

RÁCZ András

EU-S FORRÁSOK A VÁLLALKOZÁSOK TŐKEELLÁTOTTSÁGÁNAK JAVÍTÁSÁRA

– A JEREMIE KOCKÁZATI TŐKEPROGRAM

A hazai kis- és középvállalkozások (kkv-k) tőkeellátottságának javítása meghatározó szerepet játszik fejlődésük előmozdításában. Jelen tanulmány az *Új Széchenyi Terv (ÚSZT)*¹ keretében a vállalkozások rendelkezésre álló pénzügyi eszközök közül a *kockázati tőke*² működését mutatja be. A fejlődésük növekedési ciklusában járó cégek mellett a korai életszakaszukban járó, innovatív tevékenységet folytató, gyors növekedésre képes, de forráshiányos vállalkozások finanszírozásában nyújthat segítséget Magyarországon a 2010-ben elindult *JEREMIE*³ *Kockázati Tőkeprogram*. Az állami és a privát tulajdonban levő piaci szereplők hazánkban újnak mondható együttműködése révén megvalósuló program a magyar kockázattőke-piac kínálati oldalának bővítését szolgálja, abban az alsó (döntően az 1-1,5 millió EUR/tranzakció alatti) szegmensben, ahol a tisztán piaci alapon működő befektetők korlátozottabb szerepvállalása figyelhető meg, és így a piacon hiány jelentkezik. Az EU-s támogatások ezen új típusú felhasználási formája színesíti és kibővíti a vállalkozások számára elérhető pénzügyi eszközök körét és volumenét, fokozottabb mértékben érvényesül a piaci szemlélet, hiszen verseny van a forrásokért, és verseny van a források kihelyezését végző pénzügyi közvetítő szervezetek között is, mindezek mellett további magánforrások bevonását biztosítja, ösztönzőleg hat a cégek működésére, és a visszaforgó rendszer biztosítja a fenntarthatóságot, a források későbbi újbóli felhasználását is.

Kulcsszavak: kis- és középvállalkozások, tőkefinanszírozás, kockázati tőke, JEREMIE, ÚMFT, ÚSZT, visszatérítendő pénzügyi eszközök, állami szerepvállalás

A vállalkozói kultúra fejlesztése, a foglalkoztatás bővítése, nagyobb hangsúly helyezése és jelentősebb források biztosítása a kutatás-fejlesztés és az innováció (K+F+I) ösztönzésére, illetve a kkv-k fejlesztése, *finanszírozási forráshoz jutásuk elősegítése* mind az Európai Unión belül, mind pedig Magyarországon, kiemelt figyelmet élvez. A különböző aktuális stratégiai dokumentumokban egyes elemek már a korábbi évek stratégiai anyagaiban is megjelentek (pl. *Lisszaboni Stratégia*⁴, *EU 2020 Stratégia*⁵, *Small Business Act*⁶, *Az európai kisvállalkozói intézkedéscsomag felülvizsgálata*⁷, *A kis- és középvállalkozások fejlesztésének koncepciója*⁸, *A Nemzeti Együttműködés Programja*⁹, *ÚSZT*).

Az egyes tagállamok, és összességében az Európai Unió (EU) gazdasági és társadalmi fejlődése szempontjából meghatározó kérdés, hogy mennyire sikerül építeni a kis- és középvállalkozásokra (kkv-k), azok növekedési és innovációs lehetőségeire, és fejlődésük révén ezek a vállalkozások milyen mértékben lesznek

majd képesek hozzájárulni a foglalkoztatás és a gazdaság növekedéséhez. Ahhoz azonban, hogy a kkv-k be tudják tölteni az említett stratégiákban megfogalmazott szerepüket, szükséges, hogy megfelelő intézkedések szülessenek a fejlődésük útjában álló akadályok leküzdésére. Több más tényező mellett az üzleti környezet fejlesztése, a bürokrácia csökkentése és a *különböző finanszírozási forrásokhoz való hozzáférés javítása* azok a kulcstényezők, amelyek jelentősen hozzá tudnak járulni fejlődésükhöz (Európai Bizottság, 2008a; Európai Bizottság, 2010).

A vállalkozások különböző finanszírozási forrásokhoz való hozzájutásának elősegítése területén több változás is megfigyelhető volt az elmúlt években. Ezek egyike, hogy a vissza nem térítendő támogatásokkal szemben az EU-n belül kezdenek egyre nagyobb szerepet kapni a *visszafizetési kötelezettség mellett nyújtott pénzügyi eszközök*. Az ebbe az irányba történő elmozdulás – pl. az EU 2007–2013-as költségvetési időszakára vonatkozóan

Magyarországnak rendelkezésére álló fejlesztési források¹⁰ felhasználása területén – már hazánkban is megfigyelhető. Erre szolgálnak példaként az ÚSZT-n belül, a magyarországi JEREMIE Program keretében, a vállalkozások számára nyújtott *különböző pénzügyi eszközök* (pl. mikrohitel, garancia, kockázati tőke).

A kis- és középvállalkozások finanszírozási forrásokhoz való hozzáféréseinek fontossága

Az európai kisvállalkozói intézkedéscsomag, a „*Small Business Act*” (Európai Bizottság, 2008a) 10 fő alapelvet fogalmaz meg a kkv-k fejlődésének elősegítése érdekében, melyek egyike azt mondja ki, hogy az EU-nak és az egyes tagállamoknak könnyebbé kell tenniük a kkv-k forráshoz jutását, különösen a mikrohitelhez és a kockázati tőkéhez való hozzáférést javítva. Az intézkedéscsomag 2011-es felülvizsgálata (Európai Bizottság, 2011) is megállapítja, hogy – a meghozott intézkedések mellett – a kkv-k finanszírozási forrásokhoz való hozzáféréseinek könnyítése érdekében újabb kezdeményezéseket szükséges elindítani, amelyekbe be kell vonni a tőkepiacokat is. A dokumentum kiemeli, hogy a kockázati tőkével kapcsolatos piaci hiányosságok orvoslása érdekében *növelni célszerű a kockázati tőke kínálatát*, de emellett azt is megállapítja, hogy a keresleti oldal fejlesztésére is hangsúlyt kell helyezni, azaz szükség van olyan növekedési potenciállal rendelkező, kiváló minőségű cégekre, amelyekbe be lehet fektetni.¹¹ Ennek érdekében a Bizottság 2011-ben cselekvési tervet fogadott el a kkv-k finanszírozási forrásokhoz való hozzáféréseinek javítására, beleértve a kockázati tőkéhez és a tőkepiacokhoz való hozzáférést is.

Jelen tanulmány központi témája a kockázati tőkepiac kínálati oldalának kibővítését eredményező JEREMIE Kockázati Tőkeprogram működésének bemutatása, mely program fő célja, hogy elősegítse a hazai kkv-k finanszírozási forrásokhoz való hozzáféréseinek javítását azáltal, hogy pénzügyi közvetítő szervezeteken keresztül támogatja a vállalkozások fejlesztési célokat szolgáló tőkéhez (kockázati tőkéhez) jutását.

A kockázati tőke-piac Magyarországon – az elmúlt évek tendenciái, jellemzői

Ahhoz, hogy a JEREMIE Kockázati Tőkeprogram működését jobban megértsük, érdemes röviden áttekinteni a hazai kockázati tőke-piac eddigi fejlődését, jellemzőit és az állami szerepvállalást.

A magyarországi kockázati tőke-piacon az 1980-as évek végi elindulása óta eltelt bő 20 év alatt *jelentős fejlődés* figyelhető meg. Az *állami tulajdonban lévő*

befektetőtársaságok megjelenését követően, a '90-es évektől a *külföldi befektetők* is egyre jelentősebb mértékben vállaltak szerepet a hazai kockázati tőke-piacon, folyamatosan jelentek meg hazánkban is a nagyobb tőkeerővel rendelkező, külföldi tulajdonú *regionális és országalapok*. Míg az ún. országalapok csak a hazai piacon kerestek befektetési célpontokat, addig a regionális alapok elsősorban a nagyobb összegű (több millió euró értékű) befektetéseket keresték, és nemcsak Magyarországon, hanem a környező országokban (pl. Csehország, Lengyelország) is hajtottak végre tranzakciókat.

Az 1. táblázatban szereplő adatok azt mutatják, hogy Magyarországon az 1989–2010 között végrehajtott *intézményes kockázati- és magántőke-befektetések értéke meghaladta a 3,6 milliárd dollárt, a befektetések száma meghaladta a négyszázat, és az átlagos befektetési érték közel 9 millió dollár volt*. A regionális összehasonlításban is viszonylag fejlett hazai kockázati- és magántőke-piac azonban korántsem jelenti azt, hogy a magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutása megoldott lenne. Míg a nagyobb tőkét (több millió EUR-t) igénylő vállalkozások, amennyiben megfelelő szakmai múlttal, jó menedzsmenttel, kidolgozott projekttel, és mindezek alapján kiváló növekedési és jövedelmezőségi lehetőséggel rendelkeznek, válogathatnak a finanszírozók között, addig az alacsonyabb összeget (0,5–1 millió EUR alatt) igénylő, kisebb méretű, életciklusuk korai fázisában (azaz magvető vagy induló fázisban) járó cégek nehezen találnak megfelelő kockázati tőke-befektetőt.¹² Főként azokra a cégekre igaz ez, amelyek a bővülésüket illetően elsősorban a viszonylag kicsi felvevőképeséggel rendelkező hazai piacon gondolkodnak, és nem kívánnak a nemzetközi piacon is megjelenni termékeikkel és/vagy szolgáltatásaikkal, s így az intézményes kockázati tőke-befektetők hozamkövetelményeinél csak szerényebb kilátásokat tudnak felmutatni (GKM, 2007; Karsai, 2009).

1. táblázat

A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetések jellemzői 1989–2010 között

	Induló és korai fázis	Expanzív fázis	Kivásárlási fázis	Összes befektetés
Befektetések száma (db)	132	246	38	416
Befektetések értéke (millió USD)	148,44	1094,48	2433,37	3676,28
Átlagos befektetési érték (millió USD)	1,125	4,449	64,036	8,837

Forrás: MKME adatai és (Karsai, 2009) alapján saját számítás

Fontos kihangsúlyozni, hogy ezek a befektetett összegek *évente csak néhány vállalkozás finanszírozását* jelentették. Amint azt a 2. táblázat adatai is mutatják, az elmúlt 11 évben évente mindössze 19–47 között volt a befektetési ügyletek száma (kivétel a 2009-es év, amikor mindössze 12 tranzakció történt), melyek közül nem is mindegyik jelentett ténylegesen új cégbe történő investíciót, hanem ezek a számok már tartalmazzák azokat a tranzakciókat is, amelyek a már korábban finanszírozott cégek részére jelentettek további fejlesztési forrásokat (Karsai, 2010).

2. táblázat

A magyarországi vállalkozásokba befektetett kockázati és magántőke értékének, a befektetések számának és az egy tranzakció keretében befektetett tőke átlagos értékének évenkénti alakulása, 2000–2010

Befektetés éve	Befektetett tőke értéke (millió euró)	Befektetési ügyletek száma (db)	Átlagos befektetési érték (millió euró)
2000	111	47	2,4
2001	71	28	2,5
2002	127	29	4,4
2003	117	32	3,7
2004	108	41	2,6
2005	131	26	5,0
2006	535	39	13,7
2007	491	26	18,9
2008	477	25	19,0
2009	214	12	17,8
2010	65	19	3,4

Forrás: MKME adatai és (Karsai, 2009) alapján saját számítás

A kockázati tőke-befektetések méretét tekintve megfigyelhető, hogy bizonyos értékhatár alatt (ez általában 0,5–1 millió EUR) a tisztán piaci alapon működő kockázati tőke-alapok nem, vagy csak ritkán fektetnek be egy vállalkozásba. Ennek okai között lehet említeni egyrészt a *méretgazdaságossági* (pl. egy-egy tranzakció magas egyedi költsége), másrészt pedig az egyéb *szakmai szempontokat* (pl. a kisebb cégek megítélése nehezebb, magasabb kockázattal rendelkeznek). A bemutatott táblázatok adatai is alátámasztják ezt, mivel az adatok jól mutatják, hogy az elmúlt évtized második felében jelentősen *megnövekedett az egy tranzakcióra jutó átlagos befektetési érték*, amely elsősorban néhány nagy értékű (döntő részben kivásárlási ügyleteket finanszírozó) befektetés következménye. A 2010-es évben –

részben a gazdasági válság, részben pedig a hazánkban elindult JEREMIE Kockázati Tőkeprogram hatására – az előző évhez képest csökkent az összes befektetett tőke értéke és növekedett a tranzakciók száma. Az 1. táblázat adataiból az állapítható meg, hogy *1989–2010 között az induló és korai fázisú befektetések száma 132 volt, a befektetések értéke összesen 148,44 millió dollárt tett ki, és az átlagos befektetési érték kb. 1,1 millió dollár volt*. A tanulmány témájául szolgáló JEREMIE Kockázati Tőkeprogram egyik meghatározó célcsoportját jelentő, az innováció szempontjából is jelentős szereppel rendelkező vállalati kör, a magvető és induló életszakaszukban járó, „fejlett technológiát alkalmazó és intézményes kockázati tőkéhez jutó magyarországi cégek száma 1989 és 2006 között mindössze 52 volt, az általuk kapott kockázati tőke értéke közel 50 millió dollárt tett ki, ami a high-tech cégek számára nyújtott összes kockázati tőke-befektetés értékének 11 százalékát adta” (Karsai, 2009: 54. o.).

Fontos hangsúlyozni, hogy – amint azt a bemutatott számadatok és az iparág eddigi működése során szerzett tapasztalatok is alátámasztják – a kockázati tőke-finanszírozás, jellegéből adódóan, *önmagában nem képes kielégíteni a több százezer hazai működő vállalkozás¹³ finanszírozási szükségletét*, de a jelentős innovatív tevékenységet folytató, egyedi termékkel és/vagy szolgáltatással rendelkező, *gyors növekedésre képes, de forráshiányos vállalkozások finanszírozásában fontos szerepet tud betölteni*.

A JEREMIE Kockázati Tőkeprogram ezen a kialakult helyzeten kíván változtatni, mivel a program *célcsoportjába* elsősorban azok a vállalkozások tartoznak, amelyek a tisztán piaci alapon működő kockázati tőke-alapoktól és -társaságoktól nem, vagy csak kedvezőtlenebb feltételek mellett és kisebb számban tudnának hozzájutni kockázati tőkéhez.

Állami szerepvállalás a kockázati tőke-piacon

Mind a nemzetközi, mind pedig a hazai szakirodalomban számos vélemény fogalmazódott meg az *állami szerepvállalás módjára és mértékére* vonatkozóan. Az *állami szerepvállalás ellen szóló érvek* közé tartozik, hogy káros lehet, ha az állam beavatkozik a piaci folyamatokba, mivel ez torzítja a piaci folyamatokat, például a tisztán piaci szempontok mellett egyéb célok, illetve szempontok (pl. bizonyos iparágak támogatása) is szerepet játszanak az állami szereplők befektetési döntéseiben. Az *állami szerepvállalás mellett szóló érv* például, hogy pluszforrások bevonását jelenti, és szerepe akkor tekinthető elfogadhatónak, ha ott avatkozik be a piaci folyamatokba, ahol a piacon hiány mutatkozik.

Az innovatív tevékenységet folytató és fejlődésük korai életszakaszában járó cégekbe irányuló finanszírozás hiánya vagy korlátozottsága – az ún. *tőkerés problémátikája* – egy ilyen *piaci elégtelenség*, mivel a piac nem képes annyi forrást biztosítani, mint amennyi iránt a fiatal, innovatív cégek részéről kereslet lenne, függetlenül attól, hogy azok hajlandók lennének-e megfizetni annak árát. A kockázatitőke-piacon így egy olyan rés (piaci hiány) keletkezik, ahol szükség lehet az állami beavatkozásra (Murray, 1998; Murray, 1999; Deloitte & Touche, 2003; Karsai, 2004; Kosztópulosz – Makra, 2005; Makra – Rácz, 2006; Karsai, 2007).

A *JEREMIE Kockázati Tőkeprogram hazai elindításával az állam ismét szerepet vállalt* a hazai kkv-k saját-tőke-típusú finanszírozásának elősegítése érdekében. Az elmúlt évek eredményei és tapasztalatai azt bizonyították, hogy a magyarországi kockázatitőke-piacon a korai stádiumú befektetések területén a piaci szereplők nem tudták kielégíteni a meglévő keresleti igényt, így *szükség volt, és továbbra is szükség van az állami szerepvállalásra* a fejlődésük korai életszakaszában járó, innovatív tevékenységet folytató, gyors növekedésre képes vállalkozások finanszírozásának és fejlődésének előmozdítása érdekében (Makra – Rácz, 2006; Karsai, 2009).

A hazai kockázatitőke-piacon a korai életszakaszukban járó kkv-k tőkefinanszírozásával mindössze néhány piaci szereplő foglalkozik, és ezek jelentős része állami forrásokkal gazdálkodik. Ezen állami pénzeszközökkel gazdálkodó piaci szereplők esetében nemcsak a vállalkozások részére kihelyezhető tőke származik állami forrásból, hanem a pénzeszközök kihelyezését végző szervezetek is döntően állami tulajdonban, illetve állami irányítás alatt állnak (GKM, 2007; Karsai, 2009; Benke, 2010)

Az elmúlt évek állami szerepvállalása a kockázatitőke-piacon nem minden esetben hozta meg a kívánt eredményeket, pl. az állami tulajdonban levő kockázatitőke-alapok és -társaságok az innovációt hordozó technológiai vállalkozások fejlődésére kevés hatást gyakoroltak, mivel többnyire a hagyományos (kevésbé a csúcstechnológiákra építő) tevékenységeket folytató cégeket részesítették előnyben (Karsai, 2009). Ennek ellenére – a fentebb felsorolt érvek alapján – kijelenthető, hogy ezen a területen *az állami szerepvállalásra továbbra is szükség van*. Az állami szerepvállalás mértékéről és formájáról azonban fontos szakmai egyetértésre jutni a piaci szereplőkkel, mivel a kockázatitőke-piac hatékony működését az szolgálja, ha az állami és a piaci szerepvállalás *egymást kiegészítve működik* (Karsai, 2004; Makra – Rácz, 2006). Erre az új típusú együttműködésre szolgál példaként a JEREMIE Kockázati Tőkeprogram megvalósítása.

3. táblázat

Példák az elmúlt évekből az állami tulajdonban lévő, kockázatitőke-befektetést folytató társaságokra és alapokra Magyarországon

Jellemzők	CORVINUS „CELIN”*	Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Zrt.	Informatikai Kockázati Tőkealap
Alapítás éve	2005	2001	2002
Jegyzett / kezelt tőke (millió Ft)	5 000	4 400	3 000
Befektetett tőke összege	5 millió EUR	14,5 millió EUR**	2,675 milliárd Ft***
Összes befektetés száma (db)	4	63**	11***
Befektetési méret	80 ezer – 4 millió EUR	10–100 millió Ft	50–450 millió Ft
Befektetés időtartama (év)	átlagosan 5 év	3–5	3–7
Hozamkövetelmény	változó	6 havi BUBOR+ (0,25%–4,5%); illetve 12 havi BUBOR+ (0,25%–4,5%)	5 éves ÁKK referenciahozam + 3–5% (zárt befektetés esetén) vagy 8–16% prémium (nyitott befektetés esetén)
Megcélzott tulajdoni hányad	jellemzően 25–50%	nem haladhatja meg a 49%-ot	elsősorban kisebbségi tulajdonrész (25–49%)

* Corvinus „CELIN”: Corvinus Első Innovációs Kockázati Tőke-alap; ** (MKME, 2010) alapján; *** (NFGM, 2009) alapján

Forrás: (Karsai, 2007; GKM, 2007; MKME, 2010), valamint az egyes szervezetek honlapjai alapján saját összeállítás

Új Széchenyi Terv Vállalkozásfejlesztési Program – Pénzügyi eszközök (JEREMIE Program)

Ahhoz, hogy hazánk is lehívassa az EU strukturális alapjaiból és Kohéziós Alapjából a számára 2007–2013 között rendelkezésre álló (2004-es áron számítva) *22,4 Mrd EUR támogatást*, el kellett készíteni azt a szakmai dokumentumot (ÚMFT), amely bemutatja, hogy Magyarország milyen célokra és miként kívánja felhasználni ezeket a fejlesztési forrásokat. A gazdaságfejlesztés területét érintő célok megvalósulásához az ÚMFT-n belül alapvetően a Gazdaságfejlesztési Operatív Program (GOP) és a Regionális Operatív Programok (ROP, közte a Közép-magyarországi Ope-

ratív program [KMOP]) forrásai biztosítják a pénzügyi hátteret. A Gazdaságfejlesztési Operatív Program négy specifikus célt határoz meg, melyek egyike a hazai kis- és középvállalkozások különböző finanszírozási forrásokhoz (hitelhez, garanciahoz, kockázati tőkéhez) való hozzáféréseinek támogatása.

A vállalkozások pénzügyi eszközökkel való ellátottságának fejlesztését a *GOP 4. prioritásához és a KMOP 1.3 intézkedéséhez* tartozó pályázati programok támogatják. Ezek a programok alkotják a magyarországi *JEREMIE Programot*. A GOP és a KMOP említett prioritásához, illetve intézkedéséhez tartozó pályázati programok segítségével választották, illetve választják majd ki azokat a *pénzügyi közvetítő szervezeteket*, amelyek eljuttatják a különböző pénzügyi eszközöket a végső kedvezményezettek, a finanszírozási forrásokat kereső vállalkozások felé.¹⁴

Ezeknek a programoknak a *célja, hogy enyhítsék a kis- és középvállalkozások fejlődését gátló finanszírozási nehézségeket*, mivel a hazai kkv-k jelentős része nem, vagy csak nehezen tud hozzáférni a piaci alapú hitel-, tőke- vagy garanciaeszközökhöz (GKM, 2007; A Magyar Köztársaság Kormánya, 2007; A Magyar Köztársaság Kormánya, 2009b; Magyarország Kormánya, 2011).

4. táblázat

A JEREMIE Program eddigi eredményei (2011. június 30-ig)

Pénzügyi program	Közvetítói szerződés szám	Szerződött állomány (kkv-kal kötött)	
		db	Mrd Ft
Hitelprogramok	183	3 780	37,94
Új Széchenyi Hitel Program (korábban Mikrohitel és Kishitel)	91	3 407	24,12
Új Széchenyi Kombinált Mikrohitel	35	51	0,19
Kis- és Középvállalkozói Hitel	20	201	8,04
Új Magyarország Forgóeszköz Hitel (lezárt program)	37	121	5,59
Garancia programok	62	250	6,74
Portfóliogarancia Program	60	250	6,74
Új Széchenyi Viszontgarancia Program	2	–	–
Kockázati Tőke Program	8	24	6,13
Összesen	253	4 054	50,81

Forrás: (Vingelman, 2011)

Fontos kihangsúlyozni, hogy míg az ÚMFT egyes operatív programjaihoz tartozó pályázati konstrukciók elsősorban vissza nem térítendő támogatásokat nyújtanak a kedvezményezettek, köztük a vállalkozások számára, addig a GOP és a KMOP keretein belül – a vissza nem térítendő támogatások mellett – a *visszafizetési kötelezettséggel nyújtott pénzügyi eszközökre* is jelentős összegű EU-s források állnak rendelkezésre a 2007–2013-as időszakban. A JEREMIE Program keretében elérhető pénzügyi eszközökre allokált EU-s támogatások és az ezt kiegészítő kormányzati társfinanszírozás összege *megközelíti a 200 milliárd forintot*, amely még kiegészül a Magyar Fejlesztési Bank (MFB) által biztosított refinanszírozási forrásokkal és a kockázatitőke-alapok magánforrásaival. A JEREMIE Program eddigi eredményeit a 4. táblázat mutatja.

Ezek a *visszafizetési kötelezettséggel nyújtott pénzügyi eszközök* több szempontból is fontosak a vállalkozások számára:

- *folyamatosan* a külső finanszírozási forrást igénylő cégek *rendelkezésére állnak* (a rendelkezésre álló keretösszeg erejéig),
- további *magánforrások bevonását biztosítják*, amellyel megnő a vállalkozások számára elérhető források keretösszege,
- ezek az EU Európai Regionális Fejlesztési Alapjából (ERFA) származó források – a visszafizetésüket követően – immár *hazai forrásként újra kihelyezhetőek* lesznek más vállalkozások részére is, ez biztosítja a programok hosszabb távon történő *fenntarthatóságát*,
- *hatékonyabb működésre* ösztönzik a cégeket, pluszmotivációt jelentenek számukra,
- a *piaci szemlélet, a piaci szempontok* fokozottabb mértékben szerepelnek, egyrészt verseny van a forrásokért, másrészt pedig verseny van a forrásokat kihelyező pénzügyi közvetítő szervezetek között is,
- *versenyeztetés révén kiválasztott pénzügyi közvetítő szervezetek* segítségével jutnak el a kedvezményezettekhez,
- a cégek a programok lebonyolításába bevont pénzügyi közvetítő szervezetek által nyújtott *egyéb szolgáltatásokhoz* (pl. tanácsadás) is hozzáférhetnek,
- a programok megvalósítása során *megoszlanak a kockázatok* az egyes szereplők között,
- *flexibilisen működtethetőek* az egyes pénzügyi eszközök kihelyezését szolgáló programok, mivel – az igényeknek megfelelően – ezek között a programok között *viszonylag egyszerűen átcsoportosíthatóak* a rendelkezésre álló források.

A JEREMIE Kockázati Tőkeprogram jellemzői

A hazai kockázati tőke-piac kínálati oldalának bővítésére és ezen keresztül a kkv-k fejlesztését szolgáló tőkefinanszírozáshoz való hozzáférés javítására új lehetőség adódott az EU 2007–2013 közötti költségvetési időszakában, amikor a korábbiakhoz képest kedvezőbb feltételek mellett vált lehetővé az *EU Európai Regionális Fejlesztési Alapjából származó források* felhasználása a vállalkozások pénzügyi eszközökkel való támogatására. Ezen célok elérését szolgálja az Európai Bizottság, az EIB és az EIF közös kezdeményezéseként 2005-ben elindult *uniós szintű program, a JEREMIE Program* is.

A JEREMIE Kockázati Tőkeprogram célja, hogy „kockázati tőkével kapcsolatos támogatási és kezelői szolgáltatásokat nyújtson kis- és középvállalkozások (kkv-k) számára Magyarországon a megcélzott vállalkozások nyereségének növelése és fejlődésének elősegítése érdekében” – áll a program elfogadásáról szóló, 2008. december 10-i keltezésű európai bizottsági határozatban (Európai Bizottság, 2008b: 2. o.).

A program, a fejlődésük növekedési életszakaszában járó cégek mellett, a korai életszakaszukban járó, innovatív tevékenységet folytató, gyors növekedésre képes, de forráshiányos vállalkozások sikeres pályára állítását kívánja támogatni, amelyekbe a befektetés az *átlagosnál nagyobb kockázattal* jár. Abban az alsó (döntően az 1–1,5 millió EUR/tranzakció alatti) szegmensben nyújt forrásokat, ahol a *tisztán piaci alapon működő befektetők korlátozottabb szerepvállalása* figyelhető meg. A nagyobb kockázat vállalását ugyanakkor *ellensúlyozza* ezeknek a cégeknek a magasabb növekedési képessége, a nemzetközi piacra való kilépésük esélye, az új termékek és/vagy szolgáltatások megléte, és mindezek alapján a *magasabb jövedelmezőségük* (Európai Bizottság, 2008b; Benke, 2010).

A program megvalósítása során az *állami és a privát tulajdonban levő piaci szereplők együttműködésének* újdonságát nemcsak az adja, hogy az EU-s és a hazai kormányzati források felhasználása mellett *magánforrásokat is* bevontak a létrehozott kockázati tőke-alapokba, hanem az is, hogy az állam ezúttal ezeknek a részben általa is finanszírozott alapoknak a működtetését *magántulajdonban levő piaci szereplőkre* (alapkezelőkre) bízta.

Az EU-s és hazai források felhasználásával létrehozott *Holdíngalap*¹⁵ kijelölt *forráskezelő szervezete*¹⁶ a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (MV Zrt.). A program keretében az MV Zrt. forrásokat közvetít a létrejövő kockázati tőke-alapok részére, melyet az alapok *magánforrásokkal egészítenek ki* (általában 70% –

30% arányban), és ezeket a pénzeszközöket *pályázati úton kiválasztott alapkezelők* közreműködésével helyezik ki a tőkét igénylő vállalkozások részére. A programra *40,5 milliárd forintot* allokáltak, melynek – az EU-s forrásokra vonatkozó általános előírások alapján – 85%-a származik az ERFA keretéből, 15%-a pedig a kormányzati társfinanszírozás.

A program megvalósítása abból a szempontból is kedvező, hogy a *tőkealapba történő utaláskor* a kockázati tőke-befektetés céljára fordítandó támogatás az EU szempontjából *teljes egészében elköltött forrásnak minősül*, függetlenül attól, hogy az a kedvezményezett vállalkozásokhoz csak később érkezik meg. A forrásoknak az a része, amelyet azonban végül nem fektetnek be, nem minősül felhasználtnak, ami egy sajátos kockázatot jelent ennek a programnak. A JEREMIE Kockázati Tőkeprogram megvalósítása (privát tulajdonban levő piaci szereplők, a kockázati tőke-piacon alapkezelői tevékenységet folytató szervezetek, illetve az ő közreműködésükkel magánforrások bevonása) érdekében a Nemzeti Fejlesztési Ügynökség (NFÜ) és a program lebonyolításával megbízott MV Zrt. *2009-ben 2 pályázati felhívást tett közzé* (NFÜ – MV Zrt., 2009a; NFÜ – MV Zrt., 2009b).

A Gazdaságfejlesztési Operatív Program keretében a GOP-2009-4.3 kódszámú „*Közös Alap*”, a Középmagyarországi Operatív Program keretében pedig a KMOP-2009-1.3.3 kódszámú „*Co-investment Alap*” *alprogramokra* lehetett pályázatot benyújtani. Mindkét alprogram a korai (magvető és induló), valamint a növekedési életszakaszukban lévő vállalkozások sikeres gazdálkodását segítő kockázati tőke-finanszírozás megvalósítását tűzte ki célul.

A „Közös Alap Alprogram” keretében a Holdingalap és a magánbefektetők részvételével közös kockázati tőke-alapok jöttek létre, míg a „Co-investment Alprogram” keretében a Holdingalap olyan saját alap létrehozását kezdeményezte, amelynek részvényei teljes mértékben a Holdingalap tulajdonában állnak, és amely magánbefektetőkkel közösen fektet majd be a megcélzott vállalkozásokba (Európai Bizottság, 2008b; MV Zrt., 2009). Ahhoz, hogy a magánbefektetők bevonását elérjék, a kiírók kiegészítő ösztönzőket (pl. hozamkorlátozás és veszteségmérés) ¹⁷ nyújtanak a befektetők számára.

Mind az első, mind pedig a második pályázattal kapcsolatos folyamatot *komoly viták övezték* (lásd pl. Figyelő, 2009a; Figyelő, 2009b), melyek egyrészt *hozzájárultak a program szakmai módosulásához*, másrészt azonban *késleltették annak elindulását*. A felmerült szakmai észrevételek egy részét a kiírók elfogadták, és így az első pályázati kiírási kör alapján nem hirdettek nyerteseket,

mivel az NFÜ 2009. június 8-án eredménytelenné nyilvánította az első pályázattal kapcsolatos folyamatot. A külső szakértők – pl. a Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület képviselői – bevonásával folytatott egyeztetéseket követően a Nemzeti Fejlesztési Ügynökség és az MV Zrt. 2009. július 15-én – némileg módosítva az eredeti kiírásokon (pl. a rendelkezésre álló keretösszeget megemelték) – megjelentették az új pályázati felhívásokat. A felhívások keretében a *Középmagyarországi régióban 4 milliárd forint, a 6 konvergenciaregióban*¹⁸ *összesen 36,5 milliárd forint* állt a pályázó kockázati tőkealap-kezelők rendelkezésére (NFÜ, 2009a).

A nyertes közvetítő szervezetek (alapkezelők) kiválasztása *2009 októberében* megtörtént. A tizennyolc indulóból, a meghozott döntés alapján, *8 alapkezelő* nyerte el a jogot, hogy a program keretében kockázati tőke-

5. táblázat

A JEREMIE Kockázati Tőkeprogram megvalósítására kiválasztott alapkezelők

Nyertes pályázók	Alap várható mérete (millió Ft)	Elnyert forrás (millió Ft)	Magánforrás (millió Ft)
Biggeorge's-NV EQUITY Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	4 000	2 800	1 200
Central-Fund Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	5 000	3 500	1 500
DBH Investment Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	5 000	3 500	1 500
Etalon Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.* (Co-investment Alprogram, KM-Régió)	4 000	4 000	– az egyes befektetések során kerül meghatározásra**
Finext Startup Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	7 360	5 000	2 360
MORANDO Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	6 506	4 550	1 956
Portfolion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	6 800	3 800	3 000
Primus Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	6 200	4 340	1 860
Összesen:	44 866	31 490	13 376

* Az alapkezelő neve 2010. 04. 26-tól Euroventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

** A Co-investment Alprogram keretében létrehozott alpnál befektetésenként kell érvényesíteni az előírt minimum 30%-os magán-tőkearányt.

Forrás: (MV Zrt., 2009) alapján saját szerkesztés

befektetéseket végezzen ígéretes vállalkozásokba. A programra allokált 40,5 milliárd forint keretösszegeből *31,5 milliárd forint*ra vonatkozóan született *támogatási döntés* (HVG, 2009; NFÜ, 2009b) (5. táblázat).

Az MV Zrt.-vel történt *közvetítői szerződések megkötését* és az alapok nyilvántartásba vételéről szóló *PSZÁF határozatok megszületését* követően, 2010. első, illetve második negyedévében kezdődhetett el a források kihelyezése.

A nyertes alapkezelők a következő feltételek mellett nyújtanak forrásokat¹⁹

A befektetések *célcsoportját* azok a Magyarországon bejegyzett, a 2004. évi XXXIV. törvény²⁰ szerint *mikro-, kis- vagy középvállalkozás* kategóriába tartozó vállalkozások jelentik, amelyeknek a székhelye a Magyar Köztársaság területén van, életszakaszukat tekintve a *korai (magvető és induló) vagy növekedési életszakaszukban* járnak, a befektetési döntés meghozatalakor *öt évnél nem régebben alapították őket, és nettó éves árbevételük* (anyagállalataikkal együttesen) egyik üzleti évben sem haladta meg a *másfél milliárd forintot*. Az *innovatív és/vagy korai életszakaszukban járó cégeknek minimum 30 százalékos arányt* kell elérniük a kialakításra kerülő portfóliókban.

Ezenkívül a cégeknek meg kell felelniük a kockázati tőke-befektetők által elvárt *általános és speciális* (pl. *iparági, jövedelmezőségi*) *feltételeknek* is. A vállalkozásoknak lehetőleg megfelelő szakmai múlttal, jó menedzsmenttel, kidolgozott projekttel (jól átgondolt és ígéretes üzleti tervvel), és mindezek alapján kiváló növekedési és jövedelmezőségi lehetőséggel kell rendelkezniük ahhoz, hogy esélyük legyen eredményes tárgyalásokat folytatni a befektetőkkel. Készen kell lenniük arra is, hogy *megosszák a társaság tulajdonjogát* a befektetőkkel, akiknek a képviselőivel *folyamatosan együtt kell dolgozniuk*.

A *maximális befektetési összeg* egy adott vállalkozás esetében 12 hónapos időszakonként *maximum 1,5 millió euró* (kb. 420 millió forint) lehet, és legfeljebb 3 egymást követő pénzügyi évben kerülhet sor befektetésre, tehát egy kedvezményezett cég *összesen legfeljebb 4,5 millió euró* (kb. 1,26 milliárd forint) összeget kaphat. Az egyes alapok esetében a tervezett befektetési méret nagyságát a 6. táblázat adatai mutatják. A program keretén belül *csak tőkeemelés* formájában megvalósuló tranzakciók jöhetnek létre, üzletrészvásárlásra nincs lehetőség. A tulajdonszerzés mértékére vonatkozó előírások az egyes alapok esetében eltérőek, de általános előírás, hogy a befektetők *25%+1 szavazatot megtestesítő tulajdoni hányadnál kisebb tulajdonrész nem szerezhetnek*.

A befektetők, a Tpt.²¹ szerinti korlátozások figyelembevételével, *piaci kondíciók mellett, pénzkölcsönt is nyújthatnak* az általuk tőkével is finanszírozott cégek részére, azzal a megkötéssel, hogy a kedvezményezett részére nyújtott pénzkölcsönök együttes összege nem haladhatja meg az ebbe a cégbe általuk befektetett tőke összegét; illetve az egyes kockázati-tőke-alapok által folyósított összes pénzkölcsön együttes összege nem haladhatja meg az alapok mindenkori befizetett jegyzett tőkéjének 25 százalékát.

Az alapkezelők által kezelt alapok jellemző adatai a program indulásakor

Alapkezelő neve	Alap neve	Befektetési méret	Tervezett éves hozam (%)
Biggeorge's-NV EQUITY Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Biggeorge's-NV Equity I. Kockázati Tőkealap	30–800 M Ft (3 év alatt)	15
Central-Fund Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	CenTech Új Magyarország Kockázati Tőkealap	Max. 1000 M Ft (3 év alatt)	20% felett
DBH Investment Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	DBH Investment Kockázati Tőkealap	Min. 50–70 M Ft; jellemzően 150–400 M Ft	15
Etalon Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.*	Euroventures IV. Kockázati Tőkealap	100–750 M Ft (3 év alatt)	15
Finext Startup Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	FINEXT STARTUP Kockázati Tőkealap	Korai szakasz: 0,5 millió EUR (kb. 140 M Ft) alatt; növekedési szakasz: 0,5–4,5 M EUR (3 év alatt)	20
MORANDO Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	MORANDO Kockázati Tőkealap	Max. 600 M Ft (2 év alatt)	22
Portfolion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	OTP Kockázati Tőkealap I.	50–400 M Ft	12,9
Primus Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Primus III. Kockázati Tőkealap	50 M Ft – 1000 M Ft (3 év alatt)	18-20

*Az alapkezelő neve 2010. 04. 26-tól Euroventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

Forrás: (MV Zrt., 2009; Figyelő, 2009c), a PSZÁF határozatai és az alapkezelők honlapjai és szakmai anyagai alapján saját szerkesztés

A cégek a JEREMIE Kockázati Tőkeprogram keretében így *sajáttőke- és adósságfinanszírozásban, valamint menedzsment-szolgáltatásokban is részesülhetnek*. A vissza nem térítendő támogatásokkal szembeni egyik legfontosabb eltérés, hogy ezeket a kapott összegeket *hozammal, illetve kamattal növelt értéken vissza kell fizetni a befektetők részére*. A befektetők az általuk finanszírozott cégekből egy meghatározott idő (általában 3-5 év) múltával kiszállnak úgy, hogy a megszerzett tulajdonrészüket a tulajdonostársaknak, vagy szakmai, vagy pénzügyi befektetőknek értékesítik, ezzel realizálják a befektetésekből származó nyereségüket, és az esetleges veszteségüket is. A tőkealapok működése során – a program indulásakor – az előzetesen *tervezett éves hozam nagysága általában 15-20% között*

volt (lásd: 6. táblázat). Mind a befektetők, mind pedig a finanszírozott vállalkozások számára kedvező, hogy az állami oldal az EU-s támogatás, illetve a magyar kormányzati társfinanszírozás összegére vonatkozóan csak az *állami támogatásokhoz kapcsolódó mindenkori magyar referencia alapkamatlábnak*²² megfelelő mértékű hozamot vár el.

Az egyes kockázati-tőke-alapok általában 8-10 éves futamidőre jöttek létre, a pályázati feltételek között számukra maximum 10 éves futamidő volt előírva.

6. táblázat

A működésükkel kapcsolatban előírás, hogy a *befektetési időszak* az egyes alapok nyilvántartásbavételével kezdődő és 2013. december 31. napjával végződő időszak, és az alapok *teljes jegyzett tőkéjének minimum 80 százalékát be kell fektetniük ezen időszak alatt*. A befektetési időszakban a befektetők egyenként 10-25 cégbe kívánnak forrásokat kihelyezni, ami azt jelenti, hogy *összesen kb. 120-150 cég számára* nyílik lehetőség arra, hogy a program keretében kockázati-tőke-finanszírozásban részesüljön. Az egyes befektetések vonatkozásában a tervezett *jellemző befektetési időtáv 3-5 év, ettől azonban lehetnek eltérések*.

A befektetésekre vonatkozóan *nincs általános iparági előírás vagy korlátozás*, de a kizáró feltételek között szerepel, hogy az EU-s támogatások felhasználására

VEZETÉSTUDOMÁNY

vonatkozó szabályok alapján²³ *nem nyújtható támogatás* – többek között – az irányadó jogszabályok alapján nehéz helyzetben lévő vállalkozásoknak, a hajógyártásban, valamint a szén- és acéliparban tevékenykedő vállalkozásoknak és a pénzügyi ágazatban tevékenykedő cégeknek. Továbbá a befektetett összeg nem használható fel meglévő gazdasági társaságban történő részesedésszerzésre, hitel- és eszközalapú finanszírozás kiváltására és kereskedelmi (azaz ingatlanértékesítési) célú ingatlanfejlesztési tevékenység finanszírozására (7. táblázat).

kihelyezéséhez szükséges. Mindezek alapján egyrészt nagyobb hangsúly fog helyeződni a *jó cégek felkutatására, illetve a befektetőkhez beérkezett projektjavaslatok szűrésére*, másrészt pedig még jobban *fel fognak értékelődni* a befektetők, illetve a partnereik (pl. egyetemek, inkubátorházak, tanácsadók) által nyújtott *egyéb szolgáltatások* is.

Fontos kiemelni, hogy a kockázati-tőke-finanszírozás időtartama alatt a befektetésben részesült cégek nem csak pénzt kapnak a befektetőktől, hanem egy *szoros szakmai együttműködés* is kialakul közöttük. Ezen

7. táblázat

Befektetési területek, kulcsiparágak az egyes alapoknál

Alapkezelő neve	Befektetési területek, kulcsiparágak
Biggeorge's-NV EQUITY Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Bár kizárólagos szektorfókusz nincs az alapnak, az egészségügyi, a biotechnológiai, az informatikai, az alternatív energia, az energetika, valamint a szolgáltatási területen tevékenykedő társaságok előnyt élveznek.
Central-Fund Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Informatika, telekommunikáció, biotechnológia, élelmiszeripar, gépgyártás, energetika, egészségügy, mezőgazdasági termékek feldolgozása.
DBH Investment Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Nem határoztak meg kizárólagos ágazati preferenciát, jellemzően az innováción alapuló, technológiaiintenzív, high-tech iparágakra (pl. biotechnológia, informatika, egészségügy és megújuló energia) fókuszálnak.
Etalon Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.*	A „Co-investment Alprogram” előírásai miatt kifejezetten közép-magyarországi befektetéseket keres elsősorban az információtechnológia (IT), az élelmiszer-feldolgozás és az egészségügy területén.
Finext Startup Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	A FINEXT STARTUP a legtöbb iparágban aktív, de elsősorban a következő befektetési csoportokat célozza meg: informatika és telekommunikáció; biotechnológia, élettudományok, egészségügy; szolgáltató és kereskedelmi szektor; mezőgazdaság és élelmiszeripar; alternatív energia és környezetvédelem.
MORANDO Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Semmilyen ágazatot nem zárnak ki, de elsősorban a következő területeken keresnek befektetéseket: egészségügy, humán élettudományok, megújuló energiaforrások, agrárgazdaság/élelmiszer-gazdaság, IT, biztonsági rendszerek.
Portfolion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Az informatika, a biotechnológia, a környezetvédelem és a megújuló energiaforrások, az élelmiszeripar és az autóiipari beszállítás területén dolgozó, továbbá az idegenforgalmi, a turisztikai és az egészségügyi rekreációs tevékenységet folytató cégek.
Primus Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Elsősorban innovatív technológiával, kiemelkedően versenyképes szolgáltatással vagy újszerű üzleti modellel rendelkező cégek az IT, a biotechnológia, a környezettechnológia, a média és az egészségügy területéről.

*Az alapkezelő neve 2010. 04. 26-tól Euroventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

Forrás: (MV Zrt., 2009; Figyelő, 2009c; Portfolion, 2010) és az alapkezelők honlapjai és szakmai anyagai alapján saját szerkesztés

A befektetési kötelezettségek (pl. befektetési időtáv, tőkekihelyezési előírás), a hasonló befektetési méret és hozamvárások, illetve az átfedések a preferált iparágak (pl. egészségügy, IT, biotechnológia, megújuló energiaforrások) között *versenyt fognak hozni a befektetők között* is a jó projektekért. A piaci szereplők, illetve a szakértők körében *megoszlanak a vélemények*, hogy van-e a hazai piacon annyi jól működő és a befektetők szigorú elvárásainak is megfelelő cég, amennyi a rendelkezésre álló források megfelelő helyre történő

együttműködés során a cégek részére a befektetők *különböző szakmai szolgáltatásokat* (pl. menedzsment-szolgáltatások, szakmai tanácsadás, inkubátorszolgáltatások, partnerkeresés, információnyújtás, egyéb források bevonása) is nyújtanak, melyek segítik a vállalkozások fejlődését, az üzleti terveikben szereplő célok megvalósítását. Ezek a szolgáltatások jelentősen hozzájárulhatnak az egyes cégek értékének növekedéséhez, mely a befektetőknek is érdeke, hiszen így nagyobb hozamot realizálhatnak a tulajdonrészük érté-

VEZETÉSTUDOMÁNY

kesítésekor. Mindemellett a befektetők képviselői részt vesznek az egyes cégek irányításában, a stratégiai döntések meghozatalában is, amely mindkét fél részéről a másik partner elfogadását kívánja meg.

Összefoglalás

A hazai kis- és középvállalkozások fejlesztése, a különböző finanszírozási forrásokhoz való hozzáférésük javítása a kormányzati ciklusokon átívelő, kiemelt célok közé tartozik. A magyar KKV-k részben a jelenlegi gazdasági és pénzügyi körülmények, részben pedig saját adottságaik (pl. nem megfelelő feltőkésítettség, fedezet hiánya) miatt nehezen és/vagy drágán, illetve kedvezőtlen feltételek mellett jutnak fejlesztési forrásokhoz, ezért szükség van arra, hogy a piaci feltételek mellett elérhető források bővüljenek kedvezőbb feltételek mellett is hozzáférhető forrásokkal.

Magyarország a számára a 2007–2013-as EU-s költségvetési időszakban rendelkezésre álló támogatási források egy részét is bevonta a hazai kkv-k finanszírozásának előmozdításába. A fejlődésük növekedési életszakaszában járó cégek mellett a korai életszakaszukban járó, innovatív tevékenységet folytató, gyors növekedésre képes, de forráshiányos vállalkozások finanszírozásában nyújthat segítséget a tavalyi évben elindult JEREMIE Kockázati Tőkeprogram. A hazai kockázati tőke-piac fejlődése szempontjából is fontos tényező, hogy a program az állami és a privát tulajdonban levő piaci szereplők hazánkban újnak mondható együttműködése révén valósul meg és a magyar kockázati tőke-piac kínálati oldalának bővítését szolgálja, abban az alsó (döntően az 1–1,5 millió EUR/tranzakció alatti) szegmensben, ahol a tisztán piaci alapon működő befektetők korlátozottabb szerepvállalása figyelhető meg, és így a piacon hiány jelentkezik. Az állami és a privát tulajdonban levő piaci szereplők együttműködésének újdonságát nemcsak az adja, hogy az EU-s és a hazai kormányzati források mellett magánforrásokat is bevontak a létrehozott kockázati tőke-alapokba, hanem az is, hogy az állam a nemzetközi tapasztalatok alapján már bizonyítottan hatékonyabb, piackonformabb módon avatkozott be a piaci folyamatokba, és ezáltal ezeknek az általa is finanszírozott alapoknak a működtetését magántulajdonban levő piaci szereplőkre (alapkezelőkre) bízta. Az állam különböző kiegészítő ösztönző eszközök (pl. hozamkorlátozás, veszteségmérés-klés) nyújtásával tette érdekeltté a magánbefektetők pénzügyi és szakmai részvételét az alapokban.

Kijelenthető, hogy a JEREMIE Kockázati Tőkeprogram – a bemutatott jellemzői és az eltelt kb. 1,5 év tapasztalatai²⁴ alapján – javítani fogja a célcsoportjába

tartozó cégek finanszírozási forrásokhoz való hozzáférését, de önmagában nem lesz képes kielégíteni jelentős számú vállalkozás finanszírozási igényeit. A 2013. december 31-ig tartó befektetési időszak alatt a befektetők egyenként 10-25 cégbe kívánnak forrásokat kihelyezni, ami azt jelenti, hogy összesen kb. 120-150 cég számára nyílik lehetőség arra, hogy a program keretében kockázati tőke-finanszírozásban részesüljön. Az EU-s támogatások ezen új típusú felhasználási formája színesíti és kibővíti a kkv-k számára elérhető pénzügyi eszközök körét és volumenét. Fokozottabb mértékben érvényesül a piaci szemlélet, hiszen egyrészt verseny van a vállalkozások között a forrásokért és verseny van a források kihelyezését végző pénzügyi közvetítő szervezetek között is a jó projektekért. Mindezek mellett további magánforrások bevonását biztosítja, ösztönzőleg hat a vállalkozások működésére, és a visszaforgó rendszer biztosítja a fenntarthatóságot, a források későbbi újbóli felhasználását is. A rendelkezésre álló fejlesztési források növelése érdekében – a program során szerzett tapasztalatokra is építve – a jövőben célszerű lenne növelni a visszatérítési kötelezettség mellett nyújtott pénzügyi eszközöket a vállalkozások részére.

Lábjegyzet

- ¹ Az Új Széchenyi Terv (ÚSZT) a magyar kormány 2011. januárban megjelent átfogó fejlesztéspolitikai programja.
- ² Kockázati tőke (angol megfelelője: venture capital): „Olyan professzionális befektetés, mely a tulajdonossal társulva finanszíroz egy korai fázisban (azaz magvető vagy induló fázisban) levő vállalkozást. A befektető a magasabb kockázatért cserébe az átlagosnál magasabb hozamot vár el.” (Forrás: MKME – Szakkifejezések: http://www.hvca.hu/index.php?option=com_content&view=article&id=47&Itemid=37&lang=hu, letöltve: 2010. június 4.)
- ³ JEREMIE (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises – Mikro-, kis- és középvállalkozásokat támogató közös európai források): az Európai Bizottság, az Európai Befektetési Bank (European Investment Bank, EIB) és az Európai Befektetési Alap (European Investment Fund, EIF) közös intézkedése a kis- és középvállalkozások finanszírozási forrásokhoz való hozzájutásának előmozdítása érdekében. (Bővebb információk: <http://www.eif.org/jeremie/>, http://ec.europa.eu/regional_policy/funds/2007/jjj/jeremie_en.htm.)
- ⁴ Részletesebben lásd: http://ec.europa.eu/archives/growthand-jobs/european-dimension/index_en.htm#
- ⁵ Részletesebben lásd: (Európai Bizottság, 2010)
- ⁶ Részletesebben lásd: (Európai Bizottság, 2008a)
- ⁷ Részletesebben lásd: (Európai Bizottság, 2011)
- ⁸ Részletesebben lásd: (A Magyar Köztársaság Kormánya, 2007)
- ⁹ Részletesebben lásd: <http://www.kormanysovivo.hu/page/kormanyprogram?lang=hu>
- ¹⁰ Magyarországon a 2007–2013 között az EU strukturális alapjaiból és Kohéziós Alapjából származó fejlesztési források felhasználását az „Új Magyarország Fejlesztési Terv (ÚMFT) –

Magyarország Nemzeti Stratégiai Referenciakerete 2007–2013 (Foglalkoztatás és növekedés)” c. alapdokumentum határozza meg, melyet a magyar kormány 2006. október 25-én, az Európai Bizottság pedig 2007. május 7-én fogadott el.

- ¹¹ Mind a kínálati, mind pedig a keresleti oldal fejlesztésének a fontossága megjelenik az aktuális hazai fejlesztéspolitikai dokumentumban, az Új Széchenyi Tervben is.
- ¹² Korai stádiumú befektetések (early stage financing): életciklusuk korai fázisában (azaz magvető vagy induló fázisban) levő cégekbe történő befektetések; Magvető fázisban nyújtott finanszírozás (seed financing): Kutatáshoz, tervezéshez, a koncepció kialakításához a vállalkozás induló fázisa előtti folyósított finanszírozás; Induló (start-up) fázisban nyújtott finanszírozás: A cégnek termékfejlesztésre és kezdeti piacutatásra folyósított finanszírozás, amikor termékei még nem kerültek kereskedelmi forgalmazásra. (Forrás: MKME – Szakkifejezések: http://www.hvca.hu/index.php?option=com_content&view=article&id=47&Itemid=37&lang=hu, letöltve: 2010. június 4.)
- ¹³ A KSH legfrissebb (2011. május 24-i) adatközlése alapján a működő vállalkozások száma 2009-ben 689 ezer volt, 375 ezer társas és 314 ezer vállalkozói igazolvánnyal rendelkező egyéni vállalkozás (KSH, 2011).
- ¹⁴ A GOP és a KMOP említett prioritásán, illetve intézkedésén kívül 2011-ben elindult egy új konstrukció is, mely szintén a kkv-k forráshoz jutását kívánja javítani. A Regionális Operatív Programok keretében létrehozott Széchenyi Tőkebefektetési Alap 14 milliárd forint alaptőkével jött létre, alapkezelője a Széchenyi Tőkekezelő Zrt. amely a magyar állam 100 százalékos tulajdonában álló gazdasági társaság, tulajdonosi jogait az NFÜ gyakorolja. Az alapkezelő feladata az Alap forrásainak eljuttatása a magyarországi kis- és középvállalkozásokhoz, meghatározott időtartamra szóló tőkebefektetések formájában. A program célkitűzése a növekedési potenciállal rendelkező kkv-k támogatása oly módon, hogy pótlólagos forrást biztosít a növekedést megalapozó struktúraváltáshoz, technológiai fejlesztésekhez és az üzleti tevékenység bővítéséhez. Eltérően más, kockázati tőke típusú befektetéstől, jelen program forrásait a hagyományos ágazatokban működő, nem feltétlenül innovatív vállalkozások is igénybe vehetik. (További információk: www.szta.hu)
- ¹⁵ Részletesebben lásd: (Európai Bizottság, 2008b; Batora, 2009)
- ¹⁶ A GOP 4. prioritás (és a KMOP 1.3 intézkedés) visszatérítendő támogatási formákat vezetett be a mikro-, kis- és középvállalkozások számára. A pénzügyi eszközök keretében a 1083/2006/EK-rendelet 44. cikke b) pontjának ii) alpontja szerint létrehozott forráskezelő szervezet hajlja végre az intézkedéseket, amely a 255/2006. (XII. 8.) Korm. rendeletben kijelölt Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (MV Zrt.).
- ¹⁷ Részletesebben lásd: (pl. Európai Bizottság, 2008b; NFÜ – MV Zrt., 2009a)
- ¹⁸ Konvergenciaregiók: ahol az egy főre jutó GDP kevesebb az EU-25 tagországok átlagának 75%-ánál, Magyarországon ezek a Közép-magyarországi régió kivüli régiók (Közép-Dunántúl, Nyugat-Dunántúl, Dél-Dunántúl, Észak-Magyarország, Észak-Alföld, Dél-Alföld). Részletesebben lásd: http://ec.europa.eu/regional_policy/policy/region/index_en.htm
- ¹⁹ Részletesebben lásd: (MV Zrt., 2009; NFÜ – MV Zrt., 2009a; NFÜ – MV Zrt., 2009b; Benke, 2010, START, 2011a, START, 2011b) és az egyes alapkezelők honlapjai
- ²⁰ 2004. évi XXXIV. törvény a kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról
- ²¹ 2001. évi CXX. törvény (Tpt.) a tőkepiacról

²² A referencia-alapkamatláb értéke 2011. január 1-jétől 5,61%. Részletesebben lásd: (Európai Bizottság, 2008b; Támogatásokat Vizsgáló Iroda: <http://tvi.kormany.hu/referencia-rata>)

²³ Részletesebben lásd: (MV Zrt., 2009; NFÜ – MV Zrt., 2009a; NFÜ – MV Zrt., 2009b)

²⁴ A program indulása óta eltelt kb. 1,5 évben (2011. június 30-ig), az MV Zrt. adatai alapján, a befektetők összesen 24 kkv-val kötöttek szerződést több mint 6,1 milliárd Ft kihelyezéséről. A legtöbb befektetés az IT és elektronika, az egészségügy és biotechnológia területén született, de történtek befektetések pl. a gépgyártás, a műszergyártás, a vegyipar és a média területén is. (Részletesebben lásd: Vingelman, 2011; Garamvölgyi, 2011; START, 2011a; START, 2011b)

Felhasznált irodalom

- A Magyar Köztársaság Kormánya* (2007): A kis- és középvállalkozások fejlesztésének koncepciója; 2007. február 7. (a kormány által történt elfogadás időpontja)
- A Magyar Köztársaság Kormánya* (2009a): Gazdaságfejlesztési Operatív Program (2009-es, módosított változat); Forrás: NFÜ http://www.nfu.hu/download/21956/GOP_HU_mod_090722.pdf, letöltve: 2010. április 14.
- A Magyar Köztársaság Kormánya* (2009b): Közép-Magyarországi Operatív Program (2009-es, módosított változat); Forrás: NFÜ <http://www.nfu.hu/download/25842/2007HU162PO001%2BPO.pdf>, letöltve: 2010. április 14.
- Batora L. (2009): Új Magyarország Kockázati Tőkeprogramok. Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (MV Zrt.) előadás, 2009. december 11.
- Benke Á. (2010): JEREMIE Program az innováció előmozdítására. in: Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (MKME) (2010): Évkönyv (Yearbook) 2010, MKME/HVCA, 15–19. o.
- Deloitte & Touche (2003): Strategic Evaluation of Financial Assistance Schemes to SMEs, Final Report. Deloitte & Touche, Brüsszel
- Európai Bizottság (2008a): „Gondolkozz előbb kicsiben!” Európai kisvállalkozói intézkedéscsomag: „Small Business Act”. COM(2008) 394 végleges, Brüsszel, 2008. június 25.
- Európai Bizottság (2008b): „N 355/2008. sz. állami támogatás – Magyarország, Magyar JEREMIE kockázati tőke-intézkedés”. B(2008) 8350, Brüsszel, 2008. december 10.
- Európai Bizottság (2010): „EURÓPA 2020 – Az intelligens, fenntartható és inkluzív növekedés stratégiája”. COM(2010) 2020 végleges, Brüsszel, 2010. március 3.
- Európai Bizottság (2011): Az európai kisvállalkozói intézkedéscsomag felülvizsgálata. COM(2011) 78 végleges, Brüsszel, 2011. 2. 23.
- Figyelő (2009a): JEREMIE-Program – Marakodás a pénzcspánál. Figyelő, 2009/21. szám, május 21–27., 68–70. o.
- Figyelő (2009b): JEREMIE Program – Nyertes nyolcas; Figyelő, 2009/42. szám, október 15–21., 70. o.
- Figyelő (2009c): A JEREMIE Alapok tervei – Pénzhely-kérés. Figyelő, 2009/43. szám, október 22–28., 56–59. o.

- Garamvölgyi B.* (2011): Európai uniós finanszírozási források és az MV-Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. – JEREMIE Program Magyarországon”. MV Zrt. előadás, 2011. 06. 30.
- Gazdasági és Közlekedési Minisztérium* (2007): A kis- és középvállalkozások finanszírozási forrásokhoz való hozzáférése, piaci elégtelenségek vizsgálata – A Gazdaságfejlesztési Operatív Program pénzügyi intézkedéseinek megalapozása. 2007. május, GKM
- Harrison, R.T. – Mason, C.M.* (2000): Editorial: the role of the public sector in the development of a regional venture capital industry. *Venture Capital*, 4, október, 243–253. o.
- HVG* (2009): A Biggeorge’s-NV kockázati tőkealapja 4 milliárdot fektet kkv-kba. október 12., forrás: http://hvg.hu/gazdasag/20091012_Biggeorges-NV_kockazati_tokealap_KKV, letöltve: 2010. június 4.
- Karsai J.* (2004): Helyettesítheti-e az állam a magántőke-befektetőket? MTA-KTK Műhelytanulmányok, MT-DP. 2004/8., MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont, Budapest
- Karsai J.* (2007): Kifelé a zsákutcából – Állami kockázati tőke és innováció. *Közgazdasági Szemle*, LIV. évf., december, 1085–1102. o.
- Karsai J.* (2009): A kockázati tőke szerepe az innováció finanszírozásában Magyarországon. *Külgazdaság*, LIII. évf., május–június, 42–62. o.
- Karsai J.* (2010): A kockázati- és magántőke-ipar 2009. évi eredményei. in: Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (MKME) (2010): Évkönyv (Yearbook) 2010; MKME/HVCA, 8–13.o.
- Kosztópulosz, A. – Makra Zs.* (2005): A kockázati tőke részvételének formái a technológiaorientált vállalkozások fejlődésének korai szakaszában. in: Buzás N. (szerk.): Tudásmenedzsment és tudásalapú gazdaságfejlesztés; SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2005, JATEPress, Szeged, 328–351. o.
- Központi Statisztikai Hivatal* (2011): Vállalkozások demográfiaja, 2009. KSH Statisztikai Tükör, V. évfolyam 32. szám, május 24.
- Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (MKME)* (2010): Évkönyv (Yearbook) 2010. MKME/HVCA
- Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (MKME)* (2011): Innovációs dominancia jellemzői a 2010 éves kockázati és magántőke befektetésekben – Mire számíthatunk 2011-ben? MKME-közlemény, 2011. június
- Magyarország kormánya* (2011): Új Széchenyi Terv – A talpraállás, megújulás és felemelkedés fejlesztéspolitikai programja. 2011. január
- Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (MV Zrt.)* (2009): „Új Magyarország Kockázati tőke.” Forrás: <http://www.mvzrt.hu/content.php?id=ie210468630b883595851b2d79da149b>, letöltve: 2010. április 16.
- Makra Zs. – Rácz A.* (2006): A „klasszikus” kockázati tőkealapok részvétele az innovációorientált vállalkozások korai életszakaszának finanszírozásában. in: Makra Zs. (szerk.) (2006): A kockázati tőke világa; AULA Kiadó, Budapest, 222–245. 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 Fund Scheme. *Regional Studies*, 5, július, 405–419. o.
- Murray, G.* (1999): Early-stage venture capital funds, scale economies and public support. *Venture Capital*, 4, október, 351–384. o.
- Nemzeti Fejlesztési és Gazdasági Minisztérium (NFGM)* (2009): A kis- és középvállalkozások helyzete 2008, Éves jelentés. A kézirat lezárva: 2009. április 30., NFGM
- Nemzeti Fejlesztési Ügynökség (NFÜ)* (2009a): Kockázati tőke-alapok: új pályázati felhívás. Július 15., Forrás: http://www.nfu.hu/kockazati_toke_alapok_uj_palyazati_felhivas, letöltve: 2009. július 16.
- Nemzeti Fejlesztési Ügynökség (NFÜ)* (2009b): Kockázati Tőkeprogram: eredményes pályázat megemelt kerettel. Október 9., forrás: http://www.nfu.hu/kockazati_tokeprogram_eredmenyes_palyazat_megemelt_keretell, letöltve: 2009. október 12.
- Nemzeti Fejlesztési Ügynökség – Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (NFÜ – MV Zrt.)* (2009a): Pályázati felhívás az Új Magyarország Kockázati Tőkeprogramok GOP 4. Prioritás keretében finanszírozott Közös Alap Alprogramja közvetítőinek kiválasztására. Kódszám: GOP-2009-4.3/2., forrás: http://www.nfu.hu/palyazati_felhivas_a_gop_4_prioritas_es_a_kmop_1_3_intezkedes_penzugyi_eszkozok_kereteben_finanszirozott_uj_magyarorszag_kockazati_tokeprogramok_kozvetitesere1, letöltve: 2009. július 16.
- Nemzeti Fejlesztési Ügynökség – Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (NFÜ – MV Zrt.)* (2009b): Pályázati felhívás az Új Magyarország Kockázati Tőkeprogramok KMOP 1.3 Intézkedés keretében finanszírozott Co-investment Alprogramja közvetítőinek kiválasztására. Kódszám: KMOP-2009-1.3.3/2.; forrás: http://www.nfu.hu/palyazati_felhivas_a_gop_4_prioritas_es_a_kmop_1_3_intezkedes_penzugyi_eszkozok_kereteben_finanszirozott_uj_magyarorszag_kockazati_tokeprogramok_kozvetitesere1, letöltve: 2009. július 16.
- Portfolio* (2010): Itt vannak az első JEREMIE-befektetések – Lépett a Primus. forrás: [Portfolio.hu](http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=134338) – <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=134338>, letöltve: 2010. június 9.
- START Tőkegarancia Zrt.* (2011a): Hírlevél – 2011. január. 2011/1. szám, január
- START Tőkegarancia Zrt.* (2011b): Hírlevél – 2011. június. 2011/6. szám, június
- Vingelman J.* (2011): JEREMIE-program előrehaladása. MV Zrt. előadás, 2011. 07. 14.

Cikk beérkezett: 2010. 7. hó

Lektorai vélemény alapján véglegesítve: 2011. 9. hó