

## JEREMIE PROGRAM, MINT A MAGYAR START-UP ÖKOSZISZTÉMA ÉLETRE HÍVÓJA

**Lovas Anita**

*Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest, Magyarország*

**Rába Viktória**

*Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest, Magyarország*

*A kockázati tőke kiemelt jelentősége széles körben elismert az innovatív, induló vállalkozások finanszírozásában. Nemzetközi szinten azonban a kockázati tőkebefektetések nagymértékben visszaestek a 2007-ben induló válság hatására. Ez a visszaesés a klasszikus, start-up vállalkozásokat finanszírozó kockázati tőkebefektetéseket erősebben érintette. Az állami hatóságok ezt felismerve, több ösztönző programot indítottak ezen befektetések elősegítésére. Az Európai Bizottság (EC) és az Európai Befektetési Bank (EIB) 2005. októberében indította el a Jeremie programot, a kis-és középvállalkozások innovációs tevékenységének ösztönzése céljából. A program számos finanszírozási lehetőséget nyújt, de a vissza nem térítendő támogatás nem tartozik a lehetséges eszközök közé. A térséget tekintve Magyarország rendelkezik a legtöbb kockázati tőkebefektetés kerettel. Magyarországon a Jeremie alapok megjelenését megelőzően kevés kockázati tőkebefektetés történt az innovatív, induló vállalkozásokba, a kis-és középvállalatok finanszírozását elsősorban a banki források, vissza nem térítendő támogatások, valamint az állami kockázati tőkealapok biztosították. A program I. szakaszának befektetési időszaka 2013. december 31-én zárul, így aktuálisnak tartjuk foglalkozni azzal, hogy milyen is az összetétele az alapok portfóliójának, milyen típusú cégeket tart most befektetésre alkalmasnak a kockázati tőkés piac. A Jeremie program hatásainak már valós jelei vannak elsősorban a start-up világban, hiszen az utóbbi néhány évben egy új jelenség van kialakulóban, az ún. „start-up ökoszisztéma”, mely hosszú távon mindenképpen fontos mozgatója lehet majd a gazdaságnak. Ezt az ökoszisztémát egyértelműen a Jeremie program hívta életre, melyről a fiatal egyetemistáktól kiinduló projektek, vállalkozások tanúskodnak leginkább. A Jeremie II. program 2013-as indulása ennek csak még inkább kedvez, hiszen itt kifejezetten a magvető, kezdeti fázisú projektek számára négy alap áll rendelkezésre forrásaival. Elegendő tőke áll rendelkezésre a piacon, a kérdés már csak az, hogy a keresleti oldalról rendelkezésre áll e majd megfelelő számú, kockázati tőkét elbírní képes befektetési lehetőség. A programmal nyitva áll a lehetőség a magyar KKV szektor megerősödésére, nemzetközi piacokon való megjelenésére és néhány társaság kitorésére, hogy a jövőben a nagy nemzetközi kockázati tőke és a magántőke alapok számára is vonzóvá váljon a magyarországi piac.*

**Kulcsszavak:** *innováció, kockázati tőke, állami beavatkozás, Jeremie, start-up*

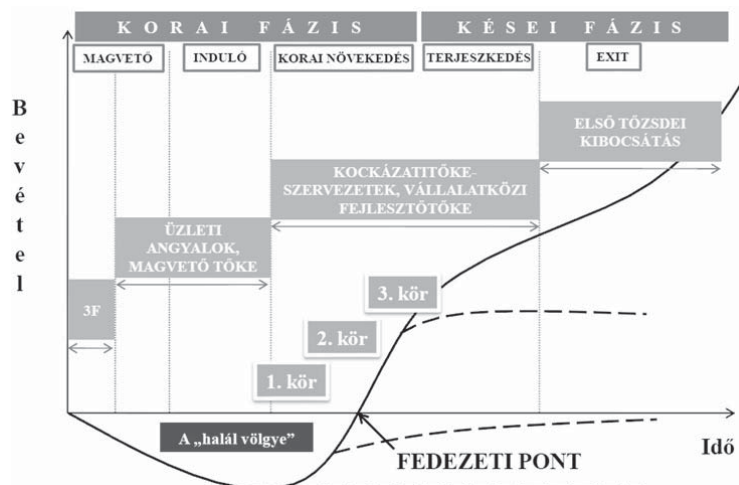
## Bevezetés

Elméleti és empirikus szempontból széles körben igazolt, hogy a gazdasági növekedés fő hajtómotorja az innováció. Dolgozatunk során megvizsgáljuk, hogy az innováció milyen tulajdonságai miatt igazolható az állami beavatkozás, illetve a kockázati tőkebefektetések támogatása az ún. Jeremie program eddig mennyire eredményes.

### 1. Induló vállalkozások finanszírozása

Az induló vállalkozások egyik legfontosabb kérdése az, hogyan tudják a megfelelő forrásokat elérni, illetve előteremteni. Ahhoz, hogy biztosítva legyen a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások fejlődése, a vállalati életciklus szakaszaitól függően eltérő a finanszírozási kockázat és emiatt különböző típusú külső források bevonása szükséges.

1. ábra A vállalkozások életciklusai és finanszírozási módjai



*Forrás: Papp [2012], 16.o. hivatkozva Berszán [2003]*

Az indulást követően jelentős bizonytalanság jellemzi a vállalati működést, emiatt a forrásszerzés is nehezebb. A külső forrásbevonás így nagyon korlátozott, hiszen kevesebb azok köre, akik vállalják (és kezelik) ezt a kockázatot. Egy hitelintézet például jellemzően csak a későbbi szakaszokban jelenik meg finanszírozóként, mert akkor már tud fedezeteket kérni, valamint a folyamatos törlesztés is nagyobb biztonsággal fog megvalósulni. A kockázati tőkések gyakorlatilag azon befektetőknek tekinthetők, akik a fiatal, magas kockázatú vállalatokat finanszírozzák (Tirole [2006]). A kockázati tőkebefektetés a hitelfelvétel, illetve a banki hitelezés számos jellemzőjével rendelkezik, például a szűrés, a befektetés időzítésének körültekintő kezelése, a követelések elsőbbsége... stb. A legnagyobb különbség, hogy a tőkén felül menedzseri segítséget is nyújt. Amiatt, hogy segíti és ellenőrzi a menedzsmenet, részt vesz a vezető alkalmazottak kiválasztásában, a beszállítókkal és a vásárlókkal való kapcsolatépítésben, befolyásolja a vállalatok bevételeit, illetve profitját.

A kockázati tőkebefektetések kínálata azonban jelentősen visszaesett a 2007-es válság hatására, de nemcsak a kockázati tőkebefektetések szintjében, hanem azok fókuszában is elmozdulás történt, ezt bizonyítja, hogy a befektetési célpontok inkább az érettebb vállalatok lettek (Karsai [2013]). A vállalatok számára a hitelek megdrágultak, a kockázati tőkebefektetők pedig nagyon vonakodtak a nagy kockázatokat hordozó, innovatív vállalkozások finanszírozásától. A finanszírozási hiány és a növekedés likviditási korlátja így erősebb lett, a vállalatok többsége számára ellehetetlenítve az innovációk megvalósítását.

## 2. Állami szerepvállalás az innovatív, induló vállalkozások finanszírozásában

Az induló, innovatív vállalkozásoknak számos olyan eredendő jellegzetessége van, ami megkülönbözteti egy átlagos üzleti projekttől, és ami miatt állami beavatkozásra van szükség. A jóléti gazdaságtan tétele alapján a kompetitív gazdaság hatékonysághoz vezet, lehetnek azonban olyan piaci körülmények, amikor a piac nem működik tökéletesen (Barr [2004], Stiglitz [2000]).

A hagyományos üzletmenet is hordoz magában kockázatokat, egy innováció megvalósítása során azonban nagyobb a bizonytalanság. Nemcsak azt kell megbecsülni, hogy milyen áron és milyen mennyiségben értékesíthető a jövőben a vállalkozás terméke, hanem az is bizonytalan, mekkora tőke szükséges a megvalósításhoz, mennyi ideig tart a termék felfutása és egyáltalán sikeres lesz-e a termék (West [2004]). Ezt úgy nevezzük, hogy *a piac nem teljes* (Barr [2004]), mert nagymértékű, nehezen vagy egyáltalán nem fedezhető kockázatok és bizonytalanság jellemzi.

Az innovációs tevékenységes elsődleges eredményének az a tudás tekinthető, hogy hogyan állítható elő egy új termék vagy hogyan kell módosítani a termelési eljárást (Arrow [1962], Nelson [1959]). Az információ pedig természetéből fakadóan közjóság jelleget ölt (Arrow [1962], Grossman - Shapiro [1986]): miután nyilvánosságra került, nem zárhatóak ki annak ismeretéből a szereplők.

Az állami beavatkozást továbbá az is indokolja, hogy az innovációk jelentős mértékű pozitív *externális hatásuk* lehet. Az innováció hasznot jelent egyrészt annak megvalósítója, másrészt a többi vállalat, illetve a társadalom egésze számára (Griliches [1992], Jaffe [1998]).

A fenti problémákon túl nehézség származik a szereplők közötti viszonyok miatt. Egyik fő probléma abból származik, hogy a vállalkozó általában jobb információkkal rendelkezik egyrészt az újító ötlet technológiai megvalósíthatóságáról, másrészt a saját vállalkozói képességeiről. Ezek az ún. *rejtett információk (hidden information)* gyakran az Akerlof [1970] klasszikus tragacspiaci modelljéhez hasonló problémát vetnek fel (*kontraszelekció*). Ami azonban különösen súlyos az innováció finanszírozásánál (Alam - Walton [1995], Hubbard [1998]). A másik probléma, hogy az aszimmetrikus információs helyzet az *erkölcsi kockázat* veszélyét is magában rejt. A sikeres megvalósítás érdekében mindkét félnek aktívan részt kell vennie a folyamatban, nemcsak a vállalkozónak, hanem a kockázati tőkésnek is, aki jellemzően tanácsadással, az üzleti kapcsolatainak bevonásával segíti a megvalósítási folyamatot. Egymás erőfeszítéseit azonban nem tudják közvetlenül megfigyelni, ez a *rejtett cselekvés (hidden action)* esete, mely pedig az ún. „megbízó-ügynök” problémához vezet (Ross [1973], Holmström [1979], Rees [1985]).

A felsorakoztatott problémák együttese indokolja az állami beavatkozást, mert piaci környezetben túl magas költségei lennének ezek kezelésének, különösen az egyéni szinten elérhető bevételekhez képest.

### 3. A Jeremie program európai szinten

Az országok, illetve a közösségek (Európai Unió, OECD) gazdaságpolitikájában fontos szerepet tölt be az innováció ösztönzése (például az „Európa 2020” stratégia 5 kiemelt célkitűzésének egyike a K+F és innováció). Az innovációs politikák országonként eltérőek, a direkt eszközök (például a támogatások) és az indirekt eszközök (például adókedvezmények) különböző hangsúlyt kapnak (OECD [2011a,2011b,2011c,2012]).

Az innováció ösztönzés egyik lehetséges útja a kockázati tőkebefektetések támogatása, amire most a dolgozat során koncentrálnunk. Az állam többféleképpen támogathatja a kockázati tőkebefektetéseket (Karsai [2012], Brander - Du - Hellman [2010]). Befektetve állami tulajdonú kockázati tőkealapba (magánszektorbeli befektetések helyettesítése), befektetve egy függetlenül irányított kockázati tőkealapba (társbefektetés) vagy a magánszektorbeli kockázati tőkebefektetők támogatásával (refinanszírozás). Támogathatja a magánszektorbeli befektetők általános költségeit vagy átvállalhatja, illetve részben átvállalhatja a magánszektorbeli befektetők veszteségeit.

Az Európai Bizottság (European Commission – EC) az Európai Beruházási Alap (European Investment Fund - EIF) közreműködésével, 2005. októberben indította el a Jeremie programot (*Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises*). A program keretében az európai országok és régiók együttműködve az Európai Regionális Fejlesztési Alappal (European Regional Development Fund - ERDF) visszatérítendő támogatásokat (garancia-, hitel-, és kockázati tőkebefektetések formájában) nyújthatnak a pénzügyi közvetítők számára, hogy elősegítsék a helyi vállalkozásokba való befektetést (EIF [2012]). A Jeremie kockázati tőkeprogram ezzel a magánszektorbeli kockázati tőkebefektetőket támogatja (refinanszírozás), az alapok által kihelyezhető tőke uniós, állami és magánforrásokat is tartalmaz. A befektetési döntések során üzleti szempontok is érvényesülnek, mivel a befektetők saját vagyonukat is kockáztatják a működés során.

Az egyes országokkal történő megállapodások folyamatban vannak, az első megállapodást Görögországgal írták alá (Zaliwska [2010]) 2006-ban. Összesen 16 országgal született megállapodás, több ország esetében azonban nem, vagy nemcsak állami szinten, hanem régiós szinten indult el a program (Franciaország, Lengyelország, Litvánia, Olaszország, Nagy-Britannia, Spanyolország) (EIF [2011]).

1. táblázat A Jeremie holding alapok száma és mérete (együttesen a Garancia-, hitel-, és a kockázati tőkebefektetések)

	Holding Ala- pok száma	Ebből: Az EIF, mint hol- ding alap	Az ERDF által elígért összeg M EUR-ban	A Holding alap(ok) teljes mérete M EUR-ban
Bulgária	1	1	169	199
Ciprus	1	1	17	20
Franciaország	2	1	33	55
Görögország	2	1	566	710
Lengyelország	8		503	615
Lettország	1	1	83	92
Litvánia	3	1	282	282
Magyarország	1		615	724
Málta	1	1	9	10
Nagy-Britannia	5		384	848 <sup>1</sup>
Olaszország	6	2	170	258
Portugália	1		292	352
Románia	1	1	100	100
Spanyolország	3		271	406
Szlovákia	1	1	85	100
Szlovénia	1		42	99
Összesen	38	11	3621	4870

<sup>1</sup> A fele EIB hitel

*Forrás: Saját szerkesztés EIF [2011] adatok alapján*

Az 1. táblázatból látható, hogy számos ország nem hozott létre saját holding alapot, hanem az EIF szolgáltatásait veszik igénybe. A támogatott országok körében Magyarország kiemelt szerepet kapott, mert az egyik legnagyobb keretösszeg áll rendelkezésre hazai felhasználásra.

Magyarországon immáron 3 kockázati tőkeprogram indult el ennek keretében. A Jeremie I. pályázatai 2009.08.06-án, a Jeremie II. pályázatai 2012.09.07-én és a Jeremie III. pályázatai 2013.04.09-én kerültek kiírásra. Az elsőben 8, a másodikban 6 növekedési alap és a másodikban 4 magvető alap jött létre és kapott támogatást, a harmadik pályázási időszak most zárult le és 4 új növekedési tőkealap fog létrejönni (forrás: MV Zrt. honlapja). Mivel a Jeremie II. alapjai most kezdték meg a működésüket és a Jeremie III. alapok kiválasztására még sor sem került, ezért a továbbiakban a Jeremie I. program eddigi befektetéseinek értékelésére fogunk koncentrálni.

#### 4. A Jeremie I. alapok portfólió elemzése

A Jeremie I. kockázati tőkeprogram eredményessége mind a KKV szektor szereplőit, mind a befektetőket és a kormányzati döntéshozókat egyaránt foglalkoztatja. Az eredményesség méréséhez azonban nemcsak a portfólióban szereplő társaságok befektetés óta eltelt teljesítményét - üzleti sikerességét, profitabilitását, piacszerzését - kell nézni, hanem annál lényegesebb, hogy a kockázati tőkealapok társaságok-

ból történő kilépése (exit) mennyire lesz sikeres és az alap befektetői számára a megfelelő hozamokat tudták-e biztosítani (Karsai [2013]). A Jeremie I. program befektetési időszaka 2013. december 31-én zárul, alapkezelőinek döntéshozóiról elmondható, hogy minimum 3 éves befektetési időtávval terveznek (Saját gyűjtés: Alapkezelők honlapjai) és így eddig csak egy exit valósult meg<sup>171</sup>. Az exitek jelenlegi elemzésétől így el kell tekintenünk, de a befektetési portfóliók összetétele, a társaságok eddigi fejlődése érdekes információkkal szolgálhatnak az "újfajta" kormányzati kockázati tőkebefektetésekre vonatkozóan. A másik lényeges értékelési szempont a társaságok üzleti sikeressége a kockázati tőkebefektetés következtében, melynek vizsgálata már az exit előtt is lehetséges.

*"Az új alapok létrehozásakor a cél azon innovatív, kisméretű cégek finanszírozása volt, amelyeket korábban mind az állami, mind pedig a magánszektorbeli befektetők kerültek." (Karsai [2013], 17.o).* A Jeremie I. alapok elemzésénél, így figyelembe kell venni azt is, hogy ténylegesen az innovatív, kisméretű, korai fázisú cégekbe fektettek e, ahol tőkehiány volt jellemző. Az alapok portfólióinak elemzésénél továbbá megvizsgáltuk, hogy régió szerint hol történtek a befektetések, milyen ágazatokra fókuszálnak jelenleg a befektetők, tehát mik azok az ágazatok, amelyek a befektetők elképzelése szerint képesek a hozamvárásnak megfelelni. A vállalkozásokban szerzett tulajdonosi részesedés, a befektetési méret, a befektetési életkor, a vállalkozások pénzügyi teljesítménye és eladósodottsága szintén az elemzési szempontok közé tartoznak.

A Jeremie I. program 8 kockázati tőkealap kezelője - melyek portfólióinak vizsgálata képezi dolgozatunk további tárgyát - 2012. december 31-ig a rendelkezésre álló tőke (~45 md HUF) közel 50%-át helyezte ki (~24 md Ft) összesen 73 vállalkozásba.

---

<sup>171</sup> A PortfoLion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. 2010. júniusában döntött a biotechnológia területén tevékenykedő Cryo Management Kft.-ben történő 220 millió HUF értékű befektetésről. A társaság egy év alatt megnégyesezte az árbevételét, üzleti sikerességét pedig a svéd VitroLife AB 2012. júniusában tett 5 millió EUR értékű (9 millió EUR-ig növelhető) vételi ajánlata bizonyítja leginkább ([www.vitrolife.com](http://www.vitrolife.com))



2. táblázat A Jeremie I. alapok rendelkezésre álló forrásai és befektetései

Alap	Alap mérete (m Ft)	Befektetett összeg <sup>2</sup> (m Ft)	Befektetések (db)	Tervezett befektetési méret (m Ft)
Biggeorge's NV Equity	4 000	1 700	8	50-350
Central-Fund	5 000	1 400	7	50<
DBH	5 000	1 600	7	n.a.
Euroventures <sup>1</sup>	7 100	3 000	10	100<
Finext Startup	7 360	3 000	9	150-1000
Morando	6 506	4 000	11	korai, innovatív: 20-420 expanziós: 150-600
PortfoLion	6 800	5 000	12	50-400
Primus Capital	6 200	3 900	9	n.a.
<b>Összesen</b>	<b>47 966</b>	<b>23 600</b>	<b>73</b>	

<sup>1</sup> Euroventures: 4md HUF 100%-ban európai uniós forrás, co-investment formában magánbefektetővel együtt történik a befektetés, az alap mérete Svájci–Magyar Együtműködési Program hozzájárulásával 7,1 milliárd forintra bővült

<sup>2</sup> 2012.12.31-ig

**Forrás:** Saját gyűjtés (Alapkezelők honlapjai, Papp [2012], Tóth [2013])

### a. Befektetési politika

Az alapok befektetési politikájában az innovatív vállalkozásokba történő befektetés minden esetben kiemelt célként szerepel, a korai fázisú és az expanszív fázisban lévő vállalkozások egyaránt célpontok. Két alap, a Finext és a Primus Capital esetében kiemelt cél továbbá, hogy olyan célpontokat találjanak, akik képesek és nyitottak a külpiacon történő lépésre is. Az alapkezelők egyértelműen az innovatív, egyedi termékeket előállító, magas növekedési potenciállal rendelkező és gyors piacra lépésre képes vállalkozásokat tekintik az elvárt hozamuk teljesítésére képes célpontoknak. Az alapkezelők többsége nem zár ki szektorokat a befektetés lehetőségéből, de kiemelt területeket mindegyik megnevez. A leggyakoribb ágazatok, melyektől a megfelelő megtérülést várják az alapkezelők az informatika, megújuló energia, egészségügy, telekommunikáció és a biotechnológia. Az elvárt hozamról a rendelkezésre álló információk alapján elmondható, hogy a Jeremie program keretében létrejött tőkealap kezelők esetében 20% felett van, mely lényegesen alacsonyabb értéket jelent a klasszikus kockázati tőkések esetében elvárt hozamnál, melynek oka, hogy a maximum 70%-os bevont európai uniós forrásért referencia kamatot<sup>172</sup> kér az Európai Unió (Papp [2012]), így a magántőkésre jutó hozam magasabb lehet. A befektetési méret tekintetében a méretgazdaságosságot figyelembe véve a Jeremie I. alapoknak csak egy része hajol le a kisebb tőkeigényű befektetési lehetőségekhez, így a Portfolion, a Central-Fund, a Morando és Biggeorges' NV Equity

<sup>172</sup> Európai Bizottság honlapján 2013.05.01-én közzétett referencia alapkamat + 100 bázispont = 6,57% ([www.mvzrt.hu](http://www.mvzrt.hu), ec.europa.eu)

befektetési politikájában (Saját gyűjtés: Alapkezelők honlapjai) is szerepel, hogy akár 50 millió Ft-os befektetést is végrehajtanak, bár a tapasztalat azt mutatja, hogy 100 millió Ft alatt eddig csak nagyon kis számban történtek befektetések a program során, jellemzően pedig a befektetések a 300-400 millió Ft-os sávban realizálódtak.<sup>173</sup>

3. táblázat A Jeremie I. alapok befektetési politikája

Alap	Tipikus befektetési méret m Ft <sup>1</sup>	Elvárt hozam	Iparági fókusz	Egyéb befektetési fókusz	Részesedés a befektetésben
Biggeorge's NV Equity	~200-250	25%	egészségügy, biotechnológia, informatika, alternatív energia, energetika	érettebb, néhány százmilliós árbevételű projektek és korai fázis is	többségire törekvés
Central-Fund	~200-300	n.a.	egészségügy, IT, telekommunikáció	magas növekedési potenciállal rendelkező, időben piacra lépő vállalkozások, érettebb fázisban lévő vállalkozások is	többségire törekvés min 25%+1
DBH	~250-300	30%	ICT, egészségügy, biotechnológia, ipari gyártás	magas hozzáadott értékű, technológia-intenzív iparágak	kisebbség, többség egyaránt
Euroventures	~250-300	n.a.	nem koncentrálnak iparágakra, eddig IT, egészségügy, K+F	nagy hozzáadott értékkel rendelkező iparágakból	jellemzően kisebbségi

<sup>173</sup> A Jeremie I. program keretében egy döntéssel maximum 1,5 millió EUR befektetéséről hozható döntés, majd 12 hónapot követően még kétszer hozható döntés 1,5m EUR befektetéséről évente.



Finext Startup	~400	n.a.	informatika, okostelefon alkalmazások, biotechnológia, egészségügy, alternatív energia	vállalkozások, melyk készek külgazdasági megjelenésre, nemzetközi terjeszkedésre	kisebbség, többség egyaránt, (25%-75%)
Morando	~300-350	22 %	megújuló energiaforrások, FMCG termékek, IT, telekommunikáció	már működő termékkel és vagy szolgáltatással rendelkező vállalkozások, nem kifejezetten start-up cégek	többségi
PortfoLion	~250-300	n.a.	informatika, biotechnológia, környezetvédelem, megújuló energiaforrások, élelmiszeripar	innovatív és egyediséggel rendelkező üzleti lehetőségek	min 25%+1, nem célja a többségi
Primus Capital	~300	n.a.	IT/szoftver, biotechnológia, zöldenergia/energiahatékonyság, szolgáltatások	külföldi piacok felé is nyitni akaró vállalkozások	kisebbség, többség egyaránt

<sup>1</sup> A 2012.12.31-ig történt befektetések adatai alapján.

**Forrás:** Saját gyűjtés (Alapkezelők honlapjai, Papp [2012], Tóth [2013])

## b. Befektetési portfólió

Magyarország régióit tekintve a legtöbb befektetés az Észak-Alföldön, a Közép-Dunántúlon és a Dél-Alföldön történt, ezek egyenként közel 20%-át teszik ki az összes befektetésnek. A domináns városok az előbbi régiókban Debrecen, Székesfehérvár és Szeged. A legkevesebb befektetés a Nyugat-Dunántúlon és a Dél-Dunántúlon történt, ezek a régiók lényegesen elmaradnak a többitől 10%-os részesedés alatti értékkel az összes befektetéshez viszonyítva. A Jeremie I. program keretein belül a régiókat tekintve viszonylag egyenletes mértékben valósultak meg a befektetések, eltekintve a két dunántúli régiótól, ahol kevesebb befektetés történt.<sup>174</sup>

<sup>174</sup> A Jeremie I. program keretében a befektetések a Euroventures kivételével a közép-magyarországi régióon kívül történhetnek, a Euroventures pedig kifejezetten a közép-magyarországi régióban valósítja meg befektetéseit.

4. táblázat A Jeremie I alapok befektetéseinek régiónkénti darabszáma

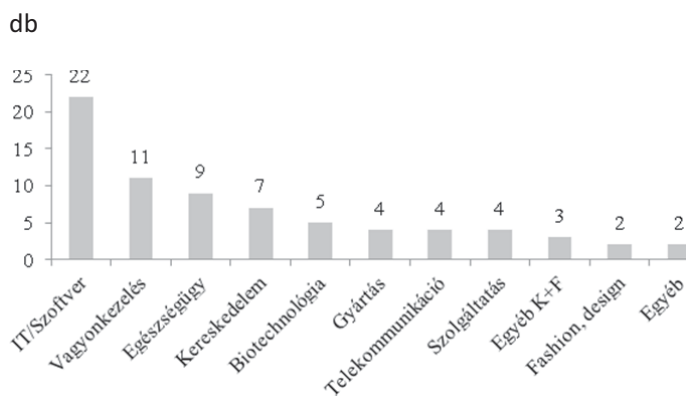
Régió	Befektetés (db)	Befektetés (%)
Nyugat-Dunántúl	4	6%
Közép-Dunántúl	12	18%
Dél-Dunántúl	6	9%
Közép-Magyarország	10	15%
Dél-Alföld	12	18%
Észak-Alföld	13	19%
Észak-Magyarország	11	16%
Összesen <sup>1</sup>	68	

<sup>1</sup>Az összesítő táblázathoz képest eltérés, nem tartalmazza a Central-Fund 2 befektetését, a Finext 2 befektetését, melyekről csak döntés volt és a Primus Capital átalakulás alatt álló befektetését.

**Forrás:** Saját gyűjtés (Opten), 2012.12.31-ig

A befektetések iparági megoszlását vizsgálva a befektetések 30%-a az informatika és szoftvergyártás területén történt. Ezt követi a vagyonkezelés és az egészségügy rendre 15% és 12%-os részt kihalítva az összes befektetésből. A ténylegesen befektetésben részesülő szektorokat összehasonlítva az alapok befektetési politikájával azt figyelhetjük meg, hogy egyes kiemelt területeken, mint például a biotechnológia és a telekommunikáció területén csak csekély számú befektetés történt, együttesen a befektetéseknek megközelítőleg 10%-a. Az egészségügy és az informatikai terület ezzel szemben teljesítette a vele szemben támasztott követelményeket és a befektetések majdnem fele (43%) innen került ki. A Jeremie I. program befektetési időszakának lezárulásakor, illetve majd a jövőbeli exitek megvalósulásakor érdekes tapasztalatokat lehet majd levonni arra vonatkozóan, hogy eredetileg mely szektoroktól is várták a befektetők a magas, 20% feletti elvárt hozamot és hogy végül mely szektorokban bíztak, majd melyek is teljesítettek sikeresen.

2. ábra A Jeremie I. alapok befektetéseinek szektoronkénti megoszlása

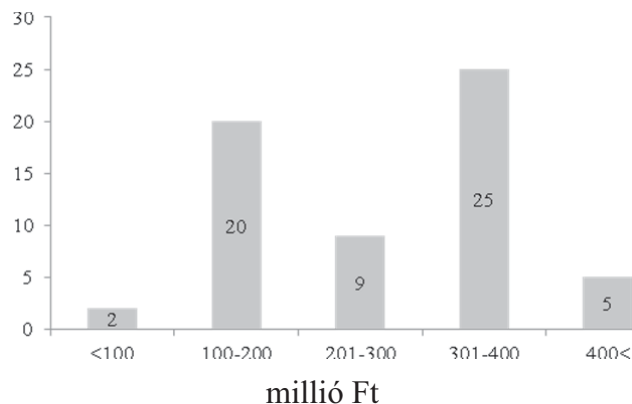


**Forrás:** Saját gyűjtés 2012.12.31-ig

Az alapok előzetesen definiált befektetési politikájukat követve 100 millió Ft alatt összesen két esetben fektettek be. Tipikusan 100 és 200 millió Ft közötti, illet-

ve 301 és 400 millió Ft közötti méretben történtek a befektetések, ezek darabszám szerint az összes befektetés 74%-át teszik ki.

3. ábra A Jeremie I. alapok befektetéseinek befektetési méret szerinti megoszlása<sup>1</sup>  
db

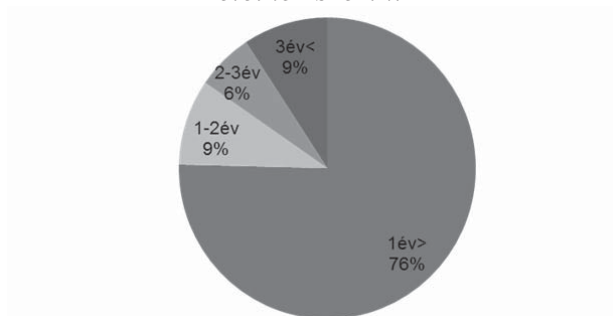


<sup>1</sup> Az összes 73db befektetésből 61-ről állt rendelkezésre publikus információ a befektetési méretre vonatkozóan.

**Forrás:** Saját gyűjtés 2012.12.31-ig

Az egyik legfontosabb vizsgált kérdés, hogy az alapok befektetéseinek tényleg az innovatív, induló vállalkozásokat célozták-e meg. A befektetések 76%-a olyan vállalkozásokba történt, melyek életkora a befektetéskor nem haladta meg az egy évet<sup>175</sup>, több esetben pedig az is előfordult, hogy közös alapítású céget hozott létre az alap az induló vállalkozással. A befektetéskori 3 éves életkort meghaladó cégek aránya 9% volt, tehát a program egyértelműen az induló és korai fázisú vállalkozásokat támogatja, szemben a már növekedési szakaszban lévő vállalkozásokkal szemben. A legtöbb 3 éven túli befektetést a PortfoLion valósította meg.

4. ábra A Jeremie I. alapok befektetéseinek megoszlása a befektetéskori életkor szerint<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Az összes 73db befektetésből 65-ről állt rendelkezésre publikus információ a befektetéskori életkorra vonatkozóan. **Forrás:** Saját gyűjtés 2012.12.31-ig

<sup>175</sup> Itt felhívjuk a figyelmet a publikusan elérhető információk torzításaira, mivel gyakran új projekt-cég alapítása történik a Jeremie-s befektetés megvalósításához a már több éve létező cégek esetében, a program az 5 évnél idősebb cégeket nem tudja támogatni.

A befektetési portfóliókat alkotó társaságok pénzügyi teljesítménye még nem értékelhető<sup>176</sup>, a Jeremie I. tőkebefektetések hatása még nehezen mérhető, hiszen az első befektetések 2010. közepén történtek és a többségük még az induló vállalkozások jegyeit viseli magán, miszerint az árbevétel tipikusan 1 éven belül megtöbbszörözött, de még negatív profitráták mellett történik a működés. Az eladósodottság tekintetében a Kötelezettségek/Mérlegfőösszeg hányadost vizsgálva - azon vállalkozásoknál, ahol már értelmezhető és elérhető volt a pénzügyi információ - a mutató átlaga és mediánja 2010-ben rendre 0,42 és 0,28 volt, 2011-ben ugyanez 0,47 és 0,24. A vállalati hitelek lényegesen csökkenő aránya tehát itt is megmutatkozik, a Jeremie tőkéhez forduló vállalkozások alacsony tőkeáttételt mutatnak.

## **5. A Jeremie II program és a magvető alapok szükségessége, a start-up ökoszisztéma megjelenése**

A Jeremie I. program a tőkehiányos piaci helyzetben forrást teremtett a mikro, kis- és középvállalatok számára, eddig többségében az induló és korai fázisban lévő vállalkozásba történt a tőkekihelyezés. A 2012-ben induló Jeremie II. program létjogosultságát támasztja alá, hogy a rendelkezésre álló források bővülése nyomán élénkülő vállalkozói kereslet tapasztalható és kialakulóban van egyfajta start-up ökoszisztéma, mely vállalkozásai számára a Jeremie II. program már célzottan magvető alapokon<sup>177</sup> keresztül nyújtja a tőkét. Az állami részvétellel történő kockázati tőkekihelyezési program eredményességének további elemzése és vizsgálata a néhány éven belül várható exit-ek megtörténtekeor lesz lehetséges, továbbá a kialakulóban lévő start-up ökoszisztéma az üzleti inkubáció jelentőségének elemzését is előre vetíti.

Jogosan vetődhet fel a kérdés az olvasóban, hogy a nyolc vizsgált tőkealap kezelő mindössze 73 befektetése milyen hatást érhet el a magyarországi vállalkozói szektor fejlődésének tekintetében, mely csak töredékét képviseli a közel 570 ezer darab (EC SME [2013]) kis és középvállalkozást számláló hazai piacnak. A program által támogatott vállalkozások száma bár kevésnek mondható, nem annak közvetlen hatása, hanem közvetetten a vállalkozói gondolkodásra gyakorolt hatása a figyelemre méltó. A hazai piacon az utóbbi néhány év tapasztalata az, hogy a start-up vállalkozások száma megnövekedett és az egyetemről kikerülő fiatalok vállalkozói kedve is növekedett. A programban, így egy vállalkozói nemzedék kinevelését látjuk és a kockázati tőkebefektetési gondolkodás megismertetésének lehetőségét a piaci szereplőkkel, mely a későbbi növekedési életszakaszban lévő és nemzetközi piacra lépő vállalkozások számára szükséges ismeret.

---

<sup>176</sup> A tanulmány készítésekor 2012 pénzügyi évre vonatkozóan még nem elérhetőek a társaságok pénzügyi kimutatásai.

<sup>177</sup> A Jeremie II. program 4 magvető alapja egy befektetési döntéssel maximum 150.000 EUR nyújtását határozhatja el, majd 12 hónap elteltével még egyszer 150.000 EUR értékű kölcsön adható.

## Referenciák

- Akerlof, George A. [1970]: „The Market for 'Lemons'”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (Aug.), pp. 488-500.
- Alam, Pervaiz, - Walton, Karen Schuele [1995]: Information Asymmetry and Valuation Effects of Debt Financing, *Financial Review*, Vol. 30, No. 2 (May.), pp. 289-311.
- Arrow, Kenneth J. [1962]: Economic Welfare and Allocation of Resources for Invention. In: *The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors*, 1962, pp 609-626 from National Bureau of Economic Research
- Barr, Nicolas A. [2004]: *The Economics of the Welfare State*, Oxford University Press, New York
- Berszán Ferenc [2003]: A kockázati tőke szerepe a spin-off (kezdő) vállalkozások finanszírozásában. Az „Innovatív vállalkozások finanszírozása” című konferencián elhangzott előadás, Gödöllő
- Brander, James A. - Du, Qianqian - Hellmann, Thomas F. [2010]: Governments as Venture Capitalists: Striking the Right Balance, in *Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 3: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010*, World Economic Forum, pp. 25-52.
- EC [2013]: European Commission, Reference and discount rates. In: [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/legislation/reference\\_rates.html](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/reference_rates.html)Letöltés ideje: 2013.04.25.
- EC SME [2013]: European Commission, SME Performance review. In: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/index\\_en.htm#h2-1](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/index_en.htm#h2-1), Letöltés ideje: 2013.06.21.
- EIF [2011]: JEREMIE implementation in the EU Member States State of play, Published: 19 January 2011.
- EIF [2012]: JEREMIE - A new way of using EU Structural Funds to promote SME access to finance via Holding Funds, Published: 20 February 2012.
- Griliches, Zvi [1992]: The Search for R&D Spillovers, *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 94, pp. S29-S47
- Grossman, Gene M. - Shapiro, Carl [1986]: Research Joint Ventures: An Antitrust Analysis *Journal Of Law, Economics & Organization*, Vol. 2, No. 2., pp. 315-337.
- Holmström, Bengt [1979]: Moral Hazard and Observability, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, pp. 74-91.
- Hubbard, R. Glenn [1998]: Capital-Market Imperfections and Investment, *Journal of Economic Literature*, Vol. 36, No. 1 (Mar.), pp. 193-225.
- Jaffe, Adam B. [1998]: The Importance of “Spillovers” in the Policy Mission of the Advanced Technology Program, *The Journal of Technology Transfer*, Vol. 23, No. 2, pp. 11-19

- Karsai Judit [2012]: A kapitalizmus új királyai, Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest
- Karsai Judit [2013]: Kettős állami szerep a kockázattőke-ágazatban, MTA KRTK KTI, Műhelytanulmányok, MT-DP - 2013/8
- MV Zrt. [2013]: [http://www.mvzrt.hu/evaluation\\_module.php](http://www.mvzrt.hu/evaluation_module.php), Letöltés ideje: 2013.04.25.
- Nelson, Richard R. [1959]: The Simple Economics of Basic Scientific Research. *The Journal of Political Economy*, Vol. 67, No. 3 (Jun.), pp. 297-306.
- Papp Gábor [2012]: Kockázati tőke Magyarországon - Innovatív vállalatok kockázati tőke alapú finanszírozása a JEREMIE Programon keresztül, Budapesti Értéktőzsde, Kochmeister-díj, Budapest, 2012.05.04
- OECD [2011a]: Demand-side Innovation Policies, *OECD Publishing*, Publication Date: 17 May 2011
- OECD [2011b]: Business Innovation Policies: Selected Country Comparisons, *OECD Publishing*, Publication Date: 10 Oct 2011
- OECD [2011c]: OECD Reviews of Regional Innovation: Regions and Innovation Policy, *OECD Publishing*, Publication Date: 5 May 2011
- OECD [2012]: Modes of Public Funding of Research and Development, *OECD Publishing*, Publication Date: 22 May 2012
- Rees, Ray [1985]: A megbízó és az ügyvivő elmélete 1-2. rész (ford. Király Júlia), *Sigma*, 18. évf., 3-4. sz., 165-186.o., 279-297.o.
- Ross, Stephen A. [1973]: The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *The American Economic Review*, Papers and Proceedings of the Eighty-fifth Annual Meeting of the American Economic Association, Vol. 63, No. 2, pp. 134-139.
- Stiglitz, Joseph E. [2000]: A kormányzati szektor gazdaságtana, KJK-Kerszöv, Budapest
- Tirole, Jean [2006]: The Theory of Corporate Finance, Princeton University Press, Princeton, New Jersey
- Tóth László [2013]: A Jeremie I program eddigi teljesítménye számokban. In: [http://kockazattoke.blog.hu/2013/01/29/a\\_jeremie\\_i\\_program\\_eddigi\\_teljesitmenye\\_szamokban\\_infografika](http://kockazattoke.blog.hu/2013/01/29/a_jeremie_i_program_eddigi_teljesitmenye_szamokban_infografika), Letöltés ideje: 2013.04.30.
- Vitrolife [2012]: Vitrolife acquires Cry Management Ltd. and thereby boardens the product portfolio. In: <http://www.vitrolife.com/en/Corporate/Financial/Financial-reports-2/2012/Vitrolife-acquires-Cryo-Management-Ltd-and-thereby-broadens-the-product-portfolio/>, Letöltés ideje: 2013.05.02.
- West, Jonathan [2004]: Financing Innovation: Markets and the Structure of Risk in Non-Replication Economics, *Growth*, No. 53, pp. 12-34.
- Zaliwska, Dorota K. [2010]: State of Play of the JEREMIE initiative in Member States and Regions, JEREMIE Networking Platform 3rd meeting European Commission, EIF, Brussels, 25 March, 2010.