

Magyarországi magvető tőkealap létrehozásának lehetősége

Megvalósíthatósági tanulmány

Budapest, 2009 február.

Inishmore

TARTALOM

- I. VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ
- II. BEVEZETŐ
- III. TANULMÁNY STRUKTÚRÁJÁNAK ÁTTEKINTÉSE
- IV. FOGALMAK, RÖVIDÍTÉSEK
- V. MAGYAR ÁLLAMI MAGVETŐ TŐKEALAP SZÜKSÉGESSÉGE
- VI. NEMZETKÖZI TAPASZTALATOK ÉS BENCHMARKOK
 - VI.1. KOCKÁZATI MAGÁNTŐKE ALAPOK JELLEMZŐI
 - VI.2. FUNDRAISING
 - VI.3. KOCKÁZATI MAGÁNTŐKE ALAPOK STRUKTÚRÁJA
 - VI.4. BEFEKTETÉSEK MEGVALÓSÍTÁSA
 - VI.5. BEFEKTETÉSI TERÜLETEK
 - VI.6. EXIT
 - VI.7. KOCKÁZATI MAGÁNTŐKE ALAPOK TELJESÍTMÉNYE
- VII. MAGYARORSZÁGI MAGVETŐ TŐKEALAP (SEED FUND) LÉTREHOZÁSÁNAK KERETFELTÉTELEI
- VIII. MAGYARORSZÁGI MAGVETŐ TŐKEALAP LÉTREHOZÁSA, FELÉPÍTÉSE ÉS MŰKÖDTETÉSE
 - VIII.1. MAGVETŐ TŐKEALAP LÉTREHOZÁSÁNAK JOGI VÉLEMÉNYEZÉSE
 - VIII.2. MAGVETŐ TŐKEALAP JAVASOLT STRUKTÚRÁJA
 - VIII.3. BEFEKTETÉSI TERÜLETEK
 - VIII.4. A MAGVETŐ TŐKEALAPOK ELVÁRHATÓ TELJESÍTMÉNYE
- IX. A MAGVETŐ TŐKEALAP LÉTREHOZÁSÁNAK INTÉZÉMÉNYRENDSZERE

I. VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

A high-tech, innovatív, kezdeti életciklusban levő, kis- és középvállalkozások támogatása Magyarországon az elmúlt években kiemelt szerepet örvendett. A kiemelt támogatottsági szerepkört a 2007-2013-as időszakra elfogadott Új Magyarország Fejlesztési Terv is alátámasztja, amely deklaráltan és leosztott forrásokon keresztül támogatja a high-tech technológiákba irányuló vállalkozói innovációt.

A kockázati magántőke (private equity) piac és egyben a kockázati magántőke befektetések Magyarországon az elmúlt 5-7 évben alakultak ki. A nagy európai kockázati magántőke alapok Magyarországon ma már jelentős összegeket helyeznek ki tőkefinanszírozásokon keresztül, legkülönbözőbb iparágakba és legkülönbözőbb konstrukciókon keresztül.

A 2008-ban elindított Új Magyarország Kockázati Tőkeprogram (Jeremie program) is hasonló célkitűzésekkel vált a gazdasági támogatáspolitikai elemévé, viszont a Jeremie program keretén belül a high-tech innováció, korai életciklusban levő magvető vállalkozások támogatása nem kiemelt prioritás.

Európa fejlett gazdaságaiban a kezdő, high-tech, innovatív vállalkozások támogatása jól kialakított és kiforrott struktúrákon keresztül valósul meg. Üzleti angyal hálózatok, inkubációt támogató programok, start-up-, magvető és kockázati magántőke befektetési alapok működése az üzleti- és befektetési élet szerves része. Az ilyen típusú programok és alapok központi, állami forrásokból való támogatása biztosítja azt, hogy az innováció magas-szintű támogatása egy vállalkozás minden fejlődési ciklusában hatékonyan módon elérhető legyen.

A magvető fázisban levő vállalkozások kockázati magántőke alapokon keresztüli tőkefinanszírozása az USA-ban a legkifejlettebb, Európában leginkább Németország és Dánia tekinthető előjárónak a magvető tőkealapok működtetésében, állami támogatás és

hozzájárulás mellett. Svédország, Írország és Hollandia ugyancsak fejlett kockázati magántőke, és ezen belül magvető tőke, piacokkal rendelkezik.

Az NKTH a nemzetközi legjobb gyakorlathoz csatlakozva felismerte, azt hogy egy kezdeti életciklusban levő vállalkozás fejlesztési és növekedési elképzeléseit, ezeknek piaci relevanciáját és fenntarthatóságát a legjobban a magántőke befektetők képesek mérni és hatékonyan értékelni, ezért célszerű az ilyen típusú befektetők bevonása a támogatási döntések meghozatalába.

Magyarországon létrehozandó, az NKTH felügyeletében, államilag támogatott magvető tőkealapot a következő makrogazdasági, vállalkozásfinanszírozási és fejlesztéspolitikai tényezők teszik szükségessé:

- Az általános gazdasági lelassulás következtében az exportképes kis- és középvállalkozói (KKV) szektor nagyon kedvezőtlenül érintett, megrendelések csökkenése a profitabilitásuk és hatékonyságuk csökkenését hozza magával, ugyanakkor a jelenkor pesszimista gazdasági kilátásai negatívan hatnak a vállalkozói kedvre
- Magyarországon a kis- és középvállalkozói (KKV) szektor és ezek közül legfőképp a kezdeti fázisban levő (induló vagy start-up) vállalkozások köre rendkívülien nehezen és drágán jut hozzá banki finanszírozáshoz vagy start-up hitelhez fejlesztéseik, K+F tevékenységeik és innovációik támogatására
- A magán szektor nem oldja meg a kezdeti fázisban levő vállalkozások finanszírozását, Magyarországon jelenleg nem működnek magvető tőkealapok. Ez egy alapvető piaci hiányosság (market failure) jele, amely hosszú távon kedvezőtlenül hat a KKV szektor fejlődésére, a vállalatok K+F és innovációs tevékenységeire
- Az államilag és Európai Unió forrásokból támogatott inkubátor és kezdő vállalkozásokat támogató programoknak a tökéletes kiegészítője lehet egy

újonnan, kimondottan kezdeti fázisban levő innovatív vállalkozások tőkefinanszírozására létrehozott magvető magántőke alap

A nemzetközi tapasztalatok és legjobb gyakorlatok áttanulmányozása során két nagyon jelentős és fontos megállapítást tehetünk a magvető tőkealapok működéséről.

- a) Az első az, hogy a magvető tőkealapok rendszerint állami támogatással és finanszírozással jönnek létre, általában komplex kezdő vállalkozásokat támogató programok keretén belül
- b) A második nagyon fontos megállapítás az, hogy a tapasztalat azt mutatja, hogy a magvető tőkealapok rendkívülien kockázatos alapoknak minősülnek, a befektetett tőke elért megtérülési hozamai minimálisak – 4-5% (minimális IRR szintek)

Ezen tapasztalatoknak a figyelembe vételével a Magyarországon létrehozandó magvető tőkealap kapcsán, a következőt javasoljuk:

- A teljes magvető tőkealap program lebonyolítását az NKTH egy kinevezett Központi Alapkezelőre bízva, amelyet teljes körűen megbíz a befektetési struktúra felállítására és befektetési stratégia megvalósítására. A Központi Alapkezelő közreműködő entitásként vesz részt a folyamatban, kizárólagos feladata az alapkezelés technikai lebonyolítása
- Egy fund-of-funds struktúra létrehozása javasolt, amelyet az Innovációs Alapból (KTIA) lehívott összegekből lehetne feltőkésíteni
- A Központi Alapkezelő pályázati úton kiválasztja azt a 3-4 alapkezelőt, amelyekbe kihelyezi a rendelkezésre álló tőkefinanszírozásra irányuló forrásokat. A magvető tőkealap a létrejövő alapok tőkéjének maximum 80%-át biztosíthatja, a fennmaradó részt magánforrásból kell biztosítani

- A kiválasztott alapkezelők elsődleges szelekciós kritériuma az alapkezelő befektetési tapasztalata és az alapkezelő munkatársainak egyéni befektetési tapasztalata (track-record megléte és bemutatása)
- A magvető tőkealap befektetéseit egy akkreditált coach hálózat segíti elő, amely lehetővé teszi, hogy a kedvezményezett vállalkozások hozzájussanak a tőkefinanszírozáshoz, és hogy a befektetések sikeresen meg tudjanak valósulni
- A végső kedvezményezett high-tech, innovatív kezdővállalkozásoknak kell minősülni, amelyeket a következőkkel támaszthat alá:
 - Legalább elkezdett szabadalmi eljárás
 - Legalább elkezdett folyamat a szellemi termékek bejegyzésére
 - Legalább elkezdett folyamat a szerzői jogvédelem megszerzésére
- A befektetett vállalkozásokba szerzett részesedést az alapkezelők hagyományos módon értékesítik szakmai befektetőknek, a vállalat menedzsmentjének vagy más pénzügyi befektetőnek. A Jeremie programban résztvevő alapok potenciális második körös befektetői lehetnek a high-tech, innovatív vállalkozásoknak

A magvető tőkeprogram megvalósításának első és egyben legfontosabb lépése a Központi Alapkezelő kinevezése vagy létrehozása a teljes program lebonyolítására.

Az NKTH legfontosabb feladata a stratégiai iránymutatás és a források biztosítása a Központi Alapkezelő számára, ugyanakkor az Alapkezelő feladatainak kijelölése, feladatok elvégzésének ellenőrzésére és a szükséges stratégiai támogatottság biztosítása.

II. BEVEZETŐ

Ez a tanulmány egy Magyarországon elsőként létrehozandó magvető tőkealap (seed fund) létrehozásának és működtetésének megvalósíthatóságát tárgyalja. Jelenleg Magyarországon a venture capital (kockázati magántőke) alapok nem fedik le a magvető tőke kockázati alapok piacát, ezért egy ilyen típusú kockázati magántőke alap hiánya alapvető piaci hiányosságra és piaci tökéletlenségre utal.

Az eredeti elképzelések alapján egy a nyugati minták alapján működő, többségében állami finanszírozásból létrehozandó magvető tőkealap jönne létre. A magvető tőkealap (seed fund) elsődleges célja elérhető kockázati tőkefinanszírozás biztosítása a korai fejlettségi fázisban levő high-tech, innovatív és potenciálisan magas hozzáadott értéket teremtő, Magyarországon működő kis- és középvállalkozások számára.

Az elmúlt években számos tanulmány és kezdeményezés¹ látott napvilágot magvető tőkealapok létrehozása kapcsán. Tanulmányunk, ezen kezdeményezéseknek az eredményeit, kutatásai és elemzései során figyelembe vette, kiindulópontként használta a nemzetközi gyakorlatok feltárásában.

Jelen tanulmány annyiban kíván többet nyújtani ezeknél, hogy egy sokkal konkrétabb megvalósíthatósági tanulmány formáját ölti, a nemzetközi tapasztalatokból konkrét következtetéseket von le a magyar magvető tőkeprogram működtetésére, ugyanakkor egy konkrét magvető tőkealap struktúrát és felépítést is javasol a legjobb nemzetközi gyakorlatok felhasználásával.

Az elemzések elkészítését és a tanulmány megírását az Inishmore Tanácsadó Kft. magas színvonalú kutatási háttere segítette elő a nemzetközi gyakorlatok feltárására és legjobb gyakorlatok azonosítására. Kutatásaink során nyilvánosan elérhető forrásokra, statisztikákra, adatokra és tanulmányokra támaszkodtunk, és az így felkutatott adatokat

¹ Magyar Innovációs Szövetség, INNOSTART Nemzeti Üzleti Innovációs Központ, Vállalkozói Inkubátorok Szövetsége: Nemzeti Technológiai Inkubátor és Magvető Tőke Program. Budapest. 2005; SEED REG program

saját elemzési módszereinkkel és saját tapasztalatunk felhasználásával ötvöztük egybe. A tanulmányt az NKTH által összehívott szakértői véleményeztek és a felvetett kérdések és megjegyzések kiegészítése után jóváhagyta és elfogadta.

III. A TANULMÁNY STRUKTÚRÁJÁNAK ÁTTEKINTÉSE

Tanulmányunk struktúráját négy részre osztottuk, nemzetközi legjobb gyakorlatok és tapasztalatokon figyelembe vételével a magyarországi magvető tőkealapra releváns következtetéseket:

1. ***Államilag finanszírozott magvető tőkealap szükségessége.*** Ebben a részben két nagyon fontos tényezőt vizsgálunk meg. Elsőként azt, hogy melyek azok a makrogazdasági feltételek, mutatók és keretfeltételek, amelyek szükségessé teszik egy magvető tőkealap létrehozását. Másodikként megvizsgáljuk azt, hogy melyek azok a speciális piaci feltételek, piaci kudarcok (market failure) amelyek indokolják egy ilyen speciális kockázati magántőke befektetési alap létrehozását. Mindezt egy helyi intézményi keretbe helyezzük és meghatározzuk az alap létrehozásának mérföldköveit.
2. ***Nemzetközi tapasztalatok és benchmark-ok feltárása, elemzése és Magyarországra vonatkozó következtetések levonása.*** Ebben a fejezetben a kutatásaink során feltárt nemzetközi legjobb gyakorlatok alapján megvizsgáljuk, hogy nemzetközileg a magvető tőkealapok milyen feltételek mellett működnek és a következő kérdésekre válaszolunk: Hogyan működik a fundraising? Milyen kockázati magántőke alap struktúrákon keresztül fektetnek be a magvető alapok? Miként valósítják meg a beruházásokat és hogyan, milyen szektorokba fektetnek be? Milyen módon történik az exit a portfólió vállalatokból és hogyan próbálják biztosítani ezen vállalatok hosszú távú sikerességét? És végül, de nem utolsó sorban megvizsgáljuk,

hogy a nemzetközi tapasztaltok alapján milyen teljesítmény és eredmény várható el a hasonló struktúrájú alapoktól.

- 3. Magyarországon létrehozandó, államilag finanszírozott magvető tőkealap keretfeltételeinek a meghatározása.** Ebben a részben a legfontosabb keret- és peremfeltételeket tárjuk fel, amelyek lehetővé teszik majd az alap sikeres működését. Ebben a részben határozzuk meg, hogy kik azok a szereplők – Kutatás-fejlesztés intézményei, inkubátorházak, partner szervezetek- és milyen feladatköröket kell ellátni ezeknek. Azt is meghatározzuk, hogy milyen intézményi támogatottságra és cselekvésre van szükség egy ilyen kockázati befektetési alap létrehozására.
- 4. Az utolsó részben az új alap létrehozásának, felépítésének és működtetésének legfontosabb gyakorlati lépéseit elemezzük és határozzuk meg, nemzetközi legjobb gyakorlatok felhasználásával.** Az utolsó részben a tanulmányunk céljaként szolgáló magvető alap struktúrájának és működésének alapelveire fogunk részletesen kitérni, meghatározva a legfontosabb szűk keresztmetszeteket és mérföldöveket az alap életre hívásában.

A tanulmány végezetén a döntéshozók által meghozandó stratégiai döntéseket fogjuk áttekinteni, amelyek a magvető tőkealap mielőbbi létrehozását fogják elősegíteni, figyelembe véve az aktuális politikai, gazdasági és társadalmi körülményeket.

IV. FOGALMAK, RÖVIDÍTÉSEK²

Fogalom	Definíció
Magvető tőke	Kutatáshoz, tervezéshez, a koncepció kialakításához a vállalkozás induló fázisa előtt folyósított finanszírozás
Üzleti angyal	Egy olyan befektető magánszemély, aki pénzt és szakértelmet is nyújt egy cégnek, tulajdonosi részesedésért
Kockázati magántőke (private equity)	A magántőke tőzsdén nem jegyzett cégek számára biztosít részvénytőkét. A magántőkét új termékek kifejlesztésére, új technológiák bevezetésére, forgótőke bővítésére, felvásárlásokra, vagy a cég mérlegének javítására nyújtják. A magántőke-befektetés a tulajdonosi viszonyokat illetve a cég vezetését is átrendezheti. Egy családi vállalkozásban az utódlás, vagy tapasztalt vezetők ki- és bevásárlásai szintén megoldhatók magántőke-bevonás segítségével. A kockázati tőke szigorúan véve csak egy részhalmaza a magántőkének, a cégek indításához, korai fázisban történő fejlesztéséhez vagy terjeszkedéséhez használt magántőke-befektetéseket nevezik így
Fund-of-funds struktúra	Olyan alap, amely más alapok részvényeit vásárolja meg. Az újonnan létrejövő alapok részvényeibe fektető esernyőalap az un. elsődleges alapok alapja. A már meglévő alapokba fektető esernyőalap az un. másodlagos alapok alapja
Tőkefinanszírozás	Egy vállalat feltőkésítése befektetők által, tulajdonjog szerzéssel vagy megőrzésével járó joggal
Piaci kudarc (market failure)	Piaci elégtelenség. Ha a piacon kudarc alakul ki, akkor ha a verseny nem tökéletes, természetes monopólium

² Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület,

http://www.hun.hvca.hu/index.php?option=com_content&task=view&id=25&Itemid=37

	alakul ki vagy esetleg kartellek alakulnak ki
Fundraising	Az a folyamat, melyben a kockázati magántőke-befektetők maguk gyűjtenek tőkét egy alap létrehozásához. Ezek az összegek magán, vállalati vagy intézményi befektetőktől származnak, akik olyan összegek befizetésére vállalnak kötelezettséget, amit majd az alapkezelő fektet be
Start-up alapok	A cégnek termékfejlesztésre és kezdeti piackutatásra folyósított finanszírozás. A cég lehet alakulás közben, vagy működhet már egy ideje, de termékei még nem kerültek kereskedelmi forgalmazásra
Venture capital alapok	Olyan professzionális befektetés, mely a tulajdonossal társulva finanszíroz egy korai fázisban, de már kialakult termékkel rendelkező vállalkozást. A befektető a magasabb kockázatért cserébe az átlagosnál magasabb hozamot vár e
Buy-out alapok	Olyan alapok, melyek stratégiája más cégek megszerzésére irányul. Ide tartozhatnak még az un. mezzanine alapok is, melyek a kivásárlás finanszírozásához szükséges további (rendszerint un. alárendelt) tőkét biztosítják, amihez gyakran az árfolyamemelkedésből származó haszon egy részéhez való jog is kapcsolódik
Befektetési időszak (holding period)	Az az időtartam, amíg egy befektetés az alap portfóliójában marad. Jelentheti azt az időtartamot is, ameddig meg kell tartani egy befektetést ahhoz, hogy a befektető árfolyam-nyereségadó kedvezményre legyen jogosult
Alapkezelői díj	A magántőke-alap kezeléséért járó díj. Az éves kezelői díj a befektetők által befizetett kezdeti összeg bizonyos százalékaival egyenlő
Hozzáadott érték (added)	Egy magántőke-alap kezelőjének különleges tapasztalata, tudása, vagy értékes üzleti

value)	kapcsolatrendszere, ami jelentős mértékben hozzájárul azon cégek a fejlődéséhez, melyekbe befektetnek
Portflió társaság, felvásárlási célpont	Olyan cég vagy gazdasági egység, melybe egy magántőke-alap közvetlenül befektet
Menedzsment buyout	Olyan kivásárlás, amikor a megcélzott cég saját korábbi vezetői a magántőke-befektetők nyújtotta tőkéből veszik meg az üzletrészt az eladótól
Kockázati befektetési alapok szakmai tapasztalata (track record)	Egy magántőke-alap kezelő cég szakmai tapasztalata, története és múltbeli teljesítménye
Fedezeti pont	Egy olyan pont, amit a cég akkor ér el, amikor a jövedelme már pontosan megegyezik a költségeivel
Kötelezettségvállalás (commitment)	Egy befektető kötelezettségvállalása arra, hogy az alapkezelő kérése esetén meghatározott összegű további tőkét bocsát a magántőke-alap rendelkezésére
Kezelt tőke (capital under management)	Az alapkezelőnél további befektetések céljára rendelkezésére álló pénzeszközök és a már korábban befektetett, de még nem értékesített vagyon (bekerülési áron számolt) összege
Belső megtérülési ráta (IRR)	A belső megtérülési ráta az alap alapításától adott időpontig a (korlátolt felelősségű) befektetők által megkeresett nettó hozam
Hurdle rate (elvárt hozam)	Az a belső megtérülési ráta, melyet az alapkezelőnek a befektetők számára biztosítaniuk kell ahhoz, hogy az átvitt jutalékokat (nyereségrészesedésüket) megkaphassák.
Nyereségrészesedés (átvitt jutalék, carried interest)	Az alapkezelő cég vagy az alapkezelők jogosultsága az osztalék egy részére. Ez a jutalék (jellemzően maximum az alap profitjának 20%-a) akkor fizethető ki, amikor a befektetők már visszakapták az eredetileg befektetett összeget, plusz egy minimálisan elvárt hozamot

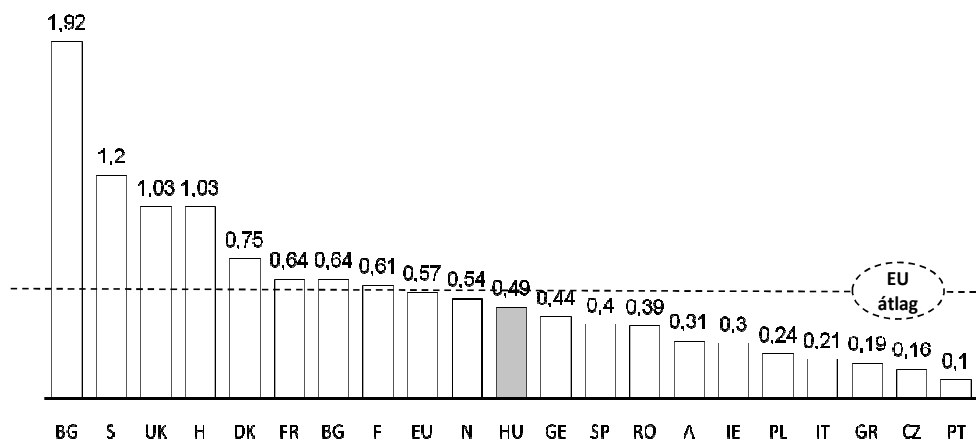
Befektetett vállalkozásokból való exit	A magántőke-alap befektetéseinek megszüntetése. A kilépés különböző lehetőségei: szakmai befektetőnek történő értékesítés; tőzsdei forgalombahozatal (beleértve az első tőzsdei megjelenést); leérés; az elsőbbségi részvények, hitelek visszafizetése; eladás más kockázati tőkésnek, vagy pénzintézetnek
NPV – Nettó jelenérték (Net Present Value)	A jövőbeli kifizetések diszkontálása azon kamatveszteség miatt, amely a kifizetés későbbi időpontjából adódik
Term sheet (Feltételjegyzék)	A javasolt befektetés alapvető pénzügyi és egyéb feltételeit összefoglaló rövid dokumentum. általában nem kötelező érvényű, de tartalmazhat a befektetőre és a cégre vonatkozó kötelezettségeket
Kockázati befektetési alapok elvárt hozama	Az a belső megtérülési ráta (IRR), melyet az alapkezelőnek a befektetők számára biztosítaniuk kell ahhoz, hogy az átvitt jutalékukat (nyereségrészesedésüket) megkaphassák

V. ÁLLAMI MAGVETŐ TŐKEALAP SZÜKSÉGESSÉGE

Magyarországon a kockázati befektetési alapok az elmúlt 10 évben egy rendkívülien dinamikus fejlődésen mentek át, legfőképp ez európai gazdaságok felé konvergálás kedvező hatásaként. 2007-re Magyarországon a kockázati magántőke befektetések mértéke elérte a GDP-nek a 0,49%-át, amint ezt az 1. ábra is mutatja, és ebben alig marad alul az Európai Unió 0,57% átlagától. Megfigyelhető az is, hogy Magyarország a kockázati tőke vonzásában vívott versenyben elég jelentősen fölülmúlja Közép-Kelet Európa jelentősebb országait – Románia 0,39%, Lengyelország 0,24%, Csehország 0,16%, viszont messze alulmarad Európa fejlett gazdaságai mögött, mint Svédország, Egyesült Királyság és Dánia.

1. ábra. Kockázati magántőke beruházások Európában

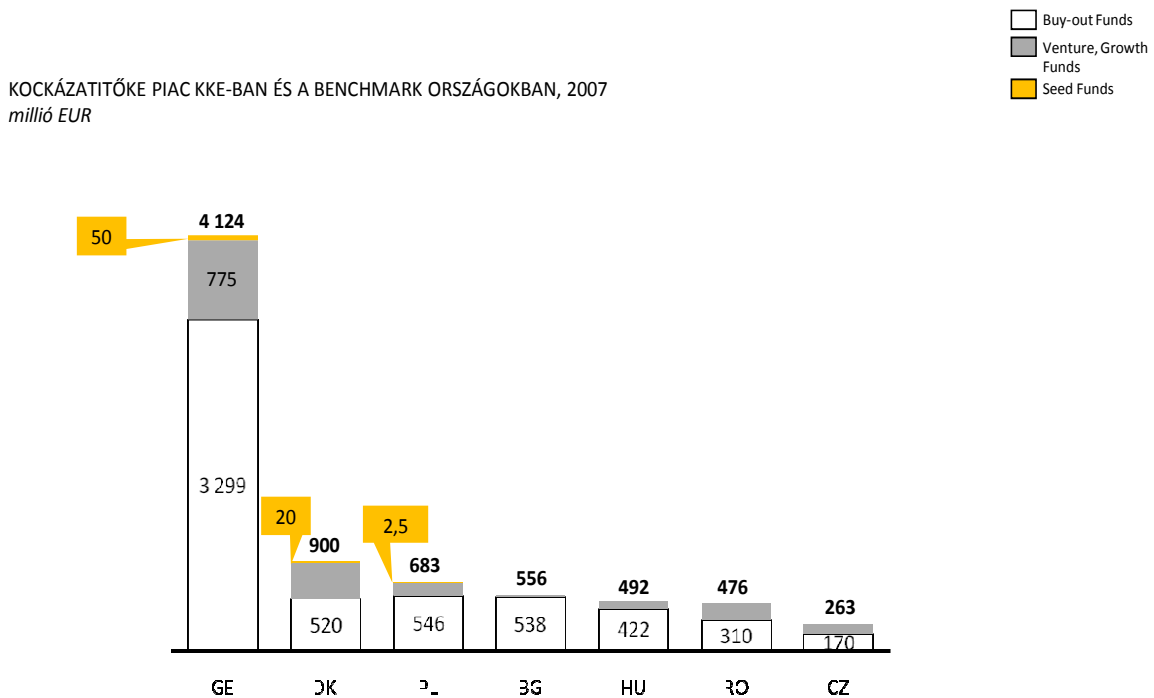
KOCKÁZATI TŐKE BERUHÁZÁSOK MÉRTÉKE EUROPÁBAN GDP ARÁNYOSAN, 2007
%



Forrás: EVCA Yearbook 2008, Inishmore

Magyarországon a látszólag jó kockázati tőke vonzóerő viszont egy eléggé egyoldalú képet mutat, hisz a kockázati magántőke legjava klasszikus buy-out alapokba csoportosul. A 2. ábrán jól látható, hogy 2007-ben hazánkban a kockázati befektetési alapok által kezelt 492 millió euró több mint 85%-a nagy buy-out alapok kezelésében állt, a többi meg venture capital és growth alapok kezelésében volt. Korai magvető (pre-seed), magvető (seed) és start-up alapok nem léteznek Magyarországon, a régió országaiban is alig (Románia, Csehország, Lengyelország), de a kifejlett befektetési kultúrájú és innovációt magas szinten támogató országokban (Németország, Dánia) jelentős összegeket kezelnek és fektetnek be magvető tőkealapok.

2. ábra. Kockázati magántőke alap piac Közép-Kelet Európában



Forrás: EVCA 2008 Nordic Report; EVCA Central and Eastern European Statistics, 2007, BVK, Inishmore

Egy államilag támogatott és finanszírozott magvető tőkealap létrehozása kapcsán két alapvető makrogazdaság politikai kérdésre kell választ adnunk. Az első kérdés az, hogy milyen makrogazdasági logika és aktuális makrogazdasági helyzet miatt **van szüksége magvető tőkefinanszírozásra a KKV szektornak**. A második kérdés az, hogy a magyar kockázati befektetési piacon elsőként megjelenő **magvető tőkealap létrehozásában miért van szükség állami finanszírozásra és támogatottságra**.

1. *Miért van szüksége a KKV szektornak egy magvető tőkealapon keresztül elérhető finanszírozásra?*

- Az általános gazdasági lelassulás következtében **az exportképes KKV szektor nagyon kedvezőtlenül érintett, megrendelések csökkenése a hatékonyságuk csökkenésével jár**, ezért a további fejlesztésre szánt forrásaik jelentősen lecsökkennek. Ugyanakkor a jelenkor **pesszimista gazdasági kilátásai negatívan hatnak a vállalkozói kedvre**, amelyet egy kezdő vállalkozásokat és innovációt támogató komplex program elő tud segíteni, amelynek keretében magvető tőkefinanszírozáshoz is hozzájuthatnak
- Magyarországon a KKV szektor és ezek közül legfőképp a kezdeti fázisban levő (induló) vállalatok **köre rendkívülien nehezen és drágán jut hozzá banki finanszírozáshoz fejlesztéseik finanszírozására**. Ez részben indokolt az induló vállalatok finanszírozásából adódó magas kockázat miatt, viszont emellett a magyar bankrendszer továbbiakban nehezíti az ilyen típusú vállalkozások hitelhez való hozzáférését. *A magyar vállalkozások mintegy 80%-a banki hitel nélkül gazdálkodik, míg a fejlett EU-tagállamokban ez az arány 15-20%. A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitel/GDP ráta 25,7%, míg az EU-15 átlaga közel 45%³*. Az olcsónak számító állami és részben Európai Uniósi tőke egy ilyen tőkehiányos környezetben, egy magvető tőkealapon keresztül, jelentősen hozzájárulhat a KKV szektor élénkítéséhez.

³ Gazdasági és Közlekedési Minisztérium

- **A magán szektor nem oldja meg a kezdeti fázisban levő vállalkozások finanszírozását.** Amint a fentiekben is említettük, Magyarországon nem működnek magvető tőkealapok. Ez egy alapvető piaci hiányosság jele, amely hosszú távon kedvezőtlenül hat a KKV szektor fejlődésére, K+F és innovációs tevékenységeire.
2. *Miért van szükség egy állami finanszírozásból és támogatással létrejövő magvető tőkealapnak?*
- **A KKV szektor innovációra és kutatás-fejlesztésre irányuló tevékenységek támogatása kiemelt prioritással szerepel a 2007-2013-as Új Magyarország Fejlesztési Tervben:** *”A gazdaságfejlesztési prioritás K+F- és innovációs célú beavatkozásai: Ösztönözni kívánjuk az alkalmazott K+F tevékenységeket, a vállalkozásokkal együttműködve folytatott alkalmazott kutatásokat és kísérleti fejlesztéseket; esetenként támogatjuk a nagyobb megtérülési kockázatú, ám kiemelkedő jelentőségű K+F projekteket; Ösztönözzük a vállalkozások innovációs tevékenységét a termelés és a szolgáltatások területén egyaránt; segítjük az önálló kutatás-fejlesztési potenciál növelését (tekintettel az anyag- és energiahatékonyságra)”*⁴ Egy siker orientált, kutatás-fejlesztésre irányuló vállalatok előfinanszírozására dedikált magvető tőkealap teljes összhangban lenne az aktuális gazdaságfejlesztési politikákkal.
 - A Gazdaságfejlesztési Operatív Program és a Közép-magyarországi Operatív Program keretében finanszírozott Új Magyarország Kockázati Tőkeprogramok keretében finanszírozott Közös Alap Alprogramja (Jeremie program) pályázati felhívásának a tervezetében ez áll: *„A jelen Pályázat célja a korai (magvető és induló), illetve növekedési létszakaszban lévő, a Magyar Köztársaság területén, nem a közép-magyarországi régióban székhellyel rendelkező mikro,*

⁴ A Magyar Köztársaság Kormánya: Új Magyarország Fejlesztési Terv, Magyarország Nemzeti Stratégiai Referenciakerete 2007-2013. Budapest. 2007.

kis- és középvállalkozások tőkehelyzetének a Társaság, illetve magánbefektetők által létrehozott közös kockázati magántőke alap (a továbbiakban: „**Közös Alap**”) befektetési útján történő javítása érdekében (a továbbiakban: „**Támogatás**”)”⁵. Ezt figyelembe véve **egy tiszta és pontos elkülönítés szükséges a Jeremie program céltámogatása illetve az újonnan létrejövő magvető tőkealap célfinanszírozása között. A két program kiegészítője lehet egymásnak, de ugyanazzal a céllal: az innováció és kutatás-fejlesztés támogatása közös** állami és Európai Unió finanszírozással.

- Az államilag támogatott **inkubátor és kezdő vállalkozás támogató programoknak a tökéletes kiegészítője lehet egy létrejövő magvető tőkealap.** Magyarországon nem létezik az a komplex, piaci igényekre felépített innovatív kezdő vállalkozásokat, inkubációt és magvető tőkealapot támogató program és ez már alapvető piaci hiányosságnak bizonyul. Mára már közel 40 inkubátorház működik, ezt egészíti ki 10-12 úgynevezett innovációs park, viszont ezek messze nem elégítik ki korszerűen a felmerülő igényeket. A 2005-ös Nemzeti Technológiai Inkubátor és Magvető Tőke Program⁶ tanulmány szerzői így jellemzik a magyar inkubátorházakat: „(...) méreteik azonban nemzetközi összehasonlításban kicsik, kihasználtságuk túl magas. Leggyakrabban az általános vállalkozási feladat ellátását biztosítják, az ingatlant a bérlőknek piaci áron adják, **szolgáltatáskínálatukban kevés az innovatív elem.** Az ingatlan bérlés lehetőségei adottak, az informatikai hálózat azonban gyakran már csak részleges. Az adatbázis szolgáltatás, az oktatás, tanácsadás, partnerkeresés, pályázatfigyelés, a projekt-menedzsment támogatása lassan terjed.”

⁵ Nemzeti Fejlesztési Ügynökség képviseletében eljáró Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt.

⁶ Magyar Innovációs Szövetség, INNOSTART Nemzeti Üzleti Innovációs Központ, Vállalkozói Inkubátorok Szövetsége: Nemzeti Technológiai Inkubátor és Magvető Tőke Program. Budapest. 2005

A fentiek fényében egy magvető tőkealap létrehozása és működtetése high-tech, innovatív vállalkozások támogatására egy valós piaci hiányosságnak és igénynek a minél előbbi kielégítését látná el.

A létrejövő magvető tőkealap egy tökéletes kiegészítője lehet a kiépülőben levő Technológiai Inkubátor Programnak ⁷(TIP) a potenciális befektetési célpontok azonosításában, illetve a kezdeti életciklusban levő vállalkozások inkubációs időszakának az elősegítésére.

A Magyar Állam felismerte, hogy jelenleg Magyarországon nincsenek hatékony mechanizmusok a kockázati tőke források ún. magvető szakaszban lévő innovatív vállalkozásokba tereléséhez, illetve fejletlenek az innovációt támogató tőkepiaci eszközök. Ennek mentén a Kormány Tudomány- technológia- és innovációpolitikai (TTI) stratégiájának része, hogy tovább kell fejleszteni az innovációt ösztönző tőkepiaci eszközöket és azok jogszabályi feltételeit. A kockázatok az állami és a magántőke kombinálásával megoszthatók. Olyan állami rásegítő mechanizmusokat kell bevezetni, amelyek a magántőke számára vonzó projektek piacát jelentősen bővítik.

A Tudomány-, Technológia- és Innovációpolitika középtávú céljai 2013-ig között a Kormány vállalja továbbá, hogy a vállalatok K+F+I tevékenységébe való befektetéseket, a kereslet élénkítését ösztönző programokat indít, amelyek magukban foglalják a magvető tőke intézmény kialakítását, valamint az innováció- és ügyfélbarát hiteltermékek kamat és hitelgarancia feltételeinek megteremtését. Ösztönözi a magántőke érdekelttségének megteremtését, a kockázat megosztását, a részvételi feltételek javítását a K+F befektetésekből (kockázati tőke, üzleti angyalok, fejlesztő tőke).

A TTI stratégia intézkedési terve (1019/2009. (II. 19.) Korm. határozat) is tartalmazza a korai és növekedési szakaszban lévő innovatív vállalkozások fejlődésének segítségét

⁷Equinox Consulting: A Technológiai Inkubátor Program (TIP) ex-ante értékelése és stratégiai javaslatlattétel

kockázati tőkealapok létrehozásán keresztül, ezek pénzügyi forrását pedig a Gazdasági Versenyképesség Operatív Program 4. prioritásában és a Kutatási és Technológiai Innovációs Alapban jelöli meg.

A Gazdasági Versenyképesség Operatív 4 Prioritás végrehajtása keretében az Új Magyarország Kockázati Tőke program célja az ország területén, nem a közép-magyarországi régióban székhellyel rendelkező mikro-, kis- és középvállalkozások magvető-, induló, illetve növekedési tőkéhez juttatása kockázati tőke-befektetései által. Az áprilisban zárult, a közvetítők kiválasztását szolgáló pályázat egyes elemeit megvizsgálva az tapasztaljuk, hogy az Új Magyarország Kockázati Tőke program nem a korai fázisú befektetésekre koncentrál:

- a közvetítők kiválasztására felállított scoring rendszer nem ösztönzi a befektetők magvető szakaszba történő befektetéseit, amennyiben legalább 40%-os kezdeti fázisú befektetési arányt vállalnak a maximálisan adható pontszám 15 a 130-ból
- mind a Közös alap, mind a Co-investment alap részesedése az egyes befektetési projektek esetében maximum 70% lehet. A magánbefektetők legalább 30%-os, kötelező hozzájárulása túlságosan magas a kezdeti, magvető fázisra jellemző kockázat mértékét ismerve.

A fentiekből látható, hogy az Új Magyarország Kockázati Tőke program által nyújtott finanszírozás a legkockázatosabb magvető fázisra (az induló szakaszt megelőző, a kezdeti vállalkozási koncepció tanulmányozására, értékelésére és kidolgozására) alig, az induló fázisra (termékfejlesztésre és kezdeti marketingre) pedig kis mértékben fókuszál.

Az átfedések minimalizálása, valamint a támogatási konstrukciók arányos megoszlása érdekében a magvető tőkealapnak csak 30%-os mértékben kellene a kisebb kockázatot jelentő induló fázisra koncentrálnia, valamint figyelemmel a magvető időszak magas kockázati arányára lehetővé kell tenni, hogy a magánbefektetők 30% alatt (10-20%) is hozzájárulhassanak vagy a nemzetközi gyakorlat alapján teljesen állami forrásból valósuljon meg.

VI. NEMZETKÖZI TAPASZTALATOK ÉS BENCHMARKOK

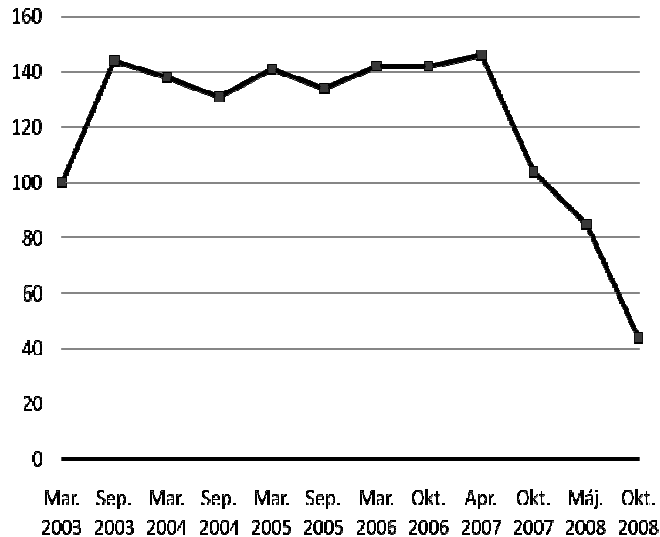
A kockázati magántőke alapkezelés és kockázati befektetési kultúra a nyugati fejlett gazdasági élet a szerves része. Egy 2009 januárjában megjelent felmérés alapján „a rövid távú globális piaci hangulatnak megfelelően a kockázati tőke bizalmi indexe is mélypontra jutott (Közép Európában. a szerzők)”⁸, ami tökéletesen tükrözi a kockázati tőke piac nemzetközi hangulatát is. Amint ezt a 3. ábrán is bemutatjuk a 2007-es csúcsról, mára már egy jelentős bizalom megingással számolunk a közép-európai kockázati magántőke piacokon, aminek valójában három nagyon fontos, rövid távú, közvetlen következménye van:

- Következő egy év folyamán az alapkezelők **a már meglévő portfólióik kezelésére fognak összpontosítani**, ezeket leginkább kiegészítő felvásárlásokkal segítve elő
- A következő időszakban már az elkezdett tranzakciók is kérdéssé válnak, **háttérbe szorulnak majd az új tranzakciók és befektetések**. Várhatóan viszont a kis- és középpiaci befektetések körében jobban fennmarad a befektetési aktivitás, ez által kedvező pozíciót teremtve a venture és growth alapoknak
- Ilyen globális hangulatváltás **a fundraising-re is kedvezőtlenül fog hatni**, a következő évben, a befektetők sokkal óvatosabban fogják majd portfólióikat kialakítani és ezzel a magas kockázattal járó kockázati magántőke alapokba szánt összegek is csökkenni fognak.

⁸ Deloitte: Central European Kockázati magántőke alap Confidence Survey. Budapest. 2009

3. Ábra. Közép Európai kockázati tőke bizalmi indexe

A DELOITTE KÖZÉP EURÓPAI KOCKÁZATI TŐKE BIZALMI INDEXE
Pont



- 2008-ban a kockázati tőke befektetők hangulata az elmúlt öt év legalacsonyabb értékére süllyedt Közép-Európában
- Az elkövetkező időszakban az alapkezelők portfólió-kezelésre összpontosítanak
- Háttérbe szorulnak az új tranzakciók, de várhatóan a kis- és középpiaci méretek esetében várhatóan jobban fennmarad a piaci aktivitás

Forrás: Deloitte, Portfolio.hu, Inishmore

A rövid távú globális trendeket és a gazdasági válság továbbgyűrűző hatásait azért tartjuk fontosnak kiemelten kezelni, mert egy tartós „negatív sentiment” egy tartós globális gazdaság lelassulással párosulva hosszútávon átalakíthatja a befektetők várakozásait és ezen keresztül a kockázati befektetési alapok kultúráját. Jelenleg nem rendelkezik senki azon információk egyvelegével amely hosszú távon modellezhetővé tenni az ilyen típusú változásokat, de az ilyen típusú kezdeményezések esetében, mint például egy magvető tőkealap létrehozása, felkészülnünk kell lenni arra, hogy sokkal magasabb kockázati rátákkal kell számolni mint korábban ezt az alapkezelők tették.

Nemzetközi összehasonlításban Magyarország messze alul marad az Európai Uniótól a korai fázisú vállalkozói aktivitásban GDP arányosan, aminek oka részben a korai fázisban levő vállalkozások finanszírozási lehetőségeinek – vállalkozói tőke, hitel, kockázati magvető tőke - hiányában keresendő. Amíg a korai fázisú vállalkozói aktivitás Szlovéniában 4,4%, Dániában 4,8%, Ausztriában 5,3%, Németországban 5,4%, Lettországon 6,6%, addig Magyarországon ez 1,9%. Ezt némileg magyarázza az egy főre jutó jövedelem (GDP PPS/fő) alulmaradása az Európai Unió átlagától, viszont a lakosságnak a korai vállalkozói aktivitására mindenképp kedvezőtlenül hat az ez irányú, komplex ösztönzők hiánya.

Az Európai Unió a különböző instrumentumain, programjain, támogatáspolitikáin és szervezetein keresztül bőségesen foglalkozik a korai fázisban levő vállalkozások támogatásával.

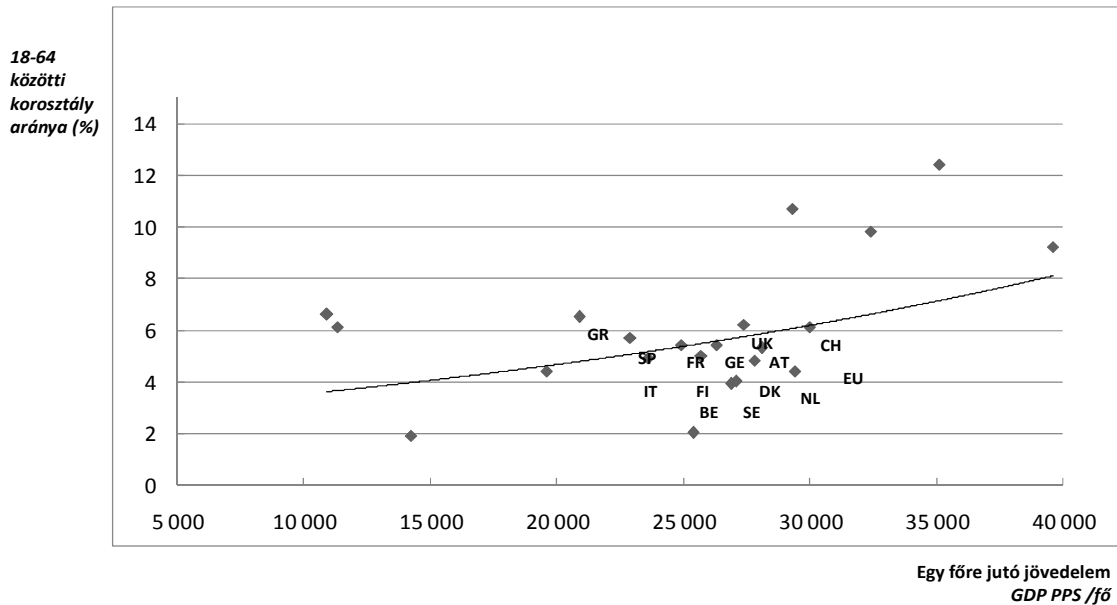
Az Európai Befektetés Alap (European Investment Fund, EIF) Venture Capital alapja⁹ és a regionálisan működő The Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises, JEREMIE-ként ismert programján¹⁰ keresztül biztosítanak elérhető befektetendő tőkét különböző regionálisan működő, korai fázisban levő vállalkozások finanszírozására.

⁹ European Investment Fund, EIF: <http://www.eif.europa.eu/venture/activity/index.htm>

¹⁰ European Investment Fund, EIF: <http://www.eif.europa.eu/jeremie/activity/index.htm>

4. ábra. Korai fázisú vállalkozói aktivitás

KORAI FÁZISU VÁLLALKOZÓI AKTIVITÁS ÉS A GDP ÖSSZEFÜGGÉSE, 2005



Forrás: Eurostat, GEM - Global Entrepreneurship Monitor 2005 Report, Inishmore

A kockázati befektetési alapokat klasszikusan 3 nagy kategóriába osztjuk, amelyek a vállalkozások különböző életciklusába fektetnek be:

- seed/start-up alapok
- venture/growth alapok
- buy-out alapok.

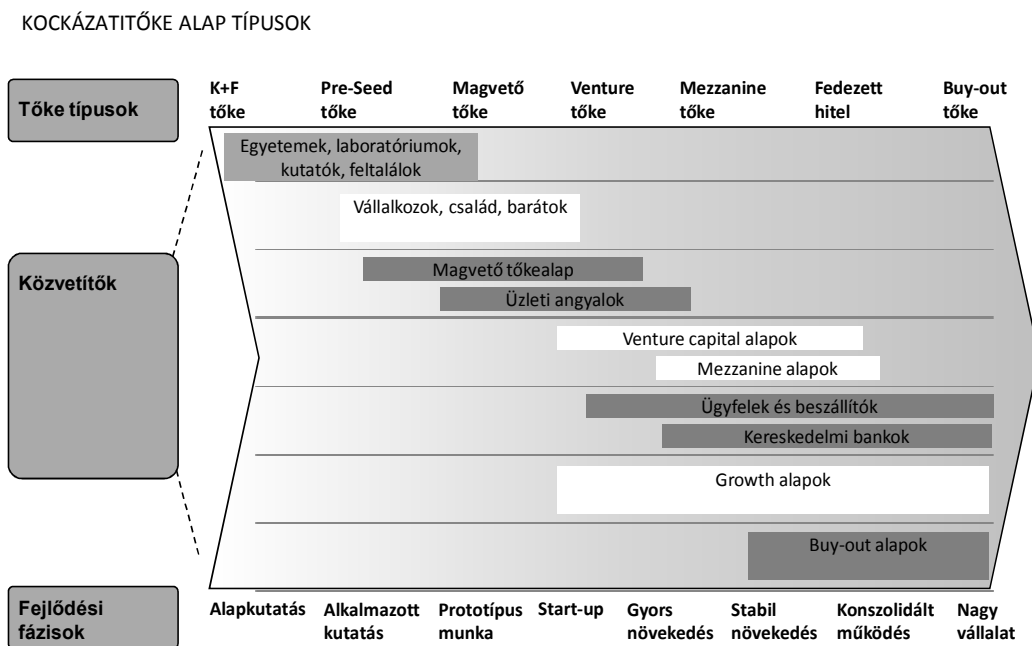
Valójában a nemzetközi piacokon több és különböző típusú kockázati befektetési alap működik¹¹, amint ezt a 5. ábrán részletesen is bemutatjuk.

¹¹ The National Association of Seed and Venture Funds: Seed and Venture Capital State Experiences and Options. USA. 2006

VI. NEMZETKÖZI KOCKÁZATI MAGÁNTŐKE ALAPOK JELLEMZŐI

A magvető tőkealapok rendszerint az induló mikro-vállalkozásoknak abban a fejlődési fázisában fektetnek be fejlesztési tőkét, amikor ezeknek a létrehozandó termékei és szolgáltatásai már az alkalmazott kutatás fázisban tartanak. A magvető tőkealapok exit-je a vállalkozásokból nemzetközi tapasztalatok alapján meg akkor valósul meg, mikor a vállalkozások egy gyors és fenntartható fejlődési pályára állnak, kialakult is stabil cash-flow-juk van, kialakult termék és szolgáltatás kínálatuk van és egy felkészült, kompetens menedzsment áll a vállalat mögött.

5. ábra. Kockázati befektetési alap típusok



Forrás: NASVF (The National Association of Seed and Venture Funds, USA), Inishmore

A továbbiakban azt fogjuk megvizsgálni, hogy a nemzetközi tapasztalatok elemzése után melyek a nemzetközi standardok egy magvető tőkealap létrehozására. Ennek során az alapok létrehozásának a legfontosabb lépéseit fogjuk áttekinteni, figyelembe véve ezek sajátosságait. Az alapok létrehozásának és működtetésének legfontosabb lépései:

- Fundraising
- Kockázati magántőke alapok struktúrája
- Beruházások megvalósítása
- Beruházási területek és beruházások eloszlása
- Exit
- Kockázati magántőke alapok teljesítménye

VI.1. FUNDRAISING

Az amerikai Magvető- és Venture Tőkealapok Nemzeti Egyesülete 2006 májusában megjelent tanulmányában¹² 8 módját nevez meg annak, hogy állami programok és szervezetek milyen módon fektetnek be és támogatják a magvető és venture tőkealapokba:

- 1. Állami szervezetek/ügynökségek közvetlen saját alapjaikba való befektetései.** Az állam szervezetek által közvetlen módon létrehozott alapok napjainkban már nem egy gyakori módja az állam hozzájárulásának. A felmérések alapján a közvetlen állami felügyelet levő alapkezelők:

- nehezen tudják hosszú távon magukhoz kötni kiképzett alkalmazottaikat

¹² The National Association of Seed and Venture Funds: Seed and Venture Capital State Experiences and Options. USA. 2006

- befektetési standardjaikat nem tudják megfelelő magas szinten tartani
- az alapok teljesítménye rendkívülien hullámzó
- nehéz megőrizni az alapkezelők politikai támogatottságát

Mindezekről függetlenül mai napig vannak és működnek világszerte közvetlen állami felügyelet alatt álló magvető tőkealap kezelők, mint például a dán Vaekstfonden¹³ vagy a Maryland-i Department of Economic Development Enterprise Fund¹⁴ alapja

2. **Állami szervezetek befektetési területileg korlátolt, magán alapkezelők alapjaiba.** Ezek az alapok rendszerint magas politikai támogatottságnak örvendenek, hisz a befektetéseket kötelező módon az állam területén kell megvalósuljanak, viszont ezek az alapok sok esetben ez a gyakorlat kontraproduktívnak bizonyultak. A legnagyobb problémát ezen befektetések megfelelő kihelyezésben a tapasztalt, megbízható alapkezelők kiválasztása jelenti, ezen alapkezelők tevékenységének és teljesítményének ellenőrzése nagyon nehézkesen működik. Ez típusú beruházási mód sok ideig az állami nyugdíjalapoknak a kedvence volt és még most sok sikeres és jól teljesítő hasonló alap működik. Így működik többek között Németország egyik legsikeresebb magvető tőkealapja is a BC Brandenburg Capital¹⁵ is.
3. **Állami szervezetek befektetése egy magvető és venture tőkealap portfólióba.** Ezt a modellt ismertebb nevén „fund of funds” modellnek hívják és a nyugdíj alapok rendszerint ilyen módon helyeznek ki tőket

¹³ Vaekstfonden: http://www.vaekstfonden.dk/?sc_lang=en

¹⁴ Enterprise Fund: <http://www.msa.md.gov/msa/mdmanual/12dbed/html/12agen.html>

¹⁵ BeteiligungsFonds Brandenburg, amelyet a BC Brandenburg Capital kezel: <http://www.bc-capital.de/english/index.php?nav=2.0.27&rnd=2>

kockázati befektetési alapokba. Ebben a modellben az állam több egymással versenyző kockázati befektetési alapba helyez ki tőkét, más intézményi- vagy magánbefektetőkkel közösen. Az ilyen típusú beruházási stratégia célja az, hogy az egymással versengő tapasztalt alapkezelők a lehető legmagasabb hozzáadott értéket teremtsék, ha további tőkéhez szeretnének jutni befektetőitől. Ugyanakkor ez a modell a kockázatok diverzifikálását is magában hordja és az alapkezelők tapasztalatát kihasználva a kihelyezett tőke a legmegfelelőbb vállalkozásokba tud bekerülni.

4. **Adó hitel ösztönzők közvetlen magán beruházásokra.** Az ilyen programokban adó kedvezményeket nyújtanak azoknak a magán befektetőknek akik a saját államaikban fektetnek be kezdő high-tech, innovatív vállalkozásokba. Egy átlagos hitel az ilyen típusú programokban a beruházott tőke 20%-ig terjedhet és ezeket az ösztönzőket az államok arra használják, hogy azokra a befektetési területekre irányítsák a beruházásokat amelyek stratégiaileg fontosak a régió számára.
5. **Adó hitel ösztönzők közvetett magán beruházásokra.** Az Amerikai Egyesült Államokban vannak olyan államok amelyek akár 20-30% adó hitelt nyújtanak azoknak a befektetőknek, akik magvető és venture alapokba fekteti a pénzét. Ilyen típusú adókedvezményeket Missouri, Louisiana, Wisconsin, New York, Texas és Oklahoma államai biztosítanak a befektetőknek.
6. **Üzleti angyal hálózatok mobilizálása.** Fejlett gazdaságok államai különböző ösztönző és mobilizáló programokkal próbálnak üzleti angyal hálózatokat létrehozni és támogatni. Egy ilyen hálózatban az üzleti angyalok rendszerint 0,1 és 1 millió EUR közötti összegekkel finanszíroznak kezdeti fázisban levő vállalkozásokat. Ilyen hálózatok

például a Silicon Valley Band of Angels üzleti angyal hálózata, vagy a Business-Angels Berlin-Brandenburg¹⁶ üzleti angyal hálózata is.

7. **„Matchmaking” szolgáltatások.** Befektetési tőke brokering programok számos helyen működnek az USA-ban. Az ilyen programoknak a lényege az, hogy szervezett keretek vagy rendezvények keretén belül a high-tech, innovatív, kezdő, tőkeigényes vállalkozásokat befektetőkkel próbálják társítani, összehozni.
8. **Vállalati és befektetési kultúra kialakítását célzó programok.** Különböző befektetési és szakmai fórumok és rendezvények támogatása, melyek hosszú távon kívánják a magánszemélyek és üzletemberek befektetési kultúráját megváltoztatni.

A fent bemutatott módszerek és modellek közül az első három modellben jelenik meg az állam valamely intézménye, szervezete vagy ügynöksége mint közvetlen vagy közvetett (fund of funds-ként) befektetőként a magvető vagy venture tőkealapokban. Ha az Európai Venture Capital Egyesület (EVCA) 2007-es adatait¹⁷ nézzük, akkor azt láthatjuk, hogy Közép-Kelet Európában az állami intézmények közel 436 millió EUR-ot fektettek be venture capital típusú alapokba.

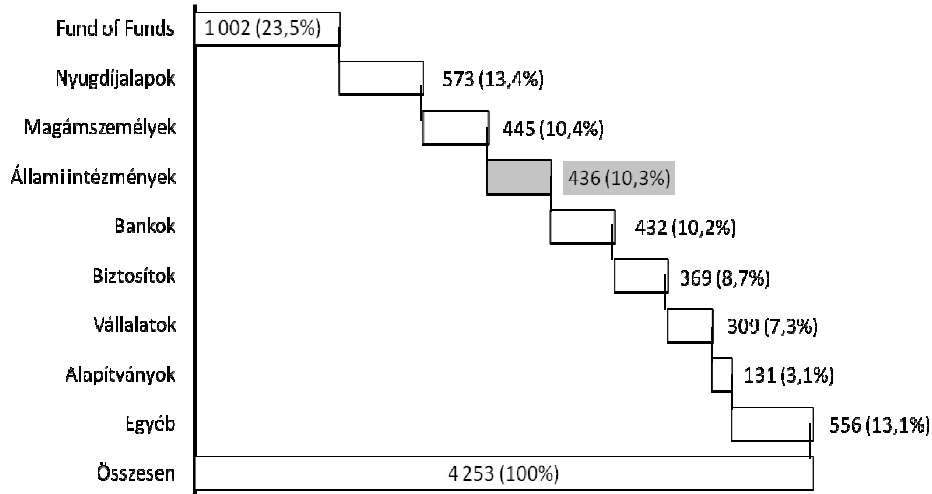
A 6. ábrán ugyanakkor az is jól látható, hogy az állami intézmények hozzájárulása a venture capital alapok tőkéjéhez meghaladja a 10%-ot, viszont a továbbiakban is a fund of funds alapok járulnak hozzá a legtöbbel, a maguk 23,5%-os részesedésével, a venture capital alapok tőkéjéhez. Ha figyelembe vesszük azt, hogy Magyarországon a Jeremie program 2009-ben fog elindulni csak, a maga nagyságrendileg 45 milliárd Ft-jával (közel 150 millió EUR), akkor ez a teljes Magyarországon kihelyezett venture capital tőke kb. 20-25%-át is jelentheti.

¹⁶ Business Angel Berlin Brandenburg: <http://www.business-angels-berlin.de/>

¹⁷ European Venture Capital Association: Central and Eastern European Statistics 2007. Bruxelles. 2008.

6. ábra. Kockázati befektetési alapokba befektetett tőke forrása

KOCKÁZATI TŐKE ALAPOKBA BEFEKTETETT TŐKE FORRÁSA KKE-BAN, 2007
Millió EUR, %



Forrás: EVCA Central and Eastern European Statistics, 2007, Inishmore

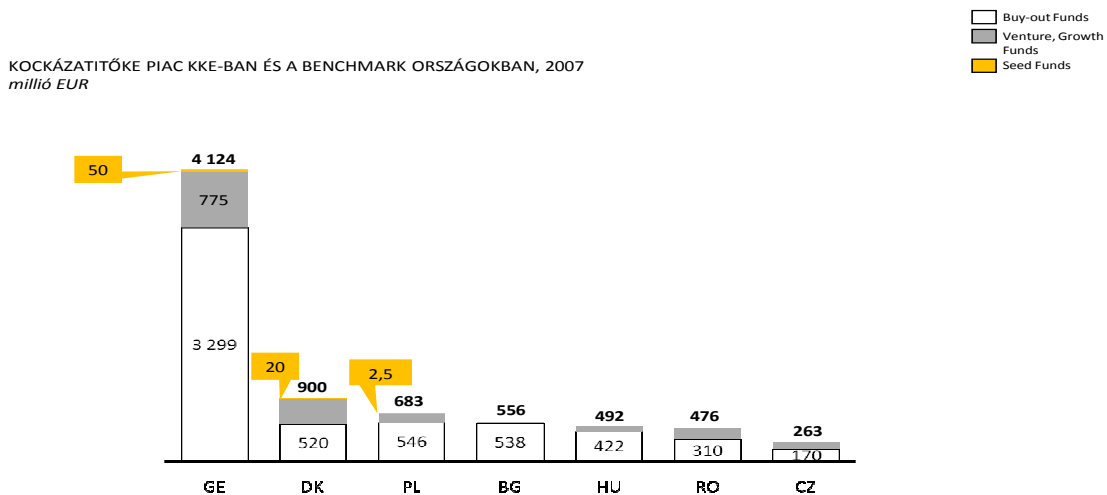
A Vaekstfonden (The Danish Growth Fund) dán állami finanszírozással létrejött magvető tőkealapja technológiai magvető tőkét, mezzanine hitelt és hitel garanciát biztosít innovatív kezdeti fázisban lévő vállalkozásoknak. A Vaekstfonden magvető tőke alap közvetlenül is beruház vállalkozásokba, de a legtöbb forrást fund of funds-ként helyezi ki, és akár nemzetközi venture capital alapokba is befektet, amennyiben ezek Dániában fektetik be a kihelyezett pénzt.

SEED-REG felmérése alapján¹⁸ a Vaestfonden 2006-ban közel 45 millió EUR-t helyezett ki magvető tőkeként, 40-50 millió EUR-t helyezett ki fund of funds-ként venture capital alapokba és közel 10 millió EUR-t biztosított mezzanine hitelekre.

IV.2.KOCKÁZATI BEFEKTETÉSI ALAPOK STUKTÚRÁJA

Közép-Kelet Európa országaiban a magvető tőkealapok részaránya a PE piacon még mindig nagyon alacsonyan szinteken mozog. KKE országaiban csupán Lengyelországban létezik némi magvető tőke aktivitás, de itt is csupán 2,5 millió EUR tőke van kihelyezve magvető tőkealapokon keresztül (7.ábra). Németországban és Dániában jóval jelentősebb összegeket helyeznek ki magvető tőkealapokon keresztül, legfőképp innovatív kezdővállalkozások finanszírozására.

7. ábra. Kockázati magántőke alap piac, alapok típusa szerint



Forrás: EVCA 2008 Nordic Report; EVCA Central and Eastern European Statistics, 2007, BVK, Inishmore

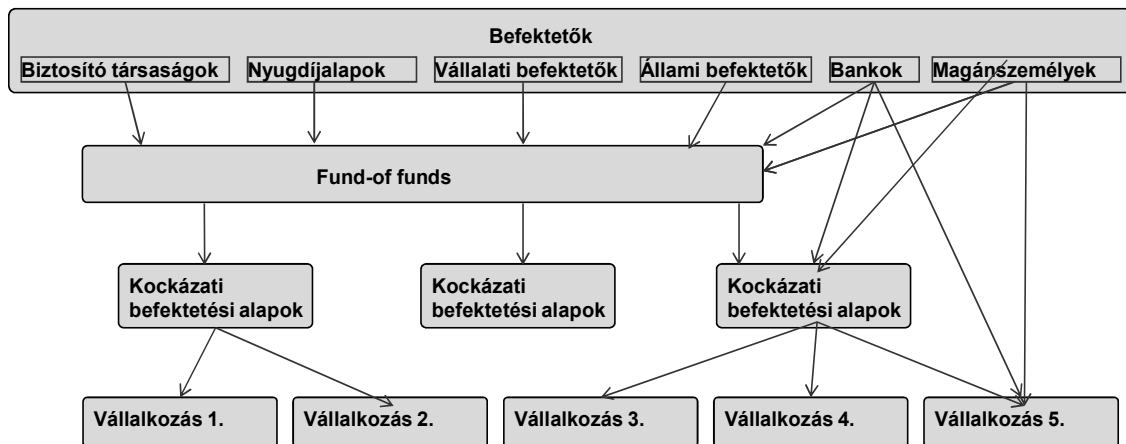
¹⁸ SEED-REG: Development of specific regional policies through the analysis of early-stage financing opportunities for innovative start-ups and spin-offs. Vaestfonden: EU-relevant good practices at international level. EU. 2007.

A nemzetközi kockázati befektetési alapok struktúráját áttekintve, a 8-as ábrán látható egy standard kockázati befektetési alap felépítése. A legtöbb kockázati befektetési alap egy fund-of-funds-nak nevezett alapból hív le forrásokat és a fund-of-funds-ok szintjén működő befektetési bizottságok döntenek a tőke kihelyezéséről a különböző kockázati alapokba.

A különböző kockázati befektetési alapok egy management fee felszámolása után, saját befektetési stratégiájuk alapján kihelyezik a tőkét különböző vállalatokba. Az értékteremtés a vállalatok majdani további értékesítéséből adódik, ez által biztosítva a kockázati befektetési alapok által elvárt hozamokat, amelyet a belső megtérülési ráta mértékével mérünk (IRR).

8. ábra. Tőkealapok struktúrája

MAGVETŐ TŐKEALAPOK STRUKTÚRÁJA



A fejlett gazdaságokban működő magvető tőkealapok struktúrája némileg eltér egy szokványos growth vagy venture capital típusú alap struktúrájától és ez legfőképp abból adódik, hogy a magvető tőkealapok nagyon korai fejlődési életciklusú vállalkozásokba helyeznek ki tőkét, amelynek következtében a befektetések rendkívülien kockázatosnak minősülnek. A nemzetköz példák áttanulmányozásával, a vizsgált magvető tőkealapok struktúráját a következő tényezők jellemzik:

- Eltérően egy szokványos kockázati befektetési alaptól ahol különböző típusú befektetők helyeznek ki tőkét kockázati magántőke alapokba (lásd 8. Ábra), a magvető tőkealapok működését rendszerint *állami tőke bevonásával teszik lehetővé* az alapkezelők. Az állami tőke ösztönző erejének köszönhetően kisebb mértékben bankok és szakmai befektetők is tőkét helyeznek ki az ilyen alapokba, de a tőke javarészt (80%-90%-át) a különböző állami források biztosítják
- Az állam a magvető tőkealapokba a forrásokat *rendszerint egy fund-of-funds struktúrára keresztül helyezi ki* a különböző alapokba, ezáltal biztosítva azt, hogy tapasztalt és szakszerű alapkezelők rendelkezzenek a kihelyezett tőke felett, meghatározott befektetési stratégia mellett.
- A magvető tőkealapok ritkán szereznek többségi tulajdon részt a befektetett vállalkozásokba, rendszerint csendes társként szerepelnek a cég struktúrájában, ezáltal biztosítva az önállóságot az innováció tulajdonosának a különböző fejlesztések megvalósítására
- A magvető tőkealapok működését sok esetben egy *párhuzamosan működő és az alappal szorosan együttműködő coaching rendszerrel segítik elő*. Az akkreditált coach-ok a magvető tőkealapok által finanszírozott vállalkozások teljes életciklusát végigkövetik, a befektetési dokumentáció és kezdeti üzleti terv elkészítésétől a magvető tőkealapok kiszállásáig a vállalkozásokból

- A magvető tőkealap konstrukciók rendszerint biztosítanak a vállalkozások számára egy második, vagy akár egy harmadik körös *refinanszírozási lehetőséget is*, ugyanakkor szorosan együttműködnek a különböző inkubátor programokkal a kezdő vállalkozások kezdeti életciklusának a támogatására

VI.3. BERUHÁZÁSOK MEGVALÓSÍTÁSA

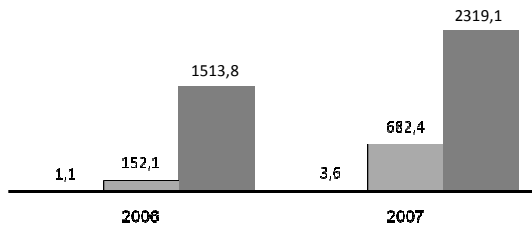
Közép-Kelet Európában egy átlagos kockázati befektetés tranzakció értéke 14,8 millió EUR volt (9. ábra), amint az EVCA¹⁹ 2007-es adataiból kiderül. Ugyanakkor az is kiderül, hogy egy átlagos magvető tőke tranzakció értéke közel 450,000 EUR Közép-Kelet Európában és így valósult meg mindössze 8 befektetés 2007-ben, az 5 befektetéshez képest 2006-ban.

9. ábra. Kockázati befektetési tranzakciók megvalósítása

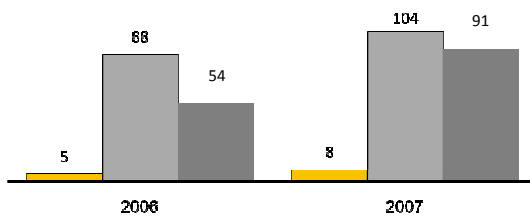
¹⁹ European Venture Capital Association: Central and Eastern European Statistics 2007. Bruxelles. 2008

KOCKÁZATITŐKE BEFEKTETÉSEK 2006- 2007-BEN

Private equity befektetések értéke KKE-ben
Millió EUR



Private equity befektetések száma KKE-ben
Darab



- 2007-ben egy átlagos private equity deal értéke 14,8 millió EUR volt
- Egy seed fund átlagos beruházás értéke 2007 folyamán 0,45 millió EUR volt Közép-Kelet Európában

Forrás: BVCA/PricewaterhouseCoopers, Inishmore

A High-Tech Gründerfonds²⁰ a német kormány, KfW bankcsoport, a BASF, a Deutsche Telekom és a Siemens kezdeményezéséből életre hívott kockázati befektetési alap, 272 millió EUR induló tőkével. Küldetésük szerint venture capital tőkét fektetnek be fiatal, magas technológiai felszereltséggel működő és alkalmazott kutatást életbe ültető vállalkozásokba, amelyek megfelelő, kompetens menedzsment kezében állnak.

Beruházási kritériumaik öt követelményben nyilvánulnak meg:

- *Kialakult üzleti elképzelés (Content-related criteria for the business concept)*
- *Technológiai orientáció (Technological orientation)*

²⁰ High-Tech Gründerfonds: <http://www.high-tech-gruenderfonds.de/htgf/index.php?id=167>

- *Magas-fokú innováció (Higher degree of innovation)*
- *Kiképzett, professzionális menedzsment (Personal qualification of the management staff)*
- *Cash-flow finanszírozás* – a befektetett vállalkozásba 18 hónapig kell biztosított cash-flownak lennie

Ezeket az általános befektetési kritériumokat és gyakorlatokat figyelembe véve az innovatív vállalkozásokba történő befektetések a következő lépések szisztematikus megvalósításával jön létre:

- 1. Lépés: Elképzelés vázlatok bemutatása.** Első lépésként a vállalkozás alapítója bemutatja elképzelés vázlatait egy *coach*-nak vagy hálózati partnernek. Az alapnak bemutatott elképzelés vázlatnak egy coach, egy más befektető vagy egy kutató intézet referenciájával kell rendelkeznie. Az elképzelés vázlatnak már tartalmaznia kell egy első körös értékelést és finanszírozási szükségletet. A High-Tech Gründerfonds maximum 20%-os finanszírozást biztosít, a többit más befektetők bevonásával kell biztosítani.
- 2. Lépés: Teljes dokumentáció benyújtása.** Első körös pozitív notifikáció esetén az alapítók megkapják az előzetes Term Sheet-et az alap kondícióival. Ez alapján a teljes dokumentációt, üzleti tervvel együtt benyújthatja az alapító.
- 3. Lépés: Due-diligence.** Harmadik lépésként az alap egy strukturált átvilágítást végez a vállalkozás kockázatainak (üzleti, adó és pénzügyi). Egy külsős technológiai partner bevonásával a technológia megalapozottságáról és az innováció mértékéről is készül egy jelentés. Ezzel párhuzamosan egy interjút készítenek az alap döntéshozói az alapítókkal és a vállalkozás kulcsalkalmazottaival. Ebben a fázisban mutatja be az alap a végleges beruházási feltételeit és a befektetés teljes mértékét.

4. Lépés: Beruházás megvalósítása. Az alap négy befektetési bizottsága közül az egyik meghozza a végleges döntést és az alapján az alap átváltja ezt a döntést egy participációs joggá.

Az általános Európai Unió tapasztalat az, hogy magvető tőkealapok legritkább esetben szereznek többséget egy vállalkozásban, általában csendes társként vesznek részt az ilyen közös vállalkozásokban. Általános gyakorlat az is, hogy a magvető tőkealapok ritkán fektetnek be egymagukban, általában elvárják a tulajdonosoktól, hogy társfinanszírozó magán vagy intézményi partnereket vonjanak be fejlesztések megvalósítására.

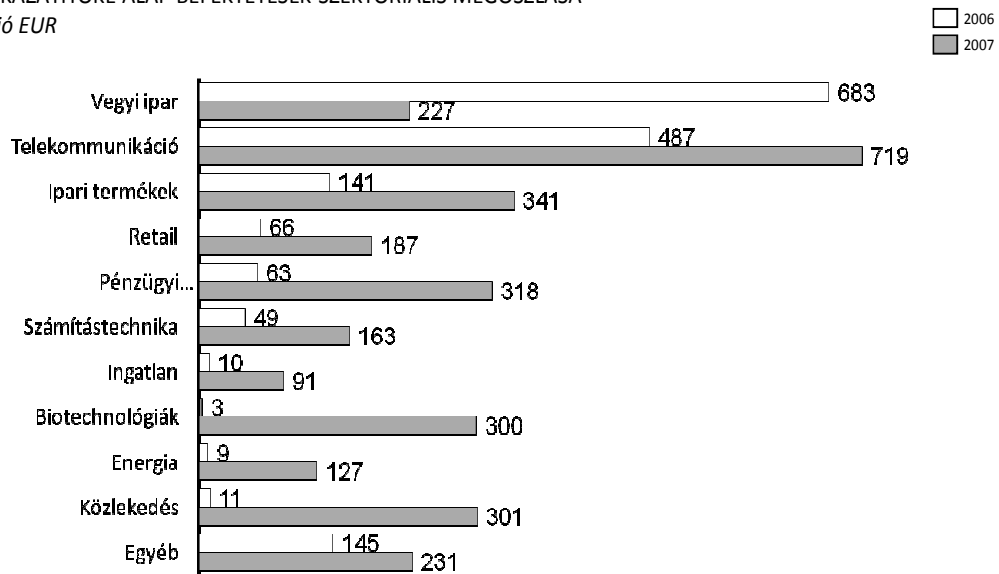
VI.4. BEFEKTETÉSI TERÜLETEK ÉS A BEFEKTETÉSEK ELOSZLÁSA

A magvető és venture capital tőkealapok befektetési területeit illetően elég jelentős szórás mutatkozik. Az EVCA adatai alapján²¹ 2007-ben a telekommunikációs iparágba fektettek be a legtöbb venture capital tőkét (719 millió EUR-t), míg 2006-ban vegyi ipar vonzotta legtöbb venture capital tőkét (683 mill EUR-t). A 10-es ábrán az is jól látszik, hogy 2007-ben az ipari termékek előállítására, a pénzügyi szféra, a biotechnológiák és a közlekedés technológia is egyaránt 300 millió EUR fölötti venture capital tőkét vonzottak.

²¹ European Venture Capital Association: Central and Eastern European Statistics 2007. Bruxelles. 2008

10. ábra. Kockázati befektetési alapok beruházásainak szektorális megoszlása

KOCKÁZATITŐKE ALAP BEFEKTETÉSEK SZEKTORIÁLIS MEGOSZLÁSA
Millió EUR



Forrás: EVCA, Thomson Reuters, Pricewaterhousecoopers, Inishmore

A magvető és főleg a venture capital tőke célját és iparági felhasználását a nemzetközi tapasztalatok alapján is elég nehéz korlátok közé szorítani. Magas kutatás-fejlesztést és innovációt promováló vállalkozások körét iparági logika alapján elég nehéz beszűkíteni, ezért az alapok rendszerint csak tág irányvonalakat szabnak tőke felhasználási céljaiként.

VI.5. EXIT

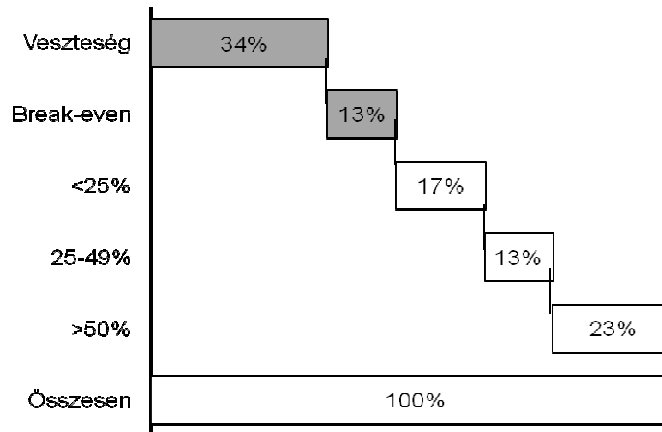
A magvető tőkealapok neuralgikus pontját és egyben működési struktúrájuknak legkockázatosabb elemét a befektettet vállalkozásokból való kiszállás jelenti (divestment). A Berlin-Brandenburg Business Angel Network adatai alapján²² a magvető tőkealapok és üzleti angyalok által finanszírozott vállalkozásoknak 34% veszteséget hoz a finanszírozó számára, míg további 13%-a alig éri el a break-even pontot a befektetési időszak végén.

A befektetett vállalkozások közel egy negyede (23%-a) 50% feletti nagyon magas hozamot (IRR) biztosít a befektetőknek. (11. ábra). Az a tény, hogy a befektetett vállalkozások közel fele (47%-a) break-even pont alatt teljesít indokolja a leginkább az állami finanszírozás aktív jelenlétét a magvető tőkepiacon, egy ilyen mértékű bedőlési és veszteségi arányt csak egy ilyen típusú befektető tud hosszú távon bevállalni.

²² Business Angel Culture, Business Angels Berlin-Brandenburg. Potsdam. 2007.

11. ábra. Korai életciklusú való befektette tőke megtérülése

KORAI ÉLETCIKLUSÚ VÁLLALKOZÁSOKBA FEKTETETT TŐKE MEGTÉRÜLÉSE
%



Forrás: Business Angely network, Berlin-Brandenburg, Inishmore

Azon Közép-Kelet Európa-i vállalkozások esetében ahol megtörténik a befektetési alapok részvényeinek az értékesítése a befektetési időszak végén, a European Venture Capital Association (EVCA) adatai alapján²³ az esetek 53%-ban a részek értékesítése szakmai befektetőnek történik (13. ábra), viszont ugyanez az arány Európában csupán 28%. A más befektetési alapoknak való értékesítés további 24%-ot tesz ki KKE-ben, míg Európa többi részén ez az arány eléri a 30%-ot. Fontos megjegyezni azt is, hogy a legtöbb magvető tőkealappal párhuzamoson egy venture capital típusú alapot is működtetnek ugyanazon alapkezelők, amely lehetővé teszi azt, hogy eset adtán a magvető tőkealap a másik testvéralapnak értékesítse részesedéseit.

²³ European Venture Capital Association: Central and Eastern European Statistics 2007. Bruxelles. 2008

13. ábra. Kockázati befektetési alapok exit-je a közös vállalkozásokból

KOCKÁZATIŐKE ALAPOK KILÉPÉSE A BEFEKTETETT VÁLLALKOZÁSOKBÓL, 2007
Millió EUR, %

Exit formája	KKE		Európa	
	Millió EUR	%	Millió EUR	%
Szakmai befektetőnek való értékesítés	312	53,2%	7 508	28,3%
Tőzsdei bevezetésen keresztül történő eladás	17	2,8%	2 652	10,0%
Elsőbbségi részvények és hitelek visszafizetése	22	3,8%	4 103	15,4%
Más private equity fund-nak való értékesítés	138	23,6%	8 083	30,4%
Pénzügyi befektetőnek való értékesítés	17	2,8%	859	3,2%
Management buy-back	68	2,2%	1 996	3,5%
Egyéb	67	11,6%	1 996	8,9%
Összesen	640	100%	27 197	100%

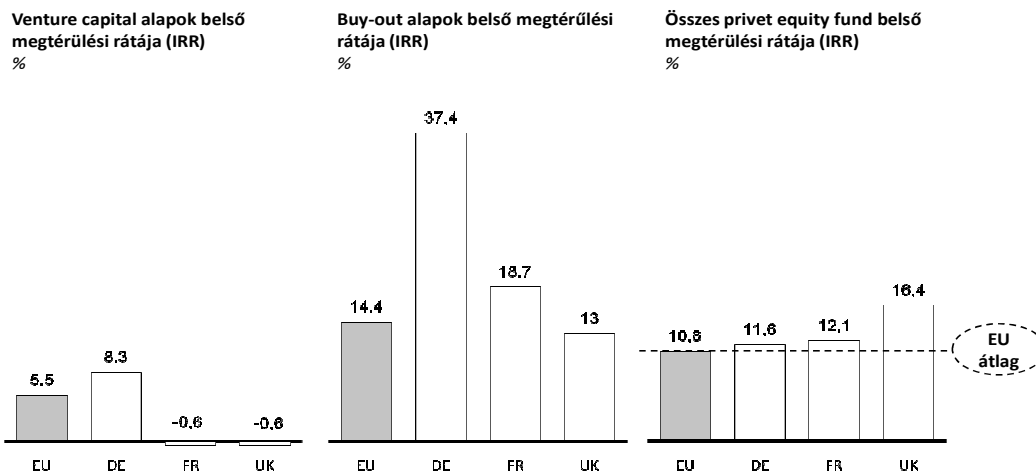
Forrás: EVCA Central and Eastern European Statistics, 2007, Inishmore

VI.6. KOCKÁZATI BEFEKTETÉSI ALAPOK TELJESÍTMÉNYE

A venture capital típusú befektetési alapok (ezen alapok körébe sorolhatóak a magvető tőkealapok is) 2006-ban az EU-ban átlagosan 5,5%-os megtérülést értek el, míg a klasszikus buy-out alapok ugyanebben az évben az EU-ban 14,4%-on teljesítettek (13. Ábra). Ha teljes kockázati befektetési alap piacot nézzük 2006-ra az EU-ban akkor az alapok által elért belső megtérülési ráta 10,8% volt, ami egy igen jelentős viszonyítási alapot képez az a Magyarországon elérhető hozamok mértékéről.

13. ábra. Kockázati befektetési alapok teljesítménye

KOCKÁZATITŐKE ALAPOK TELJESÍTMÉNYE 2006-BAN



Forrás: Thomson Financial/European Venture Capital and Private Equity Association, Pan-European Survey of Performance 2006; AFIC/Ernst & Young, French Private Equity Performance 2006, BVCA/PricewaterhouseCoopers, Inishmore

Az európai kockázati befektetési alapok közül a német alapok teljesítettek a legjobban 2006-ban, a venture capital típusú alapok 8,3%-os IRR-t, a buy-out típusú alapok 37,4%-ot, míg az összesített kockázati befektetési alap piac 11,6%-os megtérülést produkált.

VII. MAGYARORSZÁGON LÉTREJÖVŐ MAGVETŐ TŐKEALAP (SEED FUND) KERETFELTÉTELEI

Az Innovációs Alapból (KTIA-ból) létrehozott kockázati befektetési alap a korai fejlődési életsiklusban levő high-tech, innovatív vállalkozások támogatását lenne hivatott ellátni. Ez a létrejövő alap egy alapvető piaci hiányosságot kíván pótolni a magyarországi kockázati magántőke befektetési piacon, ugyanis jelenleg Magyarországon nem működik hasonló típusú alap.

Az NKTH által kezdeményezett magvető tőkealap egy természetes kiegészítője tudna lenni a már korábban meghirdetett Új Magyarország Kockázati Tőkeprogramnak²⁴, amely legfőképp növekedési szakaszban lévő, nem a közép-régióbeli székhellyel rendelkező kis- és középvállalkozásoknak nyújt tőkefinanszírozást.

A magvető tőkealap struktúrájának meghatározó keretfeltételei és céljai:

- I. Az Innovációs Alap forrásainak leghatékonyabb módon történő kihelyezése
- II. Korai életsiklusban levő vállalatok támogatása, ezáltal egy piaci tökéletlenséget pótolva a hazai tőkepiacon
- III. Innováció és kutatás-fejlesztés támogatása a kis- és középvállalkozói szektorban
- IV. Szabadon felhasználható tőke kihelyezése a hitelválság okozta tőkeínséges piacra

Az alapvetően technológiai inkubációra szoruló, induló, nagy növekedési kilátással rendelkező, innovatív, K+F tevékenységet végző vállalkozások inkubációját felvállaló Technológiai Inkubátor Program aktívan bevonja a magántőke befektetőket és a szereplők számára elfogadható kompromisszumokat, garanciákat, előnyöket ajánl a programban történő

²⁴ Új Magyarország Kockázati Tőkeprogram , Közös Alap Alprogram - Pályázati Felhívás.

részvételért cserébe. Tehát a Technológiai Inkubátor Program alapvetően lehetőséget teremt arra, hogy Magyarország legkiválóbb induló vállalkozásai egy ideális vagy ahhoz közeli környezetbe kerüljenek, és minden adott legyen a legnagyobb növekedés elérésére, ennek megalapozására.

Véleményünk szerint a Technológiai Inkubátor Program megfelelő, biztonságos keretet és lehetőséget adhat a magvető alapnak, hiszen nemcsak exit perspektívát jelenthet, hanem ki is válthatja az első inkubációs szakaszban nyújtott állami támogatást, akár a Technológiai Inkubátor Társaságok révén, akár megcélzott vállalkozásokba történő befektetések által.

Összegezve a Technológiai Inkubátor Program, az állami magvető tőkealap és a remélt Young Innovative Company (YIC) státusszal járó adókedvezmények együttesen reményeink szerint jól egymásra tudnak majd épülni és élénkítő hatást váltanak ki a tőkebefektetési hajlamra Magyarországon.

VIII. MAGYARORSZÁGI MAGVETŐ TŐKEALAP LÉTREHOZÁSA, FELÉPÍTÉSE ÉS MŰKÖDTETÉSE

A Magyarországon létrejövő magvető tőkealap létrehozatalának, felépítésének, struktúrájának és működtetésének legfontosabb elemeit a legjobb nemzetközi gyakorlatok feldolgozásával alakítottuk ki, figyelembe véve a magyarországi adottságokat és a koncepció speciális körülményeit.

A nemzetközi tapasztalatok összegzésének legfontosabb megállapításai:

- Az Európai Unió fejlett gazdaságainak és kockázati magántőke piac struktúráinak szerves része a magvető tőkealapok működése. Az Európai Unió országok közül a legfejlettebb magvető tőkealap kultúrával Németország, Dánia, Svédország és Írország rendelkezik
- A magvető tőkealapok feltőkésítésében az állam különböző szervezetei minden vizsgált országban fontos szerepet játszanak, a magvető tőkealapok forrásainak 80-90%-át nagy átlagban állami források biztosítják
- A magvető tőkealapok rendszerint komplex, induló vállalkozásokat támogató programok keretén belül működnek. Inkubátor programok, induló vállalkozás hitelezés, üzleti angyal hálózat, coaching, tanácsadás egészíti ki a magvető tőkealapok által nyújtott tőkefinanszírozást
- A fund-of-funds struktúra és egy központi kockázati magántőke alapra épülő struktúrák egyaránt jelen vannak, de azokban az esetekben, ahol a magvető tőkealap egyedüli nagy befektetője az állam (lásd. Dánia) a fund-of-funds struktúra a preferált a vele járó előnyöknek köszönhetően
- A magvető tőkealapok teljesítménye és az elért hozamok mértéke elég nehezen mérhető. Mivel kezdeti életciklusban levő vállalatok támogatásáról

van szó, az alapok jelentős kockázatot vállalnak, hiszen az ilyen kezdővállalkozások körében elég nagy bedőlési aránnyal kell számolni

VIII.1. MAGVETŐ TŐKEALAP LÉTREHOZÁSÁNAK JOGI VÉLEMÉNYEZÉSE

A magyarországi magvető tőkealap részben, vagy egészben a Kutatási és Technológiai Innovációs Alapból származó forrásokból jönne létre. E körülményt is figyelembe véve jogi megvalósíthatósági szempontból az alábbi főbb aspektusok vizsgálandóak:

- a) Magvető tőkealap létrehozatalának, működésének jogi háttere
- b) Az Innovációs Alap eszközeinek felhasználhatósága (magvető) tőkealap forrásául
- c) Az Innovációs Alap eszközeinek ilyen célú felhasználáshoz szükséges jogi lépések
- d) A tőkealap forrásellátásával, működésével kapcsolatos egyéb jogi elvárások teljesíthetősége (ideértve EU állami támogatási jogi aspektusok;)

a) Magvető tőkealap létrehozatalának, működésének jogi háttere

A tőkealapok alapításának és működésének **magyarországi jogi háttere adott**, a tervezett „magvető tőkejuttatási” jelleg (vö. speciális vállalkozási létszak finanszírozása) nem feltételez további jogalkotási feladatot. A kockázati tőkealapokkal kapcsolatos szabályozás egyértelmű, a főbb jogintézményeket törvényi szint szabályozza²⁵. Természetesen az alap létrehozatalához hatósági nyilvántartásba vétel szükséges, továbbá a működés megkezdéséhez alapkezelő szükséges.

²⁵ Lásd a tőkepiacról szóló 2001. CXX. törvény - NYOLCADIK RÉSZ

Mivel a Kutatási és Technológiai Innovációs Alap az államháztartási szabály szerinti besorolás szerint elkülönült állami pénzalapként működik²⁶, az ilyen alapokra vonatkozó szabályok értelmében az alap vállalkozási tevékenységet nem folytathat²⁷ és egyéb gazdálkodási lehetőségei is korlátozottak (vö. kivétel: fejlesztési célú beruházások). **Ez alapvetően korlátozhatja saját alapkezelő alapítását, azaz ezt a feladatot külső szervezetre kell bízni megfelelő szerződéses biztosítékok mellett.**

b) Az Innovációs Alap eszközeinek felhasználhatósága (magvető) tőkealap forrásául

Alapvető kérdés továbbá, hogy a tervezett forrásallokáció milyen keretek között tud létrejönni. A magvető tőkealapnak való forrásjuttatás alapvetően összhangban állhat a Kutatási és Technológiai Innovációs Alap törvényben meghatározott céljaival²⁸. E törvény külön kiemeli a források kockázati tőkebefektetés célú felhasználhatóságát, de korlátozza annak területét²⁹.

Ezen rendelkezések alapján - jogszabály-módosítás hiányában – csak a kis- és középvállalati szektor számára forrásokat biztosító tőkealapok számára lehetséges a

²⁶ Lásd Kutatási és Technológiai Innovációs Alapról szóló 2003. évi XC. törvény (továbbiakban: Törvény) - 1.§ (1) bekezdés

²⁷ Az államháztartásról szóló 1992. évi XXXVIII. törvény - 60.§

²⁸ Lásd a Törvény - 1.§ (2) bekezdés: „Az Alap rendeltetése az, hogy kiszámítható és biztos forrást jelentsen a magyar gazdaság technológiai innovációjának ösztönzésére és támogatására, tegye lehetővé a gazdaságban és a társadalmi élet egyéb területein hasznosuló kutatás és fejlesztés erősítését, a hazai és külföldi kutatási eredmények hasznosítását, az innovációs infrastruktúra és annak körébe tartozó szolgáltató tevékenységek fejlesztését.”

²⁹ Lásd Törvény 8. § (2) Az Alap pénzeszközei felhasználhatók továbbá külön jogszabályban, nemzetközi szerződésben meghatározottak szerint különösen:

a) ...

b) a **tudás- és technológia-intenzív kis- és középvállalkozásokba** befektető **kockázati tőkealapokban** történő részvétel révén;

c) ...

források átadása. A rendelkezés az alapok által követendő befektetési politikát is korlátozza, továbbá a törvény e forrásallokáció éves mértékét³⁰ is maximálja. Ezek a „befektetési” korlátok csak megfelelő jogszabály-módosítással bonthatóak le, amennyiben erre a program megvalósítása során különleges igényként felmerülne.

Mivel az idézett Törvény, továbbá a végrehajtási szabályokat részletező Kormányrendelet³¹ egyértelmű felhatalmazó rendelkezést nem ad tőkealap létrehozatalára (vö. az idézett felhatalmazás a részvételt engedélyezi), alapítási szándék esetén e rendelkezés részletesen vizsgálendő az alapítás jogi dokumentációjának előkészítése során.

A hatályos jogi keretek között kockázati típusú befektetés három formában képzelhető el:

1. Közvetlen tőkebefektetés megfelelő céltársaságokban;
2. Befektetés (vö. részvétel) kockázati tőkealapokba;
3. Kockázati tőkealap alapítása, kvázi részvétel ilyen alapokban.

A Törvény hivatkozott rendelkezése szó szerinti értelmezéssel e fenti lehetőségeket leszűkíti, egyértelműen csupán a meglévő tőkealapokba történő befektetést (vö. részvételt) engedélyezi.

Magyarországon ma nem létezik egy olyan minden igényt és követelményt kielégítő magvető tőkealap amelyhez az újonnan létrejövő, NKTH által kezdeményezett magvető tőkealap csatlakozni tudna. Ezért a struktúra kialakításában javasolt olyan megoldást

³⁰ Lásd Törvény 8. § (3) bekezdés: „Az Alapból támogatás nyílt pályázati rendszerben nyerhető el. Pályázaton kívüli támogatás nyújtására, beleértve a (2) bekezdésben más jogszabályból, illetve nemzetközi szerződésből fakadó kötelezettségeket és támogatásokat - a fejlesztési célú beruházások kivételével - az Alap céljaival és felhasználásának jogcímeivel összhangban, a Kutatási és Technológiai Innovációs Tanács jóváhagyásával, az Alap tárgyevi kiadási előirányzatának 3%-át meg nem haladó mértékben kerülhet sor.”

³¹ a Kutatási és Technológiai Innovációs Alap kezeléséről és felhasználásáról szóló 133/2004. (IV. 29.) Korm. rendelet

választani, amely lehetővé teszi, hogy minimális jogi beavatkozással az alap csatlakozni tudjon egy már létező kockázati magántőke befektetési alaphoz.

A fenti említett korlátozások azonban egy összehangolt jogalkotási program keretében – igény esetén – lebonthatóak. A két fő korlát lebontása (regulációs / deregulációs úton) az alábbiak szerint történhet:

1. Kockázati **tőkealap alapítására** vonatkozó igény esetén a Törvény 8. § (2) kiegészítendő, alapításra vonatkozó jogkör is meghatározandó; Ezzel összhangban javasolt a 133/2004. (IV. 29.) Korm. Rendelet módosítása is, a 10.§ által rögzített támogatási formák / feltételek kibővítése;

2. Alapítás esetén javasolt lehet a Törvény 8.§ (3) bekezdésben található 3%-os pályázaton kívüli **támogatási korlát** felemelése, vagy kifejezetten a kockázati tőkebefektetésekre, eltérő szabályozás rögzítése.

c) Az Innovációs Alap eszközeinek ilyen célú felhasználáshoz szükséges jogi lépések

A Kutatási és Technológiai Innovációs Alapra vonatkozó forrás-felhasználási korlátozások mellett alapvetően az Európai Unió állami támogatási szabályai adnak az alapból származó források felhasználásához további keretet. Ennek alapja az EK alapító szerződés jogellenes és a versenykorlátozó (vö. összeegyeztethetetlen) állami támogatásokat megtiltó rendelkezése. A kiadott részletszabályok világos eljárási kereteket teremtenek egyes állami támogatási intézkedések engedélyezésével, bejelentésével kapcsolatban (vö. jogellenesség), továbbá részletesen rögzítik a közös piac működésével összeegyeztethetőnek minősülő támogatási intézkedések feltételeit.

Állami részvétel mellett működő kockázati tőkebefektetés alapvetően három területen veti fel, hogy a piacra azzal **összeegyeztethetetlen állami támogatás** érkezik:

a. Befektetői szinten

- b. Befektetési alapkezelői szinten
- c. A befektetéssel megcélzott vállalkozások szintjén.

Nem beszélhetünk befektetői szinten a piaccal összeegyeztethetetlen támogatásról, ha az alap állami és privátbefektetője ugyanakkora kockázaton és hozamon osztozik, továbbá az alapot legalább fele arányban magánbefektetők finanszírozzák (lásd továbbá lent).

Nem beszélhetünk alapkezelői szinten a piaccal összeegyeztethetetlen támogatásról, ha az alapkezelő javadalmazása piaci alapú. Ezt megerősíti, ha kiválasztására közbeszerzési eljárásban kerül sor.

Notifikációs folyamat nélküli program kiírás

A megcélzott vállalkozások tekintetében **nem beszélhetünk továbbá a piaccal összeegyeztethetetlen állami támogatásról**, amennyiben az alábbi két séma közül valamelyiknek megfelel a kockázati tőke-intézkedés:

- **Egy vállalkozás számára egy adott három éves periódusban a kockázati tőke formában nyújtott támogatás nem haladja meg a 200.000,- euró³² összeget (vö. de minimis támogatás)³³**
- A kockázati tőke támogatás a KKV szektorba irányul és az alábbi feltételeknek együttesen megfelel (vö. általános csoportmentességen alapuló intézkedés):³⁴

³² Lásd továbbá a Szerződés 87. és 88. cikkének a *de minimis* támogatásokra való alkalmazásáról szóló a Bizottság 1998/2006/EK rendelete (2006. december 15.)

³³ Lásd iránymutatás 3.3 pont

³⁴ Lásd a Szerződés 87. és 88. cikke alkalmazásában a támogatások bizonyos fajtáinak a közös piaccal összeegyeztethetőnek nyilvánításáról (általános csoportmentességi rendelet) szóló a Bizottság 800/2008/EK rendelete (2008. augusztus 6.) - 29. cikk

- Üzleti alapon kezelt, nyereség-orientált magántőke-befektetési alapon történő részvétel formájában valósul meg
- Az egyes célvállalkozások részére nyújtott beruházási részösszegek 12 hónapos időszakban nem haladják meg az 1,5 millió eurót
- Támogatott területen (konvergencia régió) a kkv-k számára, illetve nem támogatott területen (nem konvergencia régió) kisvállalkozások számára a kockázati tőke intézkedés magvető tőke, induló tőke, növekedési tőke nyújtására korlátozódik; A nem támogatott területeken található közép vállalkozások számára a növekedési jellegű tőkejuttatás kizárt
- A befektetési alap egyes befektetése legalább 70%-ban saját tőke, illetve kvázi saját tőke formában érkeznek a célvállalkozásokhoz
- A befektetési alapot legalább 50%-ban magánbefektetők biztosítják. A kizárólag támogatott területeken található KKV-kat célzó befektetési alapok esetén elegendő a legalább 30%-os magántőke arány
- a kockázati tőke befektetés nyereségorientált jellegű
 - üzleti terv alapozza meg a befektetést
 - világos kilépési stratégia készül befektetésenként
- a kockázati tőke alapot üzleti alapon irányítják
 - vezetők javadalmazása teljesítményhez kötött
 - magánbefektetők részt vesznek a döntéshozatalban
 - az alapkezelés a legjobb gyakorlat felhasználásával, prudenciális felügyelet mellett történik

Amennyiben a tervezett alap a fenti állami támogatási szabályoknak nem, illetve részben nem tud megfelelni, az irányadó eljárásjogi szabályok értelmében részletes vizsgálat mellett, egyedi EU Bizottsági vizsgálat eredményeképpen kiadott engedéllyel elképzelhető annak működése.

Ha azonban a fenti két feltételrendszer bármelyikének megfelel a tervezett működés, elegendő a hazai eljárási szabályok³⁵ szerinti Pénzügyminisztériumnak címzett (Támogatásokat Vizsgáló Iroda) bejelentés és az alap megkezdheti működését.

Notifikációs folyamat (egyedi EU Bizottsági engedély) menete

Egyedi EU Bizottsági engedély kétlépcsős eljárásban szerezhető be. A Pénzügyminisztérium számára a tervezett intézkedés leírása (1) elkészítendő és megküldendő, mely alapján a Pénzügyminisztérium (TVI) előzetes véleményt (2) készít. Az intézkedés támogatási jogi megítélését nagyban megkönnyíti a konstrukció részletes közgazdasági-jogi leírása, továbbá az állami forrás hatásainak bemutatása; Ennek során javasolt az EU – tőkejuttatásokra, illetve kockázati tőkére - vonatkozó joganyaga, továbbá egyedi döntései alapul vételével a versenyelőny meglétének elemzése.

A Pénzügyminisztérium előzetes véleményét követően az intézkedés az EU Bizottság részére (3) bejelentendő. A Bizottsági vizsgálat során – a döntést megelőzően - kiegészítő tájékoztatás iránti kérelem érkezhets. E bejelentés során a Pénzügyminisztérium áll kapcsolatban az EU Bizottsággal, adott esetben azonban a kérelem megválaszolásához az intézkedésgazda hatékony támogatást tud nyújtani. EU Bizottsági engedély birtokában (4) a tervezett intézkedés megkezdhető.

A fenti, csoportmentességi rendeleteknek megfelelő intézkedés esetén az eljárásrend lényegesen egyszerűbb. A Pénzügyminisztérium a tervezett intézkedés bejelentését követően 30 napon belül kiadja véleményét, mely alapján az intézkedés bevezethető.

³⁵ Lásd a az Európai Közösséget létrehozó Szerződés 87. cikkének (1) bekezdése szerinti állami támogatásokkal kapcsolatos eljárásról és a regionális támogatási térképről szóló 85/2004. (IV.9.) Korm. rendelet

d) A tőkealap forrásellátásával, működésével kapcsolatos egyéb jogi elvárások teljesíthetősége (ideértve EU állami támogatási jogi aspektusok;)

További a kockázati tőkebefektetésen túlmutató, de azon alapuló támogatás jogi elvárásként két feltételrendszert rögzítenünk kell:

- A kockázati tőke befektetés köréből ki kell zárni a „nehéz helyzetben lévő”³⁶ vállalkozásokat. Ilyen gazdálkodók részére ezt a forrás, mint minden támogatási intézkedés tilos. Ki kell továbbá zárni az ún. érzékeny ágazatok közül, ideértve hajógyártásban, szén és acéliparban tevékenykedő vállalkozásokat.
- A kockázati tőkejuttatás adott esetben befolyásolja a megcélzott vállalkozások egyéb támogatáshoz (vö. direkt támogatásokhoz) való hozzájutásának mértékét is. Ennek értelmében, ha a tőkejuttatást támogatott beruházáshoz kívánják felhasználni, akkor az adott intézkedés által megengedett maximális támogatási összeget nem, azaz 50, (támogatott területeken) 20%-os csökkentett mértékben vehetik igénybe a kockázati magántőke-befektetés első három évében. (Ez a korlátozás a kutatáshoz és fejlesztéshez nyújtott támogatásokra nem vonatkozik.)³⁷

A fentiek alapján jogi megvalósíthatósági szempontból az alábbi három kockázati kört emelünk ki:

- A Kutatási és Technológiai Innovációs Alapból származó források felhasználására vonatkozó szabályok szerint főszabály szerint a **tudás- és technológia-intenzív kis- és középvállalkozásokba** befektető **kockázati tőkealapokban történő részvétel** a megengedett; Külön alap létrehozatala

³⁶ A nehézhelyzetben lévő vállalkozások megmentéséhez és szerkezetátalakításához nyújtott állami támogatásokról szóló közösségi iránymutatás szerinti nehézségekkel küzdő vállalkozások (HL C 244., 2004.10.1., 2.o)

³⁷ Lásd Iránymutatás 6. pont

mindenképpen részletes jogértelmezést, adott esetben jogszabály módosítást feltételez

- Az új **kockázati tőkealap számára jutott forrás mértékét** a vonatkozó Törvény egyértelműen meghatározza, ezt meghaladóan szükséges tőkejuttatás esetén vagy a Törvényben biztosított egyéb jogcím (vö. fejlesztési célú beruházások) használhatósága vizsgálandó, vagy jogszabály módosítás szükséges
- A kockázati tőkealapra vonatkozóan – a befektetési alapok működési környezetére (vö. engedélyezés, felügyelet, beszámolás, adózás) vonatkozó magyar szabályokon kívül - főként **EU állami támogatási jogi korlátok** adják meg a működés kereteit. E korlátok alapvetően összhangban állnak a Kutatási és Technológiai Innovációs Alapból származó források felhasználására vonatkozó magyar szabályokkal, de a konkrét struktúra kialakítását (vö. alapkezelés, befektetési politika, stb.) alapvetően befolyásolják

VIII.2. MAGVETŐ TŐKEALAP JAVASOLT STRUKTÚRÁJA

Az NKTH felügyeletében az Innovációs Alapból létrehozandó magvető tőkealap struktúrája követi a fejlett európai országok hasonló alapjainak a felépítését és befektetési stratégiáját. Hasonló struktúrájú alapok működnek Németországban, Dániában és Svédországban. A magvető tőkealap struktúrájának kialakításánál két alapvető szempontot vettünk figyelembe, amely lehetővé teszi, hogy az alap a legrövidebb időn belül létrejöhessen:

- A magvető tőkealap struktúrája a meghatározott célok elérésének leghatékonyabb megvalósítását tegye lehetővé
- A nemzetközi benchmark-ok alapján, egy olyan struktúra életbe ültetése, amely a forrásokat az Innovációs Alapból a végső kedvezményezettekhez a legrövidebb úton helyezi ki

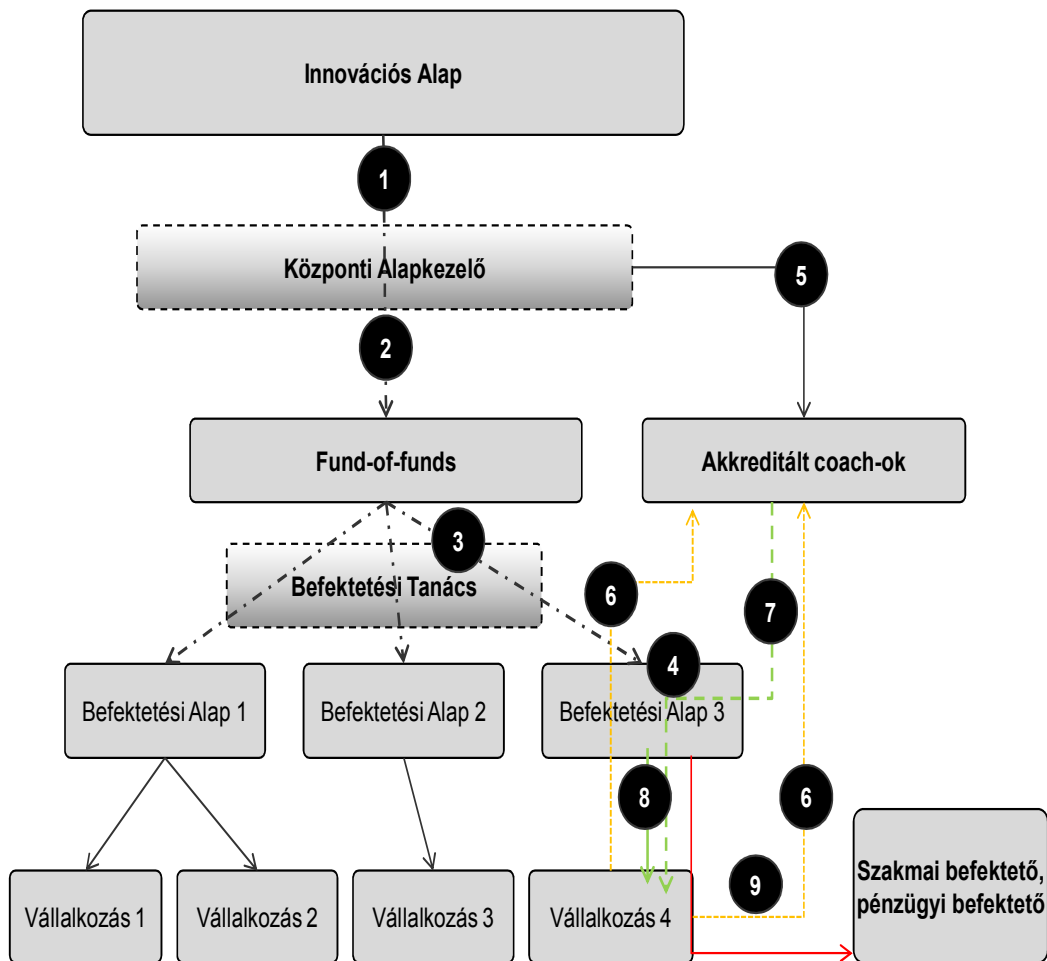
A magvető tőkealap struktúráját illetve a teljes befektetési konstrukciónak a felépítését, az egyes szereplőket a 14. ábra részletezi, 1-től 9-ig jelölve a struktúra kialakítás és a működés legfontosabb lépéseit. Az egyes lépések jelentik ugyanakkor a teljes magvető tőkealap befektetési konstrukciójának szűk keresztmetszetét is:

- 1. Központi Alapkezelő kijelölése**
- 2. Fund-of-funds létrehozatala**
- 3. Befektetési tanács létrehozása, az alapkezelő felügyelete mellett**
- 4. Alapok kiválasztása**
- 5. Akkreditált coaching hálózat és szervezet létrehozása**
- 6. Befektetési célpontok azonosítása**

- 7. Befektetések előkészítése a coach-ok bevonásával
- 8. Befektetések megvalósítása
- 9. Befektetésekből való exitek megvalósítása

14. ábra. Innovációs alaptól létrehozott magvető tőkealap javasolt struktúrája

INNOVÁCIÓS ALAPBÓL LÉTREHOZOTT MAGVETŐ TŐKEALAP STRUKTÚRÁJA



A továbbiakban a vázolt struktúra illetve befektetési konstrukció szereplőit és legfontosabb lépéseit fogjuk részletesebben áttekinteni (a lépések számozása a 14. ábrán látható jelölés alapján)

1. Központi Alapkezelő kijelölése. Az első lépés a magvető tőkealap létrehozatalában az alapot kezelő és a teljes program technikai lebonyolításáért felelős entitás kijelölése, kinevezése vagy létrehozatala, melyre a továbbiakban Központi Alapkezelőként hivatkozunk. A Központi Alapkezelő felkutatásának, kinevezésének vagy létrehozatalának a feladata az NKTH-ra hárul, ez lévén az első lépés a folyamat és a teljes program kialakításában. Az NKTH-nak a Központi Alapkezelő kiválasztásában vagy létrehozatalában a következő szempontokat kell figyelembe venni:

- Tapasztalat a magántőke alapok kezelésében
- Potenciális Központi Alapkezelő elérhetősége, rendszerbe való bevonásának, létrehozatalának egyszerűsége
- A potenciális Központi Alapkezelő vezetőinek szakmai tapasztalata
- A potenciális Központi Alapkezelő szakmai beágyazottsága és hiteles befektetési partnerként való elfogadottsága

A Központi Alapkezelő kinevezésére vagy létrehozatalára az NKTH-nak alapvetően két lehetősége van:

- a) *Egy már létező alapkezelő kinevezése Központi Alapkezelőnek.* Technikai lebonyolítónak egy már létező alapkezelő kinevezése, mint közreműködő Központi Alapkezelőnek, jelentős előnyökkel jár:

- a. Az együttműködés megkötésével a Központi Alapkezelő **azonnal elkezdheti az NKTH által meghatározott befektetési stratégia megvalósítását**, ezzel jelentős időt és energiát takarítva meg a program elindításáig
- b. Egy már létező alapkezelő **rendelkezik** egy kockázati magántőke befektetési alap kezeléséhez **szükséges és alapvetően fontos szakmai tapasztalattal és gyakorlattal (track record)**. Tanulmányunk során többször is kiemeltük a releváns szakmai tapasztalat szükségességét, mint elengedhetetlen feltételét egy sikeres kockázati magántőke befektetési alapnak. Ez egy magvető tőkealap kezelése során, mely egy szokványos kockázati magántőke alaphoz képest is magasabb kockázatot hordoz, hatványozottan fontos
- c. **Költséghatékonyság** szempontjából is előnyös lehet egy már létező alapkezelővel együttműködni, egy ilyen együttműködés az alapkezelés fix költségeinek akár a 30-40% megtakarításával is járhat

Egy Központi Alapkezelővel való együttműködés legjelentősebb hátránya abban áll, hogy az NKTH-nak egy szervezetén kívüli entitás fölött kell igen erős irányítási és kontrolling feladatokat ellátni, ami megnehezítheti és lelassíthatja a program megvalósítását

b) Központi Alapkezelő létrehozatalának lehetősége az NKTH-n belül. Az NKTH-n belül létrehozott Központi Alapkezelő előnyei a következőkben jelentkeznek:

- a. A „házon belüli” teljes program lebonyolítás sokkal **egyszerűbb döntési és végrehajtási mechanizmusokon** keresztül kerül

megvalósításra, ami növelheti a tőkefinanszírozási források kihelyezésének hatékonyságát

- b. Az NKTH keretén belül működő innovációt támogató programok és a magvető tőkealap program **közötti összefonódások és stratégiai kapcsolatok** könnyebben kialakíthatóak, kifejleszthetőek és kiaknázhatóak

Ugyanakkor az NKTH keretén belül létrehozandó Központi Alapkezelő több jelentős kockázattal és hátránnyal is járhat:

- a) A PSZÁF engedély megszerzése rendkívülien bonyolult és időigényes folyamat lenne (5-6 hónap) az új entitás számára. Az alapításhoz elengedhetetlen feltétel az NKTH-t felügyelő minisztérium jóváhagyása, illetve a szakmai tapasztalat bizonyítása³⁸ a fund-of-funds struktúra bejegyzésekor
- b) Politikai és PR kockázat. A gazdasági válság okozta forrás szűkében szenvedő piaci és társadalmi helyzettel szembeállítva könnyen negatív kampány célpontjává válhat
- c) Egy új entitás (főosztály, KFT) létrehozatala és fix költségeinek finanszírozása az NKTH számára jelentős költségterheléssel jár

³⁸ PSZÁF, Kockázati tőkealap-kezelők tevékenységi engedélyezése:

„A 296/B.§ (5) bekezdése szerint a kockázati tőkealap-kezelő vezető tisztségviselői közül legalább egy személynek ötéves szakmai gyakorlattal kell rendelkezni. A 296/B.§ (6) bekezdése alapján szakmai gyakorlatként kell figyelembe venni: a) Magyarországon vagy külföldön bejegyzett tőkebefektetési tevékenységet végző vállalkozásnál, vagy ehhez szorosan kapcsolódó tanácsadói vagy vagyionkezelői tevékenységet végző vállalkozásnál (kockázati vagy magántőke alapkezelő, tanácsadó, befektető vagy holdingtársaság) tulajdonosként, vezető állású személyként vagy alkalmazottként;

b) az a) pontban meghatározott vállalkozás kijelölése alapján az a) pontban meghatározott vállalkozások tőkebefektetésének céltársaságánál vezető állású személyként eltöltött időt.”

d) Megfelelő kockázati magántőke alapkezelési tapasztalat kialakítása vagy ennek a beszerzése a szabad piacról jelentős kockázatot jelent az NKTH számára. Egy minimum 5 éves, releváns tapasztalattal rendelkező befektetési szakértő szerződtetése, amellet, hogy számottevő időt (3-6 hónap) venne fel, ugyanakkor az NKTH számára nagyon költséges is lenne, hisz az ilyen tapasztalatú szakemberek rendszerint a bérezési listák legelején állnak.

Ezen szempontokat figyelembe véve Magyarországon több olyan potenciális hatóság van, amely alapkezelői tapasztalattal rendelkezik állami források kihelyezésében, relatív egyszerű a rendszerbe való bevonása és a menedzsmentje rendelkezik a megfelelő szakmai tapasztalattal³⁹, de a kritériumnak megfelelően más potenciális alapkezelő hatóság is szóba jöhet. Figyelembe véve a gazdasági válság hatásaként életbe lépett költségvetési megszorításokat, amelyek az összes állami intézményre középtávon kihatással lesz, nem ajánlott egy teljesen új Központi Alapkezelő létrehozása, hisz ez igen jelentős tőkét kötne le az igen magas fix költségek finanszírozására.

A Központi Alapkezelő kinevezésével vagy létrehozatalával az NKTH felelősségéből a magvető tőkealap program technikai lebonyolítása a Központi

³⁹ A Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. tevékenysége, amint azt a cég alapító okiratában megjelölik: "A Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. 2007. Második felében alakult, azzal a céllal, hogy a 2007-2013 költségvetési periódusban a magyarországi kis- és középvállalati szektor finanszírozási lehetőségeit bővítő pénzügyi programokat alakítson ki és működtessen. A pénzügyi programok forrásainak zömét az Európai Unió Biztosítja. A Társaság pénzügyi vállalkozásként működik, amelynek hatósági felügyeletét a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete látja el, feladatait és kötelezettségeit a Nemzeti Fejlesztési Ügynökség határozza meg. A Társaságot a Magyar Fejlesztési Bant Zrt. 2 milliárd Ft-os saját tőke biztosításával alapította. Az MV Zrt. fő tevékenysége kezességvállalás, egyéb tevékenységként támogatásközvetítést végez.

Alapkezelő felelősségébe kerül át, amelyet egy részletesen megfogalmazott szerződés szabályoz. A Központi Alapkezelő által ellátott feladatok:

- A magvető tőkealap stratégiában foglaltak végrehajtása
- A program lebonyolításához szükséges erőforrások (eszközök, emberi erőforrás) biztosítása
- A Befektetési Tanács létrehozatala
- Az alapkezelők kiválasztásának lebonyolítása, pályáztatás során:
 - A pályázati kiírás előkészítése
 - Pályázatok meghirdetése
 - Pályázatok befogadása
 - Pályázatok első körös formai értékelése
 - A Befektetési Tanács bevonásával a pályázatok végső kiértékelése
 - A nyertesek értesítése
 - Az alapkezelői szerződések megkötése, támogatási szerződésmódosítások kezelése
- A kiválasztott alapkezelők tevékenységeinek monitorizálása
- A Központi Alapkezelő rendszeresen köteles monitoring riportot készíteni az NKTH és befektetési tanács számára, amely áttekinthető képet kell mutasson a kihelyezett tőke és az alapkezelők teljesítményéről
- Az alapkezelők teljesítményének a nyilvántartása
- Féléves és éves beszámolók elkészítése az NKTH részére a befektetési stratégia teljesítési fázisairól

A Központi Alapkezelő finanszírozása az NKTH által az alapba befektetett tőke mennyiségétől függ, mely nem haladhatja meg a Központi Alapkezelő által kezelt tőkealap 3%-át. A Központi Alapkezelő finanszírozása, állami intézményekről lévén szó, alapvetően egy költségalapú finanszírozási modellt kell kövessen. Ez azt jelenti, hogy a Központi Alapkezelő működtetésére szánt forrásoknak fedezniük kell a magvető tőkealap alapkezelésével kapcsolatosan felmerülő dedikált és leosztható költségeket, amelyek a következő fő tételekből állnak:

- Fix költségek
 - Személyi költségek
 - Adminisztrációs költségek
 - Iroda költségek
- Változó költségek
 - Pályáztatási költségek
 - Kommunikációs költségek

Figyelembe véve a fenti költségtételeknek a nagyságrendjét és a nemzetközi tapasztalatokat ebben a tekintetben, az derült ki elemzéseink során, hogy egy ilyen Központi Alapkezelőnek a fenntartási költsége az alapnak nagyságrendileg a 2-3%-át teszi ki (alap méretétől függően).

Összességében az a javaslat, hogy a Központi Alapkezelő működtetésére szánt végső keret egy költségalapú modell alapján épüljön fel (a nyújtott finanszírozás fedezze az összes költséget amely a magvető tőkealap központi kezelése során felmerül), figyelembe véve az összes felmerülő költségtétel nagyságrendjét.

A Központi intézményrendszer létrehozatalának teljes költségvonzatát legjobb tudásunk mellett is csak nagyságrendi becslésekre alapozhatnánk, ugyanakkor a továbbiakban még az sem eldöntött kérdés, hogy az NKTH saját alapkezelőt hozna létre vagy már egy meglévő intézményt bízna meg a teljes program lebonyolítására. Ezek az elkerülhetetlen, NKTH hatáskörébe tartozó döntések fogják végső soron befolyásolni az intézményrendszer teljes költségkeretét.

Magvető tőkealap program pénzügyi modellje

Központi alapkezelő és Fund-of-Funds finanszírozása		
Magvető tőkealapra KTIA-ból dedikált források	millió HUF	5 000
Első programfinanszírozási körben kihelyezett összeg aránya	%	80%
Első finanszírozási körben kihelyezett összeg értéke	millió HUF	4 000
Második finanszírozási körben lehívható tőke értéke	millió HUF	1 000
Központi Alapkezelő finanszírozására szánt források (a kezelt tőke nagysága arányában)	%	3%
Alap működésének időszaka	év	5
Központi Alapkezelő költségeinek fedezésére fordítható teljes összeg	millió HUF	150
Központi Alapkezelő költségeinek fedezésére fordítható éves összeg	millió HUF/év	30
Kiválasztott alapkezelők finanszírozása		
Kiválasztott magántőke alapok száma	db	4
Egy alapkezelő rendelkezésére álló átlagos befektetési összeg a Fund-of-funds-ból	millió HUF	963
Szükséges magántőke hozzájárulás aránya (minimum érték)	%	20%
Szükséges magántőke hozzájárulás értéke (minimum érték)	millió HUF	241
Kiválasztott alapkezelők által kezelt teljes tőke értéke	millió HUF	1 203
Kiválasztott alapkezelő alapkezelési költsége a kihelyezendő tőke arányában	%	4%
Alapkezelésre fordítható teljes összeg	millió HUF	48
Egy kiválasztott alapkezelő által kihelyezhető tőke értéke	millió HUF	1 155
Hozammegtérülés		
Egy vállalkozásnak nyújtható maximális tőkefinanszírozás (max. 200000 eur)	millió HUF	58
Egy alapkezelő által finanszírozható vállalkozások száma	db.	20
Alapkezelők által elérhető átlagos hozama, átlagos IRR (EVCA 2007-es átlagadatok alapján, becslés)	%	5,4%
Program által elvárt hozam értéke, hurdle rate	%	2,5%
NPV a befektetési időszak végén ~	millió HUF	345
Hurdle rate NPV a befektetési időszak végén - a Fund-of-Funds-nak visszafizetendő megtérülés	millió HUF	145
Egy alapkezelő által visszafizetett teljes tőke értéke	millió HUF	1 300
Az összes alapkezelő által visszafizetett teljes tőke értéke	millió HUF	5 200
Alapkezelő által elért hozamnyereség	millió HUF	200

Központi Alapkezelő és Fund-of-funds finanszírozása

A nagyságrendileg 5 milliárd forintból létrehozandó magvető tőkealap programból hozzávetőlegesen 3%-nak megfelelő összeget lehet Központi Alapkezelésre fordítani (nemzetközi benchmarkok alapján). Az arány alapvetően az alap méretétől függően változhat, de elegendő kell legyen ahhoz, hogy egy költségalapú finanszírozási modellben működő Központi Alapkezelő (állami szervezeteknél preferált forma) költségeit fedezni tudja.

A Központi Alapkezelő költségeinek finanszírozására kb. 150 millió forint fordítható az alap futamidejének első 5 évében. Az alap futamideje 5+2 évnek megfelelő időintervallumot ölel fel, az utolsó 2 évben már új beruházások nem valósulhatnak meg, az időszak csupán a korábbi befektetéseknek a kifutására alkalmas.

Kiválasztott alapkezelők finanszírozása

A kiválasztott 4 alapkezelőnek minimum 20% magántőkével kell hozzájárulni a magvető tőkealap tőkéjéhez, ugyanakkor a rendelkezésre álló forrásokból alapkezelésre maximum 4% fordítható (nemzetközi benchmarkok alapján). Ennek következtében egy átlagos kiválasztott alapkezelőnek 1,1 milliárd forintnak megfelelő összeget kell kihelyezni befektetésként és ezért kb. 48 millió forint alapkezelési díj számolható fel az alap futamidejének első 5 év alatt.

Hozammegtérülés

Nemzetközi tapasztalatok elemzése során világossá vált, hogy induló fázisban levő vállalkozások magántőke alapokon keresztül történő finanszírozása rendkívülien kockázatos. Ha csupán a 2007-ben elért Európai Unió átlagot nézzük a belső megtérülési rátákat illetően (IRR), láthatjuk hogy ez az érték alig érte el az

5,5%-ot a venture capital típusú alapok esetében, amelyek ráadásul kevésbé minősülnek kockázatosnak, mint egy magvető tőkealap. A várható elérhető hozam lemodellezése során ezzel az Európai Unió átlag belső megtérülési értékkel számoltunk.

Ugyanakkor az NKTH által megállapított hurdle rate (a belső megtérülési ráta azon értéke amelynek eléréséig minden elért hozam a Központi Alapkezelőt illeti) a modellben a 2,5%-os szintre van beállítva, ami nagyságrendileg azt jelenti, hogy a kiválasztott alapkezelők és Központi Alapkezelő által képviselt NKTH megközelítőleg fele-feleében osztozik az elért nyereségen (hozamon). Erre azért van szükség, hogy a magas kockázatot vállaló magántőke befektetési alapok kellő hozam-motivációval rendelkezzenek az alap kifutása során.

Ezen feltételezések mellett egy átlagos alapkezelő a futamidő végén kb. 200 millió forint (345-145) hozam-nyereséget (carried interest) érhet el, míg egy alapkezelő után a Központi Alapkezelő kb. 145 millió forint hozam-nyereséget (carried interest) könyvelhet el, amint ezt az 1. és a 2. Tábla is mutatja.

1. Tábla. Elérhető belső megtérülési ráta modell egy alapkezelő számára

Cash-flow IRR						
	0. év	1. év	2. év	3. év	4. év	5. év
	T=0	2010	2011	2012	2013	2014
Elérhető készpénz	-1 155	0	0	0	0	1 500
NPV						345
IRR						5,4%

2. Tábla. Hurdle rate (minimum elvárt hozam) modell egy alapkezelő számára

Cash-flow hurdle rate							
		0. év	1. év	2. év	3. év	4. év	5. év
		T=0	2010	2011	2012	2013	2014
	Elérhető készpénz	-1 155	0	0	0	0	1 300
	NPV						145
	IRR						2,4%

3. Fund-of-Funds struktúra létrehozása. A Fund-of-Funds létrehozatala a Központi Alapkezelő felelőssége alá tartozik, ennek legfontosabb elemei:

- Fund-of-funds jogi dokumentációjának előkészítése
- A jogi dokumentáció elfogadtatása a PSZÁF-al
- A források lehívása a KTIA-ból

Az alap az Innovációs Alapból létrehozott, magyar jogszabályok alapján működő alap, amelynek létrehozatala a VI. fejezetben részletezett. Az alap létrehozására és teljes működtetésére az Innovációs Alapból megközelítőleg 5 milliárd forint áll rendelkezésre, amelyet két befektetési körben helyez ki a Központi Alapkezelő a kiválasztott alapkezelők által működtetett alapokba.

Az eredeti elképzelés alapján a Fund-of-funds alap 100%-os feltőkésítése kizárólag a KTIA révén történne, a magántőke bevonása a végső alapkezelők szintjén valósulna meg.

A kiválasztott vagy létrehozott alapkezelő szakmai kockázatának elemzésére a következő előnyöket és hátrányokat feltüntető keretet határoztuk meg:

A Fund-of-funds 100%-ban a KTIA-ból kerül feltőkésítésre	A Fund-of-funds 80%-ban állami forrásokból, 20%-ban magántőkéből kerül feltőkésítésre
<p>Előnyök:</p> <ul style="list-style-type: none"> • A magvető tőkealap feltőkésítése egyszerűen megvalósítható • Erős NKTH kontroll a magvető tőkealap program fölött • A 100%-ban állami forrásból finanszírozott fund-of-funds részben képes kezelni a magas pénzügyi kockázattal járó magvető tőke beruházásokat 	<p>Előnyök:</p> <ul style="list-style-type: none"> • A létrejövő magvető tőkealap a magánbefektető jelenléte miatt sokkal inkább piaci feltételek mellett működhet • A magvető tőkealap hozamelvárása és teljesítményelvárása sokkal szigorúbb kontroll mellett működne • Magántőke bevonásával részben biztosítva lenne a magántőke képviselete által jelenlévő befektetési tapasztalat és gyakorlat
<p>Hátrányok:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Egy teljes mértékben állami forrásból finanszírozott fund-of-funds negatív ösztönzőket vinne a rendszerbe, a magvető tőke beruházások megtérülésének alacsony elvárható szintje miatt • Az NKTH jelenleg nem rendelkezik fund-of-funds struktúra kezelésére alkalmas szakmai tapasztalattal 	<p>Hátrányok:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Magán tőke bevonása egy újonnan alakuló, track-record nélküli, rendkívülien magas-kockázatú magvető fund-of-funds struktúrába nagyon hosszú és nehézkes folyamat lenne (a válság által okozott befektetésre szánt források szűkössége miatt)

A fentiek figyelembe vételével megállapíthatjuk, hogy az NKTH által felvállalt kockázatok mindkét fund-of-funds finanszírozási struktúra esetében elég jelentősek.

Ezen kockázatok kezelése srán az NKTH-nak alapvetően két jelentős aspektusban kell rendkívülien körültekintően eljárni:

A. A fund-of-funds struktúra szakmai alapkezelői csapatának az összeállítása

- B. A rendszerben lehetséges negatív ösztönzők és az alap nem megfelelő felhasználásának potenciális veszélyének a rendszeren keresztül történő kontrollálása

4. Befektetési Tanács létrehozatala. A befektetési tanács létrehozatala és felügyelete a Központi Alapkezelő feladata. Célja, hogy a befektetési döntések megfelelő szakmai megalapozottság mellett születhessenek. A Befektetési Tanács tagjait a Központi Alapkezelő menedzsmentje kéri fel és gondoskodik a díjazásukról, valamint ösztönzési rendszerük kidolgozásáról. A Befektetési Tanács minimum 5 főből áll, akik a következő javasolt szakterületek jeles, nemzetközi tapasztalatokkal rendelkező szakértői:

- Jogtudomány (M&A, IPR, társasági jog)
- M&A
- Innováció menedzsment
- Stratégiai menedzsment tanácsadás
- Üzletfejlesztés, marketing területek
- Műszaki, technológiai, tudományos szakértő

A befektetési tanács legfontosabb feladata a 3-4 alapkezelő kiválasztása, ugyanakkor a befektetési tanács tagja lesz egy, az NKTH által alanyi joggal delegált személy is, amely az NKTH és ezáltal az állam álláspontját képviseli a befektetési döntések meghozatalában. A befektetési tanács a Központi Alapkezelő hatáskörébe tartozik és működésének a feltételeit is biztosítja. A Befektetési Tanács szerepe a magvető tőkealap program struktúrájában:

- A befektetési stratégia szakmai véleményezése

- A 3-4 alapkezelő kiválasztása
- A Központi Alapkezelő által készített monitoring riportok szakmai véleményezése
- Az alapkezelők teljesítményének véleményezése, a Központi Alapkezelő felkérése alapján

A Befektetési Tanács kizárólag ajánlásokat fogalmaz meg a Központi Alapkezelő számára. A döntéseit minősített többséggel hozza meg, ahol a tagok azonos arányú szavazattal rendelkeznek. A minősített többség abban az esetben áll fenn, ha minimum 3 vagy az összes tag 60%-a és az NKTH delegáltja is jelen van a döntés meghozatalakor. Az NKTH delegált tagja részletesen indokolt különvélemény megfogalmazására kötelezett, amennyiben nem szavaz a tagok minősített többségével.

A Befektetési Tanács a Központi Alapkezelő menedzsmentjének ajánlásával a tagjai közül választ elnököt, aki minden évben beszámolót készít a Befektetési Tanács munkájáról, működéséről és döntéseiről, amelyet eljuttat a Központi Alapkezelő menedzsmentje és az NKTH részére.

5. Alapkezelők kiválasztása. A nemzetközi tapasztalatok összesítése alapján, a forrásokat maximum 4 egymással versenyző alapkezelő hatáskörébe kell kihelyezni.

Az alapkezelők Magyarországon bejegyzett kockázati magántőke alapkezelők lehetnek, nyílt, pályázási eljárás alapján kerülnek kiválasztásra, átlátható pontozási rendszer alapján. Alapvetően három pontozási kritériumot határoznánk meg az alapkezelők kiválasztására:

- i. Jogi személy befektetési tapasztalata

- ii. Alapkezelést végzők szakmai tapasztalata
- iii. Üzleti feltételek
- iv. Befektetési stratégia

A kiválasztott alapkezelők az általuk kezelt alapnak minimum a 20%-át egyéb magánforrásból kell biztosítsák, ezen elkötelezett tőkerész meglétét már a pályázat leadásakor bizonyítani kell. A kiválasztott alapkezelők javadalmazása fixdíjazással és sikerdíjjal történik.

- **Fixdíj:** a mindenkori jegyzett tőke maximum 4%-a lehet
- **Sikerdíj:** Az alap megszűnésekor esedékes és a magánbefektetővel megkötött megállapodás alapján történik, a kockázati magántőke alapokra jellemző „carried interest” sikerdíj konstrukcióban, ahol a megállapított hurdle rate maximum 2%-3% lehet, a magántőke befektetések rendkívülien magas kockázata miatt.

A létrejött alapnak a futamideje 5+2 év, ez idő alatt kell megvalósítani az összes tőkebefektetést, valamint a vállalatokban szerzett részesedések értékesítését. A befektetési időszak végén az alapkezelő, a Befektetési Tanács jóváhagyásával, dönthet úgy, hogy megújult feltételek mellett további tőkebefektetést valósítson meg a célvállalatokban és ennek a feltételeit a megújult piaci környezethez viszonyítsa.

- 6. Akkreditált coaching hálózat és szervezet létrehozása.** Egy akkreditált coaching hálózat működtetése elengedhetetlen feltétele a sikeres magvető tőke programnak. A coachok feladata megteremteni és a befektetés megvalósítása után fenntartani a kapcsolatot a cég és a befektetési alap között.

A coach-ok akkreditációjának és kiválasztásának feladata a Központi Alapkezelőre hárul. Ideális esetben egy 6-10 főből álló coach csapat kerül kiválasztásra. A coach-ok személyi és egyéb felmerülő költségeinek a biztosítása ugyancsak a Központi Alapkezelőre hárul, a Központi Alapkezelőnek megjelölt előzetes költségvetésből. Az akkreditált coach-ok kiválasztásának alapfeltételei:

- Szakmai tapasztalat vállalatfejlesztésben
- Gyakorlati tapasztalatok projekt menedzsmentben
- Gyakorlati tapasztalatok akvizíciós projektek lebonyolításában
- Nemzetközi munkakörnyezetben eltöltött évek száma
- Gyakorlati tapasztalatok KKV-k napi menedzsmentjében.

Az üzleti coach-ok szerepe a magvető tőkealap típusú befektetési konstrukciókban:

- potenciális célpontok azonosítása,
- a kiválasztott vállalkozások üzleti tervének az előkészítése,
- az esetleges befektetés után az üzleti tervek megvalósításának tanácsadói elősegítése.

Az üzleti coach-ok „on site” jelenléte a vállalkozások életében biztosítja, hogy a vállalkozások a befektetési szerződésekben foglaltak alapján használják fel a befektetett tőkét, ugyanakkor vállalatvezetési tapasztalatuk lévén elősegítik az üzleti terv megvalósulását.

A coach-ok hosszú távú motivációs rendszerét a megvalósított ügyletek (megvalósított befektetések és sikeresen megvalósított exitok) számához ajánlott

kötni, ezáltal biztosítva azt, hogy a coach-ok direkt érdekeltséget szerezzenek az ügyletek hatékony megvalósításában.

7. Befektetési célpontok azonosítása. A potenciális befektetési célpontok azonosítása a kiválasztott alapkezelők és az üzleti coach-ok feladata. A befektetési célpontok azonosítása és a deal-flow (ügyletek megvalósításának sora) a kiválasztott alapkezelők befektetési stratégiájának egyik kulcseleme és nagy részben támaszkodik az alapkezelők kapcsolati hálójára és iparági ismeretére.

Lehatárolások különböző programok között

A befektetési célpontok azonosítása és pontos lehatárolása fontos szerepet játszik a Jeremie program illetve a magvető program elkülönítésében. A tőkefinanszírozási támogatásban részesített vállalkozások körében rendkívülien fontos szempont az egyértelmű lehatárolás, a rendelkezésre álló befektetett tőke hatékonyságának növelésére:

- Alapvető különbség a Jeremie és a magvető tőkealap program között, hogy a magvető tőkealaptól kizárólag kezdeti életciklusban levő vállalkozásokat lehet támogatni
- A második alapvető különbség a két program között, hogy a magvető tőkealap kizárólag high-tech innovatív vállalkozások támogatására szakosodik: csak azon vállalatok nyerhetnek tőkefinanszírozási támogatást, amelyek már legalább elkezdett szabadalmi eljárással rendelkeznek⁴⁰
- A befektetett tőke értékében is jelentős különbség mutatkozik a két program között: míg Jeremie forrásokból egy potenciális célpont vállalkozásba 1,5 millió eurónak megfelelő összeget lehet befektetni, addig a magvető

⁴⁰ Elkezdett szabadalmi eljárás, szellemi termék /tulajdon, szerzői jogok – vagy ezeknek az elkezdett folyamata

tőkeprogramból csupán 200.000 eurónak megfelelő tőkefinanszírozás valósulhat meg

Az NKTH 5let pályázati programja és a jelen tanulmányban vázolt magvető tőkealap támogatott tevékenységei átfedést mutatnak, ezért ezek lehatárolása szükséges:

- A korai szakaszban lévő innovatív vállalkozásokat támogató magvető tőkealap alapvető célja a tőkepiac fejlesztése, melyet a magán és állami befektetők részvételével közös tőkealapok létrehozásával, és azok üzleti alapon történő működtetésével lehet elérni.
- A NKTH 5let pályázati konstrukciója a kutatás-fejlesztési eredmények és az innovatív ötletek gyakorlati megvalósítására fókuszál, alapvető célja a piaci termék kifejlesztésének elősegítése, valamint a szellemi tulajdon hasznosítására létrejövő vállalkozások alapításának ösztönzése

A Technológiai Inkubátor Programhoz hasonlóan a megcélzott vállalkozások közül előnyben részesülnek azok, akik sikeresen lezárt – elfogadott szakmai beszámolóval rendelkező – pályázattal rendelkeznek az NKTH 5let programjának I. szakaszában.

8. Befektetések előkészítése az akkreditált coach-ok bevonásával. A potenciális befektetési célpontok előszűrése az akkreditált coach-ok feladata is. Az előszűrés csupán annyit jelent, hogy egy potenciális célpont megfelel-e a befektetési stratégiába foglaltaknak vagy sem. **A coach-ok csak ajánlásokat fogalmazznak meg az alapkezelők számára, egy kedvező coach ajánlás plusz pontot jelent a befektetési dokumentációk elbírálásánál.**

Amennyiben az alapkezelő első körös pozitív döntést hoz befektetési szándékáról, a coach-oknak kötelességük elősegíteni az átvilágítási folyamat megszervezését és lebonyolítását, illetve a végső befektetési dokumentáció összeállítását. A vállalkozások üzleti tervének és befektetési dokumentációjának előkészítése a

coach-ok segítségével valósulhat meg. Az üzleti coach-ok feladata, hogy a vállalkozás tulajdonosait és menedzsmentjét felkészítse a befektetések megvalósítására.

A befektetések megvalósítása után, az üzleti coach-ok szerepe a vállalkozások életében a következő területekre terjed ki:

- i. Szellemi tulajdonjoghoz kötődő tanácsadói szolgáltatások
 - a. Szabadalmi kutatási tanácsadói szolgáltatások
 - b. Ipar- és szerzőijog-védelemi tanácsadás
 - c. Hazai, valamint külföldi szabadalmi, védjegy-, használati- és formatervezési minta-oltalmi bejelentések
- ii. Vállalkozás menedzsmenthez és finanszírozáshoz kötődő tanácsadói szolgáltatások
 - a. Stratégiai menedzsment tanácsadói szolgáltatások (HR menedzsment, üzletfejlesztési stratégiák, marketing stratégiák)
 - b. Pályázati tanácsadói szolgáltatások
 - c. Jogi és ügyvédi tanácsadói szolgáltatások
 - d. Könyvelési, bérszámfejtési szolgáltatások
 - e. Pénzügyi tervezés és kontrolling tanácsadói szolgáltatások

9. Befektetések megvalósítása. A befektetések megvalósítása a befektetési stratégia meghatározott irányvonalai alapján történhet:

- **Potenciális célvállalat**
 - i. Magyarországon bejegyzett mikro-, kis- és középvállalatok

- ii. Korai (magvető és induló) életszakaszban tartanak
- iii. Nettó árbevétele nem haladja meg az éves 100 millió forintot
- iv. High-tech, innovatív vállalkozásoknak minősülnek: legalább megkezdett szabadalmazási eljárás, vagy legalább elkezdett folyamat a szellemi termék vagy tulajdon bejegyzésére, vagy legalább elkezdett folyamat a szerzői jogokat védő intézkedések meghozatalára.
- v. Üzleti tervei jól átgondoltak és a cég jól fejlődő, vonzó iparágban tevékenykedik
- vi. Az üzleti terv adatai alapján a potenciális célvállalatnak a befektetési szerződés aláírása és a feltőkésítés után legalább 1,5 évig biztosított készpénz állománnyal kell rendelkeznie
- vii. A vállalat vezetői tapasztaltak és megbízhatóak
- viii. Üzleti terve alapján igazolható, hogy a kedvezményezett az előrelátható közeljövőben olyan termékeket, szolgáltatásokat vagy eljárásokat fejleszt ki, amelyek újak vagy jelentős mértékben jobbak, mint az Európai Unión belül az ágazatban létező legfejlettebb tudás, és amelyek a technológiai vagy ipari eredménytelenség kockázatát hordozzák.
- ix. A pályázó gazdasági társaságban a pályázat benyújtását megelőzően nem hajtottak végre befektetést külső befektetők, akik megfelelnek az alábbi definíciónak:
 - a) Állami befektető társaságok
 - b) Finanszírozáshoz való hozzáférés elősegítése céljából rendszeresen kockázati tőke befektetést folytató egyének

vagy csoportok, akik vagy amelyek a tőzsdén nem jegyzett vállalkozások alaptőkéjébe fektetnek be

c) Tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény 5. § (1) bekezdésének 53. pontjában meghatározott intézményi befektetők

- x. A pályázó kizárólagos jogosultja az üzleti tervében foglalt K+F projekt alapját jelentő szabadalomnak, amelynek a szabadalmi bejelentését legalább benyújtotta a Magyar Szabadalmi Hivatalhoz a pályázat benyújtása napját megelőzően. Ha a pályázó nem, vagy nem kizárólagos jogosultja a szabadalomnak, úgy rendelkezik a szabadalom jogosultjától nyilatkozattal, amely szerint átruházza vagy hasznosításba adja a pályázónak, amennyiben a pályázat során támogatásban részesítik.
- xi. Rendelkezik a találmány üzleti hasznosítására vonatkozó koncepcióval (nem szükséges üzleti terv), amely nemzetközi és valós piaci igényeket céloz meg
- xii. Ha a pályázó még nem tette meg a szabadalmi bejelentést, akkor legalább a következő feltételek együttes teljesítése szükséges:
 - a) A szabadalmi bejelentés tárgyában rendelkezik közjegyzői okiratba foglalt know-how-val.
 - b) A közjegyzői okiratba foglalt know-how vonatkozásában rendelkezik pozitív újdonságkutatással a Magyar Szabadalmi Hivatal vagy regisztrált szabadalmi ügyvivő által.
 - c) Nyilatkozatban vállalja, hogy a támogatás megítélésétől, vagy legkésőbb a Támogatási Szerződés megkötésétől számított

maximum 6 hónapon belül megteszi a szabadalmi bejelentést a Magyar Szabadalmi Hivatalnál

xiii. Rendelkezik technológiai leírással a találmányról, amely alapján világosan megítélhető annak műszaki megvalósíthatósága és alkalmazási területe. A leírás az alábbiakat tartalmazza:

- a) a projekt szakmai célja: a koncepció, a megoldandó probléma bemutatása,
- b) az innovációs ötlet, a találmányi gondolat leírása, lényege, a megoldás előnye, hátránya, a kifejlesztés stádiuma,
- c) a találmány újdonsága hazai, ill. nemzetközi összehasonlításban (saját technológiai szektorában első számú vagy nagyságrendileg jobb megoldás a fogyasztói problémákra, nemzetközileg miért kiemelkedő, stb.),
- d) találmány lehetséges alkalmazási területei, használói, a kifejleszteni kívánt termék gazdasági haszna,
- e) a piaci cél, igény, az üzleti lehetőségek, a versenytársak bemutatása,
- f) a szükséges további kutató-fejlesztő munka rövid összefoglalása, a megvalósításnál várható nehézségek, kockázatok, mérföldkövek,
- g) a találmány termékké fejlesztéséhez szükséges idő és a költségek becslése (figyelemmel a kockázati tényezőkre is),
- h) a megoldás iparjogvédelmi háttere: a szabadalmi, növényfajtaoltalmi, használati vagy formatervezési mintaoltalmi bejelentés ügyszáma, a bejelentés napja;

- a. szabadalom, növényfajta-oltalmi, használati vagy formatervezési mintaoltalom lajstromszáma, az oltalmat megadó határozat kelte;
- b. külföldi bejelentés/ek ügyszáma, a bejelentés napja;
- c. külföldi bejelentés/ek elindításának módja: közösségi, nemzetközi, egyéb nemzeti
- d. szerzői mű típusa, keletkezésének dátuma

xiv. A pályázat elbírálásánál előnyt jelent:

- a) Olyan elméleti, tudományosan úton létrejött bizonyítás vagy modell, amely megerősíti a szabadalom tárgyának elvárt eredményét vagy megvalósíthatóságát (proof of concept).
 - b) Ha a pályázó hasznosító (spin-off) vállalkozásnak minősül.
 - c) Sikeresen lezárt pályázattal rendelkezik az NKTH 5let pályázatának 1. szakaszában
- **Befektetés mérete.** Egy kedvezményezett számára maximum 200.000 euro utalható ki.⁴¹ A befektetési tanács engedélyével a befektetési időszak végén egy újabb kör tőkefinanszírozás lehetséges, abban az esetben, ha a korábban kedvezményezett vállalatok break-even körüli pénzügyi állapotban vannak.
 - **Befektetési időszak.** Az alapkezelőnek 5+2 év alatt kell megvalósítani a tőkebefektetéseit. Az első 5 évben a kiválasztott alapkezelők kihelyezik a potenciális célvállalkozásokba a tőkefinanszírozási összegeket, míg az utolsó beruházásokból való kiszállás legkésőbb az 5. év utáni második évben meg kell történnjen.

⁴¹ Abban az esetben, amelynek során nem kerül sor különleges EU engedély beszerzésére

Az 5+2 év a magvető tőkealap teljes kifutásának időszaka azért szükséges, hogy az első években megvalósított beruházások eladásra való „beérése” meg tudjon történni. A nemzetközi tapasztalatok elemzése során megállapítható, hogy egy kezdeti fázisban levő, innovatív vállalkozásnak átlagosan 3-5 évre van szüksége arra, hogy elérje a következő, érett fejlődési szintet, ami lehetővé teszi a kezdeti befektetők sikeres kiszállását ezekből a vállalkozásokból.

- **Young Innovative Company (YIC) státusszal kapcsolatos lehetőségek.** Fialtal Innovatív Vállalkozás (YIC) definíciója⁴² alapján a következő feltételeknek eleget tevő vállalkozások kaphatják meg a YIC státuszt:

- i. 50 főnél kevesebb foglalkoztatott létszámú kis- vagy közép-vállalkozás
- ii. Nyolc évnél nem régebben jött létre
- iii. Üzleti tervvel igazolni tudja, hogy a jövőben új termékeket, szolgáltatásokat fejleszt ki
- iv. K+F tevékenységre fordított vagy fordítandó költségei az éves költségvetésének legalább 15%-t teszik ki, ide nem értve az egyéb innovatív kezdő vállalkozásoknak bármilyen jogcímen kifizetett költségeket.

A YIC státusszal rendelkező vállalkozásoknak járó, meghatározott, közvetlen kedvezmények:

- i. Mentésülnek a státusz fennállta alatt a K+F beosztásban foglalkoztatott munkavállalók bérét terhelő nyugdíjbiztosítási járulék,

⁴² Bionity R&D Investment Advisors: A YIC státusz bevezetése Magyarországon. Budapest. 2008. november

illetve az egészségbiztosítási járulék megfizetésének kötelezettsége alól

- ii. A YIC első három adóévük alatt mentesülnek a társasági adó befizetése alól;
- iii. Az adómentes időszakot követő két üzleti évben, illetve nyereségadózási időszakban realizált nyereség 50%-a mentes a társasági adó alól
- iv. Alkalmazhatnak veszteségelhatárolást úgy, hogy a vállalkozás a YIC status fennállása alatti adóévekben keletkezett veszteségét a YIC státusz fennállta alatt bármikor korlátlanul igénybe veheti.

A YIC státusszal rendelkező vállalkozások addicionális lehetőségekkel és hatásokkal tudnak számolni majd a következőkben:

- i. Célzott NKTH (hasonlóan 5let pályázathoz) és GOP/KMOP K+F pályázatoknál feltétel, míg más támogatásoknál (TÁMOP, HEFOP) intenzitást növelő tényező lehet a magas K+F ráfordítás
- ii. Export többlet
- iii. Gazdaság fehéritése (kényszervállalkozások csökkentése az ICT vállalkozásoknál)
- iv. Régiós versenytársaknál kedvezőbb vállalati innovációs környezet, áttelepülő vállalatok, leányvállalatok létrehozása
- v. Jelentős nemzetközi sajtó visszhang és PR lehetőség

A YIC státusszal rendelkező vállalkozások és a magvető tőkealap programok kapcsolódása első körben abban valósulhat meg, hogy azon potenciális befektetési célpontok, amelyek YIC státusszal rendelkeznek, azok az üzleti

terv elbírálása során plusz pontot kaphatnak, ezzel segítve elő ezen vállalkozások fejlesztési forrásokhoz való hozzájutását.

- **Befektetés formája**

i. Tőkefinanszírozás (részesedésszerzés) – Az alapkezelő által tulajdonolt részesedés a vállalkozás tulajdonosaival egyeztetett arányt fogja tükrözni. A vállalkozás tulajdonosa a vállalat értékelése során az addig már létrehozott szellemi termékeket apportálja, ezáltal biztosítva azt, hogy tulajdonosi érdekei a továbbiakban megerősödnek a létrejött új vállalati struktúrában.

A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy a pénzügyi befektetőként megjelenő magvető tőkealapok csendes társként vesznek részt a vállalkozások életében és tulajdonrészük ritkán haladja meg a mindenkori jegyzett tőke 50%-át. Ennek a legfőbb oka, hogy a befektetési alapok pénzügyi befektetőként megfelelő teret és szabadságot biztosítanak a cég menedzsmentje számára a fejlesztéseik megvalósítására. Ezáltal a cég aktív tulajdonosai (amelyek rendszerint ezen a szinten a cég menedzsmentjét is jelentik) is kellőképpen motiváltak a vállalkozás sikeres felfuttatásában, hisz saját jelentős, többségi tulajdonrészüknek a hosszútávú értékmaximalizálásában érdekeltek.

A Magyarországon létrehozandó magvető tőkealap program keretén belül megvizsgáltuk azt, hogy milyen hatással és kockázatokkal jár az, ha az alapkezelők többségi vagy kisebbségi tulajdonrészt szereznek a befektetett vállalkozásokban.

a) Kisebbségi tulajdonrész (az alapkezelők által tulajdonolt üzletrész nem haladja meg a mindenkori jegyzett tőke 50%-át). Ebben az esetben a legfontosabb kockázat amelyet az alapkezelőknek fel kell vállalni, hogy nem gyakorolnak teljes ellenőrzést a vállalkozás fölött. Kisebbségi tulajdonrész esetén az alapkezelők szinte teljesen ki vannak szolgáltatva a vállalkozás menedzsment-döntéseinek. Ez, ha még a szándékos rosszindulatot ki is zárjuk, a menedzserek tapasztalatlansága miatt igen jelentős kockázatot jelent. Az ilyen típusú kockázat kezelésére egy megoldás létezik: olyan vállalatirányítási szerződések megkötése, amely lehetővé teszik, hogy a stratégiai döntések esetében 2/3-os vagy akár 100%-os konszenzusos többség vagy quorum legyen szükséges a döntések meghozatalához. Amint a fentiekben is említettük a kisebbségi, csendes társként való részvétel a preferált a nemzetközi magvető tőkealapok által, két ok miatt:

- 1)** Az alapkezelők kellő teret és szabadságot biztosítanak az innováció tulajdonosainak a fejlesztéseik megvalósítására
- 2)** Az innováció tulajdonosai, mint többségi tulajdonosok, teljes mértékben motiváltak lesznek a vállalkozás felfuttatásában saját részesedésük hosszú távú érték-maximalizálása révén

b) Többségi tulajdonrész (az alapkezelők által tulajdonolt üzletrész meghaladja meg a mindenkori jegyzett tőke 50%-át). Amennyiben a magvető tőkealap alapkezelője többségi tulajdonrészt szerez a vállalkozásokban, fennáll annak a veszélye, hogy egy esetleges korai, részleges kudarc esetén az innováció tulajdonosa elveszti motivációját a fejlesztések megvalósítására. Ebben az esetben még az is előfordulhat, hogy a kisebbségi innováció tulajdonos, az alacsony kilépési korlátok miatt, áthelyezi az innováció tárgyát egy másik jogi személybe, amelyet teljes mértékben ő ellenőriz és ő részesedik az értékmaximalizálás eredményéből, ezáltal kompromittálva az alapkezelő befektetését. Az ilyen típusú kockázatok kezelésére a legbeváltabb módszer az, hogy olyan szigorú feltételekhez kötött befektetési szerződést kötnek az innováció tulajdonosával, amely praktikusán ellehetetleníti az innováció és a know-how kiszervezését a vállalkozásból.

ii. Tulajdonosi hitel – esetleges refinanszírozási megállapodások esetén

10. Befektetésekből való exit-ek megvalósítása. A befektetési időszak végén az alapkezelő a célvállalatban levő részesedéseit szakmai vagy pénzügyi befektetőknek értékesítheti, illetve egy új befektetési szerződés alapján új tőkebefektetési szerződést írhat alá a vállalatok tulajdonosaival.

Egy újabb tőkefinanszírozási szerződés megkötése a Befektetési Tanács és a Központi Alapkezelő jóváhagyásával történhet meg. Az Irányító Hatóság biztosítja az esetleges második körös befektetések megvalósításához szükséges tőkét az alapkezelők részére.

VIII.3. BEFEKTETÉSI TERÜLETEK ÉS BEFEKTETÉSEK ELOSZLÁSA

Nemzetközi tapasztalatok alapján a korai fejlődésű fázisban levő innovatív vállalkozások támogatása esetében a befektetési terület és a befektetések eloszlásának kötöttsége nem jelenthet korlátozó tényezőt a források kihelyezésében. Ezek alapján a befektetési területeket és a befektetések eloszlását illetően a következőket javasoljuk:

- Magyarország szintjén regionális alapok létrehozása nem javasolt
- Iparági specializáció a kezdeti életciklusban levő vállalatok támogatása esetében, az elsőként létrehozott magvető tőkealap konstrukcióban nem javasolt, az innovatív törekvéseket minden iparág esetében megkülönböztetés nélkül támogatni lehet
- A befektetési célpontok kiválasztásában előnyt jelent az, hogy a vállalkozás olyan területen tevékenykedik, amelynek jól körülhatárolható iparági specializációja van, mely iparág innovatív megoldásokra és tevékenységekre alapoz
- **Szektorspecifikáció.** A magvető tőkealap program, összhangban a Kormány TTI stratégiájával⁴³ preferáltan az alábbi technológiai kulcsterületekre fókuszál:
 - Info-kommunikációs technológiák
 - élettudományok és biotechnológia
 - orvostechnikai ipar
 - anyagtudomány és nanotechnológia

⁴³ A Kormány középtávú (2007-2013) tudomány-, technológia- és innováció-politikai (TTI) stratégiája, Budapest, 2007. március

- környezeti technológiák
- az energiatakarékosság és a megújuló, alternatív energiaforrások technológiái

vagy az alábbi tudásalapú iparágak fejlődését szolgálja:

- IT és elektronikai ipar
- gép- és járműipar
- gyógyszeripar
- vegyipar
- élelmiszeripar
- innovatív szolgáltatóipar
- környezetvédelmi ipar és technológiák

VIII.4.A MAGYARORSZÁGON LÉTREJÖVŐ MAGVETŐ TŐKEALAP ELVÁRHATÓ TELJESÍTMÉNYE

A nemzetközi tapasztalatok áttanulmányozása után, a magvető tőkealapok teljesítményét és összesített gazdasági hatását illetően elég szürke képet kapunk. Amire Magyarországon számítanunk kell a magvető tőkealap eredményének és elvárható teljesítményének meghatározása során:

2. Nemzetközi tapasztalatok alapján a finanszírozott vállalkozásoknak közel 33% veszteséges – vagyis magvető tőkealapból finanszírozott vállalkozások körében közel egyharmados bedőlési aránnyal lehet számolni

3. Break-even-t elérő vállalkozások esetében egy új, másodkörös tőkebefektetés utáni teljesítményt érdemes alapul venni
4. Abból kiindulva, hogy a magvető tőkealapok hozamelvárásai alacsony szinteken mozognak, a legjobb mérőszámok a magvető tőkealapok eredményességének a vizsgálatára
 - **A sikeres exit-ek száma** – A kezdeti életciklusban levő vállalatok támogatása esetében a legfontosabb sikerességi mutató, hogy a magvető tőkealap helyett egy stratégiai vagy szakmai befektető lép a helyére
 - **Bejegyzett üzletképes szabadalmak száma**
 - **Teremtett munkahelyek száma**

IX. MAGVETŐ TŐKEALAP LÉTREHOZÁSÁNAK INTÉZMÉNYRENDSZERE

A magvető tőkealap létrehozatalára vonatkozó nemzetközi tapasztalatok áttekintése és a magvető tőkealap struktúrájának felvázolása után, a továbbiakban az alap létrehozatalához szükséges intézmények legfőbb feladatait, illetve a program implementációjának legfontosabb lépéseit tekintjük át részletesebben.

A magvető tőkealap intézményrendszerének áttekintése során számba vesszük azokat az érintett már meglévő vagy létrehozandó intézményeket, amelyek lehetővé teszik a magvető tőkealap program lebonyolítását. Ezek az intézmények képezik a magvető tőkealap gerincét. A továbbiakban bemutatjuk a magvető tőkealap program létrehozatalában és lebonyolításában játszott szerepüket és az ellenőrzésükre jogosultak körét.

1. **Nemzeti Kutatási Technológiai Hivatal (NKTH):** a teljes magvető tőkealap program lebonyolításának központi szereplője, a magvető tőkealap életre hívásának, finanszírozásának és működtetésének meghatározó intézménye. A vonatkozó jogszabály és a javasolt modell alapján a feladatai a következők:
 - A magvető tőkealap stratégiai koordinációja
 - A Központi Alapkezelő kinevezése, leszerződése
 - A Központi Alapkezelővel közösen a program lebonyolítására szükséges akcióterv kidolgozása és jóváhagyása
 - A Központi Alapkezelő közreműködésével a Fund-of-Funds felállítása az Innovációs Alapból
 - A program lebonyolításhoz szükséges források biztosítása
 - A Központi Alapkezelő ellenőrzésének a feladatainak az ellátása

- Az akkreditált coaching rendszer létrehozatala
- Akkreditált coach-ok kiválasztása
- A magvető tőkealap program interim értékeléseinek lebonyolítása, nemzetközi szakértők bevonásával
- Szakmai beszámolók elbírálása

Az NKTH ellenőrzésére a jogszabályi felhatalmazás alapján a felügyelő Kutatás-fejlesztésért Felelős Tárcá Nélküli Miniszter jogosult.

2. **Központi Alapkezelő (KA).** A stratégiában vázoltak alapján, Magyarországon jelenleg egy olyan intézmény rendelkezik azzal a szakmai felkészültséggel, releváns tapasztalattal és beágyazottsággal, amely lehetővé teszi a magvető tőkealap rendeltetés szerinti kezelését és ez a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. A Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. felelős a hazai Jeremie⁴⁴ tőkefinanszírozási program lebonyolításáért, melynek a magvető tőkealap program tökéletes kiegészítője lehet. A Központi Alapkezelő legfontosabb feladatai:

- A magvető tőkealap stratégiába foglaltak végrehajtása
- A program lebonyolításához szükséges erőforrások (eszközök, emberi erőforrás) biztosítása
- A Befektetési Tanács létrehozatala
- Az alapkezelők kiválasztásának lebonyolítása, pályáztatás során:
 - A pályázati kiírás előkészítése

⁴⁴ A Gazdaságfejlesztési Operatív Program és a Közép-magyarországi Operatív Program keretében finanszírozott Új Magyarország Kockázati Tőkeprogram

- Pályázatok meghirdetése
 - Pályázatok befogadása
 - Pályázatok első körös formai értékelése
 - A Befektetési Tanács bevonásával a pályázatok végső kiértékelése
 - A nyertesek értesítése
 - Az alapkezelői szerződések megkötése, támogatási szerződésmódosítások kezelése
- A kiválasztott alapkezelők tevékenységeinek monitorizálása
 - Rendszeres monitoring riportok elkészítése az NKTH számára
 - Az alapkezelők teljesítményének nyilvántartása
 - Féléves és éves beszámolók elkészítése az NKTH részére a stratégia teljesítési fázisairól

A Központi Alapkezelő ellenőrzése és koordinálása a stratégiában megfogalmazottak és a szerződésbe foglaltak alapján az NKTH felelős.

3. **Befektetési Tanács (BT).** A Befektetési Tanács elsődleges feladata a Központi Alapkezelő számára a befektetési döntések, alapkezelő kiválasztásának és az alapkezelők teljesítményértékelési feladatainak ellátása. A Befektetési Tanács tagjait a Központi Alapkezelő kéri fel és gondoskodik díjazásukról, valamint ösztönzési rendszerük kidolgozásáról. A Befektetési Tanács minimum 5 főből áll, akik a következő szakterületek, nemzetközi tapasztalattal rendelkező szakembereiből kell összeálljon:

- Jogászok (M&A, IPR, társasági jog)
- M&A

- Stratégiai menedzsment tanácsadás
- Műszaki, technológiai szakértő

A Befektetési Tanács állandó tagja továbbá az a nemzetközi szakértő, akit az NKTH kér fel a folyamatos ellenőrzés és nemzetközi tapasztalatainak átadása céljából. A delegált költségeit 100%-ban az NKTH fedezi.

A Befektetési Tanács kizárólag ajánlásokat fogalmaz meg a Központi Alapkezelő számára. A döntéseit minősített többséggel hozza, ahol a tagok azonos arányú szavazattal rendelkeznek. A minősített többség abban az esetben áll fenn, ha minimum 3 vagy az összes tag 60%-a és az NKTH delegáltja jelen van a döntés meghozatalakor. Az NKTH delegált tagja részletesen indokolt különvélemény megfogalmazására kötelezett, amennyiben nem szavaz a tagok minősített többségével.

A Befektetési Tanács a Központi Alapkezelő menedzsmentjének ajánlásával a tagjai közül választ elnököt, aki minden évben beszámolót készít a Befektetési Tanács munkájáról, működéséről és döntéseiről, amelyet eljuttat a Központi Alapkezelő menedzsmentje és az NKTH részére.

4. **Kiválasztott alapkezelők.** A Befektetési Tanács és a Központi Alapkezelő döntései során kiválasztott Magyarországon bejegyzett alapkezelők, a következő négy kritérium alapján kerül kiválasztásra:

- Jogi személy (alapkezelő) befektetési tapasztalata
- Alapkezelést végző menedzserek szakmai tapasztalata
- Üzleti feltételek
- Befektetési stratégia

A Központi Alapkezelővel aláírt szerződés alapján a kiválasztott alapkezelők kötelesek a befektetési stratégiába foglaltak megvalósítására, a következő 7 évben:

- Min. 20% magántőke bevonására a kezelt alapba
- Tőkefinanszírozási befektetések megvalósítása
- A portfólió vállalkozások stratégiai irányítása, stratégiai döntések meghozatala
- A portfólió vállalatokban szerzett részesedés értékesítése a befektetési futamidő végén

5. **Akkreditált coaching hálózat.** Az akkreditált coach-ok szerepe és egyben legfontosabb célja az egész magvető tőkealap program folyamatában, az hogy biztosítsák a kezdő vállalkozások számára azokat az alapvető vállalatvezetési készségeket, amelyek szükségesek a befektetések sikeres megvalósításához. A kezdő életciklusban levő vállalkozások legjelentősebb hiányzó készségek:

- Üzleti és pénzügyi tervezés
- Komplex vállalati struktúrák felépítése
- Innováció piacra helyezésének piaci készségei
- Erőforrás gazdálkodás, legfőképp emberi és pénzügyi
- Projekt menedzsment tapasztalat
- Nemzetközi piacokon való megjelenéshez szükséges alapkövetelmények
- Pénzügyi vagy szakmai befektetővel vagy csendes társsal való kapcsolattartás
- Alapvető marketing és brandépítés készségek

Ideális esetben egy felkészült és kompetens coach a fentiekben felsorolt készségek javarészét biztosítani tudja, illetve tanácsadói minőségében segítséget tud nyújtani a vállalkozások menedzsmentjének.

A coach-ok akkreditációját az NKTH felügyelete mellett a Központi Alapkezelő végzi, a program sikeres lebonyolítására legalább 6 (alapkezelőnként min. 2-2) akkreditált coach-al kell rendelkezni. A coach-ok akkreditációja során figyelembe vett legfontosabb szempontok:

- Szakmai tapasztalat vállalatvezetésben (vállalatvezetésben eltöltött évek száma)
- Szakmai tapasztalat vállalati struktúrák kialakításában
- Stratégiai tanácsadói tapasztalat
- Projekt menedzsment tapasztalatok
- Nemzetközi munkakörnyezetben eltöltött idő