

VÁLASZ

a "Furcsa pár. Az állam szerepe a kockázatitőke-piacon Kelet-Európában" című doktori értekezésről készített opponensi véleményekre

Mindenekelőtt szeretnék köszönetet mondani mindhárom bírálómnak. Mindannyian alapos áttekintést adtak a dolgozatomról, és világosan, konstruktívan fogalmazták meg kritikai megjegyzéseiket. A tanulságokat igyekszem beépíteni további kutatásaimba, a dicséreteknek pedig örültem. Az alábbiakban témák szerint csoportosítva, összevontan igyekszem megválaszolni a három bírálatban felmerült kérdéseket, lehetőség szerint nevesítve a kritikákat, felvetéseket.

Először szeretnék röviden kitérni a pozitív megjegyzésekre, így mindenekelőtt arra, hogy az egyes fejezetekben és tézisekben foglaltak tartalmi összefoglalása során egyik bírálóm sem kérdőjelezte meg érdemi állításaimat, mindegyikük egyetértett elemzésem kritikai hangvételével, s kiemelte az általam összeállított adatbázis információgazdagságát, illetve újszerűségét. Külön köszönöm Szerb László azon minősítését, mely szerint értekezésem "hazai mércével mérve jelentősnek, nemzetközi szinten pedig figyelemre méltónak mondható" eredményeket tartalmaz.

A bírálatokra adott részletes válasz keretében először Papanek Gábornak a dolgozat címét érintő megjegyzésére szeretnék reflektálni. Papanek Gábor a disszertáció címében a Kelet-Európa elnevezést félrevezetőnek találta, s helyette a Közép-Európa kifejezést javasolta. Én a cím kivételével a disszertációban mindvégig a Kelet-Közép-Európa elnevezést használtam a vizsgált régió pontos megnevezésére. A könyv formájában megjelentetett disszertáció címében azonban, terjedelmi és tipográfiai okokból lerövidítettem a régió elnevezését Kelet-Európára. Teljes mértékben elfogadom, hogy ezzel a disszertáció címe pontatlan lett, s rövid címként még a Közép-Európa megnevezés is szerencsésebb lett volna.

A kritikai megjegyzések egyik csoportja a témakör terjedelmével kapcsolatos. Balaton Károly a kockázati tőkével kapcsolatos átfogó elméleti kérdések tárgyalását hiányolja, Papanek Gábor pedig az elemzés túlzottan szűk fókuszát tartja a fő problémának, ezen belül utalva arra, hogy őt elsősorban nem a pénzügyi kérdések, hanem a kockázati tőke és az innováció összefüggései érdekelték volna.

Balaton Károly bírálatában a III. fejezet áttekintése kapcsán, mely a kelet-közép-európai régió állami tőkeprogramjainak bemutatásával és elemzésével foglalkozik, megállapítja, hogy miközben rendkívül széleskörű információt nyújtok a kockázatitőke-piac működéséről az uniós programok szerepéről, a külső források felhasználásáról, ugyanakkor a dolgozatomban nem található *átfogó elméleti* értékelés a kockázatitőke-piac működéséről. Úgy véli, hogy miután kivételes tapasztalatokkal rendelkezem a piaci fejleményekről, kár hogy ezeket nem egészítettem ki az elméleti szempontok szerinti értékeléssel. Az opponensi vélemény összefoglaló részében is megismétli, hogy a disszertációból hiányoznak a témakör *átfogó elméleti* kérdései, például a befektetési piacok jellemzői, az állami és a magántőke kapcsolatának sajátosságai, a piaci bizonytalanság és információs aszimmetria jelenségei és hatásuk a piac működésére.

Mivel a dolgozatban valóban nem tekintettem céloknak a kockázatitőke-piac átfogó bemutatását, működésének elméleti megalapozását, így mindenképpen el kell fogadnom a jogos kritikát. A disszertáció (illetve a könyv) írásakor ugyanis abból indultam ki, hogy az elméleti megalapozást a 2012-ben írt "A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke

Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban" című könyvem már tartalmazza, így ennek kifejtésére jelen műben már kevésbé van szükség. E helyzetre egyébként Szerb László is utal opponensi jelentésének bevezetőjében, amikor megállapítja, hogy érdemes a két könyvet együtt kezelni, a jelenlegi munka a korábbi könyv *folytatásának* is tekinthető. Disszertációmban tehát elsősorban az *állam* kockázati-tőke-piaci szerepvállalására koncentráltam, az e téren született új kutatási eredmények bemutatására törekedtem, így az elméleti összefüggések ismételt felelevenítése sajnos háttérbe szorult. Természetesen tisztában vagyok vele, hogy a disszertációnak önmagában is meg kell állnia a helyét, így hiba volt a fenti helyzetből kiindulnom.

Ehhez kapcsolódóan azt is meg kell állapítanom, hogy – bár a bírálók ezt konkrétan nem említik –, az átfogó elméleti kérdések disszertációba történő beemelése azért is előnyös lett volna, mert így jobban ki lehetett volna domborítani, hogy a régió kockázati-tőke-piacán tapasztalt állami beavatkozás eszközrendszere és mértéke hogyan illeszkedik a gazdaságpolitika piackonform és intervencionalista (az állam erőteljes részvételét igénylő) nézeteinek klasszikus vitájába. A deklarált cél mindkét esetben a fejlődés gyorsítása, a modernizáció, a szerkezetváltás, amelyek előmozdításában az innovációk megvalósulását segítő kockázati tőke kitüntetett szerepet játszhat. Míg azonban az intervencionalista megközelítés a piaci logikától eltérő beavatkozást képvisel, vagyis az iparpolitikában a stratégiai szektorok, illetve konkrét vállalatok *kormányzati kiválasztását* és támogatását tartja a modernizációt segítő fő gazdaságpolitikai eszköznek, addig a piackonform beavatkozások körébe a piac alapintézményeinek és a versenynek a fenntartására építő, innováció-orientált iparpolitika áll.¹

E kérdésnek a kockázati tőke szempontjából vett aktualitását kiemeli, hogy a válság nyomán felerősödött a "*fejlesztő állam*" koncepciója. Ez a proaktív, kezdeményező és vállalkozó állam fogalmát jelenti, mely szerint az innováció-vezérelt gazdaságban az államnak olyan konkrét, kockázatos innovációs tevékenységeket is el kell vállalnia, amelyeket a magánszektor (beleértve a kockázati tőkét is) nem vállal. E nézet képviselői túllépnek az alapkutatások állami, és az alkalmazott kutatások üzleti finanszírozásának koncepcióján. Úgy vélik, hogy az államnak az általa kiválasztott iparágakat kell támogatnia, nem pedig az általános üzleti környezetet kell javítania a fizikai és intézményi infrastruktúra fejlesztése révén.²

¹ 2018-ban Magyarországon az "Intelligens szakosodási kockázati tőkeprogram" keretében állami tőke társbefektetésére pályázó kockázati tőkealapkezelőknek már egy-egy konkrét szakágazatra kellett pályázatot benyújtaniuk, így például az agrárinnovációra, a smart city fejlesztésekre, az egészséges társadalom és jólét fejlesztésére, a fejlett jármű, a fenntartható környezet és megújuló energiák, illetve az infokommunikáció területére.

² A fejlesztő állam koncepciójának egyik ismert képviselője az olasz-amerikai Mariana Mazzucato 2013-ban megjelent, és gyorsan népszerűvé vált "*A vállalkozó állam: a köz- és az üzleti szféra szembeállításának mítosza*" című könyvében hangsúlyozottan kitér az állam kockázati-tőke-piacon betöltendő szerepére, mondván, hogy az államnak fejlesztőként kockázatot is kellene vállalnia a kívánt fejlesztési célok elérése érdekében, s siker esetén ezért a profitból is részesednie kellene. Azaz a K+F eredmények megszületéséhez hozzájáruló, az oktatást és az infrastruktúrát finanszírozó államot a vállalatok részesítsék (az adózáson túl is) a sikeres fejlesztések eredményéből. Ez biztosítana fedezetet a kormánzatnak a jövőbeli innovatív üzleti fejlesztések támogatására. Az állam részesedésének javasolt technikái azonban nagyon bizonytalanok, ráadásul ez az elgondolás az innovációt nagyon szűken értelmezi. Nem veszi figyelembe a nem technológiai aspektusokat, nem számol az új tudományos eredmények piaci bevezetésének költségeivel és kockázatával, s figyelmen kívül hagyja a kockázat/haszon megítélésekor a fogyasztók, illetve a piac, azaz a társadalom egésze által nyert előnyöket, beleértve a nem pénzügyi előnyöket, valamint az innovációt megvalósító cégek által a sokféle adó keretében már egyébként is befizetett összegeket, amelyek révén az állami költségvetés már eleve részesedik az innovációk eredményéből. (Mazzucato, M. (2013): *The Entrepreneurial State: Debunking Public vs. Private Sector Myths*. Anthem Press, 2013.)

Papanek Gábor a disszertáció leginkább problematikus elemének a téma túlságos *leszűkítését* tartja. Úgy véli, hogy az elemzés alig tér ki az "igazi" vállalkozás, azaz az *entrepreneurship* kérdésre, s így nem tárgyalja sem a vállalatalapítást előkészítő személyek vállalkozási törekvéseit segítő támogatási módokat, sem pedig az induló cégek menedzsereit pénzzel és tanácsokkal támogató személyek, azaz az ún. *üzleti angyalok* tevékenységét. A téma ilyen módon történő leszűkítése Papanek Gábor szerint azért okoz gondot, mivel emiatt nem kap kellő hangsúlyt sem a gyenge vállalkozási hajlandóságnak, sem az innovációra vállalkozó cégek kockázati tőke iránti alacsony keresletének kérdése. Azt is helyteleníti, hogy a dolgozat szinonimaként használja a vállalkozás és a vállalat szavakat.

Valóban, noha tisztában voltam a vállalkozás és vállalat kifejezések eredeti tartalmának különbözőségével, a dolgozatban nem helyeztem hangsúlyt ezek megkülönböztetésére. Úgy véltem ugyanis, hogy a köznyelvben ezek egymás szinonimáivá váltak. A megkülönböztetésre azért sem fordítottam figyelmet, mert az általam vizsgált (intézményes) kockázati tőke-piacon tőkéhez jutott vállalkozók a befektetést követően kizárólag vállalati formában működhetek tovább. Ugyanakkor tökéletesen egyetértek azzal, hogy a kockázati tőke-piacon történő állami szerepvállalás kérdését nemcsak kínálati oldalról lehet és célszerű vizsgálni, hanem a kockázati tőke iránti *keresletet* is elemezni lehet és kell. Úgy vélem azonban, hogy e témakör kielégítő feltárása csak egy önálló disszertációban lenne lehetséges. Ehhez ugyanis össze kellene vetni a vállalkozási hajlandóságra ható tényezőket a régiós és a fejlett kockázati tőke-piaccal rendelkező országokban. Így ki kellene térni a vállalkozás-oktatás terén mutatkozó eltérésekre, fel kellene mérni az induló cégeket támogató inkubációs és akcelerator cégek működését, át kellene tekinteni az ezen intézmények létrehozásához és működtetéséhez nyújtott állami segítség formáit és eredményességi mutatókat, továbbá meg kellene vizsgálni mindezen tényezőknek a piacra lépő innovatív cégek régióbeli elterjedésére és sikerességére gyakorolt hatását.

Ugyanakkor elfogadom, hogy dolgozatomban a kockázati tőke-piac kínálati oldalára koncentráló megközelítés esetén is törekednem kellett volna az *üzleti angyalok* tevékenységének bemutatására, illetve e részpiacra az állami szerepvállalás bemutatására. E mulasztást elsősorban a kockázati tőke e sajátos szegmensének jórészt láthatatlan működése magyarázza. Az üzleti angyalok ugyanis a nyilvánosság teljes elkerülésével, piaci kapcsolataik informális működtetésével maguk keresik meg az általuk támogatásra érdemes piaci ötletek kezdeményezőit. Semmilyen jogszabály nem írja elő számukra befektetéseik nyilvánosságra hozatalát, s ügyleteik kis mérete miatt tevékenységük többnyire a sajtó előtt is rejtve marad. Csak a fejlettebb kockázati tőke-piaccal rendelkező országokban, ahol a piacon már nagyszámú üzleti angyal működik, fordul elő e szereplők hálózatba tömörülése, s ezáltal csoportszintű *nyilvános* megjelenése. Az üzleti angyalok tevékenységéről nemzetközi szinten is döntően e hálózatok nyújtotta statisztikai adatok állnak rendelkezésre, miközben értelemszerűen ezek is csak kis hányadát fedik le e rejtőzködő piaci szereplők valós tevékenységének. Az üzleti angyalok "láthatóvá válását" elősegíthetik azok az állam által nyújtott adókedvezmények is, amelyek a kezdő vállalkozások számára átmenetileg nyújtott befektetés után vehető igénybe, s amihez az üzleti angyaloknak regisztráltatniuk kell magukat. Ugyancsak napvilágra kerül az üzleti angyalok tevékenysége abban az esetben, ha állami támogatás igénybevételére jogosult inkubátorok és akceleratorok alapítóiként vagy mentoraiként kívánnak megjelenni a piacon. Mivel a kelet-közép-európai kockázati tőke-piacon az üzleti angyal hálózatok megjelenése, az inkubátor és akcelerator szervezetek állami támogatása, valamint az üzleti angyaloknak nyújtott adókedvezmények bevezetése csak a közelmúltban, és nem minden országban kezdődött meg, e befektetői kör vizsgálatára a dolgozat megírásakor még nem nyílt érdemi lehetőségem.

Papanek Gábor bírálatában jelzi, hogy az induló cégek esetében ő elsősorban nem a pénzügy, hanem az *innováció* kérdései iránt érdeklődik, s ezért - ezt már én fogalmazom így - jobban örült volna, ha az állami részvétel elemzése a dolgozatban nem szűkölt volna le a tőke kínálati oldalának, ezen belül is az intézményes kockázati tőke szerepének bemutatására. Érdeklődése érthető, mivel a kockázati tőkének valóban kiemelkedő szerepe van az innováció előmozdításában, ezért röviden szeretnék kitérni erre, a disszertációmban csak részlegesen érintett területre. Az innovátor cégek a nem innovatívokhoz képest valóban nagyobb valószínűséggel és működésük korábbi szakaszában jutnak kockázati tőkéhez, s gyorsabbak a termékek kifejlesztésében és piacra vitelében, radikálisabb és ambiciózusabb termék- és eljárás innovációkat végeznek (Hellmann és Puri, 2000; Kaplan és Strömberg, 2000)³. Az oksági összefüggés azonban mindenekelőtt *fordított*, azaz a szabadalmak hatnak a kockázati tőkére, és nem fordítva. Vagyis az innováció teremt keresletet a kockázati tőke iránt, nem pedig a kockázati tőke növeli az innováció kínálatát. A kockázati tőke-befektetés valójában azon cégek *felkutatásán* alapul, amelyek nagyobb növekedési kilátásokkal rendelkeznek. Ám amint megszületik a megállapodás a finanszírozásról, a kockázati tőkések sokkal inkább a korábbi innovációk eladására, nem pedig új innovációs projektek kifejlesztésére összpontosítanak (Engel és Keilbach, 2007; Caselli és szerzőtársai, 2008)⁴, nem vitatva, hogy számos ellenpélda is létezik. Végeredményben azt lehet mondani, hogy a kockázati tőke sikeresen képes forrásokat kihelyezni az innovatív vállalkozásokhoz, ily módon is elősegítve a fejlődést.

Az állami részvétel elemzésekor a kérdés az, hogy befektetőként az állam is képes-e kiválogatni a legjobb eredményekkel kecsegtető innovatív cégeket. Az állami és a nem állami befektetéseket összehasonlító elemzések *megkérdőjelezi* a kormányzat azon képességét, hogy a kockázati tőke-piacon közvetlen alapkezelői működés révén képes támogatni a csúcstechnológiai cégeket (Bertoni és Tykvová, 2012)⁵. Ugyanakkor a szindikátus, azaz privát befektetőkkel együttesen finanszírozott cégek teljesítménye nő, ha a kormányzati kockázati tőke-befektetők kisebbségi pozíciót foglalnak el (Brander és szerzőtársai, 2014)⁶.

Kelet-Közép-Európában még nem született olyan kutatás, amely a régió egészét tekintve felmérte volna az állami befektetések finanszírozott cégek innovativitására gyakorolt hatását. Figyelemre méltó azonban Fazekas és Becsky-Nagy (2018)⁷ magyar piacra vonatkozó kutatása, melynek eredményei közvetve maguk is alátámasztják a fenti következtetéseket. A kizárólag, illetve közel 70%-ban állami tőkét befektető alapkezelők által 2010 és 2016 között kockázati tőkével finanszírozott hazai cégeknek ugyanis csak alig több mint 5 százaléka mutatott fel szabadalmi aktivitást, azaz az innovativitás nem volt feltétele az állami kockázati tőkéhez jutásnak. Az állami kockázati tőkét kapó cégek valójában betagozódtak az alacsony innovációs teljesítményt mutató magyarországi vállalkozási környezetbe, melynek innovációs

³ Hellmann, T. és Puri, M. (2000): The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. Review of Financial Studies, 13. 959-984. o.; Kaplan, S. N. és Strömberg, P. J. (2000): Financing Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. CEPR Discussion Paper, 2421.

⁴ Engel, D. és Keilbach, M. (2007): Firm Level Implications Early Stage Venture Capital Investments. An Empirical Investigation. Journal of Empirical Finance, Vol. 14, No. 4. 150-167. o.; Caselli, S., Gatti, S. és Perrini, F. (2008): Are Venture Capitalists a Catalyst for Innovation? European Financial Management, Vol. 15. No. 1. 92-111. o.

⁵ Bertoni, F. és Tykvová, T. (2012): Which form of venture capital is most supportive of innovation? ZEW Discussion papers, No. 12-018.

⁶ Brander, J., Du, Q. és Hellmann, T. (2014): The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence. Review of Finance, Vol. 19. No. 2. 571-618. o.

⁷ Fazekas Balázs és Becsky-Nagy Patrícia (2018): Az állam a kockázati tőkés szerepében. Közgazdasági Szemle, LXV. évf. 12. sz. 1257-1280. o.

képessége és eredménye a globális vállalkozási és fejlődési index (Global Entrepreneurship and Innovation Index, GEDI) tanúsága szerint nemzetközi összevetésben igen alacsony (Ács és szerzőtársai, 2017)⁸.

Összhangban Papanek Gábor általam tavaly még nyilván nem ismert javaslatával, miszerint jövőbeli kutatásaim során oldjam fel a téma leszűkítéséből eredő, általa részletezett korlátokat, 2018 novemberében OTKA támogatással egy *új kutatást* indítottam "Új tendenciák az üzleti inkubáció intézményrendszerének fejlődésében Kelet-Közép-Európában" címmel. E kutatás áttekintést fog nyújtani arról, hogy az induló vállalkozások tőkéhez jutásának előmozdításában világszerte népszerű üzleti akceleratorok, egyetemi magvető alapok, üzleti angyal hálózatok, valamint közösségi finanszírozási platformok mennyire alkalmazhatók a kevésbé fejlett kockázati-tőke-piacú kelet-közép-európai régióban, s milyen hatást tudnak gyakorolni az itteni üzleti inkubációs tevékenység eredményességére.

A következőkben szeretnék válaszolni arra, a tézisekkel kapcsolatban két bíráló által is tett megjegyzésre, hogy – bár azok mind elfogadhatók – újdonságtartalmuk nagyon eltérő. Ez valóban így van, s egyetértek Szerb Lászlóval, hogy a tizenhét tézisből az első hét alapvetően irodalomfeldolgozási eredményt illetve a külföldi szabályozási gyakorlat ismertetését tartalmazza. Ugyanakkor úgy véltem, hogy a valóban új tudományos eredményeket tartalmazó tézisek megértéséhez ezekre is szükség van. Valószínűleg helyesebb lett volna ezeket az állításokat nem külön tézisként rögzíteni, hanem az egyes – valóban új tudományos eredményeket tartalmazó – tézisekbe beépíteni.

A disszertáció eredményeinek *hasznosításával* kapcsolatban két opponensem is megjegyzést tett. Szerb László utalt rá, hogy az értekezés eredményeinek fő hasznosítóiként a szakpolitikusokat jelölöm meg, miközben ő maga kételkedik benne, hogy sok politikus elolvasná a könyvem, bár szeretné, ha ebben nem lenne igaza. Papanek Gábor is úgy vélte, hogy kissé naivan írok a téziszfüzetben a disszertáció eredményeinek hasznosítási lehetőségeiről. Miközben ő is úgy látta, hogy a kockázati-tőke-piacról a disszertációmban adott összefoglaló kép segítheti a döntéshozókat, valójában a tárgyalt téma keretében feltárt hibák fő okát nem a régió döntéshozóinak tájékozatlanságában látta, hanem abban, hogy a piaci szereplők értékrendjében a gazdasági fejlődés hátrább került a célszerűnél. Valójában a téziszfüzet 5. pontjában a disszertáció által feltárt tudományos eredmények kapcsán én is csupán feltételes módon fogalmaztam, amikor azt írtam, hogy javaslataim elősegíthetik, hogy a kelet-közép-európai régió kockázati-tőke-piacán a kormányzati beavatkozás eredményes, piacbarát megoldásait alkalmazzák, s szakítsanak a sok visszaélésre lehetőséget adó megoldásokkal. Vagyis én sem állítottam, nem is gondolhattam volna komolyan, hogy a dolgozatban feltárt eredmények nyomán érdemben meg fog változni a kockázati-tőke-piacon az állami részvétel gyakorlata.

S valóban, a dolgozat megírása óta eltelt időszakban megfigyelhető lépések nem is jeleznek érdemi változást az állam gyakorlatában. Például az Európai Unió forrásait felhasználó ún. JEREMIE kockázati-tőke-program folytatásaként kiírt, újabb állami tőkeprogramok elődeikhez hasonlóan Magyarországon ismét jelentős késéssel jelentek meg. Bár az új konstrukciók a források befektetésekor a jogszerűtlen felhasználás számos lehetőségét megszüntették, a források odaítélésénél az immár rendelkezésre álló nemzetközi tapasztalatok ellenére továbbra sem mozdították elő a piaci szempontok erőteljesebb érvényesülését. Így például a költségvetési források alapkezelőinek kiválasztásakor az alapkezelők

⁸ Ács J. Zoltán, Szerb László, Autio, E. és Lloyd, A. (2017): Global Entrepreneurship Index. The Global Entrepreneurship and Development Institute, Washington, D.C.

versenyeztetése helyett több esetben került sor az alapkezelők házon belüli kijelölésére, ahol pedig az uniós források kihelyezése miatt kötelező volt az alapkezelőket megpályáztatni az állami és privát források egyidejű befektetésére, ott sem látszott az állami szervek törekvése tapasztalt külföldi alapkezelők bevonására, az alapok kezelőit tulajdonló és az alapok befektetői körét adó befektetők szétválasztására. A pályáztatás lebonyolítása nem igyekezett eloszlatni a kormányzathoz közeli pályázók preferálásának gyanúját, azaz továbbra sem biztosította a pályázatok értékelésének nyilvánosság általi ellenőrzési lehetőségét.

Ugyanakkor úgy vélem, hogy könyvem oktatásban való, már megkezdődött hasznosítása hozzájárulhat a szakmai ismeretek terjedéséhez, ami az egyik elengedhetetlen – bár természetesen messze nem elégséges előfeltétele – a változásnak.

A bírálatok fő észrevételeinek sorra vételét követően szeretném még egyszer megköszönni mindhárom opponensemnek a korrekt bírálatot, s ezen belül különösen azt, hogy elismerték és újdonságként értékelték a kelet-közép-európai régió kockázati tőke-piacának elemzésére vonatkozó, nagyrészt saját adatbázis kiépítésére alapozott eredményeimet.

Budapest, 2019. április 24.

Karsai Judit