A bankok 10%-a teljesen felhagyott a kockázatitőke-alapokba történő befektetéssel, s 26%-uk pedig kevesebbet vagy nem fektet be ebbe az eszközosztályba. E bankok 90%-a amerikai vagy európai bank (*Preqin, 2012a*).

Ugyancsak csökkentheti a befektetők hajlandóságát a kockázatitőke-ágazat forrásellátására a biztosító társaságoknál a *Solvency II.* szabályozási csomag, míg a nyugdíjalapok esetében hasonló hatású lesz az *IORP* irányelv érvényesítése. A *biztosítótársaságokra* vonatkozó új szabályozás - a *Solvency II.* -, a bankokéhoz hasonlóan egy igen összetett követelményrendszer, amely egyidejűleg érinti a biztosítók szavatolótőkét, kockázatkezelését és tevékenységének átláthatóságát. Ezen intézményeknek a biztosítástechnikai tartalékok számítása és a tőkekövetelmények meghatározása során olyan mennyiségi-követelmény előírásokat kell figyelembe venniük, amelyek egyaránt vonatkoznak a minimális- és a szavatolótőke-követelményekre. Az új előírások nyomán a biztosítóknak a bankokhoz hasonlóan szükségképpen *csökkenteniük* kell kockázatitőke-kitettséget, ami főként kockázatitőke-portfólióik *másodlagos* piaci eladása útján valósulhat meg.

⁹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010 nevű törvényben a pénzügyi tevékenység rendszerkockázati jellegét kezelő előírás.

A biztosítókra, mint a kockázatitőke-alapok befektetőre vonatkozó 2012 eleji felmérés szerint e vállalati kör 2011-ben világszerte 9%-kal járult hozzá a kockázatitőke-alapok vagyonához. Bár e befektetők jellemzően vagyonuknak csak igen kis hányadát – 2,7%-át – fektetik kockázati tőkébe, ami az intézményi finanszírozók között a legalacsonyabb allokációs hányad, befektetéseik összességében mégis nagyon jelentősek a kockázatitőke-ágazat számára. Ugyanis azon biztosítók 60%-a, amely egyáltalán befektet kockázati tőkébe, 250 millió dollárnál nagyobb összeget szán erre, 1%-a pedig 5 milliárd dollárnál is többet. A szabályozás hatása elsősorban az európai biztosítókat érinti (*Preqin, 2012b*).

A *nyugdíjalapok* esetében az Európai Bizottság által javasolt *IORP II. Direktíva* bevezetése eredményezhet jelentős változást a kockázatitőke-alapok finanszírozása szempontjából. Ez a direktíva a munkáltatói nyugdíjalapokra tartalmaz a biztosítókhoz hasonló előírásokat, beleértve a tőkemegfelelést, a kockázatkezelést, az irányítást, az ellenőrzést, és a közzétételi kötelezettség, valamint az átláthatóság követelményét.

Az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (EVCA) nyilván nem elfogulatlan véleménye szerint e direktíva alkalmazása nem csupán csökkenteni fogja a kockázati tőke kitettség szintjét a munkáltatói nyugdíjalapoknál, hanem jóformán teljesen megszünteti majd kockázatitőke-kitettségüket. Ez - a szövetség szerint - a hosszútávú tőkebefektetések finanszírozására rendelkezésre álló tőke volumenét olyan erősen fogja csökkenteni, ami ezen befektetések gazdaságfejlesztő és növekedés kiegyenlítő hatását is érinteni fogja. (*EVCA, 2012c*)

Valóban kérdéses, hogy a pénzügyi rendszer kockázatoságának csökkentése érdekében hozott, mindenre kiterjedő és erős konkrét mennyiségi korlátokkal operáló szabályozás nem jelent-e már *túlszabályozást*. Nem fogja-e túl erősen vissza a kockázatitőke-ágazat finanszírozását biztosító intézmények tevékenységét, így többek között a bankok, a biztosítók és a nyugdíjpénztárak más eszközosztályoknál kockázatosabb, de magasabb hozamú kockázatitőke-befektetéseit, s ezáltal ezen intézmények kezelésében lévő tőke hozamcsökkenését. Kérdéses az is, hogy a kockázatitőke-ipar forrásainak megcsappanása nem vezet-e a *hosszú távú* vállalatfejlesztő tevékenység visszaeséséhez, azaz végső soron a szabályozás szigorodása nem vezet-e jelentős növekedési áldozathoz (*V. ö. Mérő, 2012, 162. o.*).

A KOCKÁZATITÓKE-ÁGAZAT KEZELŐINEK SZIGORODÓ SZABÁLYOZÁSA

A válságot megelőzően a kockázatitőke-piac szereplőire *nem* vonatkozott a pénzügyi szektor többi résztvevőjéhez hasonló napi és negyedéves beszámolási és regisztrációs kötelezettséggel járó átfogó előírás, ami nemcsak adminisztratív könnyítést jelentett, hanem anyagi jellegűt is. A válság óta azonban a jövőbeli válságok elmélyülését elkerülni igyekvő nemzetközi intézmények igyekeztek a kockázatitőke-piac szereplőire is olyan szabályozást alkalmazni, amely a globális pénzügyi rendszer egészében teszi lehetővé a rendszerszerű kockázat figyelését és csökkentését. Következésképpen a kockázatitőke-ágazatot is kiterjedtebb szabályozás és ellenőrzés alá kívánták vonni. Az alapkezelők számára ez a költségek növekedése mellett azért érzékeny kérdés, mert az új kötelezettség egyúttal széleskörű adatszolgáltatást ír számukra elő, ráadásul adataik egy része nyilvánosságra is fog kerülni. Mindez az ágazat működésének a *lényegét* kérdőjelezheti meg, azaz a szigorúan üzleti titokként kezelt know-how nyilvánosságra kerülésével fenyeget, de erodálhatja a kockázatitőke-befektetések másik előnyét is, amikor kérdésessé teheti a portfóliókba bekerült cégek a nyilvánosság kizárása melletti hosszabb ideig történő fejlesztésének lehetőségét is.

A közelmúltban született jogi előírások Amerikában és Európában is jelentős hatást gyakorolni fognak a kockázatitőke-alap-kezelők működésére. Az Egyesült Államokban a *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010* nevű törvényjavaslat kiterjeszti a felügyeleti szervek szerepét és jogkörét a kockázatitőke-alapok kezelőire, s ennek keretében a 150 millió dollárnál több tőkét kezelő cégek számára előírja a tőzsdei hatóságnál (*SEC*) történő regisztrációt. A 25 és 100 millió dollár közötti kezelt vagyon esetén az egyes államok megfelelő hatóságainál kell az alapkezelőknek a regisztrációt elvégezni. A rendszerkockázatok pontos felmérése érdekében a SEC kibővült jogköre olyan információk bekérését teszi majd lehetővé, amely többek között az alapok vagyonát, tőkeáttételét, partnerkockázati kitettségét, befektetési stratégiáját, kereskedési és befektetési pozícióit és eszközértékelési szabályait érintheti (*Székely, 2012*).

Európában az *AIFM direktíva (Directive on Alternative Investment Fund Managers, AIFMD)* helyezi szigorúbb szabályozás alá az alternatív befektetési alapkezelőket, közöttük a kockázatitőke-alapok kezelőit. Az európai kockázatitőke-alapok kezelőinek működését első ízben szabályozó AIFM direktíva hatálya alá csak az 500 millió euró értékű tőkénél nagyobb alapok kezelői fognak tartozni. A direktíva elfogadása számos változást okoz a kockázatitőke-alapok kezelőinél. A rendelkezés ugyanis érinti az alapkezelők működését, az általuk igénybe vett szolgáltatások nyújtóival kialakítandó kapcsolataikat, az letétkezelői (őrzési/felügyeleti) kereteket, a cégértékelési eljárásokat, azaz a vagyoni eszközökre vonatkozó független értékelés rendszerét, a kockázat- és likviditás kezelési gyakorlatot, a hitelfelvételi

korlátozásokat, a javadalmazási politikát és a marketing módszereket. Jelentéstételi kötelezettséget ró az alapkezelőkre nemcsak a befektetők és a szabályozó hatóság felé, hanem többségi tulajdonosi pozíció esetén a felvásárolt cégek felé is.

A 2010 novemberében az Európai Parlament által megszavazott irányelv (direktíva) szabályainak betartása - melynek nemzeti jogba történő átültetésére és alkalmazására a tagállamok 2013-ig kaptak haladékot¹⁰-, megemeli az alapok működési költségeit, s megnehezíti az Európán kívüli székhelyű alapok számára az itteni forrásgyűjtést. A szabályok betartását azon nem európai alapoknak is igazolniuk kell majd, amelyek szolgáltatásukat az európai piacon kívánják felajánlani, mivel a hatóságok egy ún. belső európai „útlevél” révén biztosítanak majd hozzáférést az alapkezelőknek az európai piacokhoz (*Portfolio.hu, 2010. 11. 11.*) E korlátozás a szolgáltatást felajánló alapok kezelőinek jogát érinti a szolgáltatással való megjelenésre az Európai Unió piacán. A kockázatitőke-alapokba befektető intézményi finanszírozók továbbra is szabadon dönthetnek arról, hogy hol fektetik be a tőkéjüket, azaz mely országban, melyik alapkezelő által kínált alapba szállnak be.

Mivel az alapkezelőkre vonatkozó egységes elvárások borítékolhatóan kedvezőtlen hatásúak lettek volna az induló cégeket finanszírozó kockázatitőke-alapok számára, így célszerűnek tűnt, hogy a *klasszikus* kockázatitőke-alapokra vonatkozó előírásokat elkülönítsék a kivásárlási-alapok és fedezeti alapok szigorúbb szabályozásától. Ezért az AIFM direktíva hatálya alá nem eső, 500 millió eurónál kisebb méretű kockázatitőke-alapok kezelőire vonatkozóan az Európai Bizottság 2011 decemberében egy új javaslatot terjesztett elő *European Venture Capital Funds Regulation (EVCFR)* néven. Ezt a külön szabályozás azért is indokolt volt, mert az európai klasszikus kockázatitőke-alapok kezelőinek 98%-a nem tartozott az AIFM által előírt méret-kategóriába, azaz 500 millió eurónál kisebb alapokat kezelt. Ugyanakkor az Európai Unió vezetői szerették volna elérni, hogy a klasszikus kockázatitőke-alapok kezelőire is egységes szabályok vonatkozzanak Európában: ezen alapkezelők is az EU egész területén kínálhassák szolgáltatásaikat, befektethessenek más európai országok vállalkozásaiba, azaz ne legyen jogi akadálya a határon átnyúló ügyleteiknek. A nagyméretű alapok számára ezt lehetővé tevő AIFM direktíva teljesítése azonban nyilvánvalóan nagyon szigorú és költséges követelményeket támasztott volna a kisméretű kockázatitőke-alapok kezelőivel szemben, mert a határon átnyúló forrásgyűjtés és befektetés esetén - az EVCFR nélkül - nekik is be kellett volna jelentkezniük az AIFM hatálya alá.

¹⁰ Magyarországon is megkezdődtek az AIFM direktíva implementálási munkálatai. A PSZAF 2012 októberében bocsátotta vitára a hazai bejegyzésű kockázatitőke-alapok kezelői által rendszeresen megadandó információk rendkívül kiterjedt listáját.

Az EVCFR szabályozás még el nem fogadott tervezete a befektetési portfólióra, a befektetési technikákra és a megcélózható vállalkozások körére vonatkozóan állapít meg egységes követelményeket azon alapkezelők számára, amelyek európai kockázati tőkealapot kezelnek. Egységesen szabályozza, hogy ezen alapok milyen befektetőket célozhatnak meg, s belső szervezetükre is kötelező előírásokat tartalmaz. Az egész Európára egységes előírással a szabályozás egyenlő versenyfeltételeket teremt a kockázati tőke-alapok számára. A szabályozást még hivatalosan is el kell fogadnia az Európai Parlamentnek és Tanácsnak. Elfogadását követően az EVCF rendeletet – az AIFM direktívától eltérően - már nem kell átültetni a nemzeti törvényekbe (*European Commission, 2011*). Az EVCF egyszerre teszi majd lehetővé a közös szabályozásból eredő előnyök érvényesülését, miközben mentesít az AIFM direktívában meghatározott adminisztratív eljárások alól. Az EVCF rendelet által létrehozott európai kockázati tőke-alap (*European Venture Capital Fund*) valójában egy új tőke-alap fajta lesz, amelyet szupranacionális szinten szabályoznak (*Glavanits, 2012*).

A SEC regisztráció és az AIFM direktíva (EVCFR) hatása várhatóan igen jelentős lesz a kockázati tőke-iparra. Az előírások többsége csökkenti az alapok működésének rugalmasságát, növeli befektetéseik költségét, s ezzel lényegében csökkenti az alapok jövedelmezőségét. A kockázati tőke-szakmára a legerősebb hatást várhatóan a javadalmazásra¹¹, a kockázatkezelésre és a letétkezelési szerepre vonatkozó követelmények gyakorolják majd. Az alapok kezelőinek a korábban megszokottnál sokkal formalizáltabb és dokumentáltabb rendszereket kell kidolgozniuk és alkalmazniuk. Az érintettek aggodalmi emellett a „mindenkire azonos” előírások alkalmazásából is fakadnak, ugyanis sok, más alternatív alapkezelők esetében jogos és értelmezhető előírás a kockázati tőke-alapok kezelőinél túlságosan korlátozónak vagy nem megfelelőnek tűnik. Ilyen lehet például a kockázatkezelés és portfóliókezelés funkcionális és hierarchikus szétválasztásának követelménye. Az egységes szabálykönyv túlságosan aránytalan és negatív hatást gyakorolhat a kivásárlásokat végző kockázati tőke-alapok kezelőire azáltal is, hogy nem egyenlő versenyfeltételeket teremt a más típusú tulajdonosokkal szemben amikor nem nyilvános nagy európai cégek felvásárlására kerül sor. Így például versenyhátrányba kerülhetnek a nagyvállalatokkal vagy az állami alapokkal (SWF) szemben, akiket a felvásárláskor hasonló korlátozások nem érintenek (*E&Y, 2012*).

¹¹ Új előírás például, hogy a mozgó (változó) javadalmazás felét részvényekben kell teljesíteni, s 40%-át halasztott módon, 3-5 évvel később lehet csak kifizetni. A fix és a mozgó javadalmazási rendszerről, az ebben érintettek számáról és a nyereségből történő részesedéséről menedzserekre lebontva kell évente beszámolni a hatósági számára készített jelentésben (*PWC, 2012*).

A KOCKÁZATITŐKE-ÁGAZAT FORRÁSBŐVÍTÉSE ÁLLAMI ESZKÖZÖKKEL

A pénzügyi és gazdasági *válság* felkeltette a kormányzatok érdeklődését a kockázatitőke-piac működése és állami eszközökkel történő támogatása iránt, annak reményében, hogy ez is elősegítheti a gazdaságok kilábalását a válságból (*Private Equity Findings, 2010*). Az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalását az indokolja, hogy a tőkéhez nem jutó innovatív vállalkozások tőkeigényének kielégítése társadalmilag kívánatos *externáliát* eredményez. A kormányzat, ha be tudja azonosítani azokat a befektetési projekteket, amelyek nagy társadalmi haszonnal kecsegtetnek, s megfelelő ösztönzéssel a pénzügyi közvetítők (a magánszektorbeli befektetők) figyelmét e vállalkozások felé tudja terelni, akkor hasznos közösségi feladatot lát el. Céljai elérésére az állam *többféle* megoldást alkalmazhat. Létrehozhat egy olyan központi alapot, amely befektetéseivel növeli a kockázati tőkealapok 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 aszimmetrikus kockázatviselés, illetve a kedvezményekből történő egyenlőtlen részesedés folytán a magánszektor befektetői számára vonzóbbá teheti az együttes befektetéseket. A magánszektor bevonása az állam által preferált projektek kiválasztásába, mentorálásába és monitorozásába a kockázatitőke-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.

Sok kormány kezdetben *saját* kockázatitőke-alapot hozott létre, ám ezeket idővel megszüntették, mivel a befektetési döntések többnyire politikai befolyás alá kerültek. A kormányzati tisztviselők ugyanis jellemzően nem rendelkeztek a befektetési lehetőségek kiválasztásához és menedzseléséhez szükséges szakértelemmel (*Gilson, 2003, Armour és Cumming, 2006, Lerner 2008*). A saját állami alapokban a kormány egyidejűleg lépett fel alapkezelőként és befektetőként. Az ilyen közvetlen részvétel azonban a piaci folyamatok *torzításának* kockázatát hordozza a tőke rossz elhelyezése és a magánszféra befektetőinek kiszorítása révén (*Leleux és Surlémont, 2003*), ezért egyre inkább egyetértés mutatkozik abban, hogy közvetlen befektetőként az állam csak korlátozott szerepet vállalhat (*Murray, 2007*).

A válság előtt a magyar kormányok a kockázatitőke-befektetések előmozdítására szinte kizárólag a *közvetlen* kockázatitőke-piaci részvétel gyakorlatát alkalmazták. A költségvetési pénzekből létrehozott, kizárólagos állami tulajdonban lévő befektető társaságok saját

befektetési tanácsaik döntései alapján közvetlenül fektethettek tőkéket vállalkozásokba. Ezen állami háttérű befektető szervezetek hozamelvárása és kilépési gyakorlata egyaránt eltért a piacon szokásostól. A gyakorlatban ezek a befektetések a finanszírozott cégek szempontjából inkább *hitelnyújtásként* funkcionáltak. Ez a gyakorlat a kilencvenes évtizedben már jelentősen eltért nemcsak a magánszektorbeli, de még a fejlett piacok állami tőkebefektetési gyakorlatától is (*Karsai, 2003, 2012*). Az életük korai szakaszában az állami szervezetektől kockázati tőkét kapó induló cégek kiválasztásakor jelentkező problémákon túl további gondot okozott, hogy a kezdő vállalkozások a tőke mellé nem kaptak segítséget cégük stratégiájának kidolgozásához, további fejlesztési források megszerzéséhez, üzleti kapcsolatrendszerük kialakításához és vezetői csapatuk felépítéséhez (*Karsai, 2007*).

A *közvetett* állami befektetés esetében a kormányzat magánszektorbeli kockázati tőkealapkezelőket megbízva vesz részt a kockázati tőke befektetésében. Azaz, delegálja a végrehajtói felelősséget, így az állam a kockázati tőke-alap többi befektetőjéhez hasonló szerepkörben, ám speciális célokkal lép fel. E célok a hozamelvárás mellett meghatározott térségek fejlesztését, munkahely-teremtést vagy az innováció előmozdítását foglalhatják magukban. Ezért az állam egyéb elvárásokat is előírhat azon alapok tevékenységére, amelyekben a befektetők egyikeként szerepel. Ma már világszerte az állam kockázati tőke-piaci részvételének ez a közvetett megoldása dominál (*Gilson, 2003, OECD, 2004*).¹² A közvetett állami befektetés elterjedt megoldása az is, amikor az állam az ún. *esernyőalapokon* keresztül részt vesz a vállalkozásokban, azaz az állami források nem közvetlenül egy kiválasztott alaphoz kerülnek, hanem állami holding-alapokba, amelyek tőkéjére több alap is pályázhat. Az esernyőalap állami kezelője, amikor az állami forrásokat alokálja, csak olyan alapokat finanszíroz, amelyek befektetési politikájukban vállalják az állam számára fontos cégeket, így például a fiatal, jelentős növekedési potenciállal rendelkezők finanszírozását (*Murray, 2007*).

Az Európai Unióban a kockázati tőke-alapokhoz történő *közvetett* állami hozzájárulás kiterjedten alkalmazott eszköz (*EC, 2006a,b, Murray, 1998, Martin és társai, 2003*). A nemzeti és közösségi források terhére együttesen nyújtott támogatásoknál a hangsúly ezen belül is mindinkább a feltöltődő, azaz *visszatérítendő* forrásokra került át, amelyeket piaci alapon működő alapkezelőknek nyújtanak (*Pelly és Kramer-Eis, 2011*). Ilyen konstrukció többek között a *Vállalkozás és Innovációs Program (Entrepreneurship and Innovation Programme, EIP)*, valamint a *Jeremie program (Joint European Resources for Micro and Medium Enterprises, JEREMIE)*¹³. Ezek egyaránt közösségi források lehívását teszi lehetővé olyan holding-alapok felállításához, amelyek tőkéjére a magánszektorbeli befektetőktől és a

¹² Az állam által ily módon támogatott kockázati tőke-alapok között főként a *mikro*-alapok szerepelnek, ahol a befektetési méret jellemzően 2 millió euró alatti (*Veugelers, 2011*).

¹³ E program az EU tagországai és régiói számára kínál lehetőséget arra, hogy a strukturális alapok egy részét visszatérítendő forrásként kockázati tőkébe fektessék, s ezáltal növeljék és gyorsítsák a helyi vállalkozások befektetését (*EIF, 2010*).

közösségi forrásokból származó tőkét *együtt* befektetni kész kockázatitőke-alapok kezelői pályázhatnak.

Magyarország a régióban *elsőként* kapott szabad utat Jeremie alapok létrehozására. Ezen alapok működésük első évében már hasonló arányt értek el a hazai kockázatitőke-piacon, mint a magánszektorban működő társaik. A Jeremie alapok kapcsán Magyarországon az állam első ízben próbálta meg *közvetett* módon a kockázatitőke-alapok magánszektorbeli befektetőit az általa preferált vállalkozások felé fordítani. Az új alapok létrehozásakor a cél azon innovatív, kisméretű cégek finanszírozása volt, amelyeket korábban mind az állami, mind pedig a magánszektorbeli befektetők kerültek. E cél elérése érdekében az állami tőkén kívül pénzügyi ösztönzőkkel is motiválta a befektetőket, azaz a költségek megosztásával, illetve a rá jutó hozam részbeni átengedésével (*Karsai, 2012*).

A Jeremie holding-alapot Magyarországon kezelő Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. 2009 decemberében *nyolc* kockázatitőke-alap kezelővel írt alá szerződést, amelyek 2010 nyarán összesen közel 45 milliárd forinttal kezdték meg a gazdálkodást (*MV Zrt. 2012*).¹⁴ Az első ütem sikerén felbátorodva 2012-ben meghirdették a Jeremie program második ütemét is, amelynek révén újabb *tíz*, magvető és növekedési célú kockázatitőke-alap létrehozására nyílik majd lehetőség - a magánszektorbeli hozzájárulásokkal együtt - összességében megközelítőleg 41 milliárd forintnyi összegben.¹⁵ A Jeremie programban tervbe vett magvető fázis intézményes finanszírozása azért is nagy jelentőségű, mert szervezett formában működő magvető tőke típusú források korábban *teljesen hiányoztak* a magyar piacról.¹⁶ (*A Jeremie alapok forrásainak befektetők szerinti megoszlásáról lásd a 2. sz. táblázatot!*)

2. sz. táblázat

A JEREMIE kockázatitőke-program forrásainak a befektetők típusa szerinti megoszlása Magyarországon (milliárd forint)

	Felhasználásra rendelkezésre álló időszak	Alapok száma (db)	Állami forrás (md Ft)	Magán forrás (md Ft)	Összes forrás (md Ft)
JEREMIE I.	2009-2013	8	31,5	13,4	45,0
JEREMIE II.	2011-2015	10*	28,5**	12,2	40,7

*6 db növekedési alap és 4db magvető alap

**22,5 milliárd Ft növekedési alap és 6 milliárd Ft magvető tőkealap

Forrás: sajtóközlemények

¹⁴ 2011 végéig ezen alapkezelők 44 cégbe 12,2 milliárd forintot helyeztek ki. 2012 március 31-ig a - 2013 végén lejáró - Jeremie I. program keretében kihelyezett kockázati tőke értéke 13,6 milliárd forintot ért el (*Májér, 2012*).

¹⁵ A 2012 júniusában kiírt és október végén elbírált Jeremie II. programban a kormányzati forrásból érkező keretösszeg 28,5 milliárd forint, melyből 6 milliárd forint jut majd induló vállalkozásokra, míg a fennmaradó részt növekedési szakaszban tartó cégek fogják megkapni (*Portfolio.hu, 2012*).

¹⁶ Ez alól kivételt jelent az üzleti angyalok befektetésére - kizárólag magánszektorbeli tőkéből - 2011 őszén sikeresen lezárt, 402 millió forintos Day One Kockázati Tőkealap I.

A magyar piac a Jeremie alapok tevékenységének beindulása nyomán nemcsak régiós, de európai viszonylatban is *kiugró* helyezést ért el 2011-ben, amikor a kockázati tőke klasszikus funkcióját betöltő kockázati tőke-befektetések értékének GDP-hez viszonyított arányát tekintve az európai mezőnyben 6. lett, míg a klasszikus kockázati tőke-befektetések mellett a kivásárlásokat is magában foglaló európai rangsorban a 14. helyre került.

Mivel a közép-kelet-európai régióban az innováció finanszírozása az elmúlt két évtizedben - a technológiai boom időszakától eltekintve - kevésbé dominált, ilyen összefüggésben javulás várható az európai közösségi forrásokat magánforrásokkal kombináló Jeremie-alapoktól. E konstrukció a régióban még nem minden országban jelent meg, mégis jelentős elmozdulást képvisel a kizárólag állami forrásokat, állami kezelők útján befektető szervezetekhez képest. Ez azonban nem jelenti azt, hogy a befektetések korábbi *direkt* finanszírozása a Jeremie alapok megjelenésével megszűnne. Magyarországon például erre utal, hogy az állami tulajdonú Magyar Fejlesztési Bank befektetési társasága, az *MFB Invest* a 2011-ben megvalósított közel 5 milliárd forinthez képest 2012-re már 20-30 milliárd forintnyi közvetlen tőkebefektetést tervezett (*MFB, 2012*), s ugyancsak kizárólag költségvetési forrásokból kíván vállalkozásokat finanszírozni a 2011 nyarán létrehozott *Széchenyi Tőkebefektetési Alap*, amely 2015 végéig hét megyében, régióként 2-2 milliárd forint értékben tervez forrás-kihelyezést (*SZTA, 2012*). A kockázati tőke állami támogatása Magyarországon így továbbra is *összekeveredik* a vállalkozások „kockázati tőke köntösébe öltöztetett” állami támogatásával. Holott az állam célja a gazdaság versenyképességének erősítése, az innováció piaci eszközökkel történő előmozdítása lenne, nem pedig az egyedi cégek versenyen kívüli támogatása.

A kormányzati kockázati tőke-programok teljesítményének *értékelésére* külföldön már sokféle tanulmány készült, a nemzetközi tapasztalatok felhasználását azonban megnehezíti, hogy a programok eddig erősen kapcsolódtak az egyes országok intézményi környezeti jellemzőihez, s eltérő időszakban is alkalmazták őket. Az összehasonlítás így szükségképp minőségi és kevésbé kvantifikálható lehet. Az egyes állami politikák indokainak és hatásainak koherens és generikus összehasonlítása még továbbra is várat magára.

A magyarországi Jeremie programok sikerének elemzése kapcsán *három*, nemrégiben végzett nemzetközi vizsgálat tapasztalatai érdemelnek különösen figyelmet. Az első, az Egyesült Királyságban működtetett *hibrid* kockázati tőke-konstrukciók értékelése, alapvetően pozitív volt. Ugyanakkor a kockázati tőke-befektetők javára alkalmazott kedvezmények az Egyesült Királyságban nem eredményeztek olyan kedvező hozamokat, mint az USA-ban. A befektetések regionális korlátozása és a sikeres cégekbe történő további befektetések lehetőségének hiánya sem volt megfelelő gyakorlat. Ez különösen a mikro alapokra volt igaz. A nem megfelelő alpméret és a befektetések méret illetve földrajzi terület szerinti korlátozása nem tette lehetővé az üzletileg sikeres befektetéseket. Az értékelés rámutatott az

üzleti siker és a nem pénzügyi eredmények közötti konfliktusos helyzetre is. A nem pénzügyi eredmények gyakran csak implicit módon jelentkeztek, anélkül, hogy világos mechanizmusok működtek volna annak értékelésére, hogy az egyes alapok e tekintetben hogyan teljesítettek (NESTA, 2009).

A hibrid finanszírozás tapasztalatait érintő másik figyelemre méltó kutatást *Brander, Hellmann és Du (2010)* végezte el. Ebben a szerzők a hibrid alapok működésének eredményességére vonatkozóan vizsgálták az állami hozzájárulás *relatív* nagyságának szerepét. A szerzők különösen arra voltak kíváncsiak, hogy az állami részvétel súlya befolyásolja-e a cégek eredményességét. Adataikból az derült ki, hogy azok a vállalkozások érték el a legjobb teljesítményt, amelyekbe a befektetést végző alapok tulajdonosi körében volt ugyan állami részvétel, de az nem érte el az 50%-ot. E cégek még a kizárólag magánszektorbeli befektetők finanszírozta alapok portfólió cégeinél is jobb eredményt produkáltak. Azaz, a kockázati tőkealapok három lehetséges variációja közül a csak részben államilag finanszírozott alapok produkálták a legjobb eredményt, szemben a teljesen kormányzati tulajdonú és a kizárólag magánszektorbeli tulajdonosokkal rendelkező alapokkal (*Brander, Hellmann és Du, 2010*).

A fentiekhez meglehetősen hasonló következtetésre jutott egy harmadik elemzés is. *Bertoni és Tykvová (2012)* a kockázati tőke-befektetésekhez jutó cégek innovációs teljesítményére gyakorolt hatásának vizsgálatakor ugyanis azt találta, hogy fiatal európai biotechnológiai és gyógyszeripari cégek szabadalmi tevékenységére a kockázati tőke hatása akkor volt a legerőteljesebb, amikor a kormányzati kockázati tőke befektetésére *magánszektorbeli* befektetők mellett, az utóbbiak *vezetésével*, szindikált módon került sor (*Bertoni, F., Tykvová, T., 2012*).

Az állami kockázati tőke-programok eredményességének vizsgálata megfelelő *értékelési szempontok* kialakítását feltételezi. Így mindenekelőtt azt kell tisztázni, hogy a kormányzati kockázati tőke-befektetések valóban létező tőkerés feloldását célozták-e, tevékenységük eredményeként ténylegesen javult-e a kockázati tőke elérhetősége az állam által preferálni kívánt cégeknél. Elemezni kell, hogy az állam által társfinanszírozott alapok mennyire eredményesen dolgoztak, sikeresen ki tudtak-e befektetéseikből lépni, s vonzó hozamokat tudtak-e befektetőiknek biztosítani. Továbbá vizsgálni kell, hogy az állami részvételű alapok által finanszírozott cégek mennyire lettek üzletileg sikeresek. A magyarországi Jeremie-alapok tevékenységének megítélésakor is a fenti szempontok alapján elvégzett értékelés adhat majd - néhány éven belül - választ arra, hogy mennyire volt sikeres ez a kezdeményezés.

KÖVETKEZTETÉSEK

A kockázati tőke-ágazat hozzájárulása a válság elmélyüléséhez nem bizonyított. Ugyanakkor az erre hivatkozó szabályozás-szigorítás kedvezőtlenül hat a kockázati tőke-ágazat válság miatt amúgy is megnehezült helyzetére, bár kétségtelenül javítja az iparág működésének átláthatóságát. Csökkenti a hosszú távú befektetésre rendelkezésre álló potenciális forrásokat, növeli a befektetők és a befektetésekben közreműködő alapok költségeit, merevebbé teszi a piac működését, s visszafogja az ágazatban résztvevők érdekeltségét. A finanszírozók és a befektetők működésének, kockázatvállalást ösztönző javadalmazási rendszerének szigorodása felemésztheti a kockázati tőke-ágazat többi alternatív eszközosztályokhoz képest mért versenyelőnyét, ami akár felszámolhatja a vállalatfinanszírozás más módon nem vagy kevésbé pótolható szegmensét. A kockázati tőke-ágazatba becsatornázható hosszú távú megtakarítások korlátozása a hosszú távú tőkebefektetések lehetőségének csökkentésével a gazdaság stabilizálása ellen hathat. Ez legerőteljesebben a gazdaságok motorját képező új, perspektivikus cégek fejlődésének esélyeit ronthatja, miközben megnehezítheti a már megállapodott nagyobb cégek szerkezetének hatékony átalakítását is. Ugyanakkor a kockázati tőke-piacon az állami részvétel korszerű technikákat alkalmazó erősödése csökkentheti az induló, korai fázisú innovatív cégek finanszírozásánál meglévő tőkerést, annak értékelése azonban még várat magára, hogy ez mekkora hozam/ráfordítás mellett történik.

Összességében tehát az állam kockázati tőke-piaccal kapcsolatos viselkedését sajátos *kettősség* jellemzi: a rendszerkockázat növekedésétől való félelem és a perspektivikus cégek serkentésének kívánalma. Úgy tűnik, hogy a félelem talán kissé túlzott, s ez a vállalkozások hosszú távú fejlődését szolgáló kockázati tőke-ipar működését aránytalanul korlátozza. Másfelől a kockázati tőkeként nyújtott kormányzati támogatás formái jelentősen korszerűsödtek, s jobban igazodnak a kockázati tőke természetéhez. E két hatás egyenlegét természetesen csak hosszabb idő elteltével lehet majd megvonni.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Armour, J. and D.J. Cumming (2006):* The legislative road to silicon Valley, Oxford Economic Papers, 58(4), pp. 596-635.
- Bertoni, F., TykvoVá, T. (2012):* Which Form of Venture Capital is Most Supportive of Innovation? ZEW Discussion Paper No. 12-018. <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp12018.pdf>
- Coller Capital (2012):* Global Private Equity Barometer, Summer 2012. Coller Capital.
- E&Y (2012):* Game-changing regulation? Ernst & Young, March 2012.
- EC (2006a):* Report of the Alternative Investment Expert Group: Developing European private Equity, Brussels, Commission of the European Communities.
- EC (2006b):* Implementing the community Lisbon programme: financing SME growth – adding European value, COM(2006), 349 p, Brussels, Commission of the European Communities.
- EIF (2010):* JEREMIE and JESSICA: Towards successful implementation. JEREMIE – State of Play. European Commission, EIF, Brussels, 29-30 November, 2010.
- European Commission (2011):* Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Venture Capital Funds. European Commission, Brussels, 7.12, 2011.
- EVCA (2012a):* Yearbook 2011, European Venture Capital and Private Equity Association, Brussels, 2012.
- EVCA (2012b):* Central and Eastern Europe Statistics 2011. EVCA, 2012 August
- EVCA (2012c):* The long and the short of it. EVCA Briefing, March 2012.
- Gilson, R. J. (2003):* Engineering a venture capital market: lessons from the American experience. Stanford Law review, 55(4), pp. 1067-1103.
- Glavanits Judit (2012):* A kockázati tőkebefektetések egyes jogi aspektusai. Doktori értekezés, Széchenyi István Egyetem, Győr, 2012, 245 o.
- Gottschlag, O. (2007):* Executive summary. European Parliament: Private Equity and Leveraged Buy-outs. Study, Policy Department Economic and Scientific Policy, IP/A/ECON/IC/2007.25.
- Hellmann, T., Puri, M (2000):* The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. Review of Financial Studies, vol. 13, pp. 959-984.
- Karsai Judit (2007):* Kifelé a zsákutcából. Állami kockázati tőke és innováció. Közgazdasági Szemle, Vol. LIV, No. 12, pp. 1085-1102.
- Karsai Judit (2010):* Áldás vagy átok? A magántőke-befektetések hatása a gazdaságra. Vezetéstudomány, XLI. évf. 2010. No. 3, pp. 14-25.
- Karsai Judit (2012):* A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban. Közgazdasági Szemle Alapítvány, MTA KRTK KTI, Budapest, 2012.
- Kraemer-Eis, H., Lang, F., Kyriakopoulos, A. (2012):* European Small Business Finance Outlook, EIF Working Paper 2012/14. European Investment Fund, May 2012.
- Lerner, J. (2008):* Boulevard Of Broken Dreams: Why Public Efforts To Boost Entrepreneurship And Venture Capital Have Failed. Princeton university press, Princeton.

- Májer Beáta (2012):* Kihelyezési zavarok. HVG, 2012. 08.04.
- Martin, R., C. Berndt, B. Klagge, P. Sunley and S. Herten (2003):* Regional Venture Capital Policy: UK and Germany Compared. Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society, London and Berlin, AGF.
- Mérő Katalin (2012):* A bankszabályozás kihívásai és változásai a pénzügyi-gazdasági válság hatására. In: Valentiny Pál, Kiss Ferenc László, Nagy Csongor István (szerk.): Verseny és szabályozás 2011. MTA KRTK KTI, Budapest, 2012. 129-166. o.
- MFB (2012):* Többet fektet be az MFB Invest. Világgazdaság, 2012. 04.13.
- Murray, G. C. (2007):* Venture capital and government policy. In: Landström, H. (Ed.): Handbook of Research on Venture Capital. Edward Elgar, Cheltenham, UK., 2007. pp. 113-151.
- 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 scheme. Regional Studies, 32(5), 405-19.
- MV Zrt. (2012):* Várakozáson felüli siker a JEREMIE Program Magyarországon 2011-ben. Sajtóközlemény, 2012. 03. 07.
- NESTA (2009):* Start-up finance: the role of micro funds in the financing of new technology firms. NESTA, 2009. <http://www.nesta.org.uk>
- OECD (2004):* Venture Capital: Trends and Policy Recommendations. Science Technology Industry, Paris, Organisation for Economic Co-Operation and Development.
- Pelly, R., Kramer-Eis, H. (2011):* Creating a Better Business Environment for Financing Business, Innovation and Green Growth. OECD Journal, Financial Market Trends, Vol. 22, Issue 1, OECD, 2011.
- Portfolio.hu (2010):* Szavaztak a képviselők a fedezeti és kockázati tőke alapokról. Portfolio.hu, 2010. 11. 11. <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?=2&i=141267>
- Portfolio.hu (2012):* Tömeges kihelyezések várhatók – Beérett a Jeremie program. Portfolio.hu, 2012.05.11.
- Preqin (2012a):* Preqin Special Report: Banks as Investors in private equity. Preqin, April, 2012.
- Preqin (2012b):* Preqin Special Report: Insurance Companies Investing in Private Equity, Preqin, May, 2012.
- Private Equity Findings (2010):* Grat intervention? Private Equity Findings, 2010. No. 2, pp. 8-10.
- PWC (2012):* Understanding AIFMD. PricewaterhouseCoopers LLP, UK, 2012.
- Russell Research (2012):* Russell Investments' 2012 Global Survey on Alternative Investing. Russell Research, 2012.
- Schafer, D. (2012):* Tax treatment of private equity. Financial Times, 2012 March 7, 2012.
- Strömberg, P. (2009):* The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of research findings, July, 2009.
- Székely Anita (2012):* A válságra tett szabályozói válaszlépések az Egyesült Államokban. Hítelintézeti Szemle, 2012. No. 3. pp. 231-253.
- SZTA (2012):* Az állam mint átmeneti csendestárs. Magyar Nemzet, 2012. 09. 03.
- Unquote (2012):* Governments' contribution to VC up six-fold. Unquote, 02.05.2012.
- Veugelers, R. (2011):* Mind Europe's early-stage equity gap. Breugel Policy Contribution, Issue 2011/18, December 2011.