

## **Opponensi jelentés Karsai Judit: Furcsa pár: Az állam szerepe a kockázati tőkepiacon Kelet-Európában című MTA doktori értekezésről**

Karsai Judit tudományos pályafutása immár meglehetősen hosszú, első publikációi még az 1970-as évek végén megjelentek. Kutatásai az 1990-es években a kockázati tőkére irányultak, és ezt a fókuszot meg is tartotta a későbbiekben is. Mind magyar mind angol nyelven publikál. Az összes hazai vezető lapban van több cikke, tanulmánya is, nemzetközi szakfolyóiratban pedig a szakma vezető lapjában a Venture Capital-ban is sikerült cikket elhelyeznie. Magyarországi, kelet-európai viszonylatban egyértelműen a kockázati tőke vezető tudományos szakértője, de ismert a fejlett világ országiban is; független hivatkozásainak száma 600 felett van. Számos könyvet írt ezek közül a 2012-ben megjelent, „A kapitalizmus új királyai: kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban” és a jelen értekezésésként beadott „Furcsa pár: Az állam szerepe a kockázati tőkepiacon Kelet-Európában” emelkednek ki. Tulajdonképpen érdemes a két könyvet együtt kezelni, a jelenlegi munka a korábbi könyv folytatásaként is tekinthető.

### **Az értekezés témaválasztása – aktualitása**

Jelenleg egy felbolydult világban élünk: az elmúlt 10 évben túléltünk egy válságot, elindult egy, a digitalizáció vezérelte ipari forradalom, tanúi lehettünk Kína felemelkedésének és az Európai Unió megosztottságának, az Egyesült Királyság kilépésnek. Ezzel egyidőben az 1990-es években még domináns liberális piacgazdaság pozíciói megrendültek, az állami beavatkozás hívei pedig új muníciót kaptak Piketty bestseller könyvéből. Úgy tűnik, hogy a piaci hatékonyság helyett immár az elosztási viszonyok kerültek a figyelem középpontjába. Jó, hogy a populisták és a világmegváltók mellett azért találunk józan elemzéseket, megközelítéseket is. A kockázati tőke egy kifejezetten jó példa arra, ahol egy tisztán profitmaximalizáló piaci szereplő és egy, talán saját maga számára sem egyértelmű érdekekkel rendelkező szereplő, az állam viszonya meglehetősen jól vizsgálható és elemezhető. Karsai Judit könyve ezek közé a művek közé tartozik. Munkájának központi kérdése, hogy vajon milyen is lehet egy klasszikus piaci, sőt szabadpiaci szereplő, a kockázati tőke és az őt befolyásolni, ösztönözni igyekvő állam viszonya. A könyv Neil Simon klasszikus darabjára hajazó címe magáért beszél; az összeegyeztetés nem éppen érdek- és konfliktusmentes. Magyarországon az EU források a 2010-es években soha nem látott forrásbőséget teremtettek, a pénzek egy jelentős részét pontosan a kockázati tőke iparágban fektették be. Karsai Judit ezen befektetések elsődleges vizsgálatára is vállalkozott, így munkája hozzájárulás ahhoz, hogyan is lehetne az EU források jelenleg nem éppen hatékony elosztásán javítani.

## **Az értekezés struktúrája, nyelvezete és a formai követelmények**

A mű négy részből áll; ezek akár önmagukban, külön-külön is olvashatók és megérthetőek. Az első fejezet a kockázatitőke-piac a 2008-as válság utáni helyzetével foglalkozik különös tekintettel a megváltozott állami szabályozással. A második fejezet témája az állami közvetlen beavatkozás, a direkt részvétel a kockázatitőke finanszírozásban. A harmadik fejezetben a kelet-közép-európai régió kockázatitőke piaci sajátosságait veszi sorra. A legterjedelmesebb, negyedik rész szól a magyar viszonyok elemzéséről. A fejezetek esszészerűek, kifejezetten stílusosan, jól megírva, láthatóan nem csupán a szakmának, hanem a tágabb közönségnek íródtak. Ugyanakkor a mű formailag teljesen megfelel a tudományos kritérium formai feltételeinek is. Az elemzések árnyaltak, a következtetések súlyuknak megfelelően, a korlátozó tényezőket figyelembe véve kerültek levonásra. Az ábrák táblázatok jók, az irodalomjegyzék teljes.

## **Az egyes fejezetek értékelése**

Az Alaposan megregulázva című első fejezet és az állam válság utáni megváltozott szerepével foglalkozik. Ez a fejezet majdhogynem a direkt folytatása Karsai Judit korábbi könyvének, ahol leírja a kockázatitőke-piac működését. A kockázati tőke egy speciális tőkefinanszírozási forma, amely kifejezetten kiugróan magas növekedési potenciálú, ámde roppant kockázatos cégek finanszírozására szolgál. Ameddig az üzleti angyalok el tudják végezni a kisebb, fejlődésük korai fázisában levő ígéretes vállalkozások finanszírozását, a későbbi növekedés rendkívüli tőkeigénnyel jár. A kockázati tőke nem csupán arról ismert, hogy a bankokkal szemben hajlandó az ilyen finanszírozásra, hanem a kockázati tőke speciális kockázatkezelési módszerei is figyelmet érdemelnek. A kockázati tőkések nem csupán forrást, hanem hasznos tanácsot adnak, segítséget is nyújtanak az innovatív, ugyanakkor menedzseri-vezetési tapasztalatokkal nem igazán rendelkező cégvezetésnek. Ez a hozzáadott érték néha még hasznosabb is, mint maga a pénz. Bár a kockázati tőkések igen óvatosan válogatnak a jelentkezők közül, így is gyakori a bukás: tíz befektetésből igazán egy jön be, 2-3 valamit hoz, a többit pedig a veszteségrovatba kerül. Tekintve, hogy a gazdasági növekedés és az új munkahelyek teremtésének egy jelentős része pontosan ezekből a gyorsan növekvő cégektől jön, az állam alapvetően érdekelt abban, hogy minél több ilyen cég legyen a gazdaságban a kockázatitőke-befektetés növelése révén. Az állami beavatkozás hatékonysága azonban alapvetően két feltételen múlik: egyrészt, hogy a piac önmagában nem képes finanszírozni az arra érdemes cégeket, másrészt pedig hogy az állam képes ezt a piaci hibát korrigálni. Az állami beavatkozás számos ismert módja van, egyik a kockázatitőke befektetési aktivitás fokozására ösztönző szabályozók kialakítása, ami a könyvfejezet fő témája. Az állami beavatkozás akkor lehet működőképes, ha a piacon nincsen elegendő tőke. A tőkerés főleg az éppen alapítás alatt levő, innovatív ötlettel igen, de árbevétellel még nem rendelkező, extrém kockázatokkal járó életfázisban figyelhető meg. A válság hatására a kockázatok dinamikusabban növekedtek, a kockázati tőkések pedig visszafogták befektetési aktivitásukat és a befektetett összegeket egyaránt. Logikus lenne azt várni, hogy ilyenkor az állam befektetési

feltételek lazításával próbálja meg élénkíteni a kockázatitőke-piacot. Karsai Judit bemutatta, hogy a gyakorlatban ennek a szöges ellentéte valósult meg; az adminisztratív jelentéstételi kötelezettségek és a kockázatos befektetések mögötti tartalékolási kötelezettségek növelése révén a befektetési feltételek szigorodtak. Ezen intézkedések háttérében az állam többszörös szerepvállalása közül a kockázatitőke befektetéseket finanszírozó alapítványok, nyugdíjalapok és pénzügyi intézmények bedőlésének a félelme állt. Az államok attól tartottak, hogy ha a kockázatitőke-befektetéseket végző cégek bedőlnek, azok még mélyebb válságba taszítják a gazdaságot. A kockázatitőke-piac szereplői érzékenyen reagáltak a változtatásokra, ami a befektetések további jelentős visszaesésével és az egyes piaci szereplők részvételi arányainak jelentős átstrukturálódásával járt. Karsai Judit részletesen bemutatja az új szabályozókat és szemlélteti a változások irányát is, külön figyelmet fordítva az Európai Unió, a szabályozás szempontjából sokszor nem éppen sikeres gyakorlatára.

A szabályozó funkció mellett az állam direkt befektetőként is megjelenhet a kockázatitőke-piacon akár társbefektetőként, akár önálló szereplőként, saját befektetési alapot létrehozva. A potenciális problémákra a 2. fejezet címe utal: Fából vaskarika? Abban nagyjából egyetértés van a piac és az állami beavatkozás híve között, hogy főleg a korai fázisú, relatíve kis összegű befektetéseknél gyakori a tőkerés, ami piaci hibát jelezhet. Abban azonban eltérnek a vélemények, hogy ez a probléma vajon hatékonyan kezelhető-e az állam aktív részvételével. Időről időre felmerül, hogy az állami beavatkozás nem bővíti a kockázatitőke állományát, hanem éppen helyettesíti azt, kiszorítva a magánpiaci szereplőket. Ez a szituáció pontosan azt mutatja, hogy az állam sem mindenható és a piaci hibákra adott állami válaszlépések sem feltétlenül vezetnek a helyzet javulásához. A korábbi negatív tapasztalatok miatt a válság után számos ország és az Európai Unió maga is a társbefektetési konstrukciók mellett tette le a voksát. Emellett azonban számos finomhangolós lépésre van szükség, ezeknek a részleteket Karsai Judit gyakorlati példák alapján részletesen tárgyalja. Külön kiemeli azokat a technikákat, amelyek révén a magánbefektetők némileg kedvezményezett helyzetbe kerülnek a profitmegosztás vagy a veszteségviselés területén.

Az állami beavatkozás hatékonyságának megítéléséhez tartozna, hogy a lezárt programokat, projekteket utólag értékeli. Ez az értékelési mechanizmus azonban még az Európai Unióban is gyerekcipőben jár. Az értékelésre számos módszer áll rendelkezésre, azonban egyik sem tökéletes. Az állami kockázatitőke programok eredményességének a megítélése így mindenképpen tartalmaz szubjektív elemeket. Az eddigi tapasztalatok mindenesetre azt mutatják, hogy az állami beavatkozás javíthat a kockázatitőke ínségen, azonban a sikerhez szükség van a piaci szereplőkkel történő együttműködésre, a vállalkozásokat támogató piaci viszonyokra és a projektek kondícióinak a rugalmas változtatására úgy, hogy közben az eredeti célok nem változtak. Ellentmondásos a kép akkor is, ha az állami beavatkozás hatását a finanszírozott cégek teljesítménye alapján ítéljük meg. Sikeresnek itt is azok a konstrukciók bizonyultak, ahol mérsékelt állami részvétel mellett a magánpiaci szereplőkre hagyták a cégek kiválasztását, menedzselését és az értékesítést is. A 2. fejezet két függelékkel zárul,

amely az egyes országok állami részvételű kockázatitőke alapjait és a kockázatitőke – programok jellemzőit mutatja be.

A 3. fejezet a kelet-közép-európai régió állami tőkeprogramjaival foglalkozik főleg a fejlett országok gyakorlata alapján. A fejezet fő címe egy kérdés: Más kárán tanul az okos? Mondhatni költői kérdés, hiszen a közép-európai országok, Magyarországgal egyetemben, újra elkövették azokat a hibákat, amiken a fejlett országok már korábban túljutottak. A fejezet nagy értéke a Karsai Judit által gyűjtött, ugyan nem teljes, de eddig nem látható részletezettségű, egyedi adatállomány. Ebből kiderül, hogy kelet-európai régió részesevé az EU kockázatitőke piacán elhanyagolható. Az is kiderül, hogy az állam ebben a kelet-európai régióban jóval aktívabb, mint Európa fejlettebb, nyugati felén. A 2007-2013-as Európai Unió költségvetési időszakban a régióra a JEREMIE program révén soha nem látott pénzbőség köszöntött be. Karsai Judit bemutatja, hogy az új tagországok sokszor nem igazán tudtak mit kezdeni a kockázatitőke befektetési formával, és inkább a megszokott hitelezési konstrukciókat preferálták. Az EU előírásai között szerepelt, hogy a tagországok az új forrásokat csak a magántőkével együtt használhatják fel társfinanszírozás vagy úgynevezett hibrid alapok formájában. Az Európai Bizottság a szokásosnál erőteljesebben próbálta meg érvényesíteni a piaci viszonyokat, ami azonban sokszor a nemzeti hatóságok paternalista-korrupciós gyakorlatát veszélyeztette. Ilyen volt pl. a programok nyilvánosságának biztosítása. Karsai Judit egyik legfontosabb megállapítása, hogy önmagában a kockázatitőke kínálat növelése nem oldja meg a finanszírozási gondokat, ha a hatékony működés más elemei hiányoznak és a piaci mechanizmusok erőtlenek. Nyitva maradt a kérdés, hogy vajon a régióban sikerült-e kritikus léptékű változásokat elindítani vagy pedig az EU pénzcspajainak elzáródásával ezek a programok is kimúlnak.

A könyv utolsó, leghosszabb fejezete a kockázatitőke-piac magyarországi fejleményeivel foglalkozik – sokatmondó címmel: Tükör által homályosan. Az áthallásos cím arra utal, hogy ugyan az Európai Unió támogatásokkal kapcsolatos információk nyíltak, vagy legalábbis nyíltaknak kellene lenni, mégis számos esetben nem lehetséges hozzáférni a támogatási, befektetési adatokhoz. Igazi kutatói lelemény kellett, hogy az elejtetett információ-morzskákat össze lehessen gyűjteni, és össze lehessen rakni egy, ugyan nem teljes, de hihető képet a magyarországi kockázatitőke-befektetésekről, a befektetőkről és az irányító hatóságokról. Én külön értékelem, hogy Karsai Judit a különböző adatszolgáltatók adatait össze is veti, bemutatva az adatgyűjtés és így az elemzés korlátait. A kelet-közép-európai régióban az első helyen Magyarország szerepelt a 2007-2013 időszakban az EU forrásait is felhasználó kockázatitőke-alapok között félmilliárd eurót meghaladó befektetéssel, ami lényegesen magasabb még a sokkal nagyobb Lengyelország hasonló értékénél is. Ugyanakkor az egyes években a költségek nagyfokú ingadozást mutatnak. Szokatlanul magas Magyarországon a hazai alapok száma is. A soha nem látott forrásbőség elköltése nem ment problémák nélkül. A magyar döntéshozók abból a feltételezésből indultak ki, hogy Magyarországon tömegével vannak olyan innovatív cégek, amelyek egyedüli gondja a forráshiány, így a plusz pénzek nyomán akár rövid idő alatt is dinamizálni lehet a gazdaság

egy fontos szegmensét. A másik feltételezés az volt, hogy a hazai intézményrendszer képes ezt a pénztömeget elosztani és az EU által megkívánt bürokratikus elvárásoknak megfelelni. Nos, mindkét feltételezés, legalábbis részben, hibásnak bizonyult. A kockázati-ke- befektetésre érett cégek gyorsan elfogytak és a később induló alapok komoly nehézségekkel néztek szembe a megfelelő befektetési potenciállal bíró cégek felhajtásában. Mármint azok az alapok, amelyek nem a tulajdonosi kör más cégeinek a finanszírozását akarták megoldani. Az intézményrendszer működése is akadozott, a problémákat pedig a gyakori átszervezések és személycserék még tovább fokozták. A különböző fejlődési fázisokra specializálódott alapkezelői kiírások nem egymásra épültek, így egyszerre jelentkezett egyes fejlődési fázisokban a pénzhiány máshol pedig a túlkínálat. Nehezen volt kezelhető az az ellentmondás is, hogy ameddig a lehetségesen jó befektetési potenciálú cégek döntő részben Budapesten és a Központi régióban helyezkedtek el, EU-s forráshoz csupán a régión kívüli, lényegesen kisebb számú és kisebb növekedési kapacitású cégek kerülhettek. A források hatékony felhasználása helyett gyorsan a források elköltése vált az elsődleges prioritássá, ami az ellenőrzési funkciókat tovább erodálta. Problémaként jelentkezett az is, hogy nem volt elegendő szakember ahhoz, hogy a növekvő cégeket menedzseljék. Olyanok váltak egyik napról a másikra alapkezelőkké, akiknek ehhez sem tudásuk sem tapasztalatuk nem volt.

Az új magyar gazdaságpolitika egyik jellemzője a piaccal és a versennyel szembeni gyanakvás. Piacidegen megoldások márpedig bőven akadtak a Jeremie program pénzeinek felhasználása során. Felsőbb, politikai szempontok láthatóan érvényesültek már az alapkezelők kiválasztása során. Az alapkezelő tulajdonosok pedig sokszor saját maguk végezték a befektetések kiválasztását is, ahelyett hogy azt szakértőkre bízták volna azokat. Botrányos esetek is adódtak, de az alapkezelők összességében pozitívnak értékelték a Jeremie program gazdaságfejlesztési szerepét. A vállalatok növekedésére gyakorolt hatások elemzése még éppen csak megkezdődött, de óriási áttörésről semmiképpen sem beszélhetünk még akkor sem, ha az eltelt idő túlságosan is rövid az eredmények átfogó értékeléséhez. A források hazai felhasználását elemző jelentések (KPMG, Hétfa) ugyan csomagolták mondandójukat, de a pénzek kevésbé hatékony hasznosításáról számoltak be. A közösségi források elvileg a piaccgazdaság megerősítésére, a piaci hibák kiküszöbölésére szolgálnának, a hazai gyakorlatban viszont ez éppen ellenkező hatása figyelhető meg az állam és haveri kapitalizmus nem éppen közjót szolgáló összefonódása révén.

### **A tézisek értékelése, nyilatkozat**

Az opponensnek nyilatkoznia kell arról, hogy a tézisek közül mit tart elfogadhatónak és mit nem. Karsai Judit új kutatási eredményeit 17 tézisben fogalmazta meg. A magam részéről a tézisek mindegyikét el tudom fogadni, azonban az új eredmények újdonságtartalma tekintetében széles a spektrum. Az 1, 2, 3, 4 5 tézisek inkább meglevő irodalomfeldolgozás alapján születtek, újdonságértékük minimális, inkább alátámasztottak már eddig ismert tendenciákat. A 6, 7. tézisek a szabályozásról szólnak és arra szolgáltak, hogy megalapozzák

a fejlett országok tapasztalatainak kelet-európai alkalmazását, adaptálását. Igazi újdonságot a kelet-európai kockázati tőke elemzés tézisei (8, 9, 10, 11, 12, 13) és a részben a saját adatgyűjtésen alapuló további tézisek (14, 15, 16, 17) voltak. Külön kiemelem azt az árnyalt megközelítést, ahogyan Karsai Judit megközelíti a kockázati tőke hazai gyakorlatát és problémáit, említést téve mind az eredményekről mind a felmerülő, ma is létező problémákról. Az értekezés eredményeinek fő hasznosítóinak Karsai Judit a szakpolitikusokat jelöli meg. A magam részéről kételkedem, hogy sok politikus elolvassná a könyvet, de ne legyen igazam.

Összességében úgy vélem, hogy az elmúlt több mint húsz év kutatásait összegző könyv, MTA doktori értekezés kiváló munka, hazai mércével mérve jelentősnek, nemzetközi szinten pedig figyelemre méltónak mondható eredményekkel, amit a szerző publikációi is alátámasztanak. A doktori művet nyilvános vitára alkalmasnak találom. Bár nem szükséges nyilatkozni, a magam részéről ajánlom az MTA doktori cím odaítélését is Karsai Judit számára.

Pécs, 2019. április 10.



Dr. Szerb László, az MTA doktora  
egyetemi tanár