

## Opponensi vélemény

### Karsai Judit: Az állam szerepe a kockázatitőke-piacon

#### Kelet-Európában című doktori értekezéséről

Karsai Judit ismert szerzőnek számít a kockázati tőke témakörében. Korábbi publikációiban sokoldalúan vizsgálta a kockázati tőke megjelenését Európában, különös tekintettel a közép-kelet-európai régióra, azon belül is Magyarországra vonatkozóan. Újabb könyvében – amely a doktori értekezés tárgyát képezi – az állam szerepére koncentrált. Az állam szerepét két minőségben –, mint befektető, és mint szabályozó – vizsgálja.

A gazdasági válság befejeződése után a kockázatitőke-piacokat a korlátozott forrás-ellátás jellemezte. Ez váltotta ki azt a magatartást, hogy az állam a korábbinál nagyobb mértékben szállt be befektetőként az iparágba. A válság tapasztalatai oda vezettek, hogy az állam a rendszerkockázat csökkentése érdekében szigorította a befektetők állami szabályozását. A részletes szabályozás és a jelentés-tételi kötelezettségek megnövekedése ugyanakkor korlátozóan hatott az iparág működésére. Az értekezés bemutatja, hogy ez a tendencia megjelent mind az amerikai, mind pedig az európai gazdaságokban. A szerző bemutatja, hogy a szabályozás korlátozó hatását érzékelve az Európai Unió miképpen próbálta ellensúlyozni a negatívumokat, s milyen formában lazított a szabályozás szigorán. A könyv egészén végigvonul az a kettősség, ami abban nyilvánul meg, hogy egyrészt a forráshiány a tőkejuttatás növelésére ösztönzi az államot, másrészt pedig a tőkejuttatással párhuzamosan megfigyelhető szabályozottság-növekedés pedig korlátozóan hat a piac működésére. Az első fejezet végén bemutatja a szerző, hogy az Európai Unió a kockázatitőke-piac fejlesztése érdekében forszírozta a kis- és közepes méretű, innovatív vállalkozások tőke-ellátását. Ez a lépés azonban ismét előhozta azt a kérdést, hogy meddig és milyen formában célszerű az állami támogatás anélkül, hogy az torzulásokat okozna a gazdaság működésében. A gyakorlat azt mutatja, hogy nincsenek kialakult szabályok ebben a kérdésben, s a piac működtetése egy tanulási folyamat eredményeként alakul ki számos országban.

A II. fejezet az állam szerepét kockázatitőke-befektetői minőségben vizsgálja. A fejezet egyik fő mondanivalója, hogy az állam egyre inkább közvetett módon, a nem állami szférát is bevonva járul hozzá a források növeléséhez. E megállapítás alátámasztásához a szerző a gyakorlati példák széles körét mutatja be, s vizsgálja, hogy az egyes lépések milyen hatást váltottak ki a kockázatitőke-piac működésére. A szerző az állami szerepvállalás két fő formáját különbözteti meg: egyrészt a nem állami kockázatitőke-alapok forrásgyűjtésének támogatása, másrészt az állami tulajdonban lévő kockázatitőke-alapok felállítása. A könyv a nemzetközi gyakorlat számos változatát mutatja be, s megállapítja, hogy tendencia-szerűen érvényesül, hogy az állam egyre inkább tartózkodik attól, hogy előnyöket biztosítson a magán-befektetőknek az állami tőkealapokkal szemben. A fejezet végén kerül bemutatásra

az állami kockázati tőke programok értékelésének módszerei és vizsgált területei. A szerző rámutat az értékelések jellegzetes hiányosságaira, például hogy nincsenek meghatározva teljesítmény-kritériumok a programok indításakor, valamint hogy milyen szerepet játszottak a programok a csúcstechnológiai cégek fejlődésében. Tanulságos a szerző megállapítása, hogy a sikeres programok nem állami kockázati tőkések irányítása alatt álltak, továbbá ahol sor került nem állami társbefektetők bevonására. Ezek a megállapítások azt mutatják, hogy a kockázati tőke-alapokkal való gazdálkodás még nem találta meg annak módját, hogy az állami szerepvállalást hogyan lehet összhangba hozni a magánbefektetők szerepével, s miként lehet megőrizni a piaci viszonyok érvényesülését az állami szerepvállalás esetében. A fejezet egyik fontos következtetése, hogy lehetséges az állami szerepvállalást hatékonyan megvalósítani, de ennek fontos feltétele, hogy ne kizárólag állami irányítással valósuljon meg a befektetés, hanem kapjon szerepet abban a magántőke is. A bemutatott példák azt is igazolják, hogy a magánbefektetők vonzásához nem feltétlenül szükséges a kivételes eredményesség-garancia az állami szereplők részéről.

A könyv III. fejezete a kelet-közép-európai régió állami tőkeprogramjainak bemutatásával és elemzésével foglalkozik. A szerző megállapítja, hogy régiókban a kockázati tőke-piac fejletlenségéből adódóan nehezen megvalósítható az állami részvétel nélküli kockázati tőke-piac kialakulása. Az uniós programok indulása előtt a kockázati tőke-piac forrásellátásának módja a közvetlen állami részvétel mind tulajdonosként, mind pedig alapkezelőként. Az uniós programok viszont az állam közvetett részvételén alapuló tőkekonstrukciók indítását ösztönözték. A szerző megállapítja, hogy a kockázati tőke-piac fejletlensége miatt a magántőke és az állami tőke együttes részvétele csak úgy volt megoldható, hogy a konstrukcióban kedvezőbb feltételeket ajánlottak a magánbefektetőknek.

2007-től kezdődően a kockázati tőke-finanszírozás új lehetőséget kapott az uniós programok révén. Különösen a regionális fejlesztési alapok szerepe emelkedik ki a pénzügyi források közül. Ezen belül a Jeremie-program emelhető ki a kockázati tőke-piac hazai fellendítése szempontjából. A könyv III. fejezete részletes információt nyújt a kockázati tőkealapok méretéről, működésük főbb jellemzőiről. A szerző rendkívül széles körű információt nyújt kockázati tőke-piac működéséről az uniós programok szerepéről, a külső források felhasználásáról. Nem található viszont átfogó elméleti értékelés a kockázati tőke-piac működéséről. A szerző kivételes tapasztalatokkal rendelkezik a piaci fejleményekről, bár hogy ezeket nem egészítette ki az elméleti szempontok szerinti értékeléssel.

A könyv IV. fejezete az állami részvételt vizsgálja a hazai kockázati tőke-piacon. A fejezet kritikai értékelést tartalmaz az egyes intézmények szerepvállalásáról és a valós piaci körülmények kialakításának nehézségeiről. Itt is igazolódik az a máshol is tapasztalható sajátosság, hogy a kockázati tőke-piac kialakulása és fejlődése nem függetleníthető a tágabb gazdasági és társadalmi környezettől, annak sajátosságai megjelennek ebben az esetben is. Emiatt aztán felemás a hazai kockázati tőke-piac, a pozitív fejlemények mellett megjelennek

az anomáliák is, amelyek felszámolása nehezen valósul meg az adott feltételek közepette. A könyv több tanulmány értékelését tekinti át, s összegzi a pozitív és negatív tapasztalatokat. Összegzésként megállapítható, hogy az uniós források jelentős generáló szerepet töltek be a hazai kockázati-tőke-piac fejlesztésében. A tapasztalható hiányosságok főleg a bürokratikus akadályokkal – s itt nem csak a hazai bürokráciára kell gondolnunk –, s a korlátozott piaci tapasztalatokkal függenek össze.

Össességében megállapítható, hogy a disszertáció alapos áttekintést nyújt a kockázati-tőke-piac nemzetközi és hazai jellemzőiről, különös tekintettel az állam szerepére. A szerző kiemelkedő tapasztalatokkal és áttekintéssel rendelkezik a szakterületen. Megállapításai hitelesnek tűnnek.

Ami hiányolható, hogy – lévén MTA doktori pályázatról van szó – a munkából hiányoznak a témakör átfogó elméleti kérdései – pl. a befektetési piacok jellemzői, az állami és a magántőke kapcsolatának sajátosságai, a piaci bizonytalanság és információs aszimmetria jelenségei és hatásuk a piac működésére.

Az értekezésként benyújtott könyv nyilvános vitára bocsátását javaslom, és sikeres védés esetén a jelölt részére az MTA doktora cím odaítélését támogatom.

Budapest, 2019. január 30.



Dr. Balaton Károly

az MTA doktora