

Válság után: változó állami szerep a kockázatitőke-ágazatban

KARSAI JUDIT

*A nemzetközi piacokon megfigyelt tendenciákat hazai perspektívából is vizsgáló cikk szerint az állam kockázatitőke-piaccaal kapcsolatos viselkedését sajátos kettősség jellemzi: a rendszerkockázat növekedésétől való félelem és a perspektivikus cégek serkentésének kívánalma. A kockázatitőke-ágazat tőkeellátására és alapkezelőinek működésére egyaránt kiható szabályozásszigorítás felemésztheti e tőkeközvetítő ágazat más alternatív eszközosztályhoz mért versenyelőnyét, s ez egyrészt a vállalkozások hosszú távú fejlődését szolgáló kockázatitőke-ipar működését aránytalanul korlátozhatja, miközben kétségtelenül hozzájárul az ágazat működésének átláthatóságához. 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.**

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 alá,² a nagyará-

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 cégeik elértéktelenítésével óriási hozamokra tennének szert, továbbá azt sem, hogy negatív hatást gyakorolnának az érintett szektorok növekedésére vagy versenyképességére, illetve hogy megingat-

* A cikk az OTKA K105581 számú pályázat támogatásával készült.

nyú hitelekkel végrehajtott befektetések vélelmezett válságmélyítő szerepe kapcsán a kockázati tőke-ipar kivásárlásokkal foglalkozó része *bűnbakká* vált a gazdaságpolitikusok és a közvélemény szemében. A kockázati tőke-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 feladatulknak tekintik.

A jövőbeli válság elkerülése érdekében a rendszerkockázat csökkentését célzó pénzügyi szabályozás várható változásai a korábbinál szigorúbb *korlátozásokhoz* vezetnek a kockázati tőke-iparban. A kockázati tőke-alapok tevékenységének lehetőségeit érintő változások között egyidejűleg szerepel az intézményi finanszírozók kockázati tőke-piaci befektetéseinek korlátozása, az állami szerepvállalás erősítése, valamint a kockázati tőke-alapok kezelőire vonatkozó új szabályozás bevezetése. Felhangolt a vita az alapkezelők adózása körül is, világszerte nő a nyomás a kockázati tőke-iparból a kormányzatok által beszedhető adók növelésére. A tét a kockázati tőke-alapok kezelői kockázatos üzletek hozamából való részesedésének – az ún. *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 kockázati tőke-ágazat *működési modelljének* továbbélését kérdőjelezheti meg.

A kockázati tőke-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 ügyletek finanszírozásában, s nehezebbé vált a kilépés a portfóliókban lévő cégekből is. Mivel a kockázati tőke-alapok a tervezettnél tovább tartották cégeiket portfólióikban, ez nemcsak a befektetések nyereségességét ron-

nák magát a gazdaságot és pénzügyi rendszerét (*Gottschlag, 2007*). Makrogazdasági szinten a hitel igénybevételével megvalósított kockázati tőke-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 százalékos adó helyett 35 százalékos adó a terv, Franciaországban a 36,5 százalékos helyett 75 százalékos lenne az új ráta, az Egyesült Királyságban pedig már meg is valósult a 18 százalékos adó helyett 28 százalékos, s Dániában is már két éve a sokkal magasabb, 56,5 százalékos jövedelmi adózás van érvényben. Németországban az alapkezelők nyereségből történő részesedésének korábbi 60 százalékos részét helyett immár a teljes rész utáni adózását javasolják a döntéshozók. Ugyancsak elfogadás alatt áll a svéd javaslat, mely a korábbi 30 százalékos tőkejövedelem-adó helyett a személyi jövedelmekre megállapított adókat szedné be (*Schafer, 2012*).

totta, hanem lassította, illetve csökkentette a tőke visszafizetését is a kockázatitőke-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 kockázatitőke-befektetéseket különösen hátrányosan érintette, holott ezen ügyletek finanszírozása, különösen Európában, már a válságot megelőzően is korlátozott volt.

Magyarországon, ahol az induló cégek kockázatitőke-finanszírozása a rendszer-váltást követő két évtizedben gyakorlatilag alig létezett, a kivásárlások visszaesése nyomán a kockázatitőke-ipar ugyancsak *megszenvedte* a válságot. A kockázatitőke-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 kockázatitőke-ágazatba csatornázható EU-források igénybevételével.

A cikk egy rövid módszertani kitekintés után először a válságnak a 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 kockázatitőke-alapok kezelőire vonatkozó új előírásoknak. A cikk a kockázatitőke-piacon az állam befektetői szerepvállalásának technikáiban bekövetkező tendenciák bemutatásával zárul, melynek során kitér a hazai gyakorlat nemzetközi trendekbe való – változó sikerű – illeszkedésére.

Módszertani kitekintés

A klasszikus kockázatitőke-befektetéseket és a kivásárlásokat egyaránt magában foglaló kockázatitőke-ágazat fejlődését az ágazat sajátosságánál fogva viszonylag *nehéz* pontos adatokkal *dokumentálni*. Noha a kockázati tőkéről az elmúlt években több könyv és számos cikk is megjelent magyarul, a kockázati tőke magyarországi működését változatlanul meglehetősen homály fedí. Ezt csak részben magyarázza, hogy a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások természetükből adódóan távol maradnak a nyilvánosságot jelentő tőzsdétől. A tisztánlátás, a nagy publicitás ugyanis az ágazat szereplőinek sem feltétlenül érdeke, mivel a kockázati tőke hozama, azaz a vállalatokban átmeneti időre szerzett részesedések vételi és eladási árfolyamának különbsége nagyrészt a befektetők féltve őrzött *know-how*-jától függ.

A magyarországi kockázatitőke-ágazatban folyó tevékenységről a rendszerváltást követő első évtizedben még nem folyt szisztematikus adatgyűjtés. A 2000-es évtized első kétharmadában immár az ágazat résztvevői által is szorgalmazott adatgyűjtést a Magyarországon kockázati tőkét befektető szervezeteket tömörítő Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (Hungarian Venture Capital and Private Equity Association, HVCA) végezte. 2008-tól ezt a funkciót egy megállapodás nyomán a befektetőket Európa-szerte képviselő Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA) vette át. A megállapodást az tette lehetővé, hogy az EVCA szakított azon korábbi gyakorlatával, amely szerint az egyes országokra vonatkozó adatokat az alapok kezelőinek székhelye szerint összesítette, vagyis az egyes országokra vonatkozó adatoknál nem vette számba azon alapok összegyűjtött tőkéjét és befektetéseit, amelyek nem rendelkeztek az adott országbeli székhellyel. Noha az EVCA felmérése a megállapodást követően szemléletében már az ún. *piaci elvet* követte, azaz egy-egy ország esetében már nem a befektetők származási országát vette figyelembe, hanem az adott országbeli székhellyel működő vállalkozásokba történt összes regisztrált befektetést összesítette, a kockázatitőke-piacra vonatkozó adatok megbízhatóságát továbbra is megkérdőjelezi, hogy az adatgyűjtés változatlanul a befektetők *önkéntes* adatközlésén alapult. E gyakorlat folytán az adatok pontossága és teljes körűsége mindmáig nehezen ellenőrizhető.

Miközben az európai statisztika az adatgyűjtés nemzetközivé válása és módszertani egységesítése folytán gazdagabbá vált, a hazai kockázatitőke-piacon végrehajtott ügyletek megismerését 2007-től valójában tovább nehezítette, hogy a magyarországi egyesület immár az európai adatbázisba bekerülő, a magyarországi befektetőket és ezek portfóliócégeit érintő tőkegyűjtési, befektetési és kiszállási adatok feltöltésének csupán az előmozdításában és ellenőrzésében vett (vesz) részt, miközben az egyedi befektetési adatokhoz az adatközlők alkalmi döntésétől függően fér hozzá. Az európai adatbázisban lévő, magyarországi székhelyű cégeket érintő adatok így *ügyleti szinten nem*, hanem csak aggregált módon állnak rendelkezésre. Mindezek ismeretében a magyarországi kockázatitőke-ágazat fejlődésének dokumentálása szempontjából jelentős előrelépést az hozott, hogy 2011-ben egy átfogó felmérés készült az 1989 és 2010 közötti időszakra vonatkozó magyarországi kockázatitőke-befektetésekről és kilépésekről, valamint az e piacon érdekelt szervezetek által összegyűjtött kockázati tőke nagyságáról (*Karsai*, 2011).

A válság hatása a kockázattőke-ágazat helyzetére

A 2007-ben kirobbant globális pénzügyi válság a kockázattőke-ágazat⁴ *keresleti és kínálati* oldalát egyaránt érintette. Keresleti oldalon a vállalkozások körében felerősödött a verseny a kockázattőke-alapok forrásainak megszerzéséért, mivel a válság a hitelek megszerzésének megnehezülése folytán rendkívül negatív hatást gyakorolt a cégek külső forráshoz jutására, s ezzel *növelte* a sajáttőke- (equity) finanszírozás, ezen belül a kockázati tőke iránti igényt.

Eközben azonban kínálati oldalon *megcsappantak* a kockázati tőkeként befektethető források. Egyrészt azért, mert a kockázattőke-alapok új befektetések helyett a szándékoltnál tovább megtartott portfóliócégek megerősítésére koncentráltak. Másrészt a kockázattőke-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 eszközosztályokba történő befektetések csökkenése/leértékelődése miatt látszólag megnőtt a kockázattőke-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 kockázattőke-alapok (és finanszírozóik) által keresett ügyletekben is. A válság nyomán sok befektető átértékelte, hogy a kockázattőke-ágazaton belül az alapok mely *típusai* a legvonzóbbak. 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 kockázattőke-alapok portfólióit megvásárló, azaz a másodlagos piacon működő alapok iránt is. Ugyanakkor a kockázattőke-befektetők még a megdrágult hitelek miatt nehezebben végrehajtható kivásárlásoknál is jobban vonakodtak a nagy kockázatot hordozó, korai fázisú innovatív cégek finanszírozását vállalni.

⁴ A kockázattőke-ágazat működési módjával, szereplőinek tevékenységével kapcsolatos fogalmak leírását magyarul lásd *Karsai [2012]*.

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 vagyongazdálkodók	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 vagyongazdálkodók	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 (milliárd euró)	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 [2012a].

E helyzetet a gazdaságpolitika a válság sújtotta országokban mindinkább *állami forrásokból* származó kockázati tőkével próbálta meg pótolni (Pelly–Kramer-Eis, 2011). A kormányzati ügynökségektől származó források részarányának világszerte tapasztalható növekedését egyidejűleg magyarázza a kockázatitőke-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 kockázatitőke-befektetésekre és a kivásárlásokra együttesen gyűjtött tőke befektetők szerinti megoszlását lásd az 1. táblázatban.) A kormányzatoktól érkező tőke a *klasszikus* kockázatitőke-alapok forrásai között 2007 és 2011 között *világszerte* hatszorosára – 9 százalékról 54 százalékra – emelkedett (Unquote, 2012). Európában ugyanezen

időszak alatt a kormányzati részvétel növekedése a *klasszikus* kockázatitőke-forrásokban közel három és félszeres volt, 10 százalékról 34 százalékra emelkedett⁵ (EVCA, 2012a). 2012 első háromnegyedében a klasszikus kockázatitőke-befektetési céllal gyűjtött tőke közel fele érkezett kormányzati forrásokból (*Kramer-Eis–Lang–Gvetadze*, 2012). Kelet-Közép-Európában, ahol egy-egy alap megjelenése a piac kis mérete folytán rendkívül nagy kilengéseket okoz, a kormányzati források részaránya az *összes*, azaz a klasszikus kockázatitőke-befektetésekre és a kivásárlásokra egyaránt szánt forrásokon belül a 2007-ben elért 6 százalékhoz képest 2010-ben 58 százalékos aránnyal tetőzött, majd 2011-ben 14 százalékra esett vissza (EVCA, 2012b). A kelet-közép-európai regionális kockázatitőke-alapok legnagyobb befektetőjének számító EBRD adatai szerint az érdekeltségébe tartozó alapok tőkegyűjtésében a nemzetközi pénzügyi intézményektől és kormányzatoktól származó tőke aránya 2007 és 2009 első féléve között 19 százalékról 62 százalékra ugrott (EBRD, 2012). A helyzet súlyosságát jelzi, hogy a kockázatitőke-piac potenciális befektetői körében 2012 nyarán végzett felmérés szerint világszerte a finanszírozók közel háromnegyede vélte úgy, hogy jelentős kormányzati támogatás (adóösztonzés és/vagy szabályozásváltoztatás) nélkül a klasszikus kockázatitőke-piac Európában nem fog tudni talpra állni (Coller Capital, 2012).

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 esernyőalapokon⁷ keresztül lebonyolított befektetések is megalapozzák. Az intézményi befektetők elsősorban azért lépnek a

⁵ A kormányzati források részaránya az adott évben frissen gyűjtött tőke között csak a *klasszikus* kockázatitőke-befektetések céljára gyűjtött tőkén belül volt ilyen magas, a kizárólag kivásárlásokra odaígért tőkén belül a kormányzati részarány Európában alig haladta meg az 5 százalékos szintet.

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.

⁷ Az esernyőalapok – más néven alapok alapjai – olyan speciális alapok, amelyek az intézményi finanszírozók náluk elhelyezett tőkéjét fektetik be kockázatitőke-alapokba.

kockázatitőke-piacra, hogy javítsák portfóliójuk abszolút hozamát, és csökkentsék volatilitását. Az egyes intézmények vagyonának befektetésekor a 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, a kötvények vagy az alternatív eszközök) közötti, hanem az alternatív eszközökön belül a kockázatitőke-befektetéseken belüli diverzifikációra is szükség van.

Az intézményi befektetők a különböző eszközosztályok között a kockázati tőkét az úgynevezett *alternatív befektetések*⁸ között tartják számon. Bár az alternatív eszközök súlya az elmúlt évtizedben határozottan emelkedett, a befektetések között továbbra is csak periferikus szerepet játszik. A kockázatitőke-befektetések súlya a befektetések összességéhez viszonyítva még inkább eltöprel, hiszen a kockázati tőkére allokált összeg még az alternatív eszközöknek is csak kis hányadát teszi ki.⁹ Ez az összeg azonban a kockázatitőke-alapok tőkéjének meghatározó hányadát képviseli, számukra ez a legfontosabb tőkeforrás.

Az intézményi kockázatitőke-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 kockázatvállalást 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

⁸ A kockázati tőkén kívül az alternatív eszközök közé a fedezeti alapokba, az ingatlanba és a tőzsdei termékekbe való befektetéseket sorolják.

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

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

A kockázati tőke-alapok jövőbeli működését a *bankoktól* megszerezhető források oldaláról különösen érzékenyen fogja érinteni az Egyesült Államokban az ún. *Volker Rule* előírás,¹⁰ míg Európában a *Basel III. (CRD IV)* szabályozás fogja korlátozni a saját számlás ügyleteket és a kockázati tőke-alapokba történő tőkebefektetést. Így ezen szabályozások betartása valószínűleg jelentősen csökkenti majd a kockázati tőke-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 kockázati tőke-alapok befektetői között a bankokat 2012 elején vizsgáló felmérés szerint a bankok világszerte a kockázati tőke-ágazat ötödik legjelentősebb forrásellátói. A válság miatti likviditásromlás és a szabályozásszigorítás hatása már ma is érződik a bankoktól érkező befektetések csökkenésében. Míg 2008-ban világszerte az összes befektetett tőke 11 százaléka érkezett a bankoktól, részarányuk 2011-ben 8 százalékra esett vissza. A szabályozás és a likviditás új követelményei nyomán megindult a bankok befektetéseinek *másodlagos* piaci eladása. A felmérésben részt vevő bankok 23 százaléka adott már el ilyen vagyont, 40 százalékuk pedig fontolgatta az eladást. A bankok 10 százaléka teljesen felhagyott a kockázati tőke-alapokba történő befektetéssel, s 26 százalékuk pedig kevesebbet, vagy nem fektet be ebbe az eszközosztályba. E bankok 90 százaléka amerikai vagy európai bank (Preqin, 2012a).

Ugyancsak csökkentheti a befektetők hajlandóságát a kockázati tőke-ágazat forrásellátására a biztosítótársaságoknál a *Solvency II.* szabályozási csomag, míg a nyugdíjalapok esetében hasonló hatású lesz az *IORP* irányelv Európai Bizottság által javasolt érvényesítése. A *biztosítótársaságokra* vonatkozó új szabályozás – a *Sol-*

¹⁰ A *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010* a pénzügyi tevékenység rendszerkockázati jellegét kezelő törvény.

vency II. – a bankokéhoz hasonlóan igen összetett követelményrendszer, amely egyidejűleg érinti a biztosítók szavatoló tőkéjét, kockázatkezelését és tevékenységének átláthatóságát. Ezen intézményeknek a biztosítástechnikai tartalékok számítása és a tőkekövetelmények meghatározása során olyan mennyiségikövetelmény-előírásokat kell figyelembe venniük, amelyek egyaránt vonatkoznak a minimális és a szavatoló tőke-követelményekre. Az új előírások nyomán a biztosítóknak a bankokhoz hasonlóan szükségképpen *csökkenteniük* kell kockázati tőke-kitettséget, ami főként kockázati tőke-portfólióik *másodlagos* piaci eladása útján valósulhat meg.

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

A *nyugdíjalapok* esetében az Európai Bizottság által javasolt *IORP II. irányelv* bevezetése jelentős változást eredményezhet a kockázati tőke-alapok finanszírozásában. Ez az irányelv a munkáltatói nyugdíjalapokra tartalmaz a biztosítókhöz hasonló előírásokat, beleértve a tőkemegfelelést, a kockázatkezelést, az irányítást, az ellenőrzést, a közzétételi kötelezettséget, valamint az átláthatóság követelményét.

Az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (EVCA) nyilván nem elfogulatlan véleménye szerint e direktíva alkalmazása nem csupán csökkenteni fogja a munkáltatói nyugdíjalapok kockázati tőke-kitettségeinek a szintjét, hanem azt jóformán teljesen megszünteti majd. Ez – az egyesület szerint – a hosszú távú 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 kockázati tőke-ágazat finanszírozását biztosító intézmények tevékenységét, így többek között a bankok, a biztosítók és a nyugdíjpénztárak más eszközosztályoknál kockázatosabb, de magasabb hozamú kockázati tőke-befektetéseit, s ezáltal váltja ki ezen intézmények kezelésében lévő tőke hozamcsökkenését. Kérdéses az is, hogy a

kockázatitőke-ipar forrásainak megcsappanása nem vezet-e a *hosszú távú* vállalat-fejlesztő tevékenység visszaeséséhez, azaz végső soron a szabályozás szigorodása nem vezet-e jelentős növekedési áldozathoz.

A kockázatitőke-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. Tudományos igényű elemzések ugyan nem támasztották alá, hogy a kockázatitőke-szektor rendszerkockázatot jelentett volna a pénzügyi rendszer működésére, mégis a kockázatitőke-alapok kezelőire is kiterjesztették a más pénzügyi közvetítő intézmények esetében kialakított eljárásokat. A válság óta 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 széles körű adatszolgáltatást ír számukra elő, ráadásul adataik egy része nyilvánosságra is fog kerülni. Mindez a kockázatitőke-ágazat *lételemét* veszélyeztetheti, így ugyanis könnyebben megismerhetővé és lemásolhatóvá válhatnak azok az eljárások és ösztönzési formák, amelyeket az alapkezelők féltve őrzött saját know-how-ként egyedi módon alkalmaznak a portfóliójukba került cégek értékének növelésére. A nagyobb nyilvánosság emellett kérdésessé teheti a kockázatitőke-befektetéseknek az érintett cégek számára kedvező azon vonásának érvényesülését is, amely a befektetők portfóliójába bekerült cégek nyilvánosság kizárása melletti hosszabb ideig történő fejlesztésének lehetőségét biztosítja.

A közelmúltban született jogi előírások Amerikában és Európában is jelentős hatást fognak gyakorolni a kockázatitőke-alapok kezelőinek 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, amelyek többek között az alapok vagyont, tőkeáttételét, partnerkockázati kitétségét, befektetési stratégiáját, kereskedési és befektetési pozícióit és eszközértékelési szabályait érinthetik (Székely, 2012).

Európában az *AIFM direktíva* (*Directive on Alternative Investment Fund Managers, AIFMD*) helyezi szigorúbb szabályozás alá az alternatív befektetési alapkezelőket, köztük 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 (örzési/felügyeleti) kereteket, a cégértékelési eljárásokat, azaz a vagyoni eszközökre vonatkozó független értékelés rendszerét, a kockázat- és likviditáskezelési gyakorlatot, a hitelfelvételi korlátozásokat, a javadalmazási politikát és a marketingmódszereket. Jelentéstételi kötelezettséget ró az alapkezelőkre nemcsak a befektetők és a szabályozó hatóság számára, 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 júliusáig kaptak haladékot¹¹ – 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. november 11.). E korlátozás a szolgáltatást felajánló alapkezelők 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 felkínált 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

¹¹ Magyarországon az AIFM direktíva implementálási munkálatai keretében a PSZAF 2012 októberében bocsátotta vitára a hazai bejegyzésű kockázatitőke-alapok kezelői által rendszeresen megadandó információk rendkívül kiterjedt listáját.

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. Ez a szabályozás azon alapok számára nyújthat könnyített feltételeket, amelyek tőkéjük 70 százalékát kis- és középvállalatokba fektetik, s nem alkalmaznak befektetéseiknél tőkeáttételt. Ez a külön szabályozás azért is indokolt volt, mert az európai klasszikus kockázatitőke-alapok kezelőinek 98 százaléka nem tartozott az AIFM által előírt méretkategóriába, azaz 500 millió eurónál kisebb alapokat kezelte.¹² 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 akadály 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.

Az EVCFR szabályozás 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 kockázatitőke-alapok számára, különös tekintettel az országhatárokon átnyúló alapgyűjtésre és tőkebefektetésre. A tervek szerint 2013 júliusában életbe lépő szabályozást már hivatalosan is elfogadta az Európai Parlament, így már csak a Tanács jóváhagyása van hátra. 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 kisebb kockázatitőke-alapok kezelőinek a közös szabályozásból eredő előnyök érvényesülését, miközben mentesíti őket az AIFM direktívában meghatározott adminisztratív eljárások alól. Az EVCF-rendelet által létrehozott európai kockázatitőke-alap (*European Venture Capital Fund*) való-

¹² Európában az átlagos kockázatitőke-alap méret 60 millió euró (European Commission, 2011).

jában egy olyan új *tőkealapfajta* lesz, amelyet szupranacionális szinten szabályoznak (Glavanits, 2012).

A SEC regisztráció és az AIFM direktíva (EUCFR) *hatása* várhatóan igen jelentős lesz a kockázatitőke-iparra. Az előírások többsége csökkenti az alapok működésének rugalmasságát, növeli befektetések költségét, s ezzel lényegében csökkenti az alapok jövedelmezőségét. A kockázatitőke-szakmára a legerősebb hatást várhatóan a javadalmazásra,¹³ 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 aggodalmai emellett a „*mindenkire azonos*” előírások alkalmazásából is fakadnak, ugyanis sok, más alternatív alapkezelők esetében jogos és értelmezhető előírás a kockázatitőke-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 kockázatitőke-alapok kezelőire azáltal is, hogy nem egyenlő versenyfeltételeket teremt a más típusú tulajdonosokkal szemben, ha nem nyilvános nagy európai cégek felvásárlására kerül sor. Így például versenyhátrányba kerülhetnek a nagyvállalatokkal vagy az állami alapokkal (SWF) szemben, amelyeket a felvásárláskor hasonló korlátozások nem érintenek (E&Y, 2012).

A kockázatitőke-ágazat forrásbővítése állami eszközökkel

A pénzügyi és gazdasági *válság* annak reményében keltette fel a kormányzatok érdeklődését a kockázatitőke-piac működése és állami eszközökkel történő támogatása iránt, 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,

¹³ Új előírás például, hogy a mozgó (változó) javadalmazás felét részvényekben kell teljesíteni, s 40 százalékát 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).

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 olyan központi alapot, amely befektetéseivel növeli a kockázatitőke-alapok forrásait; meghívhat magánszektorbeli befektetőket az általa felállított alapokba; avagy csökkentheti a kizárólag magánszektorbeli finanszírozók alapjainak költségeit, kockázatait. Az állami és a magánszektorbeli befektetők együttműködését számtalan olyan megoldás „olajozhatja meg”, amelyek az aszimmetrikus kockázatviselés, illetve a kedvezményekből történő egyenlőtlen részesedés folytán a magánszektor befektetői számára vonzóbbá tehetik 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–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–Surlemont, 2003*), ezért egyre inkább egyetértés mutatkozik abban, hogy közvetlen befektetőként az állam csak korlátozott szerepet vállalhat (*Murray, 2007*).

A válság előtti évtizedekben 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 tőkét 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, hanem még a fejlett piacok állami tőkebefektetési gyakorlatától is (*Karsai, 2003, Karsai, 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 kockázatitőkealap-kezelőket megbízva vesz részt a kockázati tőke befektetésében. Azaz delegálja a végrehajtói felelősséget, így az állam a kockázatitőke-alap többi befektetőjéhez hasonló szerepkörben, ám speciális célokkal lép fel. E célok a hozamelvítés mellett meghatározott térségek fejlesztését, munkahelyteremtést 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 kockázatitőke-piaci részvételének ez a közvetett megoldása dominál (Gilson, 2003, OECD, 2004).¹⁴ A közvetett állami befektetés elterjedt megoldása az is, amelyben az állam az ún. *esernyőalapokon* keresztüli részvételt választja, azaz az állami források nem közvetlenül egy kiválasztott alaphoz kerülnek, hanem állami holdingalapokba, amelyek tőkéjére több alap is pályázhat. Az esernyőalap állami kezelője az állami források allokálása során csak olyan alapokat finanszíroz, amelyek befektetési politikájukban vállalják az állam számára fontos cégek, így például a fiatal, jelentős növekedési potenciállal rendelkezők finanszírozását (Murray, 2007).

Az Európai Unióban a kockázatitőke-alapokhoz történő *közvetett* állami hozzájárulás kiterjedten alkalmazott eszköz (EC, 2006a, EC 2006b, 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–Kramer-Eis, 2011). Ilyen konstrukció többek között a Versenyképességi és Innovációs Keretprogram (Competitive and Innovation Framework Programme, CIP) keretében működő Vállalkozás és Innovációs Program (Entrepreneurship and Innovation Programme, EIP), valamint a JEREMIE program (Joint European Resources for Micro and Medium Enterprises, JEREMIE).¹⁵ Ezek egyaránt közösségi

¹⁴ Az állam által ily módon támogatott kockázatitőke-alapok között főként a *mikro*alapok szerepelnek, amelyek esetében a befektetési méret jellemzően 2 millió euró alatti (Veugelers, 2011).

¹⁵ E program az EU tagországi 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). A JEREMIE programról és annak magyarországi vonatkozásairól részletesen lásd Karsai [2012].

források lehívását teszi lehetővé olyan holdingalapok felállításához, amelyek tőkéjére a magánszektorbeli befektetőktől és a közösségi forrásokból származó tőkét *együtt* befektetni kész kockázattőke-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 kockázattőke-piacon, mint a magánszektorban működő társaik. A JEREMIE alapok kapcsán Magyarországon az állam első ízben próbálta meg *közvetett* módon a kockázattőke-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 holdingalapot Magyarországon kezelő Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. 2009 decemberében *nyolc* kockázattőke-alap kezelővel írt alá szerződést, amelyek 2010 nyarán összesen közel 45 milliárd forinttal kezdték meg a gazdálkodást (MV Zrt. 2012).¹⁶ Az első ütem sikerén felbátorodva 2012-ben meghirdették a JEREMIE program második ütemét is, amelynek révén újabb *tíz* magvető és növekedési célú kockázattőke-alap¹⁷ létrehozására nyílik majd lehetőség – a magánszektorbeli hozzájárulásokkal együtt – összességében megközelítőleg 41 milliárd forintnyi összegben.¹⁸ 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.¹⁹ (A JEREMIE alapok forrásainak befektetők szerinti megoszlásáról lásd a 2. táblázatot.)

¹⁶ 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 (Májer, 2012).

¹⁷ A kockázattőke-alapoknak a portfóliócégek életciklusához igazodó befektetési fajtáiról lásd Karsai [2012].

¹⁸ 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).

¹⁹ Ez alól kivételt jelent az üzleti anyagok befektetésére – kizárólag magánszektorbeli tőkéből – 2011 őszén sikeresen lezárt 402 millió forintos Day One Kockázati Tőkealap I.

A JEREMIE kockázatitőke-program forrásainak a befektetők típusa szerinti megoszlása Magyarországon

(Milliárd forint)

	Felhasználásra rendelkezésre álló időszak	Alapok száma (db)	Állami forrás (milliárd forint)	Magánforrás (milliárd forint)	Összes forrás (milliárd forint)
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 4 db magvető alap.

** 22,5 milliárd forint növekedési alap és 6 milliárd forint magvető tőkealap.

Forrás: Sajtóközlemények.

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

Mivel a kelet-közép-európai régióban az innováció finanszírozása az elmúlt két évtizedben – a technológiai boom időszakától eltekintve – kevéssé 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 forráskihelyezést (SZTA, 2012). A kockázati tőke állami támogatása Magyarországon így továbbra is *összekeveredik* a vállalkozások „kockázati tőke kontósába öltöztetett” állami támogatásával. Holott az állam célja a gazdaság versenyképes-

ségének 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.²⁰ Az összehasonlítás így szükségképp minőségi és kevésbé kvantifikálható lehet. Az egyes állami politikák indokainak és hatásainak koherens összehasonlítása még továbbra is várat magára.

A magyarországi JEREMIE programok sikerének elemzése kapcsán két, 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 mikroalapokra 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* és társai [2010] végezték 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 százalékot. E cégek még a kizárólag magánszektorbeli befektetők finanszírozta alapok portfóliócégeinél is jobb eredményt produkáltak. Azaz, a kockázati tőkealapok három lehetséges variációja közül a csak részben államilag finanszírozott alapok produkál-

²⁰ Lásd például *Brander* és társai [2010], *Cowling* és társai [2011], *Murray* és társai [2010] és *Nightingale* és társai [2009].

ták a legjobb eredményt, szemben a teljesen kormányzati tulajdonú és a kizárólag magánszektorbeli tulajdonosokkal rendelkező alapokkal.

Az állami kockázatitőke-programok eredményességének vizsgálata megfelelő *értékelési szempontok* kialakítását feltételezi. Így mindenekelőtt azt kell tisztázni, hogy a kormányzati kockázatitőke-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. Vizsgálni kell továbbá, hogy az állami részvételű alapok által finanszírozott cégek mennyire lettek üzletileg sikeresek. A magyarországi JEREMIE alapok tevékenységének megítélésekor is a fenti szempontok alapján elvégzett értékelés adhat majd – néhány éven belül – választ arra, hogy mennyire volt sikeres ez a kezdeményezés.

Következtetések

A kockázatitőke-ágazat hozzájárulása a válság elmélyüléséhez nem bizonyított. Ugyanakkor az erre hivatkozó szabályozásszigorítás – *feltételezések szerint* – kedvetlenül hathat a kockázatitőke-ágazat válság miatt amúgy is megnehezült helyzetére, bár kétségtelenül javíthatja az iparág működésének átláthatóságát. Csökkentheti a hosszú távú befektetésre rendelkezésre álló potenciális forrásokat, növelheti a befektetők és a befektetésekben közreműködő alapok költségeit, merevebbé teheti a piac működését, s visszafoghatja az ágazatban résztvevők érdekeltségét. A finanszírozók és a befektetők működésének, kockázatvállalást ösztönző javadalmazási rendszerének szigorodása felemésztheti a kockázatitőke-ágazat többi alternatív eszköztályaéhoz képest mért versenyelőnyét, ami akár felszámolhatja a vállalatfinanszírozás más módon nem vagy kevésbé pótolható eme szegmensét. A kockázatitőke-ágazatba becsatornázható hosszú távú megtakarítások lehetőségének csökkentése 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 kockázatitőke-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 kockázatitőke-piaccal kapcsolatos viselkedését sajátos *kettősség* jellemzi: a rendszerkockázat növekedésétől való félelem és a perspektivikus cégek serkentésének kívánalma. Lehetséges, hogy a félelem talán kissé túlzott, s ez a vállalkozások hosszú távú fejlődését szolgáló kockázatitőke-ipar működését aránytalanul korlátozza. Másfelől a kockázati tőkeként nyújtott kormányzati támogatás formái jelentősen korszerűsödtek, s egyre jobban igazodnak a kockázati tőke természetéhez. E két hatás egyenlegét természetesen csak hosszabb idő elteltével lehet majd megvonni.

Felhasznált irodalom

- Armour, J. – Cumming, D. J.* [2006]: The legislative road to silicon Valley. *Oxford Economic Papers*, Vol. 58., No. 4., 596–635. o.
- Brander, J. – Du, Q. – Hellmann, T.* [2010]: Governments as venture capitalists: striking the right balance. In: Globalisation of Alternative Investments, Vol. 3., The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010. World Economic Forum.
- Coller Capital [2012]: Global Private Equity Barometer. Coller Capital, Summer.
- Cowling, M. C. – Liu, W. – Murray, G. C. – Siepel, J. – Nightingale, P.* [2011]: BIS Equity Schemes Evaluation. Department of Business Innovation and Skills, London.
- E&Y [2012]: Game-changing regulation? Ernst & Young, március.
- EBRD [2012]: Evolution of EBRD Private Equity Portfolio. Impact of the Financial Crisis: Part 2. EBRD. <http://www.ebrd.com>
- EC [2006a]: Report of the Alternative Investment Expert Group: Developing European private Equity. Commission of the European Communities, Brussels.
- EC [2006b]: Implementing the community Lisbon programme: financing SME growth – adding European value. COM(2006), 349 o., Commission of the European Communities, Brussels.
- EIF [2010]: JEREMIE and JESSICA: Towards successful implementation. JEREMIE – State of Play. European Commission, EIF, Brussels, november 29–30.
- European Commission [2011]: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Venture Capital Funds. European Commission, Brussels, július 12.
- EVCA [2012a]: Yearbook 2011. European Venture Capital and Private Equity Association, Brussels.
- EVCA [2012b]: Central and Eastern Europe Statistics 2011. EVCA, augusztus.
- EVCA [2012c]: The long and the short of it. EVCA Briefing, március.
- Gilson, R. J.* [2003]: Engineering a venture capital market: lessons from the American experience. *Stanford Law Review*, Vol 55., No. 4., 1067–1103. o.
- Glavanits Judit* [2012]: A kockázati tőkebefektetések egyes jogi aspektusai. Doktori értekezés, Széchenyi István Egyetem, 245 o. Győr.
- Gottschlag, O.* [2007]: Executive summary. European Parliament: Private Equity and Leveraged Bus-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., 959–984. o.
- Karsai Judit* [2007]: Kifelé a zsákutcából. Állami kockázati tőke és innováció. *Közgazdasági Szemle*, Vol. LIV., No. 12., 1085–1102. o.

- Karsai Judit [2010]: Áldás vagy átok? A magántőke-befektetések hatása a gazdaságra. *Vezetéstudomány*, XLI. évf., No. 3., 14–25. o.
- Karsai Judit [2011]: A kockázati tőke két évtizedes fejlődése Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, LVIII. évf., október, 832–857. o.
- Karsai Judit [2012]: A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban. *Közgazdasági Szemle Alapítvány, MTA KRTK KTI, Budapest*.
- Kraemer-Eis, H. – Lang, F. – Gvetadz, S. [2012]: European Small Business Finance Outlook. EIF Working Paper, No. 16., European Investment Fund, december.
- Kraemer-Eis, H. – Lang, F. – Kyriakopoulos, A. [2012]: European Small Business Finance Outlook. EIF Working Paper, 2012/14. European Investment Fund, május.
- Leleux, B. – Surlémont, B. [2003]: Public versus private venture capital. Seeding or crowding out? A Pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, Vol. 18., No. 1., 81–104. o.
- 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*, augusztus 4.
- Martin, R. – Berndt, C. – Klagge, B. – Sunley, P. – Herten, S. [2003]: Regional Venture Capital Policy: UK and Germany Compared. Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society, London – Berlin.
- MFB [2012]: Többet fektet be az MFB Invest. *Világ gazdaság*, április 13.
- Murray, G. C. [2007]: Venture capital and government policy. In: *Landström, H. (Ed.): Handbook of Research on Venture Capital*. Edward Elgar, Cheltenham, UK., 113–151. o.
- 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*, Vol 32., No 5., 405–419. o.
- Murray, G. C. – Cowling, M. C. – Liu, W. [2010]: An Independent Econometric Analysis of the „Innovation Investment Fund” Programme (IIF) of the Australian Commonwealth Government: Findings and Implications. DIISR, Canberra.
- MV Zrt. [2012]: Várakozáson felüli siker a JEREMIE Program Magyarországon 2011-ben. Sajtóközlemény, március 7.
- NESTA [2009]: Start-up finance: the role of micro funds in the financing of new technology firms. NESTA. <http://www.nesta.org.uk>
- Nightingale, P. – Cowling, M. – Dannreuther, C. – Hopkins, M. – Mason, C. – Murray, G. C. – Siepel, J. – Tidd, J. [2009]: From Funding Gaps to Thin Markets: the UK Support for Early Stage Venture Capital in the 21st century. BVCA and NESTA, London.
- 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.
- Portfolio.hu [2010]: Szavaztak a képviselők a fedezeti és kockázati tőke alapokról. *Portfolio.hu*, november 11. <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?=&i=141267>
- Portfolio.hu [2012]: Tömeges kihelyezések várhatók – Beérett a Jeremie-program. *Portfolio.hu*, május 11.
- Preqin [2012a]: Preqin Special Report: Banks as Investors in private equity. Preqin, április.
- Preqin [2012b]: Preqin Special Report: Insurance Companies Investing in Private Equity. Preqin, május.
- Private Equity Findings [2010]: Great intervention? Private Equity Findings, No. 2., 8–10. o.

PWC [2012]: Understanding AIFMD. Pricewaterhouse Coopers LLP, UK.

Russell Research [2012]: Russell Investments' 2012 Global Survey on Alternative Investing. Russell Research.

Schafer, D. [2012]: Tax treatment of private equity. *Financial Times*, március 7.

Strömberg, P. [2009]: The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings. Stockholm School of Economics, július.

Székeley Anita [2012]: A válságra tett szabályozói válaszlépések az Egyesült Államokban. *Hitelintézési Szemle*, No. 3., 231–253. o.

SZTA [2012]: Az állam mint átmeneti csendestárs. *Magyar Nemzet*, 09. 03.

Unquote [2012]: Governments' contribution to VC up six-fold. Unquote, február 5.

Veugelers, R. [2011]: Mind Europe's early-stage equity gap. Breugel Policy Contribution, Issue, december 18.