

## Fából vaskarika?

### Az állam mint kockázatitőke-befektető

**Karsai Judit**

*Az állam többféle módon vesz részt a kockázatitőke-piacon. A cikk ezek közül a befektetői szerepkört vizsgálja, példákon keresztül részletesen áttekintve a nemzetközi tendenciákat. Bemutatja, hogy a piaci folyamatok torzításának kockázatával járó közvetlen részvétellel szemben az állam mindinkább közvetett módon, a privát szférát is bevonva járul hozzá a kockázatitőke-piac forrásainak növeléséhez. A privát szektor bevonása azért is fontos, mert elsősorban ez a megoldás képes biztosítani az üzletileg életképes, perspektivikus projektek megfelelő, politikai befolyástól mentes kiválasztását, a finanszírozás időtartamának választási ciklusoktól független meghatározását, a befektetések kezelésével megbízott menedzserek megfelelő szakértelmét és ösztönzését. A tanulmány fő következtetése, hogy a csak kisebb részben államilag finanszírozott, s a privát szféra kezelésében álló kockázatitőke-alapok teszik lehetővé az állami források megfelelő hasznosulását, hozzájárulva egyben a gazdaságpolitikai célok, így az ígéretes fiatal cégek tőkeellátásának javításához.\**

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G23, G24, G28, M13, O31.

Noha a kockázati tőke a piaci verseny egyik jellemző terméke, az állam sok országban komoly szerepet játszik a kockázatitőke-piac tőkeellátásában. Sőt, sok országban már magát a kockázatitőke-ágazat létrejöttét és megerősödését is részben állami segédlettel oldották meg (EVCA, 2010). Válság idején a befektetők kockázatvállalási hajlandóságának erőteljes csökkenése miatt különösen felerősödött az állam korrekciós szerepe a kockázatitőke-piacon (Brander és társai, 2010, Kramer-Eis–Lang, 2011, Private Equity Findings, 2010).

Az állam kockázatitőke-piaci részvétele mellett számos *érv* szól. A piaci elégtelenségre és finanszírozási résre hivatkozó érvek szerint az állami beavatkozás a tőke kritikus tömegét biztosítva jelezheti a magvető és korai fázisú befektetések finanszírozásra érdemes voltát a privát finanszírozók felé (Leleux és Surlémond, 2003). E szerint az állami beavatkozás a magánszektorbeli magvető és korai fázisú piaci szegmens megteremtésének előmozdítását szolgáló beavatkozás. Egy másik érvelés szerint az állami részvétel tisztán pénzügyi hozamokon túlmutató megfontolásokon alapul, mégpedig olyan társadalmi, illetve nemzetstratégiai érdekeken, mint az új munkahelyek teremtése, valamint meghatározott

---

Karsai Judit, az MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézetének tudományos főmunkatársa E-mail cím: karsai.judit@krtk.mta.hu

\* A tanulmány az OTKA K105581 számú pályázat támogatásával készült.

régiókban és szektorokban a gazdasági növekedés előmozdítása (*Lerner, 2009, Murray és társai, 2012*). Az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalását tehát az indokolja, hogy a tőkéhez nem jutó ígéretes, fiatal és innovatív vállalkozások tőkeigényének kielégítése társadalmilag kívánatos externáliát eredményez. A kormányzat, ha be tudja azonosítani azokat a befektetési projekteket, amelyek nagy társadalmi haszonnal kecsegtetnek, s megfelelő ösztönzéssel a pénzügyi közvetítők (a magánszektorbeli befektetők) figyelmét e vállalkozások felé tudja terelni, akkor hasznos közösségi feladatot lát el (*Karsai, 2012*).

A kockázatitőke-befektetések eredményessége ugyanis a kockázatitőke-piac *működési környezetétől* is függ, azaz például a gazdaság aktuális állapotától, a pénzügyi intézmények fejlettségétől, a munkaerő-piac helyzetétől, a kutatás-fejlesztési ráfordítások nagyságától, valamint a jogi környezeten keresztül a kockázatitőke-ágazat befektetőinek és kezelőinek, valamint együttműködésük szabályozásától.<sup>1</sup>

Bár az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalásának legkézenfekvőbb formája a közvetlen befektetés, ezt szabályozói szerepköre is kiegészíti. Az állam kockázatitőke-piacot érintő, rendkívül szerteágazó részvételi lehetőségei közül e cikk az állami szerepvállalás azon formáit vizsgálja, amelyekben az állam *befektetőként* vesz részt a kockázatitőke-piac forrásellátásában. Így céljai elérésére az állam létrehozhat olyan központi alapot, amely befektetéseivel növeli a kockázatitőke-alapok forrásait: meghívhat privát befektetőket az általa felállított alapokba; avagy csökkentheti a kizárólag magánszektorbeli finanszírozók alapjainak befektetési költségeit, illetve kockázatát. Az állami és a magánszektorbeli befektetők együttműködését számtalan olyan megoldás „olajozhatja meg”, amelyek az aszimmetrikus kockázatviselés, illetve a kedvezményekből történő egyenlőtlen részesedés folytán a magánszektor befektetői számára vonzóbbá tehetik az együttes befektetéseket (*Karsai, 2012*).

A téma *aktualitását* két körülmény is aláhúzza. Egyrészt a 2008-ban induló pénzügyi és gazdasági válság az európai, ezen belül a kelet-közép-európai országokat rendkívül erőteljesen érintette, amelyek kockázatitőke-ipara a fejlett országokénál is jobban megszenvedte a válságot, s így az állam nyújtotta segítség fontossága számukra különösen megnőtt. A másik aktualitást az jelenti, hogy az Európai Unió, érzékelve a klasszikus kockázatitőke-befektetések problémáit, az állam kockázatitőke-piaci részvételére olyan új típusú konstrukció igénybevételét tette tagjai számára lehetővé, amely egyebek mellett a kockázatitőke-ágazat számára a korábbi időszakhoz képest nagyságrendileg több állami forrás

---

<sup>1</sup> A kockázatitőke-piac szabályozásáról részletesen lásd *Karsai [2013]*.

lehívását biztosította. Ilyen új típusú konstrukció az ún. *JEREMIE-program*, amely a strukturális alapok egy részének kockázati tőke célú felhasználását teszi lehetővé, s amellyel immár az újonnan csatlakozó kelet-közép-európai tagországok is élhetnek.

A cikk *gondolatmenete* a következő. Az elemzés először az állam kockázattőke-piaci részvételének jelentőségét érzékelteti, majd bemutatja és rendszerezi a nemzeti, illetve nemzetközi szinten alkalmazott kormányzati megoldásokat a kockázattőke-piac forrásainak növelésére. A cikk megvizsgálja az állami kockázattőke-programok eredményességét befolyásoló tényezőket, s e programok előnyös és hátrányos következményeit, levonva az állam kockázattőke-piaci szerepvállalásának fő tanulságait.

### **A válság hatása az állam kockázattőke-piaci szerepvállalására**

A statisztikai adatok tanúsága szerint válság idején különösen *megnő* az állami források jelentősége a korai fázisú szektorba tartozó innovatív cégek számára. Erre utal, hogy *Európában* 2010 óta minden évben kormányzati ügynökségek biztosították a kockázattőke-alapok által évente gyűjtött tőke több mint 30 százalékát (EVCA Yearbook, 2014). Így 2013-ban is kormányzati forrásokból származott az európai kockázattőke-alapokba gyűjtött tőke 34 százaléka. A 2007-ben még csupán 650 millió eurót kitevő, majd 2010 óta már évi 1 milliárd eurós, 2011-től pedig 1,5 milliárd euróra emelkedő állami hozzájárulás az üzleti ciklussal ellentétesen mozgott. Mivel 2007 és 2013 között a kockázattőke-alapok által a privát és az állami szférából együttesen gyűjtött tőke volumene majdnem a felére esett vissza, ez „természetes módon” vezetett az állami befektetők megnövekedett részarányához (*Kramer-Eis és társai*, 2014).

A *kelet-közép-európai régió* számára az állami források különösen nagy jelentőségét húzza alá, hogy az itteni székhelyű kockázati- és magántőke-alapok által 2013-ban frissen gyűjtött 433 millió eurónak már közel a *fele* kormányzati forrásból érkezett. A kockázattőke-ágazaton belül a kifejezetten korai fázisú finanszírozásra 2013-ban a régióbeli alapok által gyűjtött 88 millió eurónyi tőkének még ennél is jelentősebb hányadát, több mint 60 százalékát nyújtották állami szervezetek, ami majdnem kétszerese volt a hasonló szegmensben egész Európában mért 34 százalékos részaránynak. Az állami források súlya azonban nem csupán 2013-ban volt magas Kelet-Közép-Európában. A 2009 és 2013 közötti ötéves időszakban a régióbeli befektetésekre szakosodó kockázattőke-alapok forrásainak közel 40 százaléka érkezett kormányzati szervektől (EVCA, 2014).

Az állami tőkekonstrukciók elterjedtségét más oldalról támasztja alá az Európai Bizottság által közzétett másik adat, amely szerint a tagállamokban a tőke- és kvázi tőke- (equity and quasi-equity) befektetést végző alapok által 2007 és 2012 között végrehajtott befektetések

során kihelyezett tőke fele közösségi forrásokból – az EU strukturális alapjaiból – származott (European Commission, 2013).

*Brander* és társainak [2010] adatai szerint nemcsak Európában, hanem *világszerte* igen jelentős volt a kormányzati források részvétele a kockázatitőke-finanszírozásban a forráshoz jutó cégek számarányát tekintve. Becslésük szerint az összes kockázati tőkével finanszírozott vállalkozás közül az állami tőkét kapó cégek részaránya Kanadában például meghaladta az 50 százalékot, de 35 százalék körüli volt Németországban is, s a cégek negyedét tette ki Franciaországban és Belgiumban is. Az Egyesült Királyságban a korai fázisú befektetési ügyletek számának több mint a felét olyan hibrid alapok adták, amelyek az állami és a privát forrásokat együtt fektették be (*Pierrakis és Mason, 2008*). Az állami részvétel magas aránya nem véletlen, mivel az OECD 2013-ban készült felmérése szerint *Wilson–Silva, 2013*) a legtöbb tagországában létezik valamiféle állami tőke (equity) program, melyek száma az elmúlt öt évben kifejezetten emelkedett (*Wilson–Silva, 2013*).

#### **Az állami kockázatitőke-programok típusai**

A kormányzat kockázatitőke-piacon való részvételének definíciója korántsem egyértelmű. A szakértők egy része ide sorol például minden olyan programot, amely saját tőke (equity) típusú befektetés fiatal cégekbe, vagy amely a többi tőkeközvetítőt ilyen jellegű befektetésre ösztönzi (*Lerner, 2002*). Más megközelítésben kormányzati részvétel alatt olyan programokat értenek, amelyek a high-tech ágazatokat a kockázatitőke-alapok és az adópolitika révén támogatják (*Cumming, 2007*). Ismét mások a kormányzati részvétel címszó alatt a hibrid, azaz állami és magánforrásokat egyaránt befektető kockázatitőke-alapok tevékenységét tárgyalják (*Jaaskelainen és társai, 2007*).

Az állami szerepvállalást a kockázatitőke-piac forrásellátására szűkítve két alapvető konstrukció ismert. Egyrészt ilyen a privát kockázatitőke-alapok forrásgyűjtésének támogatása, azaz amikor az állam befektetőként (Limited Partner) lép be és növeli az államtól egyébként független alapkezelők által kezelt kockázatitőke-alapok tőkéjét. Ilyen, az állam *közvetett* kockázatitőke-piaci részvételével járó megoldást képvisel például Ausztráliában az *Innovation Investment Fund*, Izraelben a *Yozma* program, az Egyesült Államokban a *SBIC* konstrukció, az Egyesült Királyságban a *High Tech Fund of Funds*, Dániában a *Vaekstfonde*, Franciaországban a *Fund for the Promotion of Venture Capital*, vagy Németországban az *ERP-EIF Dachfonds*.

Az állami részvétel másik, *közvetlen* megoldását az állami kézben lévő vagy az állam által megbízott alapkezelők által kezelt kormányzati tulajdonban lévő kockázatitőke-alapok felállítása jelenti. Ilyenkor az állam az ún. hands-on megközelítést alkalmazza, azaz olyan

kockázatitőke-alapot hoz létre, amely egy kormányzati szervezet tulajdonában van, s alapkezelőként (General Partner) is az állam felel a portfóliócégek kiválasztásáért, a befektetési döntések meghozataláért, miután az állam által megbízott alapkezelő menedzseli az állami forrásokból működő alapot. Ilyen konstrukcióként működik például Belgiumban a *Biotech Fonds Vlaanderen*, Finnországban a *SITRA*, Franciaországban a *CDC Innovation*, Németországban a *TBG*, Olaszországban a *Piemontech*, Spanyolországban az *Axis Participaciones Empresariales*, s az Egyesült Királyságban a *Scottish Enterprise*.

Sok kormány kezdetben a kockázatitőke-piaci részvételnek ez utóbbi, *közvetlen* megoldását választotta, azaz saját kezelésű kockázatitőke-alapot hozott létre. Mivel a saját állami alapok felállítása – azaz amikor a kormány egyidejűleg lép fel alapkezelőként és befektetőként – a piaci folyamatok *torzításának* kockázatát hordozza a tőke rossz elhelyezése és a magánszféra befektetői kiszorításának lehetősége miatt (*Armour és Cumming, 2006, Avinimelech és Teubal, 2006, Gilson, 2003, Leleux és Surlemont, 2003, Lerner, 2009*) – e konstrukciók közül időközben sokat módosítottak (OECD, 2013).

A *közvetett* állami befektetés esetében a kormányzat magánszektorbeli kockázatitőkealapkezelőket megbízva vesz részt a befektetésben. Privát alapkezelőhöz delegálja a végrehajtói felelősséget, miközben az általa finanszírozott alapok befektetői egyikeként speciális célokkal lép fel. E célok a hozamelvárás mellett meghatározott térségek fejlesztését, munkahelyteremtést vagy az innováció előmozdítását foglalhatják magukban. Ma már világszerte az állam kockázatitőke-piaci részvételének ez a közvetett megoldása dominál (*Gilson, 2003, OECD, 2006*). A közvetett állami befektetés így lényegében *társbefektetői konstrukciót* takar. Az állam nem saját maga hoz létre kockázatitőke-alapot, hanem befektetésével betársul más privát alapokba az ottani privát finanszírozók tőkéje mellé. Ebben az esetben az állam nemcsak az alap kezelését bízta privát alapkezelőre, de az alapnak is csupán egyik finanszírozója. Ez a megoldás nem pusztán a tőkeáttétel növelésére alkalmas, hanem a források növelése révén a magvető és korai fázisú befektetések piacának kiépítésére is, miután hozzájárul az ágazati szereplők professzionalitása növekedéséhez is. A társbefektetés emellett arra is alkalmas, hogy amennyiben a szabályozási környezet ezt lehetővé teszi, a piacra vonzza a külföldi befektetőket is. A társbefektetési konstrukció többféle technikával is megvalósítható. Leggyakrabban úgy, hogy az *állami befektető a privát befektetővel azonos feltételekkel – ún. pari passu* módon – fektet be az alapokba. Ugyanakkor úgy is kialakíthatják a feltételeket, hogy azok a magánszektorbeli befektetők számára az állami résztvevőhöz képest kedvezőbbek legyenek, azaz relatíve ösztönzést és védelmet nyújtsanak a számukra. Az ilyen aszimmetrikus finanszírozási konstrukciók a privát

befektetők számára a hozamokból a befektetési arányuk alapján nekik járónál általában nagyobb hányadot biztosítanak, illetve a veszteségekből tőkearányuknál kisebb hányad viselését követelik meg. Ez a privát finanszírozóknak nyújtott prémium a magvető és a korai fázisú finanszírozással együtt járó magasabb kockázat és a lassabb megtérülés kompenzálására szolgál. A tapasztalatok szerint ezek a hibrid konstrukciók a nélkül nyújthatnak megfelelő ösztönzést, hogy nem kívánatos következményekhez vezetnének, miközben pozitív hatást gyakorolnak a hozamokra (Murray, 1998). Az elmúlt években – a működő programok sikere nyomán – e társbefektetési alapok igen népszerűvé váltak.

A közvetett állami befektetés egy további, ugyancsak elterjedt megoldása az ún. *alapak alapja* konstrukció, amelynek esetében az állami források nem közvetlenül kerülnek egy kiválasztott alaphoz, hanem az *állami forrásokból állami holdingalapot* hoznak létre, amelynek tőkéjére a magánszektorbeli alapok pályázhatnak. A holdingalap (állami) kezelője az állami források allokálása során csak olyan alapokat finanszíroz, amelyek befektetési politikájukban vállalják az állam számára fontos célok teljesítését, így például fiatal, jelentős növekedési potenciállal rendelkező cégek finanszírozását (Murray, 2007).

A piac szerepének ereje szerint az állam kockázatitőke-piaci részvételét vizsgálva valójában egy többfokozatú skálát kell elképzelni. A skála a kizárólag állami pénzből létrehozott befektetési alapok által végrehajtott befektetéssel indul, majd az egyedi társbefektetési konstrukció keretében történő állami befektetéssel és az állami holdingalapak által társfinanszírozott privát alapok képviselte megoldással folytatódik. A skála tovább folytatódik a magánszektorbeli befektetők egyedi befektetéseikhez esetenként csatlakozó állami tőkealapok konstrukciójával, egészen azon privát kockázatitőke-alapok finanszírozásáig, amelyek tőkegyűjtésében nemzetközi pénzügyi intézmények tőkéje is részt vesz. Az egyes konstrukciók között eltérést jelenthet az alapok tőkéjéből történő részesedés súlya mellett az alapok által végrehajtott befektetések nagyságrendje, az alaptól elvárt hozam nagysága, a cégek kiválasztásánál alkalmazott szelekciós kritérium, valamint az alap befektetői között a privát befektetők ösztönzésének módja.

Az OECD 2013-ban készült felmérésében (Wilson – Silva, 2013) a 32 tagország által kitöltött kérdőív tapasztalatai azt jelzik, hogy 14 országban fordult elő közvetlen állami tőkebefektetési program, és 21-21 országban működtek alapok alapja, illetve társbefektetési konstrukciók. A társbefektetési programok között az ún. *pari passu* típusú programok több mint 80 százalékos túlsúlya volt jellemző. A programok közül az elmúlt években az alapok alapja és a társbefektetést megvalósító konstrukciók száma emelkedett, míg a direkt befektetési programok száma visszaesett. A társbefektetési konstrukciók esetében általános

gyakorlat volt a társulni kívánó befektetők előzetes szűrése, ami az esetek közel háromnegyedében elfogadott gyakorlat volt.

### **Nemzetközi szinten kialakított állami tőkekonstrukciók**

A nemzeti szinten alkalmazott állami tőkeprogramok mellett fontos szerepet töltenek be a kockázatitőke-piac fejlesztésében a nemzetközi szintű állami tőkebefektetési programok. Európában például a vállalkozás- és innovációpolitika kiterjedten alkalmazott eszköze az Európai Unió közösségi forrásaiból történő állami tőke-hozzájárulás a kockázatitőke-alapokhoz (EC, 2006a, 2006b, *Martin* és társai, 2003, *Murray*, 1998). Sőt, a privát és az informális befektetések hiányában az új cégek számára nyújtott kockázati tőkének számos európai piacon a nemzetközi konstrukciók révén elérhető állami finanszírozás biztosítja az egyik legfontosabb és folyamatos forrását.

A kockázatitőke-finanszírozás támogatására többféle uniós forrás is rendelkezésre áll. A tagországok például az EU strukturális alapjainak forrásaiból kockázatitőke-programokra is költhetnek, de a kockázatitőke-ágazat fejlesztése az *Európai Beruházási Bank (EIB)* és az *Európai Befektetési Alap (EIF)* forrásaiból is támogatható, s e források össze is kapcsolhatók. Sajnos az Európai Unió által közzétett összesített adatokból nehéz arról képet alkotni, hogy a kockázati tőke támogatására egy-egy programozási időszakra mekkora összeget szántak, ebből ténylegesen mennyit használtak fel, azaz ítélték oda a tagországoknak, s azok ebből a gyakorlatban mennyit juttattak a kedvezményezett alapoknak, azok pedig a finanszírozott vállalkozásoknak. A fő nehézséget itt az jelenti, hogy az EU nem a programok tartalma szerint készít összegzést, ezért a különböző programok keretében ugyanazon célra fordított források nem adódnak össze. Például a kis- és középvállalkozások támogatására szolgáló intézkedések elválnak az innováció előmozdítására szolgálóktól, holott a kockázati tőke támogatása mindkettőben lehetséges.

Az Európai Uniónak az innovatív kis- és középvállalkozások finanszírozására 2007 és 2013 közötti hét évre szolgáló 3,6 milliárd eurós *Európai Versenyképességi és Innovációs Keret Programja (European Competitiveness and Innovation Framework Programme – CIP)* igen sok célt fedett le. Így többek között a versenyképesség javítását, az innováció és a vállalkozás támogatását, a technológiatranszfer előmozdítását, az új pénzügyi közvetítők megjelenésének elősegítését, az induló cégek és a kis- és középvállalatok finanszírozáshoz hozzájárulásának elősegítését, a piaci orientációjú befektetők irányában a katalizátorszerep betöltését, a megújuló energia terjedését és az energiahatékonyság elősegítését. E program költségvetésének 60 százalékát tette ki annak egyik pillére, a *Vállalkozás és Innováció Program (Entrepreneurship and Innovation Programme – EIP)*. Az Európai Unió az EIP-

programnak a költségvetéséből a hitel, a garanciavállalás és a kockázati tőke nyújtását lehetővé tevő ún. pénzügyi intézkedési csomagjai révén 1,13 milliárd euró összegű tőke felhasználását irányozta elő. E keretnek kicsit több mint felét, 550 millió euró elköltését tervezte – gyorsan növekvő és innovatív kis- és középvállalatok finanszírozását felvállaló – kockázattőke-alapok tőkájének növelésére fordítani. Az előírások szerint a programban részt venni kívánó privát kezelésű kockázattőke-alapok finanszírozásának legalább felét privát befektetőknek kellett biztosítani, s az állam az alapok befektetőjeként hozzájuk hasonló feltételekkel kívánt részt venni az alapok finanszírozásában. Európai kockázattőke-alapok uniós forrásokból e programok mellett még más módon is hozzájuthattak forrásaik állami kiegészítéséhez, így többek között a Strukturális Alapokból – az *Európai Regionális Fejlesztési Alapok (European Regional Development Funds – ERDF)* révén – az ún. *JEREMIE-program* keretében.

A 2005-ben meghirdetett *Mikro-, kis- és középvállalkozásokat támogató közös európai források (Joint European Resources for Micro and Medium Enterprises – JEREMIE)* program keretében az EU forrásait a résztvevőknek 2015 végéig kell befektetniük. Az Európai Bizottság és az Európai Beruházási Bank, valamint az Európai Befektetési Alap együttműködésével kialakított pénzügyi intézkedési csomag az EU régi és új tagországai számára egyaránt lehetőséget kínál arra, hogy a strukturális alapok egy részét visszatérítendő forrásként kockázati tőkébe fektessék. A JEREMIE-programnak a kockázati tőke csak kis hányadát adja, ennél sokkal jelentősebb a program keretében nyújtható hitel, illetve garanciavállalás (EIF, 2014). Sőt, a kockázati tőke a JEREMIE-programban részt vevő országok és régiók közül nem is mindenhol szerepel a pénzügyi eszközök között. Míg a JEREMIE-kezdményezés regionális szinten is alkalmazható, addig a CIP/EIP az EU országai szintjén működik. A JEREMIE-program tulajdonképpen egy *kiegészítő* program a CIP/EIP program mellett.

A szakértők a program regionális karaktere és a részt vevő viszonylag kis méretű kockázattőke-alapok miatt nem tartották igazán jelentősnek a JEREMIE-konstrukció hatását az európai kockázattőke-piacra (EP DG, 2012). Az EU-ban alkalmazott finanszírozási eszközök hatékonyságát az innováció előmozdítása szempontjából vizsgáló szakértői elemzések sem voltak maradéktalanul elégedettek az Európai Unióban alkalmazott konstrukciókkal, s azok *átalakítását* javasolták. A problémák között elsősorban a méretgazdaságosság szempontjából túl kis méretű regionális alapok létrejöttét, illetve az általuk finanszírozott cégek alacsony potenciális növekedési képességét emelték ki, s úgy vélték, hogy a kevesebb számú, de megfelelő rugalmasságú, a befektetési trendekhez

gyorsabban adaptálódni képes alapok felé történő elmozdulást kellene a jövőben elérni (*Reid és Nightingale, 2011*).

A kelet-közép-európai régió számára a JEREMIE-program jelentőségét azonban aláhúzza, hogy korábban e térségben az innovációfinanszírozás a kétezres évek fordulóján jelentkező technológiai boom időszakától eltekintve igen kevésbé dominált. Ilyen összefüggésben kifejezetten előrelépést hozott az európai közösségi forrásokat magánforrásokkal kombináló JEREMIE-alapok létrehozása, amelyek tényleges működése a bevezetés rendkívül hosszú időigénye miatt a régióban csak 2010-ben indult meg. E konstrukció az EU új tagországai számára azért is *kiemelkedő jelentőségű*, mert határozott elmozdulást képvisel a korábbi, kizárólag állami forrásokat, állami alapkezelők útján befektető szervezetek kockázatitőke-piaci működéséhez képest. 2013 végéig a JEREMIE-konstrukcióba az összes kelet-közép-európai EU-tagország bekapcsolódott. Ez azonban nem jelenti azt, hogy a térségben a befektetések korábbi, direkt állami finanszírozása a JEREMIE-alapok megjelenésével megszűnt volna (*Karsai, 2012*).

A JEREMIE-konstrukció lehetővé teszi a tagállamok számára, hogy a strukturális alapból nekik járó hányad egy részét kis- és középvállalatok finanszírozására használják fel saját hatóságaik irányításával, mégpedig visszatérítendő és újrafelhasználható módon. Az irányító hatóság először egy holdingalapot hoz létre az alapok kezelésére, amely pályázattal kiválasztja a közvetítő szervezeteket, amelyek azután eljuttatják a forrásokat a tényleges kedvezményezettekhez tőke, hitel vagy garanciavállalás formájában. Ezek a közvetítő szervezetek lehetnek kereskedelmi bankok, takarékszövetkezetek, mikrofinanszírozó szervezetek, avagy a kockázati tőke esetében kockázatitőke-alap-kezelők (KPMG, 2011).

Az európai állami kockázatitőke-programok végrehajtásában kiemelkedő szerepet tölt be az az összes Európában aktív kockázatitőke-alap 80 százalékába befektető *Európai Befektetési Alap (European Investment Fund – EIF)*. Az EIF állami és privát forrásokat egyesítő szervezet, amely részben állami intézmények (European Investment Bank 62 százalék, European Commission 30 százalék), kis részben pedig privát pénzügyi intézmények (8 százalék) forrásait kezeli, s fekteti be kockázati- és magántőkealapokba (EIB, 2013). ). Az EIF rendkívül sokféle jogcímen vesz részt az európai tőkepiac finanszírozásában, legyen szó bármilyen kockázatitőke-konstrukcióról, így közvetlen vagy kockázatitőke-alapokba alapok alapjaként történő befektetésről technológiai szektorban működő magvető, korai stádiumú és expanzív kis- és középvállalatokat finanszírozó kockázatitőke-alapok esetében. Az Európai Bizottság megbízásából a CIP program keretében allokált tőkefinanszírozás kezelése mellett

az EIF az érintett országok megbízásából 13 nemzeti és regionális alapok alapját, valamint 14 JEREMIE-holdingalapot kezel (EIF, 2014).

Az alap 2013 végén fennálló közel 8 milliárd eurós részvénytőke-portfóliójával több mint 40 milliárd eurónyi forrás gyűjtését mozdította elő közel 500 alapan (EIF, 2014). E befektetéseinél az EIF a privát befektetők mellé beszállva az alapok tőkéjének 15–40 százalékát adja az alapok első zárásakor pari passu alapon úgy, hogy az alapokat professzionális alapkezelők menedzselik (European Investment Group, 2013).

Az EIF tevékenysége a szakmai értékelések szerint alapvetően pozitív. Segítsége nélkül az általa 2011 óta finanszírozott alapok 30 százaléka nem érte volna el a megcélzott méretet, 60 százaléka pedig még az első zárásig sem jutott volna el, s a szakértők szerint ez az EIF katalizátorszerepének sikerét bizonyítja (*Kraemer-Eis és társai, 2014*). Kritikaként fogalmazódott meg azonban, hogy a gyakorlatban az EIF inkább a nagyméretű kockázatitőke-alapokat részesíti előnyben, így különösen a már bizonyított, jó nevű alapkezelőket, s elsősorban is a kivásárlással foglalkozókat. Azaz, nem feltétlenül befogadó az új, feltörekvő csapatok által indított alapok tőkeigényével szemben, vagy azon alapokéval, amelyek túl kicsik, azaz amelyek 70-80 millió eurónál kisebb összeget kezelnek (*French non paper, 2013*).

#### **Az állami kockázatitőke-programok értékelésének módja és vizsgált területei**

Annak megítéléséhez, hogy az egyes állami kormányzati tőkeprogramok jó irányba haladnak-e, azaz nem vezetnek-e a kormányzati szándékokkal eltérő hatáshoz, szükség van a beindított programok menet közbeni, illetve a lezárult programok utólagos értékelésére. Annak vizsgálatára tehát, hogy vajon az állami tőkeprogramok elérték-e céljaikat, hozták-e a várt eredményeket. Bár a magvető és korai fázist finanszírozó kockázatitőke-konstrukciókat egy sor országban alkalmazták, *Wilson–Silva* [2013] felmérése szerint csak kevés esetben került sor e programok értékelésére, azaz az érintett 32 országból csupán 13 értékelte ilyen jellegű programját, miközben a már begyakorolt konstrukciók keretében nyújtott támogatások, hitelek és garancianyújtások értékelését sokkal több helyen – 21 országban – végezték el (*Wilson–Silva, 2013*).

Az állam kockázatitőke-piaci részvételét biztosító konstrukciókat sokféle szempont szerint lehet értékelni. Így például elemezni lehet a program tervezését, azaz, hogy az eleve jól volt-e megkonstruálva. Vizsgálni lehet továbbá magát a folyamatot, azaz, hogy a beavatkozás a tervek szerint folyt-e le, és nézni lehet a program irányítását, megfelelő volt-e menedzselése. Figyelembe lehet még venni az intézményi környezet hatását, többféle program esetén azok esetleges egymásra hatását, valamint a program tálalását (interpretálását), továbbá a beavatkozás szintjét, azt, hogy a program helyi, regionális, illetve nemzeti szinten milyen

eredményekhez vezetett. A sokféle szempontot figyelembe vevő, illetve számos módon elvégezhető értékelés szükségképpen eltérő eredményekhez és hasznosíthatósághoz vezet. Nem mindegy például, hogy ki végzi el az értékelést, így például maga a programot végrehajtó szervezet, vagy egy másik állami szervezet, illetve független külső szakértő, esetleg a tudományos szféra. Az értékelés a szerint is eltérhet, hogy az elemzés kvalitatív vagy kvantitatív megközelítést alkalmazva történik.

A választott módszer nyilván az adott program értékelésének céljától, illetve a szakpolitika által megválaszolendő kérdésektől függ (HM Treasury, 2011). Az értékeléshez feltett kérdés szólhat úgy, hogy a programot a terveknek megfelelően hajtották-e végre, avagy melyek voltak a program hatására bekövetkező változások az induló és korai fázisú piacon, illetve mekkora volt a gazdaságpolitikai beavatkozás költsége és haszna. Sok esetben a programokat a hasonló hazai vagy külföldi programok eredményeivel összevetve értékelik. Az OECD országok kockázatitőke-programjainál a legtöbb értékelés kvalitatív volt, s az értékelések többségét külső szakértők és tudományos területen dolgozók végezték (OECD, 2013).

Célszerű, ha az értékelés nemcsak a részt vevő kockázatitőke-alapokat és cégeket vizsgálva készül, hanem szélesebb kontextusban elemzik a program hatását. Összehasonlítva a programban támogatott cégeket és vállalkozói csoportokat azon társaikkal, amelyek nem kaptak fejlődésükhöz ilyen támogatást, meghatározhatóvá válik a program által eredményezett eltérés. Érdeemes nyomon követni a programban részt vevő és az abból kimaradó cégeknél nem csupán a pénzügyi eredmények, hanem az árbevétel és a foglalkoztatottság alakulását is (Lerner, 2014). Ehhez az összehasonlításhoz természetesen igen széleskörű adatbázis kialakítására van szükség. Olyanra, amelynek segítségével össze lehet hasonlítani a független (privát) és az állami kockázatitőke-befektetők tevékenységének hatását a finanszírozott cégek árbevételének és foglalkoztatottságának növekedésre. Ilyen új szemléletű az ún. VICO adatbázis, amely reprezentatív mintán tette lehetővé az 1993 és 2010 közötti kockázatitőke-finanszírozás hatásának mérését Európában a high-tech cégek körében (VICO, 2011).

Annak ellenére, hogy számszerűen mennyire releváns a kormányzati kockázatitőke-befektetők jelenléte Európában, és súlyuk mennyire nagy a független kockázatitőke-befektetőkkel történő szindikálás és társfinanszírozás szintjén, a 2012 előtti időszakból jóformán teljességgel hiányzott annak értékelése, hogy milyen szerepet játszott az állami kockázati tőke a high-tech cégek növekedésének előmozdításában Európában. Az elemzések addig gyakorlatilag csak az Európán kívüli speciális kormányzati programok jellemzőinek vizsgálatával és azzal foglalkoztak, hogy a kormányzati kockázatitőke-befektetők milyen

mérsékelt szerepet gyakoroltak a magánszektorbeli kockázatitőke-befektetők által finanszírozott alapok teljesítményére.

A gyakorlatban meglehetősen ritka, hogy már a programok indításakor az állam olyan teljesítménykritériumokat határozzon meg, amelyek alapján egyértelműen elvégezhető az adott tőkebefektetési program értékelése. Formalizált értékelés és ennek nyilvánosságra hozatala ezért meglehetősen szokatlan gyakorlat. A független tudományos testületek értékelését eleve megnehezíti, hogy csak korlátozottan érhetőek el a programokról számszerű adatok. A belső kormányzati értékelések is ritkák, s ha mégis, akkor azok általában nem elég szigorúak, nem megfelelő kompetencia birtokában készülnek, s nem is elfogulatlanok. A legtöbb állami forrásokkal dolgozó program valójában nem rögzíti a program értékelésének módszerét és az ehhez szükséges adatgyűjtés tartalmát. A formalizált értékelés gyakran felületes és inkább csak a program végrehajtására vonatkozik (NAO, 2009). *Lerner* [2009] alapvető hibának tartotta, hogy többnyire elmaradt a vállalkozások fejlődését ösztönző állami programok értékelése. Azt tapasztalta ugyanis, hogy ha sor került is értékelésre, az gyakran csupán sikertörténetek összeállításában merült ki. Ezt azért tartotta vitathatónak, mert a siker hallgatólagos követelménye a befektetőket arra ösztönözte, hogy olyan cégeket is finanszírozzanak, amelyek eredményeiben az állami hozzájárulás szerepe csekély volt. A megfelelő értékeléshez szerinte inkább azt kellett volna megtudni, hogy mi történt volna az állami részvétel nélkül a kockázatitőke-piacon.

Az Európai Unió kockázatitőke-programjai esetében a kötelezően előírt közbenső értékelések általában leíró jellegűek, nem problémákat felvető és megmagyarázni kívánó megközelítésben készülnek. A tőkeprogramról készülő beszámolókból a kockázati tőkére vonatkozó adatok összevegyülnek a kis- és középvállalatok finanszírozását más módon támogató programok adataival. A beszámolók elsősorban az állami adminisztráció szempontjai szerint készülnek, amit jól érzékeltet, hogy az értékelések a hitelt, a garancia nyújtását és a tőkebefektetést összemosva a közreműködő közvetítők, valamint az általuk végzett ügyletek számára koncentrálnak.

#### **Az állami kockázatitőke-programok eredményességét befolyásoló szempontok**

Az állami tőkeprogramok elemzése az alkalmazott konstrukciók számos olyan vonására hívja fel a figyelmet, amelyek kulcsszerepet játszanak a végrehajtás eredményességében. Így többek között kiemelkedő fontosságú a program előkészítésére és végrehajtására rendelkezésre álló időkeret hossza, a program keretében támogatott kockázatitőke-alapok kezelőinek befektetéseire vonatkozó előírások és szabályok kialakítása, a programok térbeli kiterjesztésének engedélyezése, a befektetésekre felhasználható tőke volumene, a privát

befektetők kiválasztása és megnyerése érdekében alkalmazott ösztönzés módja, valamint a nyilvánosság kezelése.

#### *A program időhorizontja*

Az értékelés és a tényleges hatás kiváltása szempontjából igen fontos szerepet játszik a programok esetében az időtényező. A tapasztalatok szerint sok program csak lassan tud elindulni, részben a regionális társfinanszírozás késedelme miatt, másrészt a befektetések értékelésének és megvalósításának kötelező eljárási procedúrája miatt, továbbá a munkatársak felkutatása is hosszú ideig tart. Az EU-alapokból származó források és az egyes konstrukciók előírásainak összeegyeztetése, így például az ERDF-ből finanszírozott kockázati tőke-alapok tevékenységének szabályozási ellentmondásainak áthidalása is sok időt vesz igénybe, s hosszú befektetési folyamathoz vezet. Így fennáll a kockázata annak, hogy a befektetési arány végül nem éri el a tervezettet, azaz az alapok nem tudják befektetni az összes rendelkezésre álló tőkét a program érvényességi ideje alatt (Tillvaxtverket, 2011). Lettország esetében például a JEREMIE-program idejének több mint fele a konstrukció kialakításával, a közvetítők kiválasztásával, az alapok létrehozásával, a felhívások meghirdetésével telt el (Michie–Wishlade, 2012).

#### *Befektetési korlátozások*

Koncepcionális probléma annak figyelmen kívül hagyása, hogy „a piac diktál”. A kockázati tőke természetével eleve ellentétes, ha előre meghatározzák, hogy az mely területeket finanszírozzon, pontosabban ez csökkenti a potenciálisan elérhető sikert (EVCA, 2010). Nem lehet ugyanis előre megmondani, hogy mely területeken és mely szakágazatokban lesz majd kellő számú gyorsan növekvő cég, hol születnek majd olyan jelentős találmányok, amelyeket a kockázati tőkének támogatnia kell. Ezért nem szerencsés az állami programok keretében eleve bizonyos cégek körére korlátozni a projektek kiválasztását (EC, 2012).

Gyakran a kormányzati programok a finanszírozást olyan szakágazatokban vagy földrajzi régiókban igyekeztek előmozdítani, amelyekben hiányzott a tőke érdeklődése. Ezen erőfeszítések az erőforrások elpocsékolását eredményezték. Hasonló koncepcionális probléma, ha olyan többletigényeket támaszt a program, amelyek a vállalkozási folyamatnak csak bizonyos elemeit engedik támogatni. Így például, ha a részt vevő kockázati tőke-alapok csak bizonyos fázisban tartó, vagy meghatározott méretkategóriájú, életkorú cégeket finanszírozhatnak. A programok előírhatják azt is, hogy a befektetők az értékpapírok mely fajtáit alkalmazhatják, sőt befolyásolhatják a finanszírozott cégek további sorsát azáltal is, hogy korlátozzák a vállalatfelvásárlásokat vagy a másodlagos részvényeladásokat. E korlátozások a kormányzati politika szempontjából érthetőek, de szembemennek a vállalkozási

folyamattal. Nyilvánvalóan ellentmondást okoz, hogy az állami és a privát szféra céljai nem szükségszerűen esnek egybe. Potenciális nyomás áll fenn a kormányzat társadalmi és gazdaságfejlesztő céljai és a privát szféra profitorientáltsága között. Ez különösen a kockázatos vagy az innovatív projektekkel kapcsolatban jelentkezik, amelyek esetében a programokkal az állam az innovációk támogatására törekszik, míg a privát alapkezelők ezt a profit potenciális aláásásaként érzékelik. Míg a kis- és középvállalkozások fejlesztése kiemelt állami cél, addig ez a profitérdekelt privát befektetők számára csupán melléktermék (*Michie–Wishlade, 2012*).

#### *A program térbeli kiterjedése*

A kormányzati programok tipikus hibái közé tartozik annak előírása, hogy a forrásokat csak belföldi vállalkozók kaphatják meg (*Lerner, 2009*). Egyrészt a korai fázist finanszírozó kockázattőke-alapok közül csak azok válhatnak sikeressé, amelyeket nemzetközi intézményi befektetők is finanszírozásra érdemesnek tartanak, ami ellentmond a befektetés földrajzi korlátozásának. Másrészt a kormányzati forrásból érkező tőke el is öntheti a piacot, és ha az nem képes azt felszívni, káros hatású lehet a piaci folyamatokra (*Lerner, 2009*). Végül az állami befektetésekhez kapcsolt korlátozás ellentétes azzal az alapelvvel is, hogy az alapoknak a piacra kell bízniuk a vonzó ajánlatok kiválasztását. Ezért a regionális fókusz is lehetőség szerint kerülni kell, mert így a programok nem tudnak hatékonyan működni. A regionális korlátozás a teljesítmény rovására mehet, ha nincs elég számú jó befektetési lehetőség, nincs megfelelő infrastruktúra helyben. E fejlesztési célra inkább más eszközt kell találni (*EC, 2012*).

A tőkebefektető programok megvalósításánál gyakran figyelmen kívül hagyják a vállalkozási folyamat nemzetközi természetét. A kockázattőke-ágazatban az alapok befektetőinek tőkeigérvényei, a befektetések és a vállalkozások költségei egyre inkább határokon és kontinenseken nyúlnak át. Így biztos recept a kudarca a helyi vállalkozói szektor és kockázattőke-ágazat globális kapcsolatok nélküli kialakítása. Ráadásul az állami kockázati tőkével megerősödött cégek könnyen külföldi befektetők felvásárlási célpontjaivá válhatnak, akár még azelőtt, hogy teljesen megerősödnének. Így az államilag támogatott cég kiteljesedésére külföldön kerül sor, s ezáltal az nem az adott országban járul hozzá a növekedéshez, a munkahelyteremtéshez, az innovációhoz. Ez ellen nehéz és értelmetlen is védekezni, s ez új szemszögből történő értékelést igényel a támogatás oldaláról (*Carpentier és Suret, 2014*).

#### *A kockázattőke-alapok mérete*

Az állami beavatkozásnak a kockázati tőke-szektor hatékonyságát és hosszú távú stabilitását kell szolgálnia. Ehhez a kormánynak programjaiban együtt kell működnie az üzleti világgal. Eközben egyaránt ügyelnie kell arra, hogy ne szorítsa ki a piacról a magánszektorbeli befektetőket, de ne is idézze elő olyan kisméretű alapok elburjánzását sem, amelyek nem képesek megfelelően kihasználni a méretgazdaságosságból származó lehetőségeket. Míg a túl kis méretű programok kevés hatást tudnak kiváltani, a túl nagy programok viszont a helyi piac elárasztásának kockázatával járnak, azaz sem a túl kicsi, sem a túl nagy alapok létrehozása nem jó megoldás.

A kisebb alapok tőkéje nem elegendő a befektetések megfelelő diverzifikálásához, miközben megfelelő erőforrások híján tapasztalt alapkezelőket sem tudnak alkalmazni. Az Európai Bizottság 2009 szeptemberében készített anyaga (EC, 2009) már egyenesen „ördögi körről” beszél, amelyet a kisméretű alapok, az alacsony hozamok és az alapok iránti alacsony befektetői érdeklődés alkot, s amelynek megtörése csak az európai léptékű kockázati tőke-alapoktól várható.

Az Egyesült Királyságban bevezetett regionális alapok működésének tapasztalatai például azt mutatták, hogy hiány volt a korai fázisú befektetésekhez értő alapkezelőkből, valamint a regionális alapok túl kicsik voltak ahhoz, hogy pénzügyileg életképesek lehessenek, azaz kezelni tudják a korlátozott diverzifikáltságukból eredő magasabb kockázatot. Nem tudták finanszírozni a későbbi (follow-on) finanszírozási fordulókat, s nem tudták kompenzálni a fix költségek magas arányát sem (Mason és Harrison, 2003). A nem megfelelő alapterület és a befektetések méret, illetve földrajzi terület szerinti korlátozása egyaránt akadály volt az üzletileg sikeres befektetéseknek (NESTA, 2009). Az angol tapasztalatok szerint a kockázati tőke esetén például 50 millió angol font jelentette azt a minimális alapterületet, amely még hatékony működést tett lehetővé, miközben a korai fázisú befektetéseket kezelő alapoknál, vagy az élettudományokra szakosodó alapoknál még ennél is nagyobb alapterület létrehozása volt indokolt. Kiderült, hogy az egyes alapoknál a diverzifikációhoz megfelelő számú, legalább 20 befektetésre van szükség (EC, 2012).

A nagyobb alap a jobb diverzifikáció révén inkább tudja csökkenteni a kockázatot, azaz, ha a befektetések jobban megoszlanak az egyes életciklusok, illetve földrajzi területek között. Ezért az alapok alapja konstrukció az állam számára e tekintetben jobb választást ígér, bár drágább a közbeső alapkezelői díj miatt, miközben az állami részvétel maga is megdrágítja az alapok működését az előírt jelentések készítése, az elvárásoknak történő megfelelés és a koordinációs igény miatt.

A nagyobb alapteret az intézményi finanszírozók könnyebb odavonzásának ígérését is hordozza, tekintve hogy az intézményi finanszírozók egyes csoportjainak befektetési küszöbe csak a nagyobb méretű alapokba történő fektetést teszi lehetővé (EVCA, 2010). Ha az intézményi befektetők finanszírozóként be tudnak lépni az állam által finanszírozott kockázatitőke-alapokba, akkor az mindkét fél részére a potenciális kockázat csökkenését eredményezheti. Ennek előfeltétele, hogy az intézményi befektetők vagyonának befektetésére vonatkozó előírások elvileg lehetővé tegyék e vagyonosztály választását.

#### *Privát alapkezelők kiválasztása és ösztönzése*

A tapasztalatok szerint a finanszírozási konstrukció kialakítása és megvalósítása kulcsszerepet játszik abban, hogy az adott program mennyire felel meg a kormányzati szándékoknak. A programok eredményes működéséhez a legtöbb tapasztalattal és jártassággal rendelkező alapkezelőket kell megnyerni. Ha nincs elég tapasztalt hazai alapkezelő a piacon, a külföldieket kell megnyerni a programokban való részvételre. Olyanokat, amelyek képesek elősegíteni a portfóliócégek nemzetközivé válását, tőzsdéi megjelenését, s amelyeknek előnyös a helyi alapkezelőkkel történő szindikálása (EC, 2012).

A finanszírozást ösztönző struktúrák általánosan használt mechanizmusai a következők szerint térnek el: hogyan osztják meg a profitot, hogyan időzítik a befektetéseket és kompenzálják a veszteséget a hibrid alapok privát és állami befektetői számára. Az állami befektetőknek járó profit limitálása megnöveli a privát befektetők számára megszerezhető nyereséget. Az állami forrásokból odaigért összegek korábbi lehívása ugyancsak kedvező hatású a magánszektorbeli társbefektetőknek, amelyek számára ezáltal lerövidül a befektetési időtartam. A magánszektorbeli befektetők veszteségei egy részének megtérítésére vállalt garancia védi a privát befektetőket a projektek sikertelenségének gazdasági következményeitől (Karsai, 2012). Az ún. hibrid alapok jellemzőit szimulációs módszerrel vizsgálva (Jaaskelainen és társai, 2007) beazonosíthatóvá váltak a profitmegosztás és a kompenzációs rendszerek szempontjából azon feltételek, amelyek mellett elvileg a korai fázisú hibrid kockázatitőke-alapok is nyereségesen tudnak működni. Jaaskelainen és társai [2007] számításai szerint a be- és kifizetések aszimmetrikus időzítése volt az egyetlen olyan ösztönzési megoldás, amely a privát befektetőket valóban a korai fázisú piaci szegmensbe tudta vonzani, ahol az erre szakosodott alapok által várt hozamok jelentősen alacsonyabbak voltak, mint általában a privát alapoké. Az elemzés fontos konklúziója volt továbbá, hogy mérsékelt és jelentős piaci elégtelenség esetén semmilyen hibrid alap konstrukció nem jelenthet megoldást, azaz a tőkerés feloldásához más intézkedésekre van szükség. A

kormányzatok ilyen esetekben nem lesznek képesek kizárólag hibrid programokra alapozva tartósan megnövelni a korai fázisú finanszírozás tőkekínálatát (*Jaaskelainen* és társai, 2007).

#### *Politikai nyomás*

Az állami befektetések és támogatások nyújtása mindig magában hordozza a visszaélés lehetőségét (*Florida* és *Smith*, 1993; *Leleux* és társai, 1998). A személyi és politikai összefonódások, valamint a szándékos visszaélések következtében a kedvezmények sokszor nem a támogatni kívánt vállalati körhöz kerülnek, így a társadalom számára haszontalanul költik el a központi forrásokat. Különösen igaz ez azoknak a támogatási megoldásoknak az esetében, amelyeknél nincsenek egyértelműen megállapított kritériumok, s ritkán vagy egyáltalán nem ellenőrzik az állami befektetőket.

Korántsem ismeretlen az állami tőkekonstrukciók megvalósításánál az állam foglyul ejtése (regulatory capture), amikor a privát és az állami szektor résztvevői elsősorban az állam által kiosztandó közvetlen és indirekt támogatásokat igyekeznek megszerezni. Ilyen helyzetet takar, amikor az induló vállalkozások előmozdítására szolgáló konstrukciók végül a program irányítóinak vagy jogalkotók ismerőseinél kötnek ki (*Lerner*, 2014). A kormányzati tőkekonstrukciókba bevont alapok és portfóliócégek kiválasztásánál ahhoz, hogy elkerülhető legyen a politikai nyomás, olyan átlátható döntési folyamatra van szükség a pályázó alapok és a portfóliócégek esetében, amely hasonló a privát szektorban megszokotthoz. A tapasztalatok szerint minél kisebb az adott konstrukció keretében elnyerhető összeg, minél több testület dönt a források odaítéléséről, s minél kisebb szerepe van az értékelő pontrendszerben (scoring) a szubjektív értékelésnek, annál kisebb a politikai nyomás érvényesítésének lehetősége (EC, 2012).

Összegezve a fenti tapasztalatokat, az értékelést végző szakértők a programok kedvezőbb működését elősegítő javaslataik között alapvető fontosságúnak tartották a projektek szűk időkorlátjának megszüntetését, a források eredete szerint eltérő időhorizontok okozta ellentmondások kiszűrését, a bevezetés szabályainak már a programok indításakor történő világos kialakítását, a végső kedvezményezettnek körének kiszélesítését, valamint a tisztánlátás erősítését a vonatkozó joganyag terén. Bár a szakpolitikusok számára nagy a kísértés, a kormányzatoknak lehetőség szerint el kell kerülniük, hogy mikroszinten menedzseljék a vállalkozói folyamatot, azaz a konstrukciók kialakításakor óvakodni kell azok túlszabályozásától.

#### **Az állami kockázatitőke-programok eredményei**

Az elemzések szerint a közvetlen állami kockázatitőke-programok *rosszabb teljesítményt* nyújtottak, mint az üzleti alapon működő alapok (*Armour* és *Cumming*, 2006, *Da Rin* és

társai, 2006, *del-Palacio* és társai, 2012, *Leleux* és *Surlemont*, 2003, *Lerner* és társai, 2011, *Murray*, 1998, NAO, 2009). Ezen értékelések összességében azt jelezték, hogy az állami alapok általában kisebb méretűek voltak, kevesebb cégbe fektettek be és a befektetéseik átlagos mérete is kisebb volt. Ritkábban realizáltak a befektetéseikből hozamot, azaz tudtak azokból nyereségesen kilépni, s hozamaik, azaz az általuk elért átlagos belső megtérülési ráta (IRR) összességében alacsonyabb volt az Egyesült Királyságban és az USA-ban működő átlagos magánszektorbeli alapokénál. Összességében a kutatók *pozitív*, de statisztikailag gyenge hatást mértek az állami kockázatitőke-befektetők esetében, s általánosságban a befektetők hatása kisebb volt a független alapkezelők által elért hatáshoz képest (*Balboa* és társai, 2007, *Manigart* és *Bauselick*, 2001).

*Grilli* és *Martinu* [2013b] szerint az állami konstrukcióknak a hightech cégek árbevétel-növekedésének előmozdításánál tapasztalt gyenge hatékonysága nem a finanszírozási források rossz elérhetőségének, hanem inkább a hozzáadott érték nyújtását biztosító jártasság hiányának volt betudható. *Ryan* [1990] értékelése szerint is az ausztrál *MIC Program* (*Management and Investment Companies*) esetében a sikertelenséget az okozta, hogy a programba csak *kevésbé hatékony privát befektetőket* tudtak bevonni, amelyek kilépési stratégiái is korlátozottak voltak. Néhány kormányzati támogatású befektetés esetében a politikai nyomásgyakorlás is felmerült, miközben strukturális problémák is hozzájárulhattak a kevésbé hatékony döntéshozatalhoz és a relatíve kisebb hozzáadott érték eléréséhez (*Murray* és társai, 2012).

Az országok sikerei közötti különbségeket elsősorban a programok eltérő kialakítása magyarázta. Így elsősorban az, hogy a kormányzati és a privát kockázatitőke-alapok *ugyanazon a piacon versenyeztek-e* egymással, ami a kevésbé szigorú állami befektetői elvárások miatt a privát alapok kiszorításához vezetett. Figyelmet érdemel ebből a szempontból *Becker* és *Hellmann* [2003] elemzése, akik az első német kockázatitőke-finanszírozó vállalat, a *German Venture Financing Corporation* (Deutsche Wagnisfinanzierungsgesellschaft, WFG) bukásának esetét dolgozták fel. Rámutattak, hogy a bukás fontos összetevője volt az, hogy az állam a veszteségre 75 százalékos garanciát vállalt a bankok befektetésre ösztönzése érdekében, ami kezdettől fogva érdekkülönbséget eredményezett az állam és a bankok között. A bukás okai között szerepelt továbbá az is, hogy a befektető vállalat részvényesei nem törekedtek a részvényesi érték maximalizálására, s a szerződések túl kevés biztosítékot jelentettek a befektetők számára, miközben az irányítási struktúra is akadályozta a kockázati tőkék értékteremtését és ellenőrzési lehetőségét a portfóliócégeknél.

Ahol az állami konstrukciók kifejezetten a technológiai innovációt valószínűbben végrehajtó cégekre koncentráltak, ott is zavarba ejtőek voltak a kutatók által mért eredmények. Ilyen volt például a 2002-ben létrehozott *Australian Pre-Seed Fund* esete, melynek elemzése kapcsán *Cumming* [2007] rámutatott, hogy ezen alap befektetései semmivel sem céloztak meg inkább innovatív és high-tech cégeket, mint a hasonló méretű többi alap. Ez annak ellenére történt, hogy az alapkezelőkre vonatkozó szabályok ezt kifejezetten előírták. Hasonló volt a helyzet a regionális állami alapoknál, amelyek tevékenysége *Murray* [1998] szerint *kevésbé mozdította elő az innovációt*, mint azok a privát alapok, amelyek új technológián alapuló cégeket kerestek a befektetésekhez. Az ilyen cégek sokkal gyakrabban fordultak ugyanis elő a privát alapok befektetései között, mint az állami regionális alapok által finanszírozott cégek körében, holott az utóbbiak ennek az ellenkezőjét hitték magukról. *Jaaskelainen* és társai [2007] szerint feltehetőleg az alapok kezelési és működési problémái okozták azt, hogy egy olyan alap, amely kifejezetten high-tech céget célzott meg, nem nyújtott több támogatást a high-tech cégeknek, mint az ezt nem megcélzó többi alap.

Az Egyesült Királyságban bevezetett regionális alapok működésének sikertelenségét az is növelte, hogy a választott konstrukció a keresleti oldalon jelentkező problémákat eleve figyelmen kívül hagyta. Így regionális alapok keretében a korai fázisú cégekbe befektetők számos akadállyal szembesültek a befektetési lehetőségek terén (*Mason és Harrison, 2003*). Hasonló következtetésre jutottak *Nightingale és társai* [2009] amikor megállapították, hogy túlzottan leegyszerűsítő és félrevezető dolog az Egyesült Királyság kis- és középvállalkozásai finanszírozásának nehézségét csupán olyan *kínálati* problémának tekinteni, amely többletforrások nyújtásával egyszerűen megoldható. E tanulmány szerint az Egyesült Királyságban a probléma a keresleti és a kínálati oldalon egyaránt jelentkezett. A keresleti oldalt a nagy növekedési potenciállal rendelkező, befektetésre érdemes cégek hiánya jellemezte. A kínálati oldalon pedig a szűk piacon a befektetők és a vállalkozók számára egyaránt nehézséget okozott elfogadható költségek mellett egymás megtalálása és a szerződések megkötése.

Az állami kockázatitőke-programok eredményessége ellen szól a már említett ún. *kiszorító* hatás (*Cumming és MacIntosh, 2006, Leleux és Surlemont, 2003*). E szerint a kormányzati befektetések nemcsak kiegészíthetik, hanem – nem kívánt következményként – *helyettesíthetik* is a privát befektetéseket. Ha ugyanis a kormányzati befektetők ugyanazon befektetésért versenyeznek a privát befektetőkkel, akkor a kormányzati befektetők felsrófolhatják az ügyletek árát és csökkenthetik a hozamokat. A kormányzati befektetők elvileg könnyen túllícitálhatják a privát kockázatitőke-befektetőket, miután a kormányzati

befektetők tulajdonosi háttérében nem állnak olyan intézményi befektetők, amelyek felé magyarázkodniuk kellene az elért alacsony hozamok miatt. A kormányzati befektetők jelenléte így el is bátoríthatja a privát befektetőket. Ha a privát befektetők kockázatkerülők és túlbecsülik a kormányzati befektetők várható jelenlétét a piacon, akkor esetleg jobban csökkentik jelenlétüket, mint amennyire a kormányzati befektetők ténylegesen hozzájárulnak a befektetésekhez, s ez kizorítást eredményezhet (Li és Wu, 2008).

E kizorítást például Kanadára vonatkozóan *Cumming* és *MacIntosh* [2006] igazolta. A szerzőpáros azt találta, hogy a kanadai *Labor Sponsored Venture Capital Corporation (LSVCC)* program erőteljes kizorító hatással járt, melynek elsődleges oka az LSVCC-k rendkívül erőteljes adókedvezménye volt. A program elindulását követően az LSVCC-szektor masszív expanziója következett be, szemben a privát kockázati tőke csekély növekedésével. További strukturális problémát jelentett s az állami befektetők számottevően gyengébb teljesítményét vonta maga után az is, hogy miután az állami alapok kezelőinek igen sok tőke állt a rendelkezésére, jóval több ügylet jutott náluk egy alapkezelői munkatársra, mint a privát kockázati tőke-alapoknál. Ez pedig kevésbé hatékony döntéshozatalt, rosszabb szelekciót és korlátozottabb elővizsgálatot (due diligence), gyenge tulajdonosi ellenőrzést és alacsony hozzáadott értékhez vezető tanácsadást eredményezett (*Cumming és Johan, 2013a*). Hasonló adatokat talált a kizorításra, illetve a tőke be nem vonására a Nyugat-Európát, Kanadát és az USA-t egyaránt lefedő mintán *Armour* és *Cumming* [2006]. Hasonlóképpen *Da Rin és társai* [2006] is európai adatokkal igazolták a kizorító hatást.

Érdekes módon még az Európai Unióban a közösségi forrásokból finanszírozott nemzetközi tőkekonstrukciók kapcsán is felvetődött a *kizorítás* lehetősége, noha az EU által finanszírozott alapok eleve piaci alapon működtek. Több, az EU nemzetközi tőkeprogramjában részt vevő nemzeti hatóság azonban meglepve tapasztalta, hogy az EIB és az EIF valóban szigorúan üzleti alapú megközelítést alkalmazott a befektetéseinél, mivel azt hitték, hogy ezek a szervezetek mint közösségi intézmények támogató felekként és nem bankárokként viselkednek majd. Ezért lehetségesnek gondolták, hogy épp e szervezetek szorítják ki a piacról a 'valódi' privát befektetőket (*Michie–Wishlade, 2012*). Ezt látszott igazolni, hogy több privát befektető egyszerűen nem fektetett be abba az alapba, amelynek az EIF tőkét adott. A nemzeti hatóságok képviselői szerint, ha minden privát befektető elfogadta a feltételeket, csak az EIF nem, akkor az alapkezelőknek választaniuk kellett az EIF vagy a saját privát befektetőik között. Ezzel szemben a közösségi forrásokat kihelyező EIB és EIF képviselői azzal érveltek, hogy ők az állami támogatás szempontjából privát befektetőnek számítanak. Úgy vélték, hogy a privát alapkezelőktől általuk megkívánt relatíve magas

hozzájárulás és az azoktól elvárt magasabb hozam épp a legfontosabb eszköz az alapkezelők és a befektetők érdekeinek harmonizálására (King, 2013).

Egyes tanulmányok empirikus eredményei ugyanakkor *nem kizorításról*, hanem éppen hogy a magánszektorbeli források megemelkedéséről, azaz a privát szektorból származó tőke kockázatitőke-piacra történő *bevonásáról* számolnak be. Például Cumming [2007] adatai szerint az *Australian Innovation Investment Fund (IIF)* program nagymértékben fellendítette az ausztrál kockázatitőke-piacot a 90-es években. Az ausztrál IIF program főként struktúrájának köszönhetően volt sikeres. A kormányzat úgy tudott fellépni intézményi befektetőként a privát befektetők felé, hogy az a korai fázisú kockázatitőke-befektetések ösztönzésével járt. Nem volt közvetlen verseny a kormányzati befektetők és a privát befektetők között, sokkal inkább partneri, társulási viszony jött létre közöttük. Az ausztrál IIF program hozzájárult a kockázatitőke-befektetések számának növekedéséhez, miközben kisebb egy alapkezelőre eső portfóliót, intenzívebb befektetési szakaszolást és a szindikált, azaz társultan végrehajtott befektetéseket értek el (Cumming és Johan, 2013a). Az IIF háttérű cégek a K+F terén is sokkal intenzívebbeknek bizonyultak, relatíve gyakrabban jelentettek be szabadalmakat és sikeresebben jelentek meg a nyilvános tőkepiacon, azaz magasabb piaci kapitalizációt értek el (Cumming és Johan, 2013a, 2013b). Az adatok azt mutatták, hogy a kormányzati programok az USA-ban és Izraelben is sikerrel ösztönözték a kockázatitőke-piacokat (Lerner, 2009). A kezdeti kormányzati támogatás utáni Izraelben a kockázatitőke-ágazat végül segítség nélkül is tudott működni, ami az izraeli vállalkozók és a külföldi befektetők között kialakult erős kapcsolatoknak is köszönhető volt (Avnimelech és Teubal, 2008; Jeng és Wells, 2008).

A svédországi regionális kockázatitőke-alap program félidős értékelése is pozitív volt (Tillvaxtverket, 2011). A tőkét kapó cégek általánosságban elégedettek voltak mind a kockázatitőke-alapokkal, mind pedig a privát társbefektetőkkel való kapcsolattal. A tőke a cégek gyorsabb növekedését tette lehetővé, több lehetőséget nyújtott számukra további külső finanszírozáshoz, megnövekedett termelői kapacitást és professzionálisabb testületi munkát hozott, nagyobb szakértelemhez és nagyobb profitabilitáshoz vezetett. A svéd konstrukciót értékelő szakemberek szerint nehéz volt válaszolni arra, hogy az intézkedés nyomán javult-e a tőke kínálat a cégek és a tőkepiac számára, ám úgy vélték, hogy voltak jelei a tőkepiaci rés csökkenésének és a privát tőke odavonzásának, azaz végső soron bebizonyosodott az intézkedés addicionális hatása. A felmérés eredménye szerint a kockázatitőke-alapok társbefektetése nélkül a privát társbefektetők majd fele feltehetőleg nem fektetett volna be,

míg mások kevesebb befektetésre vállalkoztak volna, azaz megnőtt a privát tőke volumene, s nem volt tapasztalható a privát tőkét kiszorító hatás (Tillvaxtverket, 2011).

*A vita még korántsem zárult le* az állami kockázati tőke-programok hasznosságáról. Az utóbbi években a sikeres ausztrál és néhány ázsiai állami program nyomán sok országban ártértékelték a kiszorítási hatásra vonatkozó álláspontot. Beigazolódott az is, hogy a hatás értékelése részben attól is függ, hogy milyen mutatók alapján végzik a kutatók a számításokat (Cumming, 2011, 2013).

Az állami szerepvállalás eredményességének megítéléséhez további, igen hasznos adalékkal járultak hozzá azok a kutatások, amelyek az államtól, illetve a magánszektorból kockázati tőkét kapó cégek teljesítményét hasonlították össze. Az állami hozzájárulás relatív nagyságának a hibrid alapok működésének eredményességére gyakorolt hatását vizsgáló kutatók emellett arra is kíváncsiak voltak, hogy az állami részvétel súlya befolyásolja-e a finanszírozott cégek eredményességét.

Az előbbi elemzések sorába illeszkedik *Brander és társai* [2010] kutatása, akik kanadai cégek esetében elemezték a kormányzati kockázati tőke hatását a növekedésen kívül olyan kérdések terén, mint a befektetők első tőzsdéi kiszállása (IPO), vagy a cégek harmadik félnek történő eladása, illetve a szabadalmak benyújtása. Pozitív hatást a kutatók csak abban az esetben találtak, amelyben a kormányzati részarány az állami és a privát tőke együttes befektetéséhez viszonyítva viszonylag alacsony volt. Így *Brander és társai* [2010] szerint azok a cégek, amelyek egyaránt kaptak kockázati tőkét magán- és állami befektetőktől, jobb teljesítményt értek el a kilépések s főleg az IPO és szakmai befektetőknek történő cégeladás terén, mint azon cégtársaik, amelyek kizárólag privát kockázati tőke-befektetőktől kaptak tőkét. Ez a pozitív hatás azonban csak akkor érvényesült, ha a finanszírozásnak csupán egy mérsékelt hányada érkezett az állami kockázati tőkestől. 50 százaléknál nagyobb hányad esetén ugyanis rosszabbnak bizonyult a kormányzati befektetőtől tőkét kapó cégek teljesítménye. A mérsékelt kormányzati támogatás esetén is csak azon alapkezelők esetében volt jobb a teljesítmény, amelyeknél a kockázati tőke-alap kezelőjét az állam csak támogatta, de a kezelő maga nem volt a kormányzat tulajdonában.

Az állami és a privát befektetéseket összehasonlító elemzések adataiból tehát az derült ki, hogy azok a vállalkozások érték el a legjobb teljesítményt, amelyekbe a befektetést végző alapok tulajdonosi körében volt ugyan állami részvétel, de az nem érte el az 50 százalékot. E cégek még a kizárólag magánszektorbeli befektetők finanszírozta alapok portfóliócégeinél is jobb eredményt produkáltak. Azaz, a kockázati tőke-alapok három lehetséges variációja közül a csak részben államilag finanszírozott alapok produkálták a legjobb eredményt, szemben a

teljesen kormányzati tulajdonú és a kizárólag magánszektorbeli tulajdonosokkal rendelkező alapokkal.

*Brander* és társai [2010] konklúziója ezért az volt, hogy a kormányzati kockázatitőke-befektetők segítséget nyújthatnak bizonyos típusú támogatás nyújtásával, beleértve a pénzügyi támogatást, ezzel szemben kevésbé válhatnak hasznossá, ha ténylegesen kontrollt gyakorolnak az üzleti döntések felett. Ha nem gyakorolnak ellenőrzést, akkor a kormányzat alternatív céljai elérése érdekében felmerülő, az üzleti szempontoktól eltérítő aggodalmak kevésbé érvényesülnek. A kutatás szerint akkor lehet a kormányzati támogatás a leginkább hatékony, ha az a magán kockázatitőke-befektető irányítása alatt marad. Nagy a különbség tehát a kormányzati tulajdonlás és a kormányzati támogatás között a kockázati tőkét kezelő cégeknél.

*Brander* és társai [2012] később globálisan is elemezték az állami kockázatitőke-befektetők hatását, s ismét megerősítették a korábban kapott eredményeket. A World Economic Forum megbízásából készült projekt keretében 126 országban 28 800 olyan vállalkozást vizsgáltak meg a kutatók, amelyek 2000 és 2008 között részesültek kockázatitőke-finanszírozásban (World Economic Forum, 2010). Az elemzés megvizsgálta a kormányzati támogatásnak a kockázati tőkére gyakorolt hatását az értékteremtés, az innováció és a foglalkoztatottság szempontjából. A közvetlen tőkenyújtást egyaránt vizsgálta az állami tulajdonban lévő kockázatitőke-alapoknál, a független alapkezelők által kezelt olyan alapoknál, amelyeket privát befektetők is finanszíroztak, továbbá elemezte azon támogatásokat és adókedvezményeket, amelyeket a kockázatitőke-befektetők kaptak. A tanulmány konklúziója szerint a legjobb teljesítmény az állami kockázati tőke mérsékelt szintjéhez köthető. A létező, de visszafogott állami kockázatitőke-tevékenység hozzájárul az értékteremtéshez és az innovációhoz, szemben a tisztán privát és a tisztán állami kockázati tőke tevékenységével. A kutatás a kapott adatokat úgy értelmezte, hogy az értékteremtéshez az állami kockázati tőke útján nyújtott támogatás elsősorban a legitimáción keresztül járul hozzá. Viszont a finanszírozott cégek teljesítménye akkor nő, ha az állami kockázatitőke-befektetést a privát kockázati tőkések „irányítják”. Más elemzések is hasonló következtetésekre jutottak.

Így például *Grilli* és *Murtinu* [2013a] egy longitudinális európai adatbázis segítségével azt kísérlete meg felbecsülni, hogy a kormányzati kockázatitőke-befektetők a független kockázatitőke-befektetőkhez viszonyítva milyen hatást gyakorolnak az európai high-tech cégek növekedésére. A kutatók egyrészt megnézték, hogy e két befektető típus külön-külön gyakorol-e pozitív hatást a cégekre, másrészt – tekintettel a két befektetői csoport között meglévő szindikálási és együttes befektetési tevékenységre – azt is elemezték, hogy vajon

releváns-e a kétféle befektetői csoport befektetések sorrendje. Végül azt is megvizsgálták, hogy a független kockázatitőke-befektetők finanszírozását követő állami tőkebefektetés eredményez-e szignifikáns eltérést, s azt is, hogy vajon a szindikálás, azaz a kétféle befektető együttes jelenléte előnyös-e a portfóliócégekbe történő első befektetések esetében. A kutatók az általuk vizsgált hét európai ország piacán azt találták, hogy az új technológiaalapú, állami kockázati tőkével támogatott cégek a kezdeti állami befektetés nélkül is hasonló növekedési mintát követtek volna. Ezért úgy vélték, hogy az állami kockázatitőke-befektetők nem gyakoroltak szignifikáns hatást az új technológiaalapú cégek árbevételére, míg a magán kockázatitőke-befektetők pozitív és szignifikáns hatást fejtettek ki e cégek árbevételének növekedésére, függetlenül attól, hogy az új, technológiaalapú cégek életük mely időszakában kapták az első ilyen befektetést. A kezelési hatás a független (privát) befektetők esetében a nagyon fiatal cégeknél volt nagyobb, míg az állami befektetőknél ez a hatás nem érvényesült. Az egyetlen kivétel ez alól az volt, azaz csak akkor játszott pozitív szerepet az állami kockázatitőke-befektető, amikor az állami és a független kockázati tőkések együtt finanszírozták a cégeket, s relatíve fiatal technológiaalapú cégeket céloztak meg (*Grilli és Murtinu, 2013b*).

A szerzőpáros elemzése szerint a független kockázati tőkéseknek pozitív és statisztikailag szignifikáns hatásuk volt a high-tech cégek árbevétel-növekedésére, miközben a *kormányzati kockázatitőke-befektetők esetében nem talált mérhető hatást*. E szerint 2003 és 2010 között az állami kockázatitőke-befektetésnek nem volt mérhető vagy jelentős hatása az európai high-tech induló cégek növekedésére sem az árbevétel, sem pedig a foglalkoztatottság terén. A finanszírozásnak akkor volt árbevétel-növelő hatása, ha az állami és a magánbefektetők szindikált módon, azaz együtt fektettek be a cégbe úgy, hogy az állami befektető alá volt rendelve a magánszektorbeli befektetőnek. A kormányzati kockázatitőke-befektetők részvétele a kockázatitőke-finanszírozásban tehát csak akkor járt pozitív hatással a cégek növekedésére, ha az állami befektetők nem játszottak vezető szerepet a szindikálásban. Minden más esetben, így ha a befektetők kizárólag állami alapok voltak, avagy befektetésük megelőzte vagy pedig követte a független (privát) alapok befektetését, részvételük az európai high-tech cégeknél egyáltalán nem volt hatással sem az árbevételre, sem pedig a foglalkoztatásra (*Grilli és Murtinu, 2013b*). *Grilli és Murtinu* [2014] kutatása összességében *negatív fényt vet* a kormányzat azon képességére, hogy támogatni tudja a high-tech cégeket *közvetlen* alapkezelői működés útján a kockázatitőke-piacon. Így ez a kutatása is megerősíti *Brander* és társai [2012] már említett eredményeit, akik nagy mintán elemezték a kockázatitőke-hátterű cégeket, s azt találták, hogy a szindikáltan finanszírozott cégek

teljesítménye nő, ha a kormányzati kockázattitőke-befektetők kisebbségi pozíciót foglalnak el, szemben azzal, ha ezek a vezető befektetők.

A kutatók következtetése a kormányzati kockázattitőke-alapok kezelőinek elemzése alapján az volt, hogy ha az európai kockázattitőke-piacnak egyáltalán szüksége van kormányzati segítségre, akkor az állami beavatkozásnak elsősorban kedvező környezetet kell teremtenie a kockázattitőke-kezdeményezések számára, s nem pedig direkt támogatási megoldásokkal az állami alapok közvetlen befektetéseit, azaz az ún. hands-on megközelítést kell alkalmaznia. Az EU tehát helyesen jár el, amikor a gyorsan fejlődő high-tech cégek magasabb számát az alulfejlett kockázattitőke-ágazat megerősítésével kívánja elősegíteni. Ezzel szemben az ún. hands-on megközelítésű szakpolitika a kockázattitőke-piacon a kormányzati szervek által folytatott „nekünk egyedül is megy” befektetési stratégiával rendkívül kevésbé hatékony megoldás. E helyett az a gyakorlat vezethet előrelépéshez az új technológiaalapú cégek piaci elterjedésénél, amikor a kormányzati szervek független (privát) kockázattitőke-befektetőkkel kooperálnak, és velük együtt céloznak meg fiatal technológiaalapú cégeket (*Grilli és Murtinu, 2013a*).

### **Összefoglalás**

A kockázattitőke-ágazat állami támogatása három kritérium teljesülése esetén igazolható. Egyrészt, a részvételnek valódi pozitív hatást kell gyakorolnia a cégekre és a gazdaságra. Másrészt piaci elégtelenségnek kell fennállnia az adott szegmensben. Harmadrészt pedig eme piaci elégtelenséget a vonatkozó állami intézkedéseknek csökkenteniük vagy megszüntetniük kell. Az állami pénzügyi eszközök kockázattitőke-piaci alkalmazásának célja, hogy lehetővé tegye azok üzleti alapon történő felhasználását a privát szektor ösztönzése és a gazdaságpolitikai célok hatékonyabb elérése érdekében.

Mivel a kockázattitőke-piacot a magánszféra mozgatja, minden állami beavatkozás szükségképpen magában hordja a *piac torzításának veszélyét*. Az államnak ezért arra kell törekednie, hogy a szükségesnek vélt beavatkozás a lehető legkevésbé torzítsa a piacot, a lehető legrövidebb ideig tartson, kevésbé legyen bürokratikus, és végül, hogy a mindvégig teljes nyilvánosság és független értékelés kísérje.

Az elmúlt évtizedekben az állam befektetői szerepben történő kockázattitőke-piaci fellépése jelentős átalakuláson ment keresztül. Az eleinte elterjedt, s a piaci folyamatok eltérítésének kockázatát hordozó közvetlen részvétellel szemben egyre inkább dominálnak az állam kockázattitőke-piaci részvételének közvetett formái. Azon megoldások, amelyekben az állam magánszektorbeli alapkezelőket megbízva s őket az állam által fontosnak tekintett célok elérésére ösztönözve vesz részt a kockázattitőke-befektetésekből. A közvetett megoldások

közé tartozik az állami és privát forrásokból együttesen létrehozott kockázatitőke-alap, az előzetes megállapodás alapján kiválasztott privát alapok mellé befektetésenként társuló állami alap, valamint az állami tőkét pályázat útján privát alapkezelők számára 'alapok alapjaként' nyújtó holdingkonstrukció.

A programokról készült értékeléseket vizsgálva kiderül, hogy a konstrukciók elemzése igen sok esetben elmaradt, vagy csak formálisan történt meg. A legtöbb esetben a programok indításakor eleve nem is határoztak meg értékelési kritériumokat, megfelelő mutatók híján többnyire csupán kvalitatív értékelés készült, a programok különbözősége pedig csak kevésbé tette lehetővé az országok közötti összehasonlítást. A formalizált értékelések hiányosságai ellenére az elemzésekből világosan kirajzolódott, hogy mely kritériumoktól függ elsődlegesen az állami kockázatitőke-programok sikeressége. Így mindenekelőtt a programok kifizetését biztosító időtartam, az állami konstrukciók keretében létrejövő kockázatitőke-alapok mérete, a befektetési ügyletekre vonatkozó korlátozások minimalizálása, az állammal együtt befektető privát alapkezelőknek a sikerből történő részesedés útján való ösztönzése, a privát befektetők objektív szempontok szerinti kiválasztása, valamint a programot kísérő nyilvánosság járul hozzá az állami források kockázatitőke-piaci befektetésének eredményességéhez.

A nemzetközi tapasztalatok tehát összességében azt támasztják alá, hogy az állam befektetői szerepvállalása nem „fából vaskarika”, megfelelően kialakított konstrukció keretében hozzá tud járulni a kockázatitőke-piac tökéletlenségeinek feloldásához. Az állam megjelenése és szerepvállalása a kockázatitőke-piacon nem korlátozódhat csupán a tőkekínálat hiányának tompítására. Ahhoz, hogy ez idővel megszűnjön, az állam feladata az is, hogy a magánszektor résztvevői számára a társadalom számára fontos vállalkozói kör finanszírozását vonzóvá tegye, azaz a kockázatitőke-ágazat magánbefektetőinek kínálati egyenetlenségeit korrigálja. E funkció ellátása nyilvánvalóan csak átmeneti részvétellel képzelhető el, hiszen a kockázati tőke nyújtása alapvetően piaci tevékenység. Ha az állam piaci beavatkozása nem jár a magánszektor aktivizálódásával, úgy az állam beszorul egy olyan szerepbe, amelynek ellátása folyamatosan újabb költségvetési forrásokat igényel. A távlatilag a magánszektorban átadni kívánt finanszírozói szerepkör azt igényli az államtól, hogy szerepvállalása minden részletében összeegyeztethető legyen a magánszektor mércéivel, és segítse elő, hogy megbízható befektetési partnerként fogadják el. Ilyen értelemben az egyes befektetési szervezetekben el kell válnia az állam mint befektető hozamkövetelményeinek attól, ahogy az érintett befektetési szervezet kezelői kiválasztják a finanszírozott vállalkozásokat, s meghatározzák a tőlük várt hozamot (Karsai, 2012). Ha az állam befektetői részvétele sikeres, és ösztönzése nyomán a magánszektorbeli befektetők hajlandók az állam által fontosnak

tartott vállalati kört finanszírozni, úgy egyidejűleg teljesülhet a gazdaságfejlesztési funkció és a kockázati tőke-ágazat fejlődése, s a magánbefektetők idővel átvehetik az állam közvetlen szerepvállalását. Ha az állam ily módon értelmezi kockázati tőke-piaci szerepkörét, akkor a kockázati tőke állami támogatása nem keveredik össze a vállalkozások „kockázati tőke köntösébe öltöztetett” állami támogatásával. Az állam célja ugyanis a gazdaság versenyképességének erősítése, az innováció piaci eszközökkel történő előmozdítása, nem pedig az egyedi cégek versenyen kívüli támogatása kell, hogy legyen.

### Felhasznált irodalom

*Armour, J. – Cumming, D. J.* [2006]: The Legislative Road to Silicon Valley. Oxford Economic Papers, Vol. 58., No. 4., 596–635. o.

*Avnimelech, G. – Teubal, M.* [2008]: From direct support of business sector R&D/Innovation to targeting venture capital/private equity: A catching-up innovation and technology policy life cycle perspective. *Economics of Innovation and New Technology*, Vol. 17., No. 1–2., 153–172. o.

*Avnimelech, G. – Teubal, M.* [2006]: Creating venture capital industries that co-evolve with high-tech: insights from an extended industry life cycle perspective of the Israeli experience. *Research Policy*, Vol. 35., No. 10, 1466–1498. o.

*Balboa, M. – Marti, J. – Zieling, N.* [2007]: Is the Spanish public sector effective in backing venture capital? In: *Gregoriou, G. N. – Koolo, M. – Kraussl, R.* (eds.): *Venture Capital in Europe*. Butterworth-Heinemann, 115–128. o.

*Becker, R. M. – Hellmann, T. F.* [2003]: The Genesis of Venture Capital – Lessons from the German Experience. CESifo Working Paper, No. 883.

*Brander, J. – Hellmann, T. – Du, Q.* [2010]: The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence. Working Paper 16521, National Bureau of Economic Research. Letölthető: <http://www.nber.org/papers/w16521>

*Brander, J. A. – Du, Q. – Hellmann, T. F.* [2012]: The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence. Working Paper. Letölthető: <http://strategy.sauder.ubc.cs/hellmann/pdfs/BranderDuHellmannApril2012.pdf>

*Carpentier, C. – Suret, J. M.* [2014]: Post-Investment Migration of Canadian Venture Capital-Backed New Technology-Based Firms. Cirano, Montreal, April, Social Science Research Network. <http://ssrn.com/abstract=2444976>.

*Cumming, D. J.* [2007]: Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation Investments Funds, *Journal of Business Venturing*, Vol. 22., No. 2., 193–235. o.

Cumming, D. J. [2011]: Public policy and the creation of active venture capital markets. *Venture Capital. An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 13., No. 1., 75–94. o.

Cumming, D. J. [2013]: Public Economic Gone Wild: Lessons from Venture Capital. *International Review of Financial Analysis*, 29 October, forthcoming. Available online DOI: 10.1016/j.irfa.2013.10005

Cumming, D. J. – Johan, S. A. [2013a]: *Venture Capital and Private Equity Contracting*. 2nd Edition, Elsevier Science Academic Press.

Cumming, D. J. – Johan, S. [2013b]: Venture's Economic Impact in Australia. *Journal of Technology Transfer*, forthcoming.

Cumming, D. J. – MacIntosh, J. G. [2006]: Crowding out private equity: Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, Vol. 21., No. 5., 569–609. o.

Da Rin, M. – Hellmann, T. F – Puri, M. [2011]: A Survey of Venture Capital Research. NBER Working Paper, No. 17523. Letölthető: <http://www.nber.org/papers/w17523>

Da Rin, M. – Nicodano, G. – Sembenelli, A. [2006]: Public policy and the creation of active venture capital markets. *Journal of Public Economics*, 90., 1699–1723. o.

del-Palacio, I. – Zhang, X. T. – Sole, F. [2012]: The capital gap for small technology companies: public venture capital to rescue? *Small Business Economics*, április, Vol. 38., No. 3., 283–301. o.

EC [2009]: Financing innovation and SMEs. Commission Staff Working Document, Brussels.

EC [2012]: Potential of Venture Capital in the European Union. Directorate General for International Policies. Policy Department A, Economic and Scientific Policy Industry, Research and Energy, 90 o.

*Economist* [2014]: Innovation by fiat. European venture capital. *The Economist*, május 17., 62–63. o.

EIB [2013]: About EIF & its Venture Capital activity. EIB, 02.

EIF [2014]: Annual Report 2013. European Investment Fund.

EP DG [2012]: Potential of Venture Capital in the European Union. European Parliament. Directorate-General for International Policies, 73 o.

European Commission [2013]: Summary of data on the progress made in financing and implementing financial engineering instruments co-financed by Structural Funds. Szeptember.

European Investment Group [2012]: Supporting small and medium-sized enterprises in 2012. A joint report of the European Commission and the European Investment Bank Group. 2013. május 2., 5. o.

EVCA [2010]: Closing gaps and moving up a gear: The next stage of venture capital's evolution in Europe. European Private Equity & Venture Capital Association, EVCA Venture Capital White Paper, 20 o., Brussels. március 2. Letölthető: <http://iri.jrc.ec.europa.eu/concord-2010/presentations/fricke.pdf>

EVCA CEE [2014]: Central and Eastern Europe Statistics 2013. An EVCA Special Paper. Ed. by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, augusztus. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem, Belgium.

EVCA Yearbook [2014]: EVCA Yearbook 2014. EVCA, Zaventem, Belgium.

*Florida, R. – Smith, D. F.* [1993]: Keep the Government out of Venture Capital. *Issues in Science and Technology*, No. 9., 61–69. o.

French non paper [2013]: The case for a European Venture capital fund for innovative companies. EU position paper, 01324EN, 3. o.

*Gilson, R. J.* [2003]: Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. Paper presented at the Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross Border Deals. *Stanford Law Review*, Vol. 55., No. 4., April, 1067–1103. o.

*Grilli, L. – Martinu, S.* [2013b]: New Technology-based Firms in Europe: Market Penetration, Public Venture Capital and Timing of Investment. Letölthető: <http://ssrn.com/abstract=1892024>

*Grilli, L. – Murtinu, S.* [2013a]: Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms. SSRN Working Paper Series. Letölthető: <http://ssrn.com/abstract=2066867>

*Grilli, L. – Murtinu, S.* [2014]: Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms. *Research Policy*, Vol. 43., No. 9., november, 1523–1543. o. Letölthető: <http://dxdoi.org/10.1016/j.respol.2014.04.002>

HM Treasury [2011]: The Magenta Book: Guidance for evaluation. HM Treasury, London, Government Social Research Unit.

*Jaaskelainen, M. – Maula, M. – Murray, G.* [2007]: Profit Distribution and Compensation Structures in Publicly and Privately Funded Hybrid Venture Capital Funds. *Research Policy*.

*Jeng, L. A. – Wells, P. C.* [2000]: The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6., No. 3., 241–289. o.

*Karsai J.* [2012]: A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban. Közgazdasági Szemle Alapítvány, MTA KRTK KTI, Budapest.

- Karsai J.* [2013]: Válság után: változó állami szerep a kockázatitőke-ágazatban. *Külgazdaság*, LVII. évf., 5–6. sz., 12–34. o.
- King, A.* [2013]: EIF terms come under fire, Unquote, november 11.
- KPMG [2011]: EU Funds in Central and Eastern Europe. Progress Report 2007–2010. kpmg.hu, 13. o.
- Kramer-Eis, H. – Lang, F.* [2011]: European Small Business Finance Outlook 2/2011. Working Paper, 2011/12, EIF Research and Market Analysis. European Investment Fund.
- Kraemer-Eis, H. – Lang, F. – Gvetadze, S.* [2014]: European Small Business Finance Outlook. Working Paper, 2014/24, EIF Research & Market Analysis, European Investment Fund, június.
- Leleux, B. – Surlemont, B.* [2003]: Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, Vol. 18., No. 1., január, 81–104. o.
- Leleux B. – Surlemont, B. – Wacquier, H.* [1998]: State versus Private venture capital: cross Spawning or Crowding out? A Pan-European Analysis. Paper presented at the Babson College Kauffman Entrepreneurship Research Centre.
- Lerner, J.* [1999]: The Government as Venture Capitalist: The Long-run Effects of the SBIR Program. *Journal of Business*, Vol. 72., No. 3., 285–318. o.
- Lerner, J.* [2002]: When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes. *Economic Journal*, Vol. 112., No. 477., február, F73-F84.
- Lerner, J.* [2009]: Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed and What to Do About it. Princeton, Princeton University Press.
- Lerner, J.* [2014]: Entrepreneurship, Public Policy, and Cities. Policy Research Working Paper, No. 6880. The World Bank, Sustainable Development Network, Urban and Disaster Risk Management Department, május.
- Lerner, J. – Sørensen, M. – Strömberg, P.* [2011]: Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation. *The Journal of Finance*, Vol. 66., No. 2., 445–477. o.
- Li, X. – Wu, Z.* [2008]: Reputation entrenchment or risk minimization? Early Stop and investor-manager agency conflict in fund management. *Journal of Risk Finance*, Vol. 9., No. 2., 125–150. o.
- Manigart, S. – Bauselick, Ch.* [2001]: Supply of Venture Capital By European Governments. Working Paper, No. 111., Ghent University.

*Martin, R. – Berndt, C. – Klagge, B. – Sunley, P. – Herten, S. – Sternberg, R.* [2003]: Regional venture capital policy: UK and Germany compared. Report for the Anglo German Foundation for the Study of Industrial Society.

*Mason, C. M. – Harrison, R. T.* [2003]: Closing the Regional Equity Gap? A Critique of Department of Trade and Industry's Regional Venture Capital Funds Initiative. *Regional Studies*, Vol. 37., No. 8., 855–868. o.

*Michie, R. – Wislade, F.* [2012]: Between Scylla and Charybdis: Navigating Financial Engineering Instruments Through Structural Funds and State Aid Requirements. European Policies Research Centre, *IQ-Net Thematic Paper*, Vol. 29., No. 2., 101. o.

*Murray, G. C.* [1998]: A Policy Response to Regional Disparities in Supply of Risk Capital to New Technology-based Firms in the European Union: The European Seed Capital Fund Scheme. *Regional Studies*, Vol. 32., No. 5., 405–419. o.

*Murray, G. C.* [2007]: Venture Capital and Government Policy. In: *Landstrom, H.* (ed.): Handbook of Research on Venture Capital. Cheltenham. Edward Elgar.

*Murray, G. C. – Cowling, M. – Liu, W. – Kalinowska-Beszczyńska, O.* [2012]: Government co-financed 'Hybrid' Venture Capital programmes: generalizing developed economy experience and its relevance to emerging nations. Kauffman International Research and Policy Roundtable, Liverpool, március.

NAO [2009]: Venture capital support to small businesses. The Department for Business, Innovation and Skills, Report by the Comptroller and Auditor General, HC 23, Session 2009–2010, december 10. Supplementary Appendices One to Three, Appendix Two, 6–13. o.

NESTA [2009]: From Funding Gaps to Thin Markets: UK Government Support for Early-Stage Venture Capital. Research Report, szeptember. Letölthető: <http://www.nesta.org.uk>

*Nightingale, P. – Baden-Fuller, G. – Cowling, M. – Siepel, J. – Hopkins, J. – Tidd, J. – Dannreuther, C.* [2009]: Government Support for Enterprenurial Finance in the UK: From „Market Failures” to „Thin Markets”. University of Exeter, 29 o.

OECD [2006]: The SME Financing Gap. Theory and Evidence. Vol. 1., OECD, 76 o.

*Pierrakis, Y. – Mason, C.* [2008]: Shifting sands: The changing nature of the early-stage venture capital market in the UK. London, NESTA.

Private Equity Findings [2010]: Great intervention? Private Equity Findings, Issue 2., Spring, 8–10. o.

*Reid, A. – Nightingale, P.* (eds.) (2011): The Role of Different Funding Models in Stimulating the Creation of Innovative New Companies. What is the most appropriate model for Europe?

A report to the European Research Area Board. Study funded by the European Commission, Directorate-General Research.

Ryan, N. [1990]: Policy evaluation and Australian support for innovation. *Technovation*, Vol. 10., No. 4., 265–272. o.

Tillväxtverket [2011]: Mid-term evaluation of regional venture capital funds. Implementation and lessons learnt. Tillväxtverket, szeptember. Letölthető: <http://publikationer.tillvaxtverket.se/ProductView.aspx?ID=1680>

Tykvová, T. – Borell, M. – Kroencke, T. A. [2012]: Potential of Venture Capital in the European Union. Directorate-General for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, Industry, Research and Energy, European Parliament, február.

Veugelers, R. [2011]: Mind Europe's Early-Stage Equity Gap. Breugel Policy Contribution, Issue 2011/18., december.

VICO [2011]: Venture Capital: Policy lessons from the VICO project. Letölthető: [http://www.vicoproject.org/doc/policy/VICO\\_FinalPolicyBrief.pdf](http://www.vicoproject.org/doc/policy/VICO_FinalPolicyBrief.pdf)

Wilson, K. – Silva, F. [2013]: Policies for Seed and Early Finance. Findings from the 2012 OECD Financing Questionnaire. OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 9., OECD Publishing. Letölthető: <http://dx.doi.org/10.1787/5k3xqsf00j33-en>

World Economic Forum [2010]: Globalization of Alternative Investments. Working Papers, Vol. 3. 'The Global Economic Impact of Private Equity'. Report 2010. Governments as venture capitalists: Striking the right balance. World Economic Forum, Geneva. Letölthető: <http://www.weforum.org/en/media/publications/PrivateEquityReports/index.htm>.

## **Squaring the circle?**

### **Government as venture capital investor**

JUDIT KARSAI

Governments play several roles in the venture capital market. Based on empirical examples, the current paper focuses on the role of the government as a venture capital investor. Compared to the direct involvement of governments in investments entailing risks of market distortion, the paper demonstrates that governments increasingly contribute to the funds of the venture capital market in an indirect way: by encouraging private investors to participate. The involvement of private investors in government schemes could serve as a guarantee to select commercially viable projects without any political pressure, to schedule the financing of programs independently from election cycles, and to encourage experienced fund managers to participate in government programs. The main conclusion of the paper is that only those

government-funded venture capital funds could ensure the proper utilization of public resources that are managed by the private sphere and are funded mostly by private investors. This would also contribute to economic policy objectives, such as improving the supply of capital for promising young companies.