

## Állami szerepvállalás a kockázatitőke-piacon: tapasztalatok és várakozások

*Kosztópulosz Andreász*

*Az új, növekedésorientált vállalkozások számarányukhoz képest jelentős szerepet töltenek be a gazdasági növekedés és a foglalkoztatás előmozdításában és gyakran az innovációban is. Az indulásukhoz és fejlődésükhöz szükséges tőke megszerzése során azonban jellemzően korlátokba ütköznek, melyek háttérben olyan piaci elégtelenségek állnak, mint az információs aszimmetria vagy a tranzakciók méretgazdaságossága. Ezen piaci elégtelenségek léte motiválja többnyire a kockázatitőke-piacon való állami szerepvállalást, amelynek immár több eltérő modellje is kialakult a gyakorlatban. A hazai kockázatitőke-piacon a 2010–2016 közötti időszakban a Jeremie-program képviselte a beavatkozás alkalmazott módozatát, mely egy közvetett szerepvállalásra épülő kínálatorientált modelliként írható le.*

*A program bemutatása és értékelése nyomán azt a konklúziót fogalmazhatjuk meg, hogy egy pusztán a kínálati oldalra koncentráló kockázatitőke-program egy szűk kockázatitőke-piacon szükségképpen korlátozott sikerrel jár. A kínálat bővítésének a jövőben együtt kell járnia a keresleti oldalon a tőkét kereső vállalkozások felkészítésével a befektetések fogadására. A tanulmány egy ilyen vállalkozásfejlesztési beavatkozás kívánatos szempontjainak és tartalmi elemeinek feltérképezésével zárul.*

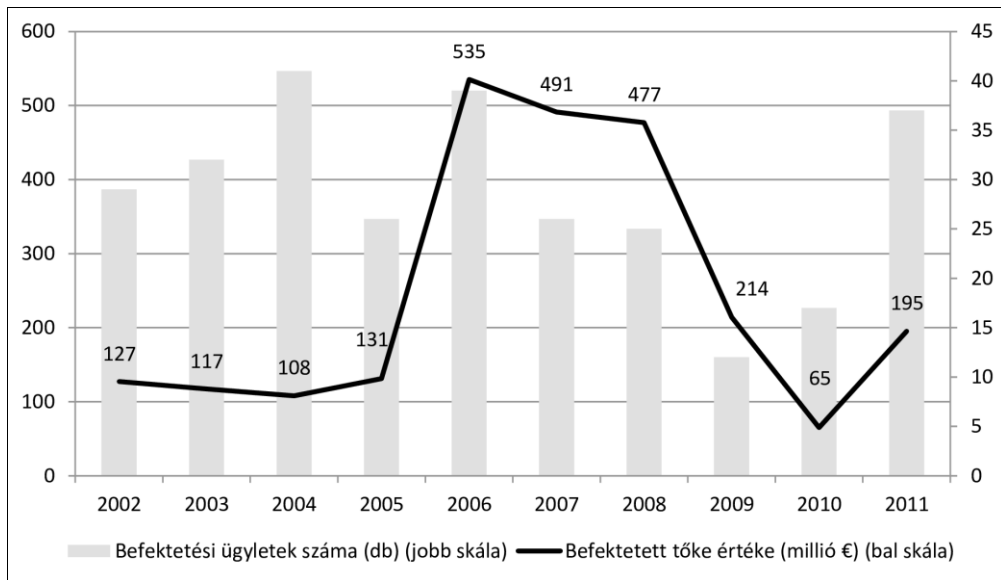
*Kulcsszavak: kockázati tőke, állami szerepvállalás, Jeremie-program, vállalkozásfejlesztés*

### **1. Bevezetés**

Az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalásának kívánatos formája és eszközrendszer több évtizede folyó viták terepe, mindazonáltal a témával foglalkozó szakértők nagy többsége elsősorban a beavatkozás kínálati oldalával kapcsolatos megfontolásokra helyezi a hangsúlyt. A beavatkozás mellett általában két fő érvet szokás felhozni: a piaci elégtelenségek létéből eredeztethető finanszírozási rés problematikáját, valamint a nagy növekedési potenciállal rendelkező, jellemzően új és innovatív vállalkozások tőkéhez jutása nyomán előálló pozitív társadalmi externáliák létét (Karsai 2014). A hazai kockázatitőke-piac vonatkozásában mindez kiegészül a 2008-tól datálható pénzügyi válság nyomán a tőkekinálat erőteljes visszaeséséből fakadó beavatkozási igénnyel (1. ábra). A visszaesés mélypontjának 2010 tekinthető,

és egyúttal ebben az évben kezdték el működésüket Magyarországon a Jeremie alapok, amelyek az Európai Unió új típusú konstrukciójaként közvetett állami szerepvállaláshoz biztosítottak tőkeháttérrel. Az alapok indulását nagy piaci várakozás előzte meg, a befektetők kivártak, talán ez is meghúzódik a megelőző visszaesést jelző számok mögött.

1. ábra Kockázati- és magántőke befektetések Magyarországon, 2002–2011 (millió euró, darab)



Forrás: Karsai (2003, 69. o.)

## 2. A Jeremie kockázati-tőke-program legfontosabb tapasztalatai és várakozások

A Jeremie kockázati-tőke-program a hazai kockázati-tőke-piacon az állami szerepvállalás egy újszerű modelljét valósította meg<sup>1</sup>. Az egyértelműen kínálatoldalinak tekinthető program az EU strukturális alapjaira támaszkodva az addiginál nagyságrendekkel több állami forrást csatornázott a korai fázisú kockázati-tőke-piacra. A modell újszerűségét az jelentette, hogy a korábbi közvetlen részvétel helyett egyfajta közvetett állami szerepvállalást valósított meg, amelyben az állam csak

<sup>1</sup> A Jeremie-programban a hazai állami szerepvállalás részletes értékelését jelen tanulmánykötetben Molnár-Jáki (2017) végzi el.

mint a források kínálatát biztosító szereplő jelent meg, de a források befektetését végző kockázatitőke-alapok működtetését piaci szereplőkre bízta.

A program keretében először egy holding alapot hoztak létre a kockázatitőke-alapok kezelői által visszatérítendő és az állam által újrafelhasználható állami források befektetésére (Karsai 2017). Ezt követően nyilvános pályázat útján választották ki a tőkeközvetítő szervezeteket, azaz a kockázatitőke-alapok kezelőit, akik pályázatukban vállalták, hogy az állam által meghatározott célcsoportba tartozó vállalkozásokat olyan módon fogják finanszírozni, hogy az állami holding alaptól érkező tőkét minimum 30%-ban minden befektetési ügylet során magánbefektetők forrásaival egészítik ki (Karsai 2017).

2009-től kezdődően a magyar Jeremie-program sikeresen pályázó kockázati tőkealap-kezelők számára több mint 92 milliárd forint értékű állami tőke befektetésére biztosított lehetőséget (15%-ban hazai költségvetési forrásokból), amely magánbefektetők tőkéjéből 130 milliárd forint befektethető keretre egészült ki (1. táblázat). Magyarország a régióban elsőként kapott engedélyt az Európai Bizottságtól Jeremie kockázatitőke-alapok létrehozására, és hazánk élen járt a régióban az alapok száma és az általuk kezelt tőke értéke tekintetében is (Karsai 2016). A hazai Jeremie-programnak a korai fázisú kockázatitőke-befektetésekre gyakorolt európai viszonylatban is szembeűnő hatását mutatja, hogy 2011 és 2015 között a magyarországi kockázatitőke-befektetések GDP-hez viszonyított átlagos aránya Európában az ötödik legmagasabb volt (Karsai 2016).

1. táblázat A magyarországi Jeremie kockázatitőke-alapok típusa, száma, portfóliócégek száma és szerződéseinek értéke (2016. április 30.)

Meghirdetés éve	Alapok típusa	Alapok száma	Portfóliócégek száma	Szerződéssel lekötött érték
		(db)	(db)	(milliárd Ft)
2009	Vegyes	8	108	51,2
2012	Magvető	4	55	2,8
2012	Növekedési	6	39	22,1
2013	Növekedési	8 (7)	52	27,1
2013	Növekedési	2	22	7,3
2014	Növekedési	1	8	3,1
<b>Összesen</b>		<b>29(28)</b>	<b>284</b>	<b>113,6 (87%)</b>
<b>Kezelt tőke (magánforrásokkal együtt)</b>				<b>130,4 (100%)</b>

Forrás: Karsai (2017)

A program kapcsán azonban a vitathatatlan sikerek mellett súlyos problémát jelentett egyrészt a transzparencia hiánya, amely egyrészt az alapkezelők kiválasztásának szempontrendszeré, másrészt a program

végrehajtásának során az alapkezelők működésével kapcsolatosan is korlátozta a tisztánlátást. Az átláthatóság hiánya személyi és politikai összefonódásokhoz, valamint szándékos visszaélésekhez vezethet, így aztán a kedvezmények sokszor nem a támogatni kívánt vállalati körhöz kerülnek, különösen, ha nincsenek egyértelműen megállapított szakmai kritériumok, és az ellenőrzés hiányos. A Jeremie kockázati tőke-program visszaélésekre adott lehetőséget, és sikerét politikai összefonódások ásták alá<sup>2</sup> (Karsai 2017, Hellman–Kaufmann 2001).

Másrészt a program konstrukciójában több olyan elem is megtalálható volt, amely korlátot jelentett a hatékony forrásfelhasználás során (a támogatott vállalkozások kora, földrajzi elhelyezkedése, szakágazata stb.). Az Európai Unió 2014-ben elfogadott, állami támogatásokra vonatkozó új irányelve – mellyel az újraindítani tervezett Jeremie-programra vonatkozó hazai szabályozásnak is összhangban kell majd lennie –, sok tekintetben orvosolni látszik a fenti hiányosságokat (EC 2014). Az új irányelv ugyanis többek között szélesíti a célcsoportot, jelentős mértékben növeli az adható támogatás volumenét, megszünteti a földrajzi jellegű korlátozásokat, rugalmasabban igazítja a cégek fejlődési fázisaihoz a megkövetelt magán hozzájárulás mértékét (Karsai 2017).

Az állami programok adatainak nyilvánossága eddig nem volt explicit előírás, így az alapkezelők kiválasztása, a befektetések volumene, az érintett cégek köre és a befektetések eredményessége nem volt megismerhető. Az EC (2014) iránymutatása szerint ezentúl korlátozás nélkül elérhetővé kell tenni az állami kockázati tőkét befektető intézmények és portfólió cégek nevét, befektetéseik összegét, ha ez meghaladja a 200 ezer eurót, s az érintett cég már végez kereskedelmi értékesítést. Az alapkezelő kiválasztása üzleti szemléletben teljesítményhez kötötnen kell, hogy megvalósuljon, a javadalmazás és kiválasztás nyílt, átlátható, megkülönböztetésmentes, objektív pályázat útján kell, hogy történjen.

A harmadik fontos konklúzió a programmal kapcsolatosan, hogy a tőke kínálatának egyoldalú növelése önmagában nem elegendő, mivel a kereslet oldali hiányosságok szűk keresztmetszetet jelentenek a kínálat oldali akcióknak, így nem sikerül kihelyezni a tőkét, vagy gyenge teljesítményű befektetések születnek (Karsai 2017). A kínálat bővítését ki kell egészíteni oktatási, felkészítő, népszerűsítő programokkal és javítani kell a *deal-flow*<sup>3</sup> minőségét.

---

<sup>2</sup> A nyugati országokban sem szokatlan jelenség az állam foglyul ejtése. A kifejezés arra utal, hogy ilyenkor az állami és nem állami szektor szereplői elsősorban az állam által kiosztásra kerülő támogatásokat, forrásokat igyekeznek megkaparintani (Karsai 2015).

<sup>3</sup> A *deal-flow* a befektetőhöz beérkező potenciális befektetési lehetőségek körét jelenti.

### **3. A korai életszakaszban levő vállalkozások befektetések fogadására való felkészültségének összetevői**

A kockázatitőke-piacon való állami szerepvállalás számtalanféle aktív és passzív formát ölthet (Becksky-Nagy–Faragó 2015). A korai fázisú befektetések ösztönzése azonban nemigen képzelhető el a keresleti oldalon ható intézkedések nélkül. Ezen kezdeményezések célja: felkészíteni a vállalkozásokat a befektetések fogadására, azaz végtermékben javítani a kockázati tőkések látóterébe kerülő befektetési lehetőségek kínálatát. Különösen értékesek lehetnek e téren azok a tapasztalatok, amelyek az informális befektetőktől mint a korai életszakaszokban levő vállalkozások tipikusnak tekinthető befektetőitől származnak.

Szerb (2009) kutatása szerint a hazai Jeremie-program indulásakor Magyarországon nagyjából 400–600 olyan vállalkozás működött, amelynél egyáltalán szóba jöhetett a kockázatitőke-befektetés mint releváns finanszírozási lehetőség. Ehhez képest a sajtóban megjelent hírek arról tanúskodnak, hogy a tervbe vett, újonnan indítandó hazai kockázatitőke-programok 1200–1300 startup vállalkozás finanszírozását célozzák meg. Ez elképzelhetetlen hatásos keresletoldali beavatkozás nélkül.

A keresletoldali programok középpontjában a befektetés fogadására való felkészültség áll, aminek tulajdonképpen *három összetevője* van (Mason–Harrison 2001).

*Az első tényező:* a vállalkozók pozitív viszonyulása a tulajdonosítőke-bevonáshoz, azaz a felkészültség kiindulópontja, hogy a vállalkozó hajlandó-e a növekedési lehetőségek kihasználása érdekében a vállalkozás feletti ellenőrzés egy részét átengedve a teljes függetlenségéről és önállóságáról lemondani. A kisvállalkozók körében nagyfokú idegenkedés tapasztalható a részesedésfinanszírozással szemben, és ez is szűkíti a befektetésre érdemes projektek kínálatát. Ugyanakkor a vállalkozók számára értékes lehet az új tulajdonostárs szakértelme, tapasztalata és kapcsolatai, és ez az averzió ellen hat. Ha segítünk a vállalkozóknak megérteni a különféle finanszírozási módok szerepét a vállalkozás fejlődésének folyamatában, azzal hozzájárulhatunk a befektetési lehetőségek számának növekedéséhez<sup>4</sup>.

*A második összetevő* a projekt befektetésre való alkalmasságával (*investability*) áll összefüggésben. Megfelel-e a vállalkozás a külső tőkebefektető követelményeinek? Ezek a követelmények olyan területekre vonatkoznak, mint a vállalkozó vagy a me-

---

<sup>4</sup> Nemcsak a rábeszélés vagy a képzés szolgálhat eszközzül a hozzáállás megváltoztatására. Valószínűleg az adórendszer is szerepet játszik a vállalkozók finanszírozási preferenciáinak kialakulásában (elég arra gondolni, hogy míg az adóalap a kifizetett hitelkamatokkal csökkenthető, addig a tulajdonosi tőke hozadéka nem számít költségnek). Mason és Harrison (1999) szerint a tulajdonosítőke-bevonást társaságiadó-kedvezményekkel is érdemes ösztönözni.

nedzsment adottságai, az üzlet és a piaci pozíció, a potenciális hozam és a kiszállással<sup>5</sup> kapcsolatos eshetőségek. Felkészültté válni a befektetés fogadására tulajdonképpen egyfajta érettséget jelent, ez pedig vállalkozásfejlesztési kérdés.

A befektetők a vállalkozó és/vagy a vállalkozás észlelt hiányosságai miatt döntenek úgy, hogy nem fektetnek be (Feeney et al. 1999). A vállalkozó gyengeségei lehetnek, hogy nincs meg a tudása vagy a szakértelme ahhoz, hogy egy ötletből életképes vállalkozást csináljon; a valóságtól elrugaszkodott terveket sző (pl. túlon túl optimista – megalapozatlanul); illetve a személyével kapcsolatban is merülhetnek fel problémák (a megbízhatatlanság, a vízió és a teljes elköteleződés hiánya, túlzó igény a vállalkozás feletti ellenőrzésre). A vállalkozással kapcsolatos hiányosságok lehetnek: a nem kielégítő színvonalú menedzsment (tapasztalathiány, fegyelmezetlenség, nincs összhang a csapatmunkában); adott kockázat mellett nem meggyőző nyereségességi kilátások és a szolgáltatott információk elégtelensége.

Mason és Harrison (2002) felmérése arról tanúskodik, hogy egy befektetési javaslat elutasításának legfőbb okai, ha a valóságtól elrugaszkodott feltételezésekre vagy nem hihető információra épül, illetve, ha a vállalkozó vagy a menedzsment nem hiteles.

A befektetők elfordulnak az olyan vállalkozásoktól, amelyek összeszedetlenekek, amelyek nem tudnak kellően részletes és hihető információkat felmutatni a piacról, amelyeknél hiányzik az az egyediség, amely eladhatóvá teszi majd a terméket vagy szolgáltatást (Mason–Rogers 1997). Tudni akarják, miben lesz más vagy jobb a versenytársak termékénél vagy szolgáltatásánál, és azt is, miként lehet a versenyelőnyt fenntartani. A vállalkozónak be kell tudni mutatni, hogy miként fog eljutni a termék vagy a szolgáltatás a vevőkhöz. A befektetők nagy hangsúlyt helyeznek a vállalkozó tapasztalataira és előéletére, az elkötelezettségére, a vállalkozás növekedési potenciáljára. Problémát jelenthet az is, ha az üzleti elképzelés nem elég kiforrott és fejlesztésre szorul.

Douglas és Shepherd (2002) szerint a befektetők a vállalkozás befektetésre való érettségét a technológia szempontjából, a piaccal összefüggésben illetve a vállalatvezetés vonatkozásában értékelik. Az új vállalkozás akkor minősül technológiai értelemben felkészültnek, ha a technológia már működik, ha van kész és megbízhatóan működő prototípus, illetve ha az új terméket, szolgáltatást elő lehet állítani olyan egység-költség mellett, ami elegendő profitot eredményez az érvényesíthető árszint mellett. A befektetők fontosnak tartják a szellemi tulajdonjogok rendezettségét is. Egy új vállalkozás felkészült a piacait illetően, ha az elképzelés és a prototípus kiállta már a vevői

---

<sup>5</sup> McKaskill és szerzőtársai (2004) a befektető meggyőzése érdekében azt javasolják a vállalkozások számára, hogy már előre igyekezzenek kidolgozni egy kiszállási stratégiát, ami növelheti a befektetési ajánlat sikerének esélyét. Ugyanakkor bevezetik a kiszállásra való felkészültség fogalmát, és meghatározzák értékelésének egy lehetséges szempontrendszerét.

célcsoport igényeinek és preferenciáinak próbáját a teszteken, és megerősítést nyert, hogy a piacon jelentős keresletre lehet számítani a tervezett értékesítési ár mellett. Egy új vállalkozás felkészült a vállalatvezetés terén, ha összeállt az a csapat, melynek tagjai rendelkeznek a megfelelő vezetői kvalitással, ugyanebben vagy kapcsolódó iparágban szerzett gyakorlattal, vállalatindítási tapasztalattal, és ha elkötelezettek egy új vállalat létrehozása, majd növekedési pályára állítása iránt. A vezetőknek csoportszinten a menedzsment és a technológia számos területén kell tapasztaltnak és képzettnak lenniük. A külső tőkebevonás kudarca amiatt következhet be, hogy a befektető a céget egy vagy több területen túlzottan kockázatosnak véli. A vállalkozóknak azt kell éreztetniük a befektetővel, hogy rendelkeznek a három területet érintő kockázatok csökkentéséhez szükséges kompetenciákkal, és hogy már a befektetési javaslat megtétele előtt igyekeztek egy elfogadhatóan alacsony szintre visszaszorítani az új vállalkozás kockázatait.

A *harmadik összetevő* a prezentációval kapcsolatos: a vállalkozónak képesnek kell lennie meggyőzően bemutatni az üzleti elképzelést a potenciális befektetők számára. Ez feltételezi, hogy a vállalkozó felismerje, megértse az üzleti anyagok aggályait, és el is tudja oszlatni azokat az üzleti terv előadása során. Az is fontos, hogy nyilvánvalóvá váljék, hogy együttműködés érdekében a vállalkozó képes lesz felvállalni az elkerülhetetlenül szükséges kompromisszumokat. Gyakran előfordul, hogy a vállalkozó nem képes beleképzelni magát a befektető helyzetébe, és elképzeléseit úgy tálalja, hogy a leendő üzleti anyag nem jut hozzá a számára fontos információkhoz. A prezentációs hibák magukban foglalják egyfelől az üzleti terv vagy más, a befektetőknek szánt írott dokumentum hiányosságait, másfelől a befektetői fórum előtt elhangzó prezentáció gyengeségét. Mason és Harrison (2000) kísérlete alátámasztja, hogy a prezentáció összeállítása során elkövetett hibák (a befektető számára lényeges információk kihagyása, belebonyolódás a termékbe vagy technológiába, ahelyett, hogy az üzleti témák lennének a középpontban), valamint a prezentációs készségek alacsony szintje (nem ébreszt kíváncsiságot és izgalmat, nem sikerül „eladni” a projektet a befektetőnek) jelentős mértékben okolhatók a tőkebevonási kísérlet sikertelenségéért.

A befektetők által felkészületlenségre hivatkozva elutasított vállalkozások egy része mindazonáltal alkalmassá válhatna a befektetésre, ha ebben megfelelő módon segítenék őket, azonban az ehhez szükséges ráfordítást a befektetők túl nagyra érzik<sup>6</sup>.

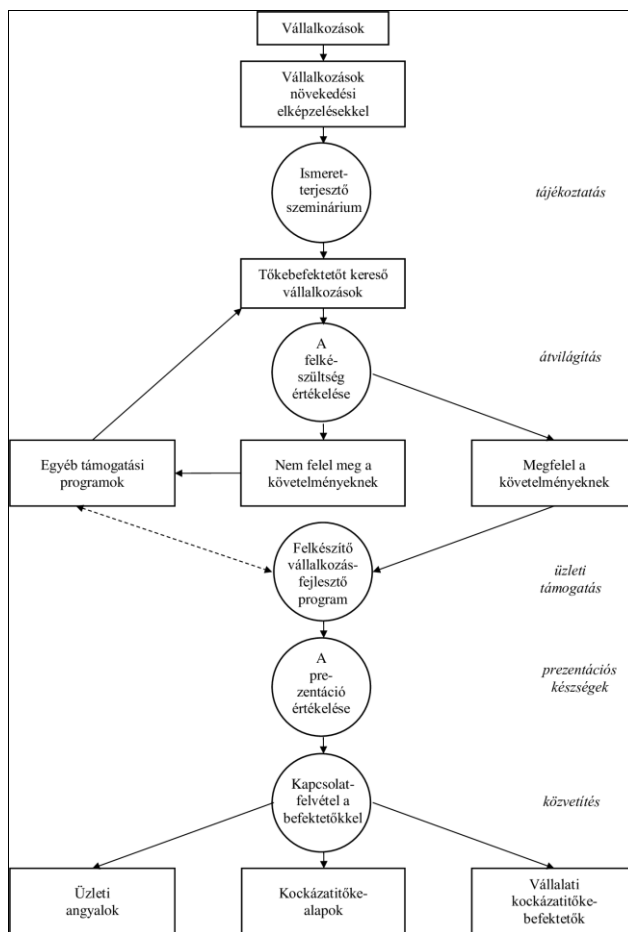
---

<sup>6</sup> A tőkét kereső vállalkozások négy csoportját lehet megkülönböztetni. Az első csoportba azok tartoznak, amelyek felkészültek tekinthetők a befektetés fogadására. A második csoporthoz tartozók ugyan nem tekinthetők annak, de akár a befektetés előtt, akár azt követően az üzleti anyagtól megkaphatják a szükséges segítséget. A harmadik csoport tagjai nem lesznek képesek befektetéshez jutni. A negyedik csoportba azokat soroljuk, amelyek külső segítségnyújtással felkészíthetők a befektetésre. Ezek a vállalkozások jelentik a felkészítő programok célközönségét.

#### 4. A felkészültség javítását célzó programok jellemzői

A befektetésre való érettség több összetevőből áll, így a felkészültség javítását célzó programot több, egymásra épülő szakaszban célszerű megvalósítani. Mason és Harrison (2001) ötlépcsős programja szemináriumok sorozatára, műhelymunkára és egyéni konzultációkra épül, az alábbi szakaszok mentén (2. ábra): ismeretterjesztő szeminárium, a befektetésre való alkalmasság értékelése, felkészítő vállalkozásfejlesztő program, a prezentáció értékelése, kapcsolatfelvétel a befektetőkkel.

2. ábra A befektetés fogadására felkészítő program ötlépcsős modellje



Forrás: Mason–Harrison (2001, 666. o.)



A programot az egyéni igényekre kell szabni annak érdekében, hogy megfeleljen a növekedés és fejlődés eltérő szakaszaiban lévő vállalkozások és a befektetők különböző csoportjai (pl. üzleti angyalok, magvetőtőke-alapok) által támasztott más-más követelményeknek.

Az első lépcső egy széles közönségnek szóló ismeretterjesztő szeminárium, amit oly módon kell kialakítani, hogy a tulajdonosítóke-bevonással mint a vállalkozások számára a fejlettség bármely fokán rendelkezésre álló alternatív finanszírozási formával kapcsolatos ismerethiányt orvosolja. Egy ilyen szemináriumon az alábbi témákkal érdemes foglalkozni:

- Mi a tulajdonosi tőke és milyen előnyökkel járhat a bevonása?
- Melyek a hitelfinanszírozás korlátai?
- Milyen körülmények fennállása esetén érdemes megfontolni a tőkebevonást?
- Milyen típusai tevékenykednek a tőkebefektetőknek a piacon, és mik a sajátosságaik?
- Hogyan lehet megtalálni az alkalmas befektetőt, és ebben milyen közvetítők nyújthatnak segítséget?
- Az értékelés során milyen eljárást követnek a befektetők, és milyen szempontok alapján hozzák meg a döntést?
- Miként lehet olyan információkat tartalmazó prezentációval előállni, amely a befektető szemszögéből világítja meg a befektetési lehetőséget?
- Hogyan lehet meghatározni a valós jövőbeli finanszírozási igényeket?
- Mik a kilátások a jövőre nézve a tőkebefektetők ellenőrzési tevékenységét illetve jogi biztosítékait illetően?
- Hogyan határozható meg a tőkebefektetés kockázata és hozama, valamint a vállalatérték?

Az ismeretterjesztő szemináriumok célcsoportját a növekedési elképzeléseket dédelgető vagy már növekvő vállalkozások jelentik, valamint azok, amelyek üzleti alapokra szeretnének helyezni egy innovatív eljárást vagy technológiát.

Fontos minél korábban elérni a vállalkozókat, hogy képesek legyenek már a tervezési fázisban számolni a részesedésfinanszírozás lehetőségével, hogy képesek legyenek meghatározni és megtervezni a leginkább megfelelő tőkeszerkezetet és tulajdonosi struktúrát, ami elengedhetetlen a vállalkozás jövőbeli sikeréhez. Mindazonáltal, ahogy korábban említettük, szükséges, hogy ösztönözzük egy a tulajdonosítóke-bevonáshoz pozitívabban viszonyuló finanszírozási kultúra kialakulását a kisvállalkozások körében. Ezt első lépésben a vállalkozásfejlesztéssel foglalkozó szervezetek körében érdemes elkezdni, mivel jellemzően hiányoznak a tőke-

befektetés fogadására való felkészítéshez szükséges ismeretek a tanácsadók és szolgáltatók körében. Éppen ezért a szemináriumokat szerencsés megnyitni számukra is.

A második lépcsőben már az első szemináriumok/műhelyek azon résztvevőire kell szűkíteni a kört, akik kifejezik szándékukat a kockázatitőke-bevonásra. Ezen vállalkozások felkészültségét alapos vizsgálatnak kell alávetni, melynek során egyenként értékelik, hogy alkalmasak-e a tőkebevonásra az alábbi kérdésekre keresve a választ:

- Mi a vállalkozás stratégiai célja?
- Hogyan viszonyul a vállalkozó a tulajdonláshoz és az irányításhoz?
- Rendszerben van-e a számviteli, pénzügyi információs rendszere?
- A tulajdonos magántevékenysége elkülönül-e a vállalkozástól?
- Mennyire tapasztalt a vállalkozó és a menedzsment?
- Milyen ismeretekkel rendelkezik a vállalkozó a piacról?
- A fejlesztés folyamatában eljutottak-e a működő prototípusig?
- A termék/szolgáltatás szabadalmaztatva van-e vagy le lehet-e védetni?
- A termék/szolgáltatás átesett-e már a piaci tesztelésen?
- Mennyire erős a verseny a termék/szolgáltatás piacán?
- Fel tud-e mutatni a vállalkozó egy jól indokolt és megalapozott üzleti tervet?
- A vállalkozó el tudja-e világosan mondani, hogy a tőkét hogyan szándékozik felhasználni?
- Várhatóan hány százalék lesz a befektetés hozama?
- Mik az esélyek a kiszállásra?

Azokat a vállalkozásokat, amelyek nem kapnak pozitív értékelést, a megfelelő párhuzamosan futó vállalkozásfejlesztő programokhoz irányítják, és lehetőséget kapnak arra, hogy újra bekapcsolódjanak a programba, ha sikerült leküzdeni a kérdéses problémát.

Azok a jelöltek, amelyek pozitív értékelést kaptak, továbblépnek a harmadik lépcsőre: bekapcsolódnak a befektetésre felkészítő vállalkozásfejlesztési programba, melyben az értékelés során felvetődött témákkal foglalkoznak. Ebben a valószínűleg néhány hónapig eltartó szakaszban áttekintik a menedzsment, a szellemi tulajdonjogok, a piaci elemzés, pozícionálás és tesztelés, valamint a pénzügyi tervezés területeit. Ehhez a fázishoz egyéb támogatási formák igénybe vétele is kapcsolódhat. A cél: minél gyorsabban eljuttatni a vállalkozásokat odáig, hogy pénztermelőkké váljanak (azaz pozitív cash-flowt generáljanak), mivel így jobban „eladhatók” egy befektető számára annál, mintha a vállalkozás még mindig az ötlet stádiumban lenne.

A negyedik lépcső: a prezentáció értékelése azzal a céllal, hogy a vállalkozás segítséget kapjon egy meggyőző és hatásos prezentáció elkészítéséhez és előadásához. A befektetési ajánlat sikeres „tálalásának” elsajátítását a felkészültség egy sajátos aspektusának tekintjük, melynek során meg kell érteni, mit valójában mit várnak el a (különböző típusú) befektetők egy befektetési javaslatról. Az is fontos, hogy a vállalkozó készen álljon a kompromisszumokra, képes legyen előre látni a befektető várható aggályait, és meg is tudja adni ezekre a választ.

Az ötödik lépcső a befektetőkkel való kapcsolatfelvételt jelenti, azaz össze kell hozni a programot teljesítő vállalkozásokat a potenciális befektetőkkel. Ez egy működő üzletiangyal-hálózat bázisán képzelhető el a leghatékonyabban. A program egyéb részeibe is érdemes lehet bevonni a közvetítő intézményeket, de az is életképes megoldást jelenthet, ha a program egészének lebonyolításában ők játsszák a főszerepet.

Az Egyesült Királyságban kísérleti jelleggel 2002 második félévétől kezdődően több párhuzamosan futó befektetés fogadására felkészítő programot is elindítottak, melyek többsége az ötlépcsős modell felépítését követte<sup>7</sup>. A bekapcsolódó vállalkozók körében végzett utánkövetés eredményei azt mutatják, hogy 71 résztvevő közül 39 végigjárta mind az öt szakaszt. Közülük 20 érezte úgy, hogy a felkészítés jelentős pozitív hatást gyakorolt a vállalkozására, illetve további 3 kisebb kedvező irányú elmozdulásról számolt be. Az értékelés során megállapították, hogy 29 vállalkozás jutott tőkebefektetéshez<sup>8</sup>, és ők úgy érezték, hogy a siker részben a felkészítés eredményeként megszerzett ismereteknek és készségeknek volt köszönhető (SQW 2004). A kísérleti projektek működésének tanulságait az alábbiakban foglalták össze:

- ahhoz, hogy a felkészítő programok eredményesen megvalósíthassák a kitűzött célokat, hosszú távra szóló elkötelezettség szükséges;
- a tájékoztatás és ismeretterjesztés sikere a folyamatosságban is rejlik, csak így valósítható meg, hogy a programba a megfelelő számban kapcsolódjanak be vállalkozások;
- a képzést az üzleti szolgáltatók, vállalkozásfejlesztési intézmények, üzleti angyal hálózatok körére is érdemes kiterjeszteni, hogy érdemben tudják ajánlani a programot a megfelelő ügyfeleknek;
- a felkészítés csoportos és egyéni módzatai egyaránt értékesek lehetnek, de bizonyos elemek esetén az egyénre szabott tanácsadás nélkülözhetetlen;
- az egyéni foglalkozás lehetővé teszi, hogy a képzésben sokszínűbb vállalkozói kör is részt vehessen;

<sup>7</sup> Befektetés fogadására felkészítő programot hasonló tartalommal elsőként Ausztráliában hirdettek meg.

<sup>8</sup> A kísérleti jelleggel futó programok 2004-es lezárulásáig összesen 96 vállalkozás jutott forráshoz valamelyik programban való részvételt követően (EC 2005).

- üzleti angyalok bekapcsolódása a programba hitelessé és életszerűvé teszi a felkészítést;
- elegendő időt kell hagyni a vállalkozásoknak arra, hogy végigjárják az egyes szakaszokat;
- a programot lebonyolító stáb szaktudása, tapasztaltsága, jó hírneve és kapcsolatrendszere a siker kritikus tényezőjét jelenti.

Mindezek alapján elmondható, hogy a Jeremie-program folytatása szempontjából döntő jelentősége lenne az alkalmazott eszköztárnak a keresleti oldal fejlesztését célzó programmal, programokkal való kiegészítése, amely programok tartalmához és design-jához támpontot adhatnak a bemutatott nemzetközi tapasztalatok.

## 5. Összefoglalás

A hazai Jeremie kockázatitőke-program egyik fontos tanulsága, hogy a fiatal, növekedésorientált vállalkozások tőkéhez jutása nem pusztán a tőke kínálatán múlik. A korai életszakaszban történő tőkebefektetések során szűk keresztmetszetet jelenthet, ha a befektetőt kereső vállalkozások nem érettek vagy felkészültek a kockázatitőkebefektetésre. Emiatt a befektetők vagy nem tudják az általuk kezelt tőkét kihelyezni, vagy a befektetési kényszer nyomása alatt kénytelek rosszabb kilátások mellett befektetni. A keresletoldali beavatkozások, köztük a felkészültség javítását célzó programok alkalmasak lehetnek a *deal-flow* javítására: a tájékoztatás, a vállalkozásfejlesztés és a közvetítés eszközével. A kockázatitőke-alapoknak juttatandó tőke egy részét érdemes önállóan futó felkészültséget javító programok kialakítására és futtatására dedikálni.

A már létező programok tapasztalatai arra mutatnak rá, hogy az eredmények eléréséhez idő kell. Egy jól működő program lefutása általában hosszabb időt vesz igénybe, akár egy évnél is tovább tarthat, de idő kell a megfelelő tudásanyag felhalmozásához és a reputáció kialakulásához is. Az is nyilvánvaló, hogy a program jelentős költségekkel jár, amelyek várhatóan nem fizettethetők meg az igénybevevőkkel. A tanulmányban bemutatott ötlépcsős program legfőbb üzenete, hogy a tájékoztatás és a prezentációs készségek fejlesztése mellett felhívja a figyelmet a problémafeltárás és a testreszabott vállalkozásfejlesztés fontosságára is, ami rendkívül komoly követelményeket támaszt a szolgáltatóval szemben és a sikeresség sarokkövének tekinthető.

**Felhasznált irodalom**

- Becsky-Nagy P. – Fazekas B. (2015): Befektetés vagy tanulópénz? Az uniós és állami források hatása a magyarországi kockázatitőke-piac fejlődésére. *Pénzügyi Szemle*, 60, 2, 243–253. o.
- Douglas, E. J. – Shepherd, D. (2002): Exploring investor readiness: assessments by entrepreneurs and investors in Australia. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, 3, pp. 219–236.
- EC (2005): *Best practices of public support for early-stage equity finance*. Final report of the expert group. Directorate-General for Enterprise and Industry, Brussels.
- EC (2014): *A Bizottság közleménye. Iránymutatás a kockázatfinanszírozási célú befektetések előmozdítása érdekében nyújtott állami támogatási intézkedésekre vonatkozóan*. C 19/4. január 22. [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C\\_.2014.019.01.0004.01.HUN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2014.019.01.0004.01.HUN) Letöltve: 2016. november 10.
- Feeney, L. – Haines, G. H. Jr. – Riding, A. R. (1999): Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1, 2, pp. 121–145.
- Hellman, J. – Kaufmann, D. (2001): Confronting the challenge of state capture in transition economies. *Finance and Development*, 38, 3, pp. 31–35.
- Karsai J. (2014): Fából vaskarika? Az állam mint kockázatitőke-befektető. *Külgazdaság*, 18, 9–10, 3–34. o.
- Karsai J. (2015): Állami szerepvállalás a kelet-közép-európai kockázatitőke-piacon. *Közgazdasági Szemle*, 62, november, 1172–1195. o.
- Karsai J. (2013): A kockázati tőke növekvő szerepe Magyarországon. In: Kerekes Gy. (szerk.): *Magyar pénzügyi almanach: 2013–2014*, Tas-11 Kft., Budapest, 67–70. o.
- Karsai J. (2016): *Az állam részvétele a magyarországi kockázatitőke-piacon*. Előadás az MTA Gazdálkodástudományi Bizottság Ipar- és Vállalatgazdasági Albizottság műhelyvitáján. Budapest, 2016. május 31.
- Karsai J. (2017): A magyarországi kockázatitőke-alapkezelők véleménye a Jeremie kockázatitőke-programról. *Marketing&Menedzsment*, megjelenés alatt.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. (2000): Investing in technology ventures: What do business angels look for at the initial screening stage? In Reynolds, P. D. – Autio, E. – Brush, C. G. – Bygrave, W. D. – Manigart, S. – Sapienza, H. – Shaver, K. D. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research 2000*, Babson College Center, Wellesley, pp. 293–304.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. (2001): 'Investment Readiness': A Critique of Government Proposals to Increase the Demand for Venture Capital. *Regional Studies*, 35, 7, pp. 663–668.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. (2002): Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14, 3, pp. 271–287.
- Mason, C. M. – Rogers, A. (1997): The business angel's investment decision: An exploratory analysis. In Deakins, D. – Jennings, P. – Mason, C. M. (eds): *Entrepreneurship in the 1990s*. Paul Chapman, London, pp. 29–46.

- McKaskill, T. – Weaver, K. M. – Dickson, P. (2004): Developing an exit readiness index: A research note. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2–3, pp. 173–179.
- Molnár E. M. – Jáki E. (2017): Állami és uniós szerepvállalás a magvető életszakaszban lévő vállalkozások kockázatitőke-finanszírozásában. In Farkas B. – Pelle A. (szerk.): *Várakozások és gazdasági interakciók*. JATEPress, Szeged, 97–110. o.
- SQW (2004): *Evaluation of the Investment Readiness Demonstration Projects and fit4Finance*. Final Report to the Small Business Service. SQW Economic and Management Consultants, Cambridge.
- Szerb L. (2009): A magyarországi kis- és közepes méretű vállalatok kockázati tőke finanszírozási lehetőségei. In Ulbert J (szerk.): *Az iskolateremtő: Tanulmánykötet Bélyácz Iván 60. születésnapja tiszteletére*. Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, Pécs, 247–258. o.