

KARSAI JUDIT

Állami szerepvállalás a kelet-közép-európai kockázatitőke-piacon

A cikk azt vizsgálja, hogy a kelet-közép-európai uniós országokban mennyire bizonyultak sikereseknek az állami és a nem állami szféra piaci együttműködésén alapuló kormányzati tőkeprogramok, mennyire hasznosították a fejlettebb kockázatitőke-ágazatot működtető országok állami tőkeprogramjainak korábbi tapasztalatait. Hasonlóan a Nyugaton alkalmazott tőkeprogramokhoz, a régióbeli konstrukciókra is jellemző a befektetésre rendelkezésre álló idő rövidege, a befektetők kezét megkötő adminisztratív előírások sokasága, az alapok – gazdaságos működést akadályozó – kis mérete, valamint a nem állami befektetők között az intézményi befektetők korlátozott részvétele. A fejlett országokhoz képest hátrányt jelent a piaci szféra alapkezelőinek indokolatlan mértékű kedvezményezése és nem transzparens kiválasztása, továbbá a befektetési ajánlatok éretlensége. Ugyanakkor az állami tőkeprogramok egyik legnagyobb veszélye – a piaci befektetőket kiszorító hatás – fel sem merülhet a régióban.*

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

A kockázati tőke mind az innováció, mind a kis- és középvállalatok finanszírozásának előmozdításában fontos szerepet játszik. Mivel a 2008-as gazdasági válság hatására a kockázatitőke-ágazatba áramló piaci források megcsappantak, az Európai Unió egészében és különösen a kelet-közép-európai országokban¹ megnőtt a kormányzati részvétel jelentősége a kockázatitőke-alapok tőkeellátásában. E programok célja a tőkéhez nem jutó, ám nagy növekedési lehetőségek előtt álló, fejlett technológiát képviselő, induló és korai fejlődési szakaszban lévő cégek finanszírozásának elősegítése volt. A kormányzatok egyúttal ezektől várták a fejletlenebb térségek felzárkózását, illetve új munkahelyek létrehozását, valamint a kockázatitőke-ágazat fejlődésének előmozdítását is.

* A cikk az OTKA K105581. számú pályázat támogatásával készült.

¹ A közép-kelet-európai régióba – a továbbiakban régió – e tanulmány a következő EU-tagállamokat sorolja: Bulgária, Csehország, Észtország, Horvátország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Románia, Szlovákia, Szlovénia.

E cikk az állam gazdaságfejlesztési szerepét s ezen belül a kockázatitőke-piac kérdését gyakorlati szempontból elemzi, az elméleti összefüggéseket nem tárgyalja. Az állam kockázatitőke-piacot érintő tevékenységei közül is csak azokat vizsgálja, amelyekben befektetőként vesz részt. A téma nemzetközi vitájához (*Colombo és szerzőtársai* [2014], *Cumming–Johan* [2013], *Leleux–Surlemont* [2003], *Lerner* [2009], *Murray és szerzőtársai* [2012]) a kelet-közép-európai térség tapasztalatainak bemutatásával kíván hozzájárulni. Arra keresi a választ, hogyan sikerült az európai uniós források kockázati célú igénybevétele, s mennyire sikerült hasznosítani a korábbi állami tőkeprogramok fejlettebb országokbeli tapasztalatait a kelet-közép-európai térségben, ahol eleve fejletlenebb a kockázatitőke-piac.

A tanulmány egyrészt a térségbeli hibrid kockázatitőke-alapok által kezelt tőke volumenét egy olyan *saját összeállítású adatbázis* segítségével elemzi, amely az Európai Unió illetékes szervezetei, a kormányzati tőkeprogramok nemzeti irányító hatóságai, illetve az általuk létrehozott holding- és kockázatitőke-alapok kezelői, valamint az európai és a nemzeti kockázatitőke-egyesületek és tanácsadó szervezetek által közzétett információkra épül. Másrészt feldolgozta a kelet-közép-európai régió kockázatitőke-ágazatáról, ezen belül különösen a kockázatitőke-programokban történő kormányzati részvételről szóló tudományos és üzleti publikációkat. A másodlagos forrásokból nyert információk kiegészítését és ellenőrzését a téma kutatóival történt konzultációk, valamint az érintett holding- és kockázatitőke-alapok vezetőivel készített interjúk tették lehetővé. Mivel a 2007–2013 között, uniós forrásokból végrehajtott kockázatitőke-befektetések befejezésének határideje a gyakorlatban 2015 decembere, a 2015 nyarán zárult kutatás az állami tőkeprogramok keretében végrehajtott befektetések számszerű elemzésére még nem vállalkozhatott, értelemszerűen ezeknek a vállalkozásokra gyakorolt hatását sem vizsgálhatta.

A cikk először bemutatja, hogy az állam milyen módon vesz részt befektetőként a kockázatitőke-piac finanszírozásában, s számba veszi a kelet-közép-európai régióban a 2007–2013 közötti időszakban az állami és nem állami szféra együttműködésén alapuló európai uniós források igénybevételel megvalósított kormányzati tőkeprogramok volumenét. Ezt követően részletesen áttekinti mindazon tényezők régióbeli alakulását, amelyek a tőkeprogramok sikerét a fejlett tőkepiacú országokban meghatározták. Az elemzés a kelet-közép-európai állami kockázatitőke-programok tapasztalatainak összefoglalásával zárul.

Az állami részvétel formái a kockázatitőke-piacon

Az állami finanszírozás sok országban adott lökést a kockázatitőke-iparág fejlődésének (*Murray* [2007], *Cumming–Johan* [2009], *Wilson–Silva* 2011). Kérdés azonban, hogy azokban a kelet-közép-európai országokban, ahol még fejletlenebb a kockázatitőke-ágazat, mennyire eredményesek az állami tőkekonstrukciók, tekintettel az állam hagyományosan kiterjedtebb voltára, az állam és a gazdaság szereplői közötti erőteljesebb paternalista jellegű kapcsolatra. A nem megfelelően kialakított kormányzati tőkeprogramok esetében a befektetési célpontok kiválogatásánál

problémát okozhat az állami kockázattitőke-befektetők jártasságának hiánya, a politikai érdekek által befolyásolt befektetési stratégia, valamint a kevésbé hatékony részvétel a finanszírozott cégek felnevelése és mentorálása terén. Mindez akár a piaci szereplők kiszorítását avagy helyettesítését is kiválthatja a kockázattitőke-piacon (Armour–Cumming [2006], Brander és szerzőtársai [2010], Cumming–MacIntosh [2006], Cumming és szerzőtársai [2014]).

Az állam két alapvető konstrukcióban szokott szerepet vállalni a kockázattitőke-piac *forrásellátásában*. A *közvetlen* megoldást a kormányzati tulajdonban lévő kockázattitőke-alapok felállítását jelenti, amelyeket az állami kézben lévő vagy az állam által megbízott alapkezelők kezelnek. Ilyenkor az állam saját kezelésben (*hands-on*) oldja meg a feladatot: olyan kockázattitőke-alapot hoz létre, amely egy kormányzati szervezet tulajdonában van, s alapkezelőként is az állam megbízottja felel a portfóliócégek kiválasztásáért, a befektetési döntések meghozataláért. Kelet-Közép-Európában az állam egyidejű tulajdonosi és alapkezelői részvétele a kockázattitőke-piacon elterjedt megoldás (Karsai [2002], [2003], [2014]).

A *közvetett* állami részvétel során az állam befektetőként növeli meg az államtól egyébként független nem állami alapkezelők kockázattitőke-alapjainak tőkéjét. Ebben az esetben a kormányzat a nem állami alapkezelőhöz delegálja a végrehajtói felelősséget, miközben ő maga a befektetők egyikeként éppen speciális célokkal lép fel. E célok – túl a hozamkövetelményeken – meghatározott térségek fejlesztését, munkahelyteremtést vagy az innováció előmozdítását foglalhatják magukban. Ma már világszerte az állam kockázattitőke-piaci részvételének ez a közvetett megoldása jellemző (Wilson–Silva [2013], Wilson [2015]). Ez a megoldás a piaci befektetők bevonásával, a források növelése révén alkalmas lehet a magvető és korai fázisú befektetések piacának kiépítésére, miközben hozzájárulhat az ágazati szereplők professzionálissá válásához.

A *közvetett* állami részvétel többféle módon is megvalósítható. A nem állami kockázattitőke-alapok *egyedi* finanszírozása mellett az állam úgynevezett *alapak alapjaként* is befektethet nem állami kockázattitőke-alapokba. Ez utóbbi esetben az állami forrásokból állami holdingalapot hoznak létre, amelynek tőkéjére a nem állami befektetőkkel rendelkező alapok pályázhatnak. A holdingalap (állami) kezelője az állami források allokálása során csak olyan alapokat finanszíroz, amelyek befektetési politikájukban eleve vállalják az állam számára fontos célok teljesítését, így például fiatal, jelentős növekedésre képes cégek finanszírozását (Murray [2007]).

Az állam piaci kockázattitőke-alapokban való részvétele történhet a piaci befektetőkkel azonos feltételekkel, azaz *pari passu* módon. Ilyenkor az állam ugyanúgy részesedik a sikeres befektetéseken elért hozamból, s viseli a veszteséges befektetések következményeit, mint az alap többi befektetője. Étvágyuk felkeltése érdekében azonban a piaci befektetők számára az állami résztvevőhöz képest kedvezőbb feltételek is kialakíthatók. Például a piaci befektetők számára a befektetési arányuk alapján nekik járónál nagyobb hányadot biztosítanak a hozamokból, illetve kisebb hányad viselését követelik meg a veszteségekből. A nem állami finanszírozóknak nyújtott aszimmetrikus előny az állam számára fontos befektetések előmozdítását szolgálja, így például a magvető és a korai fázisú finanszírozással, avagy a kevésbé

fejlett térségeken megvalósított befektetéssel együtt járó magasabb kockázat és lassabb megtérülés kompenzálására szolgál.

A 2007–2013 közötti tervezési időszakban a kelet-közép-európai országok irányító hatóságai számára is lehetőség nyílt arra, hogy a nemzeti operatív programok keretében tervezett állami kockázatitőke-programokhoz kockázati tőkeként használhassák fel az Európai Unióból – ezen belül az Európai Regionális Fejlesztési Alapból (*European Regional Development Fund, ERDF*) – kijelölt források egy részét. A tagországok szintjén került sor többek között az úgynevezett Közös Európai Források Mikro-, Kis- és Középvállalkozások (*Joint European Resources for Micro and Medium Enterprises Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises – Jeremie*) programjának megvalósítására.² A Jeremie-kezdemenyezés az EU régi és új tagországai számára egyaránt lehetőséget nyújtott arra, hogy hatóságaik a strukturális alapok egy részét *visszatérítendő* forrásként kockázati tőkébe fektessék. E programnak a kockázati tőke – a nyújtott hitelek és vállalt garancia dominanciája mellett – csak igen kis hányadát adta. A Jeremie-programban részt vevő kelet-közép-európai országok (régiók) közül nem is mindenhol szerepelt kockázati tőke az igénybe venni tervezett pénzügyi eszközök között. A nemzeti hatóságok a kockázati céllal lehívott uniós állami forrásokat a nemzeti operatív programok keretében háromféleképpen fektették be. A Jeremie-konstrukcióban a nem állami alapkezelőkhöz került állami források vagy az általuk is finanszírozott *közös (joint)* kockázatitőke-alapokba kerültek, vagy piaci befektető nélküli *társbefektető (co-finance)* kockázatitőke-alapokhoz, amelyek azonban csak piaci befektetőkkel együtt hajthattak végre befektetéseket. A Jeremie-programtól függetlenül – harmadik megoldásként – a kockázati céllal lehívott állami forrásokból állami alapkezelők által működtetett, piaci befektető nélküli állami kockázatitőke-alap létrehozására is sor került.

Az uniós és hazai forrásból finanszírozni kívánt állami programokhoz hasonlóan a tervbe vett Jeremie-kezdemenyezés nemzeti programjának intézkedéseit az egyes országoknak minden esetben jóvá kellett hagyatniuk (notifikáltatniuk kellett) az Európai Bizottsággal. A notifikációs eljárás jelentőségét a régióban kiemelte, hogy a kelet-közép-európai tagországok hatóságai, valamint az állami tőkeprogramokban részt venni kívánó piaci befektetők és a kockázati tőkét kereső vállalkozások lényegében e programok kapcsán *szembesültek először* a – korábbi hazai gyakorlatukhoz képest – esetenként igen korlátozóan bizonyuló uniós követelményekkel. A notifikáció ugyanis közel sem volt rutinszerű eljárás.

A kockázatitőke-piacon az állam befektetői részvétele kapcsán különösen erőteljesen vetődik fel a *piaci verseny esetleges torzításának kérdése*, azaz hogy az állam hozzájárulásával az egyes vállalkozásoknak nyújtott kockázati tőke nem minősül-e versenyelőnyt biztosító állami támogatásnak. A kérdés összetettsége miatt

² Az Európai Bizottságnak az Európai Beruházási Alappal közösen létrehozott kezdeményezése olyan pénzügyi eszközök felhasználásának ösztönzésére, amelyek javítják a mikro-, kis- és középvállalkozások finanszírozási forrásokhoz való hozzáférését a strukturális alapok tevékenységein keresztül. A kezdeményezés nyomán az EU-tagállamok az európai strukturális alapokból a számukra kijelölt keretek egy részét felhasználhatják kölcsön, garancia, illetve kockázati tőke nyújtására (*Jeremie* [2006]).

az Európai Bizottság közösségi iránymutatást készített a kis- és középvállalkozásokba történő kockázatitőke-befektetések előmozdítását célzó állami támogatásokról (EB [2006]).³ Emellett 2009-ben a csoportos tőkeprogramok számára egy külön szabályrendszerben is rögzítette a teljesítendő előírásokat, illetve az eljárás rendjét (EB [2008]). Mindkét szabályozás egyaránt követelményeket támasztott a kockázatitőke-alapokkal, ezek kezelőivel, valamint a tőkebefektetésben részesülő cégekkel szemben (EC [2011], Nicolaidis [2013]).

Így többek között meghatározták, hogy mely kritériumok teljesülése esetén lehet a befektetők tevékenységét profitvezéreltnak tekinteni – ami a tiltott versenyelőny kizárásának alapvető feltétele –, s az irányelvek azt is megszabták, hogy milyen méretű, életkorú, regionális elhelyezkedésű, valamint szakágazatú cégek részesülhetnek bizonyos méretű és fajtájú tőkebefektetésben anélkül, hogy ez állami támogatásnak minősülne.

Követelményként szerepelt, hogy a felállítandó alapoknak az állam mellett profitorientált, nem állami tulajdonosai is legyenek, és minden egyes befektetés minimum 50 százalékát – támogatott területeken⁴ pedig minimum 30 százalékát – nem állami cégek finanszírozzák. A nem állami és állami befektetőknek azonos módon kellett részesülniük a befektetéssel járó előnyökből és kötelezettségekből, míg a támogatottnak minősülő területeken a nem állami befektetők ösztönzése is megengedett volt. Az alapkezelésnek üzleti szemléletűnek, az alapkezelők javadalmasításának teljesítményhez kötöttnek kellett lennie, az alapkezelőket pedig pályázat útján kellett kiválasztani. Befektetési döntéseiket az alapoknak piaci alapon kellett meghozniuk üzleti és kilépési terv birtokában, a piaci befektető megfelelő képvisellete mellett. A befektetési volumen cégenkénti részösszegét is korlátozták. A befektetésre való jogosultság különbözött az érintett cégek mérete, életciklusa és elhelyezkedése szerint is.

Az európai uniós finanszírozás igénybevételével végrehajtott állami tőkeprogramok keretében a kockázatitőke-alapok által gyűjtött és ténylegesen befektetett tőkéről és ebben az állami szerepvállalás nagyságrendjéről igen nehéz pontos képet alkotni. Az EU összesített statisztikai adataiból az derül ki, hogy a kelet-közép-európai régió szinte mindegyik országában csak *nagyon kis részarányt* szántak a hatóságok kockázatitőke-finanszírozásra (EC [2014]). Ezt jelzi, hogy a 2007–2013 közötti tervezési időszakban – a 2013. végi állapot szerint – a kelet-közép-európai országokban a kockázatitőke-alapok számára lehívott uniós források az operatív programok értékének mindössze 6 százalékát tették ki, miközben a kockázatitőke-alapok a lehívott keretnek még 60 százalékát sem használták fel.

³ 2014-ben az EU új *kockázatitőke-finanszírozási irányelvet (risk capital guidelines)* fogadott el, mely felváltotta a 2006 óta érvényben lévő, 2011-ben módosított szabályozást. Az új irányelv kiterjesztette az állami támogatásban részesíthető vállalkozások körét, radikálisan megnövelte a nekik juttatható támogatás volumenét, megszüntette a támogatott és nem támogatott területek közötti különbségtételt, rugalmasan hozzáigazította a cégek fejlődési fázisaihoz a megkövetelt nem állami hozzájárulás mértékét, elfogadta a tőke helyettesítésére szolgáló befektetéseket, valamint megszüntette a finanszírozásra használható eszközök fajtái közötti megkülönböztetést (EB [2014]).

⁴ Az EK-szerződés 87. cikke 3. bekezdésének a) és c) pontjaiban felsorolt kivételek körébe tartozó régiók.

Kelet-Közép-Európában az uniós forrásokkal finanszírozott állami tőkeprogramok 2007 és 2013 közötti nagyságrendjéről igyekeztünk pontosabb képet alkotni. Ehhez külön adatbázisba gyűjtöttük az egyes országok állami programjait irányító nemzeti hatóságok, minisztériumok, illetve az állami holdingalapot kezelő szervezetek honlapjain, valamint tudományos publikációkban található adatokat (1. táblázat).

1. táblázat

Európai uniós források igénybevételével finanszírozott állami tőkeprogramok keretében létrehozott kockázatitőke-alapok jellemzői Kelet-Közép-Európában, 2007–2013

Ország	Alapok száma	Alapok kezelt tőkéje	Kezelt tőkéből:	
			állami forrás	nem állami forrás
millió euró				
Bulgária	2	21	21	0
Csehország	0	0	0	0
Észtország	0	0	0	0
Horvátország	0	0	0	0
Lengyelország	16	380	190	190
Lettország	3	39	27	12
Litvánia	5	70	53	17
Magyarország	28	443	310	133
Románia	1	18	10	8
Szlovákia	2	47	35	12
Szlovénia	7	69	34	35
Kelet-Közép-Európa összesen	64	1087	680	407

Megjegyzés: Lengyelország esetében az alapok finanszírozása a Jeremie-programhoz hasonlóan, de nem ebben a konstrukcióban történt. A lengyel adatok becslésen alapulnak.

Forrás: a szerző saját gyűjtése, az egyes országok állami programjait irányító, illetve az állami holdingalapot kezelő szervezetek honlapjai, valamint tudományos publikációk adatai alapján.

Az adatbázis tanúsága szerint a régióban felállított 64 darab, állami hozzájárulással finanszírozott kockázatitőke-alap 2015 végéig mintegy 1,1 milliárd euró befektetését teszi lehetővé. Az előírások szerint az EU-források mellett legalább 15 százalék nemzeti forrást is tartalmazó állami hozzájárulás a – 2007–2013 közötti tőkeprogramok keretében befektethető – állami és nem állami források több mint kétharmadát tette ki. Az állami források katalizátorszerepét jelzi, hogy összesen 400 millió euró nem állami forrás bekerülését tette lehetővé a régió kockázatitőke-piacára. A régióon belül legnagyobb összeggel – több mint 440 millió euró forrással – a legtöbb (28) Jeremie kockázatitőke-alapot Magyarországon hozták létre. A magyarországi kockázatitőke-alapok forrásainak 30 százalékát teszik ki a magánszektorbeli

befektetők tőkeigérvényei. A második legtöbb hibrid alap Lengyelországban alakult, ahol a 380 millió eurós összegre becsült tőkét kezelő 16 kockázatitőke-alap forrása-
inak a fele származik piaci befektetőktől. A harmadik legtöbb alapot Szlovéniában
állították fel, míg a Bulgáriában, Lettorszában, Litvániában, Romániában és Szlo-
vákiában felállított kockázatitőke-alapok száma 1–5 között mozgott. Észtországban
és Csehországban a hatóságok nem kívántak élni a Jeremie-kezeményezés nyújtotta
lehetőséggel, Horvátországban pedig az EU-csatlakozás óta eltelt idő rövidsége miatt
nem indult be uniós forrással finanszírozott állami tőkeprogram.

Az állami tőkeprogramok fő elemei

A fejlett országok tőkeprogramjainak sikeressége szempontjából kiemelkedő fontos-
ságú volt a program előkészítésére és végrehajtására rendelkezésre álló időkeret hosz-
sza, a programban részt vevő kockázatitőke-alapok befektetéseire vonatkozó szabá-
lyok piaci szemléletű kialakítása, a programok térbeli kiterjesztésének lehetősége, a
befektetésekre felhasználható tőke kellő nagysága, az ágazatbeli szereplők tapasztalt-
sága, a piaci befektetők részrehajlás nélküli kiválasztása és kockázatvállalásával ará-
nyos ösztönzése, valamint a programok nyilvánosságának biztosítása (Karsai [2014]).

Az állami tőkeprogramok időhorizontja

A tőkeprogramok bevezetése az EU saját értékelése szerint is jelentősen elnyúlt.
Az Európai Bizottság csak 2011 februárjában, azaz négy évvel az aktuális progra-
mozási időszak elindulása után adta ki az első olyan átfogó és releváns értelmező
feljegyzést, amely a pénzügyi eszközök fő típusai között különbséget téve segített a
tagállamoknak a strukturális alapokra és a pénzügyi eszközökre vonatkozó szabá-
lyozást együttesen értelmezni (*European Court of Auditors* [2012]). Ennek hiánya
lényegesen lassította a programok elindítását, az uniós források és az egyes konst-
rukciók jogi előírásainak összehangolását. Ez eleve magában hordozta annak koc-
kázatát, hogy a befektetések nagysága nem éri el majd a tervezettet, azaz az alapok-
nak a program érvényessége alatt nem lesz elég idejük befektetni az összes rendel-
kezésükre álló tőkét (*Tillväxtverket* [2011]).

A tőkeprogramok irányítói a notifikációs engedélyének megszerzése után rend-
szerint több egymást követő évben írták ki a pályázatokat a kockázatitőke-alapok
kezelői számára, s minden fordulóban a pályáztatás lebonyolítása után jöttek létre a
kockázatitőke-alapok, amelyek csak ezt követően kezdtek hozzá a befektetésre érde-
mes cégek kiválogatásához. Ezután végigtárgyalták a vállalkozásokkal a befektetési
feltételeket, szerződést kötöttek, majd a tőkét – biztonsági okokból rendszerint több
részletben – az érintett cégek rendelkezésére bocsátották. Mindez sokkal tovább tar-
tott, mint amennyi idő az EU strukturális alapjainak felhasználására vonatkozó sza-
bályok folytán a források elköltésére rendelkezésre állt. Lettország esetében például
a Jeremie-program időtartamának több mint fele a konstrukció jogi és intézményi

kialakításával, a közvetítő alapkezelők kiválasztásával, az alapok létrehozásával és a felhívások meghirdetésével telt el (*Michie–Wishlade* [2012]). Magyarországon, ahol a Jeremie kockázatitőke-program a régióban elsőként indult el, elsősorban a volumen növelésére vonatkozó többszöri – engedélyeztetési – forduló miatt az összesen meghirdetett 28 alap közül 2013 végén, amikor a program eredetileg lezárult volna, 10 alap felállítása még nem fejeződött be.

A programok lassú notifikálása, az alapkezelők pályáztatása és az alapok késve történő felállítása a holdingalapokat és a kockázatitőke-alapok kezelőit *nyomás alá helyezte*, hogy a strukturális alapok felhasználási végső határideje (2015 vége) előtt mindenáron fektessék be forrásaikat, mivel az addig el nem költött összeget vissza kell utalni. A sietség természetesen a befektetések minőségének rovására mehet: például kevésbé ígéretes cégekhez kerülhet az állami pénzzel kiegészített kockázati tőke, vagy olyan kevésbé innovatív vállalkozásokhoz, amelyek esetleg más forrásból is megszerezhetnék a szükséges pénzt (*Tillväxtverket* [2011]).

A kockázatitőke-alapok mérete

A kelet-közép-európai országok által az EU-ban igénybe vehető tőkeprogramok figyelmen kívül hagyták a kutatások azon megállapítását, amely szerint *téves* az a széles körben elterjedt hiedelem, hogy az egészen korai fázisú, magvető befektetéseket kisméretű, specializált alapoknak kell végrehajtaniuk (*Meyer* [2007], *Dimov–Murray* [2007]). Valójában – különösen az Egyesült Államokban – a legnagyobb és legtapasztaltabb kockázatitőke-alapok fektettek be a leggyakrabban magvető befektetésekre. A magvetők finanszírozásának amerikai modellje implicit módon azt is jelzi, hogy a magvető tőke *izolálva* nem életképes a piacon. Inkább úgy kell a kérdést megközelíteni, hogy a magvetők finanszírozása az első fázisa annak a folyamatnak, amelynek keretében egy sikeres cég többszörös befektetési forduló után eljut a befektetők kilépéséig. Ezért a magvetők finanszírozására vállalkozó amerikai befektetők multifázisú befektetők, esetükben nem ritka az egymilliárd dolláros alapok kezelése sem. E nagyméretű alapokban a tevékenység teljes spektruma csökkenti a legkorábbi fázis magas kockázatát (*Murray–Lingelbach* [2009]). Ennek a szempontnak a figyelmen kívül hagyása miatt a sok kis új alapot tőkével ellátó állami politika szükségképpen csak rövid távon tud hatni. Ráadásul a demonstrációs hatás is negatív, azaz a piaci befektetők a gyatra hozamok miatt túl kockázatosnak fogják tartani az ilyen alapokba való beszállást. Mivel a kockázatitőke-ágazatban az új alapkezelők betanulása és tapasztalatszerzése időigényes folyamat, a nem megfelelően teljesítő alapok kezelői sem képesek újabb és újabb alapokkal megjelenni a piacon (*Meyer* [2007]).

A régió országaiban az Európai Unió strukturális alapjaiból, rendszerint állami holdingalapokon keresztül finanszírozott egyedi kockázatitőke-alapok – az *1. táblázat* adatai alapján – átlagosan 16 millió euró összegű tőkét kezeltek. Az átlagos alpméret azonban két, eltérő méretű konstrukciót takar. Az úgynevezett társfinanszírozó (*co-finance*) alapok méretének átlaga közel 12 millió eurós volt. Ezen alapok tisztán állami forrással dolgoztak, s a nem állami tőke aktuálisan csak a befektetések

végrehajtásakor társult hozzájuk minimálisan előírt arányban. A nem állami és állami tőkét egyaránt tartalmazó úgynevezett közös (*joint*) vagy más néven hibrid alapok mérete a régióban átlagosan közel 18 millió eurós volt. E közös alapok tették ki számban és a kezelt tőke volumenét tekintve is az alapok közel 90 százalékát. A társbefektető alapok zömmel a magvető szakaszt finanszírozták, amelyek mérete – piaci tőke hiányában – többnyire eleve kisebb volt. A piaci befektetők számára a magvető alapok társfinanszírozása a gyakorlatban kevésbé bizonyult vonzósnak. Erre utal, hogy több országban is előfordult, hogy nem állami szereplő nem jelentkezett a magvető alapok kezelésére. Kivételt jelentett ez alól a magyar piac, ahol a közös magvető alapok iránt főként azok a befektetők érdeklődtek, amelyek egyúttal közös növekedési alapokra is pályáztak.

A kelet-közép-európai régióban állami részvétellel létrehozott hibrid kockázatitőke-alapok 18 millió eurós átlagos mérete azt jelzi, hogy az itteni alapok még a fejlettebb országokban létrehozott, ám ott is kicsinek⁵ bizonyult kockázatitőke-alapokhoz képest is sokkal kisebb méretűek, így nagy valószínűséggel *nem nyújtanak lehetőséget* a gazdaságos, önfenntartó működésre. Az állami forrásokkal finanszírozott kockázatitőke-alapok állami finanszírozás iránti folytatódó igénye tehát a következő tervezési időszakban is prognosztizálható.

Az állami tőkeprogramok befektetési korlátozásai

Az állami tőkeprogramok a gyakorlatban rendszerint rendkívül sok korlátozást tartalmaznak, amelyek egyaránt eredhetnek a forrásfelhasználásra vonatkozó szabályokból, a versenyszabályozási előírásokból, beleértve az állami támogatások kizárására vonatkozó előírásokat, avagy specifikus iparpolitikai megfontolásokból. Az állami források befektetési irányvaival kapcsolatos korlátozások ugyanakkor ellentétesek a kockázati tőke természetével, az ilyen előírások *eleve csökkentik* az elérhető sikert (EVCA [201]). Nem lehet ugyanis előre megmondani, hogy mely területeken és mely szakágazatokban jelenik meg kellő számú, gyorsan növekvő cég, s hol születnek olyan jelentős találmányok, amelyeket a kockázati tőke támogathat (*Tykvová és szerzőtársai* [2012]). A fejlett országokbeli tapasztalatok szerint a kormányzati programok a finanszírozást gyakran olyan szakágazatokban vagy földrajzi régiókban igyekeznek előmozdítani, amelyek iránt hiányzik a tőke érdeklődése, s ez az erőforrások elpocsékolásához vezet.

Koncepcionális probléma az is, ha az érintett kockázatitőke-alapok csak bizonyos fejlődési fázisban lévő vagy meghatározott méretű, vagy meghatározott életkorú cégeket finanszírozhatnak. A programok előírhatják azt is, hogy a befektetők az értékpapírok mely fajtáit alkalmazhatják, sőt az állami konstrukciók a finanszírozott cégek további sorsát is befolyásolhatják azzal, ha korlátozzák a

⁵ 2010-re a nem állami kockázatitőke-alapok által kezelt tőke átlagos nagysága az Egyesült Államokban elérte a 130 millió dollárt, míg Európában 60 millió eurós volt az átlagos alapméret (EC [2012]). Az állami részvétellel működő angol regionális kockázatitőke-alapok jellemzően 15–25 millió font értékű tőkét kezeltek (*Regeneris Consulting* [2013]).

vállalatfelvásárlásokat vagy a másodlagos részvényeladásokat. E korlátozások a kormányzati politika szempontjából esetleg érthetőek, de ellentétesek a vállalkozási folyamattal. Nyilvánvalóan ellentmondást jelent, hogy az állami és a nem állami szféra céljai nem esnek szükségszerűen egybe. Potenciális nyomás áll fenn a kormányzat társadalmi, gazdaságfejlesztő céljai, valamint a nem állami szféra profitorientáltsága között. Például míg a kis- és középvállalkozások fejlesztése, az innovációk előmozdítása kiemelt állami cél, addig ez a profitérdekelt piaci befektetők számára csupán „melléktermék” (Mason [2013]).

Noha időközben ismertté váltak a korábbi állami programok hibái, beleértve a korlátozások kedvezőtlen hatását vagy eredménytelenségét, úgy tűnik, hogy az EU-forrásokból a kelet-közép-európai régióban megvalósított kormányzati tőkeprogramokban is alkalmazták ezen Nyugaton meghonosított, időközben részben hibásnak bizonyult előírásokat.

A forrásfelhasználási szabályok közé tartozott, hogy a strukturális alapok igénybevétele eleve kizárta, hogy a forrásokból külföldi cégekbe történjen befektetés. Az egyes kormányok számára legfeljebb az egyes országokon belül finanszírozható régiók kijelölésében mutatkozott némi játéktér, bár a területek fejlettségén alapuló támogatott vagy nem támogatott státus ezt is jelentősen befolyásolta. Továbbá az előírások csak a tőkeemeléssel történő befektetést tették lehetővé, a meglévő tulajdonosok kivásárlását már nem engedélyezték. A szabályok azt is tiltották, hogy az alapok tőkéjüket a vállalkozások hitelének kiváltására fordítsák, sőt nehéz helyzetű cégek reorganizációját sem vállalhatták. Az innováció finanszírozása a legtöbb országban kiemelt cél volt.

Az állami támogatásokra vonatkozó EU-előírás egységesen rendelkezett arról, hogy hány évesek lehetnek a forráshoz juttatott cégek, mekkora lehet az árbevételük, illetve hogy mely szakágazatban nem működhetnek. E korlátozások még arra is kiterjedtek, hogy egy cégbe mekkora tőkét lehet egy befektetési döntéssel beletenni, s évente hány ilyen döntésre kerülhet sor. A korlátozó szabályok a programok előrehaladása során is változtak, finomodtak, főként az EU állami támogatásokra vonatkozó előírásainak enyhítése következtében (EB [201]). Az előírások azonban nemzeti hatáskörben is módosultak. Így például a magyarországi Jeremie-program második körében – az ehhez kapcsolódó újabb notifikációs eljárás nyomán – a növekedési alapokra továbbra sem pályázhattak az első körben már kiválasztott alapkezelők, ugyanazon tulajdonosok új alapkezelőt indítva azonban ismét jelentkezhettek, ami megkérdőjelezte a korlátozás értelmét (Zsembery [2012]).

A korlátozások problematikus voltát jól példázza a lettországi Jeremie-program egyik alapjának extrém esete. Itt a három nyertes alap egy évvel a befektetésre rendelkezésre álló idő lejártá előtt még a pénz harmadát sem tudta befektetni. Különösen az egyik, induló cégeket finanszírozó alap maradt el vállalásaitól. Az alapnak követő (*follow-up*) finanszírozást kellett volna nyújtania azon cégek számára, amelyeket a tisztán állami forrásból felállított magvető alap már finanszírozott. Az alap ráadásul kifejezetten technológiai cégeket céltzott meg. Mindezen feltételek igen szűkre szabták az alap lehetőségeit. Ezen úgy igyekezett segíteni, hogy külföldről próbált meg olyan cégeket találni, amelyek hajlandók voltak Lettországba áthelyezni

tevékenységük egy részét. Feltételezhető volt azonban, hogy e cégek később nem kívánnak az országban maradni, mivel a további finanszírozásuk ott már nem lesz megoldható (*Avots és szerzőtársai* [2013]).

A régióbeli tőkeprogramok korlátozó előírásainak nagy része felesleges volt. Vagy azért, mert az alapok maguktól is betartották volna, vagy azért, mert így is kijátszották. Az előírások további része olyan potenciális, például külföldi befektetőket vagy alapkezelőket riasztott el az állammal történő együttműködéstől, amely esetleg nagyobb hasznot hozott volna, mint amekkora előny a korlátozásból származott.

A nem állami befektetők ösztönzése

Az ösztönzés megnyilvánulhat abban, hogy az állami és nem állami befektetők miként osztják meg az ügyletekből történő kiszállás után a profitot, vagy hogyan időzítik befizetéseiket, illetve hogyan kompenzálják a nem állami befektetők esetleges veszteségét (*Murray* [2007]). Az állami tőkeprogramhoz adózási könnyítések is társíthatók, ami tovább növelheti a nem állami befektetők csatlakozási hajlandóságát a konstrukcióbeli alapokhoz.

Az állami kockázati tőke befektetésére kialakított konstrukciók régióbeli tapasztalatai egyes képet mutatnak. Azokban a régiós tagországokban, amelyekben a kockázati tőke-ágazat relatíve fejlett volt, jelentős érdeklődés mutatkozott a közös alapokba történő befektetésre. Ahol a hatóságok éltek a piaci befektetők ösztönzésének lehetőségeivel, a nem állami alapkezelők és a mögöttük álló nem állami befektetői körök érdeklődése – a rendkívül kisméretű magvető alapok kivételével – élénk volt.⁶ A nem állami alapokba állami tőkét befektető lengyelországi nemzeti tőkealap (*Krajowy Fundusz Kapitałowy, KFK*) által kínált tőkekonstrukció például alacsonyabb kockázatvállalást követelt és magasabb hozamot kínált a közös alapok piaci befektetőinek (*Rudnicka–Dietl* [2013]). A keletkező bevétel mindaddig a piaci befektetőkhez került, amíg összege el nem érte az általuk befektetett tőkét. E felett az állami holdingalap részesült a visszakapott tőkéből befektetése mértékéig. Ezenfelül a bevétel ismét a piaci befektetőket illette meg egy előre megállapított minimális hozam eléréséig, majd az állami alapot ugyancsak egy minimális hozam eléréséig (*KFK* [2011]). A lettországi tőkeprogramban a piaci befektetők sikerből történő részesedése az elvárt belső megtérülési ráta 6 százalékos hozama felett érvényesült, veszteség esetén pedig először a piaci befektetők kaphatták vissza tőkéjüket (*Avots és szerzőtársai* [2013]).

Magyarországon a nem állami befektetők kedvezményezése két formában valósult meg. Egyrészt az állami befektetőkre vonatkozó hozamkorlátozás formájában, ami a magánszektorbeli befektetőknek biztosította az aktuális magyar referenciakamatláb feletti teljes hozamot, vagyis az állami befektetők nem voltak jogosultak a

⁶ Több országban is volt azonban olyan alap, amely a meghirdetés után a privát befektetők távolléte miatt mégsem tudott létrejönni. Ilyen volt például a román *Ascenta Operation*, továbbá a lettországi *Imprimatur* alap.

referencia-kamatláb feletti nyereségre. A másik kedvezmény a veszteség mérséklése volt. Eszerint a keletkező veszteség első 5 százalékát kizárólag az állami tulajdonosnak kellett viselnie, a továbbiakat befektetők befizetett tőkéjük arányában viselték. Később a közös növekedési alapoknál az állam által egyedül viselendő veszteséghányadot 5-ről 10 százalékra, a közös magvető alapok esetében pedig 5-ről 15 százalékra módosították. Az e feletti veszteséget ezután is tőkearányuk szerint viselték a befektetők. Az állami veszteségviselés emelésének indokoltságát azonban megkérdőjelezi, hogy a jelentkezők száma minden pályázati fordulóban messze meghaladta a tényleges pályázati lehetőség biztosította keretet (*European Court of Auditors* [2012]). A tapasztalatok szerint az ösztönzés a régió olyan országaiban, ahol fejlettebb a kockázatitőke-ágazat, túlzottan megnövelte a befektetők érdeklődését, csökkentve ezzel az állami források elköltésének hatékonyságát.

A nem állami alapkezelők kiválasztása

Az állami részvétel a kockázatitőke-programokban mindig magában hordozza a visszaélés lehetőségét (*Florida-Smith* [1993], *Leleux-Surlemont* [2003]). A személyi és politikai összefonódások, valamint szándékos visszaélések következtében a kedvezmények sokszor nem a támogatni kívánt vállalati körhöz kerülnek, így a társadalom számára haszontalanul költik el a közösségi forrásokat. Különösen igaz ez azoknál a támogatási megoldásoknál, amelyeknél nincsenek egyértelműen megállapított kritériumok, s ritkán vagy egyáltalán nem ellenőrzik az állami befektetőket.

A tőkeprogramok nyugati tapasztalatainak értékeléseiben az alapkezelők kiválasztásának kérdései csak ritkán szerepelnek, mintha ez ott nem jelentene különösebb gondot.⁷ *Murray és szerzőtársai* [2012] az állami tőkeprogramok fontos ellenérveként említette, hogy miközben már az alapkezelők kiválasztásához szükséges tudás sem feltétlenül állt rendelkezésre a versenyztetést lebonyolító állami apparátusban, a jelentkezők közül sok esetben megfelelő tapasztalatokkal nem rendelkező, korábban állami tulajdonú alapokat kezelő csapatokat választottak ki. Ráadásul mivel a tapasztalt szakemberek rendszerint idővel otthagyják a hibrid alapokat és átmennek nagyobb méretű, nem állami alapokhoz, ez tovább csökkenti a hibrid alapok sikeres befektetéseiének valószínűségét.

Valójában tehát Nyugaton sem ismeretlen az állam foglyul ejtése (*regulatory capture*), azaz amikor az állami és nem állami szektor résztvevői elsősorban az állam által kiosztandó közvetlen és közvetett támogatásokat igyekeznek megszerezni. Ilyen, amikor a konstrukciók kedvezményezettjei végül a program irányítóinak vagy a jogalkotóknak az ismerősei lesznek (*Lerner* [2014]). Ahhoz, hogy a tőkekonstrukciókba

⁷ Kivétel volt ez alól az egyébként nemzetközileg elismert és számos nyugati állami tőkeprogram számára mintául szolgáló egyesült államokbeli *Small Business Investment Company (SBIC)* program. A program pozitív megítélését nem befolyásolta, hogy *Lerner* [2002] szerint a kiválasztási eljárásban előfordult, hogy a politikai kapcsolatok felülírták a befektetési szempontokat. Ezért a szövetségi bünyügyi eljárások keretében vizsgálták néhány SBIC esetében a hűtlen kezelést, az inkompetenciát és a csalást.

bevont alapok és portfóliócégek kiválasztásánál elkerülhető legyen a politikai nyomás, olyan átlátható döntési folyamatra van szükség, amely hasonló a piaci szektorban megszokotthoz (*Tykvová és szerzőtársai* [2012]).

Az EU előírása szerint a régióbeli tőkeprogramokban részt venni kívánó alapkezelőknek is nyilvános pályázatokon kell a források elnyeréséért megküzdeniük (*EB* [2006]). Külföldi alapkezelők elvileg ugyan pályázhattak az állammal közös alapok kezelésére, azonban a helyi viszonyok ismerete nélkül a gyakorlatban ez igen körülményesnek bizonyult. Például a lengyel NCF által meghirdetett konstrukcióban mindössze egy esetben került a győztesek közé egy külföldi alapkezelő. Ugyanakkor a 2014-ben kiírt Polish BRIDGE VC program keretében már mindkét kiírt lengyelországi pozíciót külföldi alapkezelő nyerte el (*NCBIR* [2014]).

Több esetben az egyes országokban érvényben lévő közbeszerzési előírások bizonyultak alkalmatlannak a kockázatitőke-alapok pályázati rendszerének lebonyolítására. A lengyel nemzeti tőkealap (*Krajowy Fundusz Kapitałowy, KFK*) által kiírt pályázat értékelésének többéves elhúzódásához például az vezetett, hogy az állam csak a piaci résztvevők ígervénye után kötelezhette el magát, ugyanakkor a piaci szereplők érdeklődését nehéz volt ilyen hosszú ideig fenntartani (*Rudnicka–Dietl* [2013]).

A lettországi közbeszerzési szabályozás szerint a győzteseket a legalacsonyabb árajánlat alapján kellett kiválasztani, s ez eltérítette a tenderek kimenetelét olyan alapvető kritériumoktól, mint az alapkezelők által beadott üzleti terv, a kezelők tapasztaltsága és jártassága, azaz a jövődő vállalkozások számára a tőkén kívül adható szakmai ismeretek nyújtására való képességük megléte. Ezzel szemben az elbírálásnál nagyobb hangsúlyt kapott a vállalt alapkezelői díj és a várható legtöbb tőke-hozzájárulás (*Avots és szerzőtársai* [2013]). 2012-ben a lett hatóságok az első Jeremie-kör után egy újabb fordulót hirdettek, amelyben némileg szigorítottak a kritériumokon, s az értékelésbe nagyszámú szakértőt is bevontak. Ugyanakkor az értékelés továbbra is sok nem egyértelmű kritériumot tartalmazott, ezért többen megtámadták a döntést. Ennek nyomán a bíróság úgy döntött, hogy a hatóság ne kösse meg a szerződéseket, s dolgozza át a szerződések tervezeteit. Ezzel azonban az alapok várható indulási időpontja egy évvel eltolódott, ami végül nagyon lerövidítette a befektetési időszakot (*Avots és szerzőtársai* [2013]).

A magyarországi Jeremie-program 2009 és 2014 között meghirdetett összesen öt fordulójában sem ment „simán” a nem állami alapkezelők kiválasztása. Erre utal például, hogy a pályázat első fordulójában a nyolc tőkealap kezelését előírányozó program meghirdetése és az eredmény kihirdetése közötti időszakban a hatóság először módosította a kiírási feltételeket, majd elhalasztotta az eredményhirdetést, végül eredménytelennek nyilvánította a pályázatot, és újat írt ki. Az öt fordulóban meghirdetett pályázaton induló alapkezelőkkel folytatott háttérbeszélgetések és a sajtóban megjelent írások arra utalnak, hogy a kormányzati kötődés – az infrastruktúralis közbeszerzésekhez hasonlóan – feltehetően előnyt jelenthetett a források elnyeréséért folyó versenyben.⁸ Természetesen nem kizárt, hogy a szóban forgó alapkezelők

⁸ A sajtóban publikált tulajdonosi kör ismeretében a 28 nyertes alap közül 11 esetében lehetett kormányzati kötődést feltételezni.

pályázata ne lett volna szakmailag kiemelkedő, s nyertes pozíciójuk ennek volt köszönhető (*Bruckner* [2012]). A kormányzati kötődés, illetve közelség mint nyeresétfolyásoló tényező kiiktatása Lettorszában sem volt mindig megoldott a pályázatok elbírálásakor (*Avots és szerzőtársai* [2013]).

A régióbeli pályázatok esetleg elfogult, illetve nem transzparens kiválasztása nem jelenti azt, hogy a győztesek között ne lettek volna sikeres, a régióban már jelentős tapasztalatot szerzett alapkezelők. Ezek száma azonban eleve korlátozott volt, így azokon a piacokon, ahol sok pozíciót hirdettek meg, a kockázati tőke terén korábban egyáltalán nem tevékenykedő, újonnan alakult alapkezelőknek is volt esélyük. Ezek senior menedzserei a kockázati tőke helyett banki és vállalati felső vezetői tapasztalataikra alapozva indultak a versenyben.

A szakértői interjúk felvetették azt a sajátos régióbeli problémát is, hogy miközben a szabályozás a befektetőktől független alapkezelők jelenlétével számolt, a gyakorlatban a két kör sok esetben azonos volt. Tehát az alapkezelők kiválasztása egyet jelentett az alapok mögött álló piaci befektetők helyzetbe hozásával. Ez megkérdőjelezi a megfelelő szakismerettel és tapasztalattal rendelkező alapkezelők kiválasztásának gyakorlati jelentőségét. Valójában ugyanis nem az alapkezelőkről, hanem az állam mellé betársuló nem állami befektető típusáról, illetve kilétéről történt meg a döntés. Például a magyarországi alapkezelők zöme nem független (*captive*) alapkezelő volt, azaz csupán egyetlen befektető érdekeltségi körébe tartozott. A pályázati előírások azonban nem tartalmaztak olyan előírást, amely a közös alapokban az állami befektető melletti piaci befektetők egyedi arányára bármilyen megkötést írtak volna elő.

A régióbeli állami tőkeprogramok előrehaladása során problémát okozott, amikor a kiválasztott alapkezelők, illetve alapok tulajdonosi körében a pályázat elnyerését követően változások álltak be. Ezek egy része abból eredt, hogy a beígért tőke-hozzájárulást a pozíciót elnyert alap tulajdonosa érdekműködés miatt nem teljesítette, s emiatt az alap számára már odaígért állami forrásokat ismételtelen meg kellett hirdetni. Előfordult, hogy a befektetésre vállalkozó gazdag magánszemélyek más vállalkozásaik meggyengülése miatt kerültek nehéz helyzetbe, s így kénytelenek voltak a kockázati tőke-alapjaikba vállalt befektetéseikről is lemondani, s a közös alapokban szerzett részesedésüket más piaci befektetőknek eladni. Például a magyar piacon több közös alap működését is ellehetetlenítette az, hogy megszűnt a kockázati tőke-alapok olyan tulajdonosainak a fizetőképessége, akik érintettek voltak a 2015-ben kirobbant brókerbotrányokban.

A régió állami tőkeprogramjaiban az állami és a piaci szféra „összecsapásának” konkrét színtere az alapkezelők kiválasztására szolgáló pályázati rendszer volt, így itt csúcsonyult ki az összes nem megfelelően kezelt jogi és érdekeltségi probléma, valamint az átláthatóság esetleges hiánya. A hatóságok nem érzékelték, hogy a transzparencia mennyire fontos a bizalomhoz és a gyümölcsöző együttműködéshez, s a pontozási rendszerek kialakítása, valamint a pályázatok formai elemeinek betartásában jelentkező rugalmatlanság mennyit ronthat a későbbi egymásrataltságon alapuló együttműködésen. Az esetleges korrupció, azaz a hatóságok részrehajlása is itt vált láthatóvá a szakma és a nagyközönség számára.

Az állami tőkeprogramok nem állami befektetői

Az üzleti alapon működő kockázatitőke-piacon befektető nem állami tulajdonosok köréből már következtetni lehet arra, hogy mely befektetői csoportok alkotják a régióbeli államok forrásaihoz társuló nem állami befektetők potenciális körét. A régióbeli kockázati és magántőke-befektetésekre összegyűjtött tőke értékének, a forrásokat nyújtó szervezetek típusa szerinti megoszlására vonatkozó adatok szerint 2009–2013 között a legnagyobb arányban éppen az állami szervezetek (39 százalék) biztosították a tőkét. A második legnagyobb súlyú (19 százalék) befektetői kört az alapok alapjai képviselték, azaz olyan intézmények, amelyek a kockázatitőke-alapokba történő befektetés céljára más intézményektől gyűjtöttek tőkét. Messze lemaradva következtek a kereskedelmi bankok (8 százalék) és a nyugdíjpénztárak (8 százalék), valamint egyaránt 5-5 százalékos részaránnyal a biztosítók, a nagyvállalatok, továbbá a vagyonos magánszemélyek, míg a vagyongazdálkodók részaránya átlagosan 3 százalékos volt. A befektetések értékének maradék 8 százalékát finanszírozók kiléte nem volt az adatgyűjtők előtt ismert (Höppner [2014]).

Miután a kormányzati forrással feltőkésített közös kockázatitőke-alapok jellemzően kisebb méretűek, számukra elsősorban a rugalmas és a piacról tájékozott kisebb méretű vagyongazdálkodó intézmények jelentik a természetes nem állami partnereket. Ezek közé elsősorban családi vagyongazdálkodó intézmények, alapítványok, valamint nem állami kockázatitőke-alapok tartoznak. A nem intézményi befektetők közül pedig az üzleti angyalok és a gazdag magánszemélyek nyújtják az alapok fő forrásait. A nyugati programok tapasztalata szerint ez utóbbi befektetői kör miatt a hibrid alapok sikeres működésének különösen fontos feltétele a helyi hálózatok, a helyi viszonyok ismerete, a helyi befektetőkkel való kapcsolat megléte, ami elengedhetetlen a befektetési lehetőségek közötti megfelelő választáshoz (Tillväxtverket [2011]).

A hibrid kockázatitőke-alapok befektetők közötti választási lehetőségeinek a régióban azonban korlátokat szabott, hogy a térségben viszonylag kevés kisebb méretű vagyongazdálkodó intézmény, valamint üzleti angyal található (Szerb és szerzőtársai [2007], Karsai [2012], Klonowski [2010], [2012]). Kevés a családi vagyongazdálkodó, befektethető szabad vagyonnal rendelkező alapítvány, illetve korlátozott a rendszeres befektetésekre vállalkozó üzleti angyalok száma, így a kelet-közép-európai térség hibrid kockázatitőke-alapjaiban jellemzően gazdag magánszemélyek vehettek részt.

Az állami és nem állami tőkével közösen felállított hibrid kockázatitőke-alapok tulajdonosi körének adatai rendszerint nem publikusak, inkább csak üzleti és tudományos közleményekből ismerhetők meg. Ahol a nyugdíjalapok és biztosítók számára a helyi szabályozás szerint a vagyongazdálkodásánál a kockázati tőke mint diverzifikációs eszköz megengedett volt, ott ezen intézmények valós kínálatot jelentettek az állami tőkeprogramokban a nem állami befektetői pozíció betöltésére. Ennek volt köszönhető például, hogy a Baltikumban az intézményi befektetők – ezen belül is elsősorban nyugdíjpénztárak – a hibrid konstrukciónak kiemelt figyelmet szenteltek. Ugyanakkor még a Baltikumban is gond volt, hogy az intézményi befektetők számára a piac túl kicsinek bizonyult (Avots és szerzőtársai [2013]).

Azokban a régióbeli országokban, ahol az előírások a fenti intézményi kör számára nem tették lehetővé vagyonuk kockázatitőke-alapokba történő befektetését – így például a bolgár vagy a szlovák piacon –, nehezebb volt a közös alapok számára tőkeerős piaci befektetőket találni. Ráadásul a magánnyugdíjpénztárak által kezelt tőke egy sor régiós országban még csökkent is, nemcsak hátrányosan befolyásolva az állami tőkeprogramok lehetséges résztvevőinek a körét, de rontva az egész kockázatitőke-piacon a forrásellátást. A sort Magyarország indította el még 2010-ben, amikor a magánnyugdíjpénztáraknál felhalmozott megtakarítások túlnyomó része átkerült az állami nyugdíjrendszerbe, de e tendencia érvényesült Bulgáriában, Szlovákiában, Romániában és Lengyelországban is.

A lettországi közös alapok piaci befektetői közül nagyvállalati befektetők egy alapban, nyugdíjpénztárak négy alapban, bankok két alapban, magánszemélyek pedig három alapban vettek részt (*Prohorovs* [2014]). Az egyetlen román közös alaphoz egy nagybank vagyongazdálkodó szervezete adta a társfinanszírozást. A lengyel szakértői interjúk szerint az ottani állami tőkeprogramhoz kizárólag vagyonos magánszemélyek csatlakoztak befektetéseikkel, s egy esetben egy külföldi kockázatitőke-alap vállalta a finanszírozást.

Magyarországon csupán egy kereskedelmi bank vett részt befektetőként közös alapban. Az itteni alapok tulajdonosai között ugyanakkor viszonylag nagyobb gyakorisággal fordultak elő pénzügyi befektetői és bróker csoportok, e szervezetek nyolc közös alap tulajdonosi háttérben is felfedezhetők voltak. A magyarországi közös alapok – ismertté vált – többi tulajdonosa többnyire olyan vagyonos magánszemély volt, aki kiterjedt vállalati tulajdonosi vagy felsővezetői tapasztalattal rendelkezett. A befektetők között a száz leggazdagabb magyarból 13 személy 18 alapban szerepelt a 28 közül. Feltételezhető, hogy számukra az Európai Unió által a kockázatitőke-programra igénybe vehető tőke megszerzési lehetősége igen jó üzletet jelentett, amit a pályázatra való túljelentkezés is jelzett. Olyan, nagy vagyonnal rendelkező személyek is jelezték részvételi szándékukat, akik korábban egyáltalán nem érdeklődtek a kockázatitőke-piac iránt.

Az MNB 2015-ben készített alkalmi összesítése szerint a magyarországi Jeremie kockázatitőke-alapok által gyűjtött tőke értékének legnagyobb hányadát (71 százalék) képviselő állam után a második legjelentősebb tőkeforrást vagyonos magánszemélyek hozzájárulása (14 százalék) jelentette. Az alapok összes tőkéjéből mindössze 6 százalékos hányadot biztosítottak vállalati befektetők, valamint 5 százalékos különbséget vagyongazdálkodók, miközben csupán 2 százalékos adtak bankok. A maradék 4 százalékos hányad egyéb befektetőktől, illetve maguknak az alapkezelőknek a tőke-hozzájárulásaiból állt össze (*MNB* [2015]).

Az állami tőkeprogramok hatása a régió kockázatitőke-piacára

A régióbeli országok kockázatitőke-piacán a piaci szereplőket kiszorító hatás (*Leleux-Surlemont* [2003], *Cumming-MacIntosh* [2006]) negatív következményeivel sehol sem kellett számolni, mivel a piaci befektetők nem, vagy csak elvétve érdeklődtek az egészen korai fázisú, innovatív cégek finanszírozása iránt. E piaci szegmens kockázati

tőkével történő ellátása korábban jóformán kizárólag az állami kockázatitőke-alapokra hárult. Az EU-s kockázatitőke-programok keretében felálló hibrid alapok így lényegében a piacon már jelen lévő, kizárólagos állami tulajdonban lévő alapoknak, illetve egymásnak teremtettek konkurenciát. Ez utóbbi hatás is csak abban a kevés országban – például a magyar és a lengyel piacon – jelentkezhetett, ahol az állami tőkeprogramok révén jelentősebb számú hibrid alap jött létre.

A nyugati tapasztalatok rávilágítottak, hogy az államnak a tervezett állami kockázatitőke-programok mellé oktatási, felkészítő, népszerűsítő programokra is forrásokat kell allokálnia, hogy a jelentkezők valóban befektetésérett projektekkel álljanak elő. Költség–haszon oldalról nézve ugyanis a vállalkozói tréningek és a vállalkozók információval történő támogatása sokkal hatékonyabb megoldásnak bizonyult, mint a gépek vagy berendezések vásárlásához vagy a korai fázisban megindított termelés elősegítésére nyújtott támogatás (*Avots és szerzőtársai* [2013], *Keutschnigg–Nielsen* [2001, *Mason–Kwok* [2010]]).

A régióban is mindenütt gondot jelentett a megfelelő minőségű projektek kínálata. A részben állami forrásokkal létrehozott hibrid kockázatitőke-alapok felállításuk után hamarosan azzal szembesültek, hogy nincs kellő számú, kedvező kilátásokkal kecsegtető projekt. Bár a régióbeli hibrid kockázatitőke-alapokhoz számos befektetési ajánlat érkezett, ezek nagy hányada nem volt „befektetésérett”. Olyan projektek is nagy számban a kockázatitőke-alapoknál kötöttek ki, amelyek iránt azok még nem érdeklődhettek. A kockázatitőke-alapok ugyanis olyan piacképes, bevált termékkel rendelkező és fejlett fázisban lévő cégekbe kívántak elsősorban befektetni, ahol már csupán a még nagyobb piac elérése volt hátra. Ilyen cégből viszont a térségben kevés volt. A kormányzati tőkeprogramok sikeres működésének előfeltételei közül tehát nem csupán a befektethető tőke és a tapasztalt kockázatitőke-szakemberek hiányoztak, hanem a projektek felnevelését a kockázati tőke befogadhatóságáig elvégző üzleti angyalok, egyetemi vállalkozási központok, inkubátorszervezetek és vállalkozásgyorsító cégek is.

A sikeresség szempontjából kérdés, hogy a programok befejeződését követően biztosítható lesz-e – és hogyan – az ígéretes és életképes projektek további tőkeszükséglete. A régióban ez különösen élesen vetődik fel, mivel a térség kockázatitőke-piaca nemzetközi viszonylatban továbbra sem igazán vonzó a piaci tőke számára. Amennyiben a 2007–2013-as tervezési időszakban használt állami részvételi modell alkalmazása folytatódik, akkor 2016–2017-ben feltehetően egy átmeneti – közel kétéves – olyan időszakra kell számítani, amit állami tőke nélkül kell áthidalni, tekintve az EU-beli előírások teljesítésének adminisztratív átfutási idejét.⁹ Előfordulhat, hogy az új tervezési időszakban nagyobb méretű régiós alapok felállításának terve is körvonalazódik, amely alapok alapja konstrukcióban több ország piacán egyidejűleg is működhet, azaz nem csupán nemzeti keretekben finanszíroz piaci kockázatitőke-alapokat. E megoldás előnye, hogy azok az intézményi befektetők is bekapcsolódhatnak

⁹ Az irányító hatóságok várakozása szerint azonban elképzelhető, hogy a korábban „szentírásként” kezelt 2015. december végi befektetési határidő fél évvel meghosszabbodik, így a frissen megpályázható tőke nélküli időszak némileg lerövidül.

ezekbe a nagyobb régiós alapokba, amelyek számára egy-egy kisebb kockázatitőke-alap finanszírozása méreténél fogva nem lehetséges.

Az állami tőkeprogramok országonként nagyon különböző mértékben, de megnövelték a kockázati tőke kínálatát a régióbeli fiatal, innovatív kis- és középvállalkozások számára. Az állam tőke-hozzájárulása felkeltette a piaci tőke érdeklődését egy olyan szegmens iránt, amely korábban számára nem volt vonzó. Ugyanakkor a tőkerés továbbra is megmaradt a magvető időszak, és az ezt megelőző – alapítás előtti (*pre-seed*) – szakaszban tartó, azaz igen korai stádiumú projektek finanszírozása esetében. Jelentős tanulási folyamat is lezajlott minden piacon, beleértve a hatóságok és a piaci szereplők, valamint a keresletet adó vállalkozások körét. A konstrukciók ugyanakkor számos olyan problémával küszködtek, amelyeket már a nyugati példák előre jeleztek, így ezek részben megelőzhetők, illetve csökkenthetők lettek volna.

A programok gazdaságra gyakorolt közvetlen hatása a finanszírozott vállalkozások számának növekedésén, fejlődésének felgyorsulásán, új munkahelyek teremtésén, az innovációs teljesítmény növekedésén mérhető le. A vállalatokra gyakorolt hatás elemzése arra is választ adhat, hogy az állam által társfinanszírozott kockázatitőke-alapok mennyire eredményesen dolgoztak, cégeik üzletileg sikeresek lettek-e, s mekkora hozammal tudtak befektetéseikből kilépni. Mivel az állami tőkeprogramok tényleges befektetései a régióban csak 2010 után indultak be, e kérdésekre csak néhány év elteltével adható válasz.¹⁰ A jövőbeli értékelések azért is fontosak lennének, mert a nyugati felmérések többnyire nem támasztották alá az állami kockázati tőke erőteljesebb innovációs hatását a nem állami finanszírozókhoz képest (*Murray* [1998], *Bertoni–Tykova* [2012], [2015]), nem igazolták az állami részvétel szignifikáns árbevétel-növelő szerepét (*Grilli–Murtinu* [2011]) és a ráfordítások alapján mért nagyobb hatékonyságát sem (*Alperovych és szerzőtársai* [2015]). Sőt az állami tőkében részesülő cégek kilépésekor mért teljesítmény is vegyes képet nyújtott (*Cumming–Johan* [2008], [2009], [2013], *Buzzacchi és szerzőtársai* [2013], *Croce–Ughetto* [2014]).

Következtetések

A cikk az állam befektetői szerepkörét vizsgálta a kockázatitőke-piacon, a kelet-közép-európai országok példáján részletesen áttekintve az állami részvétel nagyságrendjét, formáit és jellemzőit. Bemutatta, hogy a piaci folyamatok torzításának kockázatával járó közvetlen részvétellel szemben immár a kelet-közép-európai állam is mindinkább közvetett módon, a piaci szférát is bevonva járul hozzá a kockázatitőke-piac forrásainak növeléséhez. Ez elvileg jobban képes biztosítani a tisztán állami kockázatitőke-befektetésekhez képest a korai fázisú, kockázatos, ám üzletileg perspektivikus projektek tőkéhez jutását, s a kiválasztás politikai befolyástól való mentességét, továbbá hogy a befektetések kezelésével megbízott menedzserek megfelelő szakértelemmel rendelkezzenek, és teljesítményarányos ösztönzésben részesüljenek.

¹⁰ A magyarországi Jeremie-alapok befektetéseinek időközi eredményeiről lásd *Becsky-Nagy-Fazekas* [2015], *Fazekas* [2014], *Halaska* [2014], [2015], valamint *Lovas–Rába* [2013].

A tapasztalatok összességében azt jelzik, hogy a kelet-közép-európai kormányok által bevezetett, EU-forrásokon alapuló állami tőkeprogramok magukon viselték mindazon pozitív és negatív vonásokat, amelyek a fejlett országok hasonló konstrukciójú programjait jellemezték. A vizsgált országok nem feltétlenül kerültek el a korábbi hibákat, ezt az Európai Unió előírásai sem mindig tették lehetővé. Ráadásul az EU és a nemzetállamok bürokratikus működése okozta gondok kiegyesültek a régió paternalista-korrupciós hagyományaival, s azzal a ténnyel, hogy a kulturális-intézményi adottságokon nem lehet ugrásszerűen változtatni. A kiküszöbölhető típushibák közé tartozott a döntési folyamat erőteljes – a rendelkezésre álló idő több mint felét igénybe vevő – elhúzódása, továbbá hogy a kormányzati erőfeszítések kizárólag a kockázati tőke kínálatának növelésére irányultak, s nem került sor a keresleti oldalt érintő lépésekre, például inkubációs és akceleratorszervezetek létrejöttének elősegítésére. Ugyancsak a már ismert negatívumok közé sorolható az alapok kis mérete, ami nem képes a hatékony és önfenntartó működést biztosítani. Ismert problémát vetettek fel a befektetések méretére, földrajzi hatókörére, valamint a finanszírozott cégek életkorára – az állami támogatások kiküszöbölése érdekében – vonatkozó korlátozások, amelyek a régióban is egyértelműen rontották a befektetések hatékonyságát és eredményességét, s amelyek kijátszása maga is erőforrásokat emésztett fel.

A tőkeprogramok megvalósítása azonban fontos ismereteket nyújtott a kockázati tőke világában egyébként is idegenül mozgó állami szervezetek számára a piaci befektetők gondolkodásmódjának megismeréséhez, a rendelkezésre álló potenciális források felméréséhez, az érdekeltségi rendszer működtetéséhez, az érdeklődéshiány összetevőinek feltérképezéséhez. A tájékozódás a piaci befektetők számára is hasznos volt, mert a tőkeprogramok kapcsán megismerték az állam által fontosnak tartott szempontokat, valamint az Európai Unió követelményeit.

A nyugati tapasztalatokhoz képest Kelet-Közép-Európában sokkal erőteljesebben vetődött fel az állami tőkeprogramokban a piaci befektetők megtalálásának és ösztönzésének kérdése. A régió fejletlen kockázati-tőke-piacán ugyanis eleve kevésbé voltak jelen azok a társbefektetői szerepre elvileg alkalmas üzleti angyalok, egyetemi alapítványok és kisebb családi vagyonkezelők, amelyek méretüknél és szakértelmükénél fogva érdekelték lehettek az állammal közös befektetésekben. A régió piacain azonban a nem állami befektetők hiánya és a viszonylag kiterjedt kedvezmények miatt a társbefektetői szerepre előszeretettel vállalkoztak olyan vagyonos magánszemélyek, akik közismerten jó kapcsolatokat ápoltak az állami adminisztrációval, s e kapcsolatok érvényesítését az alapkezelők kiválasztásakor a transzparencia hiánya lehetővé is tette. Az alapkezelők részrehajló kiválasztása és a tapasztalt alapkezelők hiánya az alapkezelői piac felhígulásához vezetett, mivel a szakmailag kevésbé hozzáértő új alapkezelők elsődleges célja sok esetben pusztán az állami források megszerzése volt.

Bár a programok még nem zárultak le, s azok eredményei még kevésbé mérhetők le, a fenti problémák a közösségi források számottevő részének eltérő eloszlását valószínűsítik. A program sikerét már eleve megkérdőjelezte, hogy a keresleti oldalon a régióban is csak késve indultak intézkedések a befektetési ajánlatok megalapozottságának elősegítésére. A tőkeprogramok hatását várhatóan az

is csökkenteni fogja, hogy a régióbeli országok egy részében a kockázatitőke-piac nem képes felszívni a megnövekedett tőkekínálatot a strukturális alapok felhasználására rendelkezésre álló idő alatt, miközben a programok lezárulta után várhatóan tőkeínség fog fellépni. Megoldatlan az állami és nem állami forrásokkal együttesen finanszírozott, megerősödött cégek további tőkeellátása. A régióban hiányoznak azok a több országra kiterjedő, kockázatitőke-alapokba fektető alapok alapjai, amelyek hozzájárulhatnának az állami segédlettel létrehozott kockázatitőke-alapok újabb körös finanszírozásához.

A fenti hiányosságok és rendszerszintű problémák ellenére a régió kockázatitőke-piacán számos pozitív hatás is jelentkezett. Így önmagában a tőkekínálat jelentős növekedése azt eredményezte, hogy néhány kiemelkedően sikeres innováció született. Megnőtt a kockázati tőke mint vállalatfinanszírozási eszköz ismertsége, s lényegesen átláthatóbbá vált a kockázati tőkék portfóliójába kerülő vállalatok működése, ami egy szűk körben a gazdaság fehéredését eredményezte. A program nyújtotta lehetőségek kapcsán megélnékült az üzleti angyalok tevékenysége, új alapkezelők léptek be a piacra, új privát befektetői kör jelent meg a kockázati tőke azon szegmensében, amely iránt korábban szinte alig volt érdeklődés. Kiépültek olyan alapszaladok, amelyek a perspektivikus projektek életciklusának teljes folyamatát végigkísérve biztosítani tudják a megfelelő finanszírozást. Végül a program nyomán számos olyan új intézmény is megjelent a régióban, amelyek a professzionális befektetési ajánlatok előkészítésében tudnak segítséget nyújtani. Mindezek folytán az állami és nem állami tőke együttműködésén alapuló új pénzügyi eszközök hozzájárultak ahhoz, hogy Európa keleti felében is korszerűsödjenek az állami kockázatitőke-programok.

A kelet-közép-európai régióbeli kockázatitőke-programok végső mérlege ugyanakkor az eltelt idő rövidege miatt még nem vonható meg, a finanszírozott cégek fejlődésének eredménye még messze nem ítéhető meg. A nyilvánosság hiánya, a programok csupán formális értékelése nem teszi lehetővé az elért eredmények objektív megítélését. Hiányzik a befektetett költségvetési források hatékonyságának mérése is. Így továbbra is kérdéses, hogy a korábbinál sokkal korszerűbb állami kockázatitőke-programok nyújtotta keretek között mennyire sikerült a régióban hagyományos, államközpontú, paternalista megközelítést valóságosan is az új szemléletnek megfelelően átalakítani. Még nem tudni, hogy miközben a kormányzatok jelentős EU-forrásból származó állami pénzt fektettek a kockázatitőke-szektoraikba, képesek voltak-e lemondani arról, hogy túlrészletezett célokat határozzanak meg, s közvetett módon a hozzájuk lojális alapkezelőket és finanszírozandó cégeket hozzák előnyös helyzetbe. Amennyiben ez egyes esetekben így lett volna, az a kockázati tőke köntösébe bujtatott állami támogatást takarna.

Hivatkozások

ALPEROVYCH, Y.–HUBNER, G.–LOBET, F. [2015]: How does governmental versus private venture capital backing affect a firm's efficiency? Evidence from Belgium. Vol. 30. No. 4. 508–525. o. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusvent.2014.11.001>.

- ARMOUR, J.–CUMMING, D. J. [2006]: The legislative road to silicon valley. *Oxford Economic Papers*, 58. 596–635. o. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.473593>.
- AVOTS, K.–STRENGA, K.–PAALZOW, A. [2013]: Public venture capital in Latvia. *Baltic Journal of Economics*, Vol. 13. No. 1. 3–30. o. <http://dx.doi.org/10.1080/1406099x.2013.10840523>.
- BECSKY-NAGY PATRÍCIA–FAZEKAS BALÁZS [2015]: Befektetés vagy tanulópénz? Az uniós állami források hatása a magyarországi kockázatitőke-piac fejlődésére. *Pénzügyi Szemle*, 60. évf. 2. sz. 243–253. o.
- BERTONI, F.–TYKVOVA, T. [2012]: Which Form of Venture Capital is Most Supportive of Innovation? ZEW–Centre for European Economic Research Discussion Paper, No. 12-018. <http://ssrn.com/abstract=2018770> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2018770>.
- BERTONI, F.–TYKVOVA, T. [2015]: Does government venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies. *Research Policy*, Vol. 44. No. 4. 925–935. o. <http://dx.doi.org/10.1016/j.respol.2015.02.002>.
- BRANDER, J. A.–EGAN, E.–HELLMANN, T. [2010]: Government sponsored versus private venture capital: Canadian evidence. Megjelent: *Lerner, J.–Schoar, A. (szerk.): International differences in entrepreneurship*. 10. fejezet. 275–320. o. University of Chicago Press, Chicago, <http://dx.doi.org/10.3386/w14029>.
- BRUCKNER GERGELY [2012]: Töröcskeiek taroltak. *Figyelő.hu*, november 8. figyelo.hu/cikkek/379231_torocskeiek_taroltak.
- BUZZACCHI, L.–SCELLATO, G.–UGHETTO, E. [2013]: The investment strategies of publicly sponsored venture capital funds. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37. No. 3. 707–716. o. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.10.018>.
- COLOMBO, M. G.–CUMMING, D. J.–VISMARA, S. [2014]: Governmental venture capital for innovative young firms. *Journal of Technology Transfer*, 1–15. o. <http://dx.doi.org/10.1007/s10961-014-9380-9>.
- CROCE, A.–UGHETTO, E. [2014]: Dumping or taking on entrepreneurial ventures: The dynamics of switching between governmental and independent venture capitalists. Working Paper, Politecnico di Milano.
- CUMMING, D. J.–GRILLI, L.–MURTINU, S. [2014]: Governmental and independent venture capital investors in Europe: A firm-level performance analysis. *Journal of Corporate Finance* (megjelenés alatt) <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.016>.
- CUMMING, D. J.–JOHAN, S. A. [2008]: Information asymmetries, agency costs, and venture capital exit outcomes. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10, 197–231. o. <http://dx.doi.org/10.1080/13691060802151788>.
- CUMMING, D. J.–JOHAN, S. A. [2009]: Pre-seed government venture capital funds. *Journal of International Entrepreneurship*, 7, 26–56. o. <http://dx.doi.org/10.1007/s10843-008-0030-x>.
- CUMMING, D. J.–JOHAN, S. A. [2013]: *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*. Második kiadás, Elsevier Science Academic Press.
- CUMMING, D. J.–MACINTOSH, J. [2006]: Crowding out private equity: Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 21. 569–609. o. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusvent.2005.06.002>.
- DIMOV, D.–MURRAY, G. [2007]: The Determinants of the Incidence and Scale of Seed Capital Investments by Venture Capital Firms. *Small Business Economics*, Vol. 30. No. 2. 127–152. o. <http://dx.doi.org/10.1007/s11187-006-9008-z>.
- EB [2006]: Közösségi iránymutatás a kis- és középvállalkozásokba történő kockázatitőke-befektetések előmozdítását célzó állami támogatásokról. *Hivatalos Lap*, C 194/2. augusztus 18. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2006.194.01.0002.01.HUN.

- EB [2008]: A Bizottság 800/2008/EK-rendelete a Szerződés 87. és 88. cikke alkalmazásában a támogatások bizonyos fajtáinak a közös piaccal összeegyeztethetőnek nyilvánításáról (általános csoportmentességi rendelet). Hivatalos Lap, L 214/3. augusztus 8. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2008.214.01.0003.01.HUN.
- EB [2011]: A Bizottság közleménye. A finanszírozási lehetőségek elérésének támogatására irányuló állami támogatási intézkedésekhez a jelenlegi pénzügyi és gazdasági válságban alkalmazott ideiglenes közösségi keretszabály. Hivatalos Lap, C 6/5. január 11. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2011.006.01.0005.01.HUN.
- EB [2014]: A Bizottság közleménye. Iránymutatás a kockázatfinanszírozási célú befektetések előmozdítása érdekében nyújtott állami támogatási intézkedésekre vonatkozóan. Hivatalos Lap, C 19/04. január 22. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2014.019.01.0004.01.HUNn
- EC [2011]: Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. A framework for the next generation of innovative financial instruments – the EU equity and debt platforms European Commission, COM (2011) 662 final, Brüsszel, október 19., http://ec.europa.eu/economy_finance/financial_operations/investment/europe_2020/documents/com2011_662_en.pdf.
- EC [2012]: Revision of State aid rules for SME access to risk finance. European Commission, Competition DG, <https://uokik.gov.pl/download.php?id=982>.
- EC [2014]: Summary of data on the progress made in financing and implementing financial engineering instruments reported by the managing authorities in accordance with Article 67(2)(j) of Council Regulation (EC). No. 1083/2006. Programming period 2007–2013. European Commission, Directorate-General for Regional and Urban policy REGIO DG 02.
- EUROPEAN COURT OF AUDITORS [2012]: Financial Instruments for SMEs. Co-Financed by the European Regional Development Fund. European Court of Auditors, Special Report, No. 2. Luxembourg, http://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR12_02/SR12_02_EN.PDF.
- EVCA [2010]: Closing gaps and moving up a gear: The next stage of venture capital's evolution in Europe. EVCA Venture Capital White Paper, European Private Equity & Venture Capital Association, Brüsszel, március 2.
- FAZEKAS BALÁZS [2014]: Government interventions in the venture capital market. How JEREMIE effects the Hungarian venture capital market? *Annals of the University of Oradea. Economic Sciences*, Vol. 2. No. 2. 883–892. o.
- FLORIDA, R.–SMITH, D. F. [1993]: Keep the Government out of Venture Capital, *Issues in Science and Technology*, 9, 61–69. o. http://www.creativeclass.com/rfgcdb/articles/1993-Issues_In_Science_And_Technology-Keep_The_Government_Out_Of_Venture_Capital.pdf.
- GRILLI, L.–MURTINU, S. [2014]: Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms. *Research Policy*, Vol. 43. No. 9. 1523–1543. o. <http://dx.doi.org/10.1016/j.respol.2014.04.002>.
- HALASKA GÁBOR [2014]: Vesztésre állnak. Figyelő Online, június 26.
- HALASKA GÁBOR [2015]: Milliárdos rétestészta. Figyelő, 24. sz. június 11–17. és 42–46. o.
- HÖPPNER, D. [2014]: CEE Private Equity in the European Context. Presentation of the EVCACHief Executive in Budapest, június 3.
- JEREMIE [2006]: A Tanács 1083/2006/EK rendelete (2006. július 11.) az Európai Regionális Fejlesztési Alapra, az Európai Szociális Alapra vonatkozó általános rendelkezések megállapításáról. HL L 210/25. július. 31.

- KARSAI JUDIT [2002]: Mit keres az állam a kockázati tőke-piacon? A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 49. évf. 11. sz. 928–942. o.
- KARSAI JUDIT [2003]: What Has the State Got to Do with the Venture Capital Market? *Acta Oeconomica*, Vol. 53. No. 3. 271–291. o. <http://dx.doi.org/10.1556/aoecon.53.2003.3.3>.
- KARSAI JUDIT [2012]: A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban. *Közgazdasági Szemle Alapítvány–MTA KRTK KTI*, Budapest.
- KARSAI JUDIT [2014]: Fából vaskarika? Az állam mint kockázati tőke-befektető. *Külgazdaság*, 58. évf. 9–10. sz. 3–34. o.
- KEUTSCHNIGG, C.–NIELSEN, S. B. [2001]: Public policy for venture capital. *International Tax and Public Finance*, 8. 557–572. o. <http://dx.doi.org/10.1023/a:1011251920041>.
- KFK [2011]: Investment policy. Favouring of private investors. *Krajowy Fundusz Kapitałowy*, Varsó, <http://www.kfk.org.pl/en/how-we-invest/investment-policy>.
- KLONOWSKI, D. [2010]: The effectiveness of government-sponsored programmes in supporting the SME sector in Poland. *Post-Communist Economies*, Vol. 22. No. 2. 229–245. o. <http://dx.doi.org/10.1080/14631371003740738>.
- KLONOWSKI, D. [2012]: Liquidity gaps in financing the SME sector in an emerging market: evidence from Poland. *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 7. No. 3. 335–355. o. <http://dx.doi.org/10.1108/17468801211237072>.
- 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. 81–104. o. [http://dx.doi.org/10.1016/s0883-9026\(01\)00078-7](http://dx.doi.org/10.1016/s0883-9026(01)00078-7).
- LERNER, J. [2002]: When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective “Public Venture Capital” Programmes. *Economic Journal*, Vol. 112. 477. F73–F84. <http://dx.doi.org/10.1111/1468-0297.00684>.
- 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 University Press, Princeton, <http://dx.doi.org/10.1515/9781400831630>.
- LERNER, J. [2014]: *Entrepreneurship, Public Policy, and Cities*. The World Bank, Sustainable Development Network, Urban and Disaster Risk Management Department, Policy Research Working Paper, No. 6880.
- LOVAS ANITA–RÁBA VIKTÓRIA [2013]: Állami szerepvállalás a startup vállalatok finanszírozásában. *Hitelintézeti Szemle*, 12. évf. 5. sz. 353–370. o.
- MASON, C. M. [2013]: Access to finance. A “thought piece” for the North East LEP Independent Economic Review. University of Glasgow, Adam Smith Business School, március 11.
- MASON, C. M.–KWOK, K. [2010]: Investment Readiness Programmes and Access to Finance: A Critical review of Design Issues. *Local Economy*, Vol. 25. No. 4. 269–292. o. <http://dx.doi.org/10.1080/02690942.2010.504570>.
- MEYER, T. [2007]: The Public Sector’s Role in the Promotion of Venture Capital Markets. Kézirat, <http://ssrn.com/abstract=1019988>, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1019988>.
- MICHIE, R.–WISHLADE, 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.
- MNB [2015]: Elemzés a hazai kockázati tőkealap-kezelők és alapok működéséről. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2012/03/Elemzes_a_kovkazati_tokealapkezeloi_szektorrol_0202.pdf.
- 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. <http://dx.doi.org/10.1080/00343409850116817>.
- MURRAY, G. C. [2007]: *Venture Capital and Government Policy*. Megjelent: *Landstrom, H.* (szerk.): *Handbook of Research on Venture Capital*. 4. fejezet, Edward Elgar, Cheltenham, <http://dx.doi.org/10.4337/9781847208781.00011>.
- MURRAY, G.–COWLING, M.–LIU, W.–KALINOWSKA-BESZCZYNSKA, K. [2012]: Government co-financed “Hybrid” Venture Capital programmes: generalizing developed economy experience and its relevance to emerging nations. *Kauffman International and Policy Roundtable*, Liverpool, március 11–12.
- MURRAY, G.–LINGELBACH, D. [2009]: Twelve Meditations on Venture Capital: Some Heretical Observations on the Dissonance between Theory and Practice When Applied to Public/Private Collaborations on Entrepreneurial Finance Policy, <http://ssrn.com/abstract=1502643> és <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1502643>.
- NCBIR [2014]: Launch of the largest high-tech venture capital fund in Poland. *National Centre for Research and Development*, Varsó, február 20.
- NICOLAIDES, P. [2013]: Financial Engineering Instruments and their Assessment under EU State Aid Rules. *Bruges European Economic Policy Briefings*, No. 26. <http://aei.pitt.edu/58464>.
- PROHOROV, A. [2014]: The Volume of Venture Capital Funds of Latvia and Their Financing Sources. *China–USA Business Review*, Vol. 13. No. 4. 217–234. o. <http://dx.doi.org/10.17265/1537-1514/2014.04.001>.
- REGENERIS CONSULTING [2013]: *Mid-Term Review of the English JEREMIE funds*. Executive Summary, Conclusions and Recommendations. Regeneris Consulting Ltd.
- RUDNICKA, B.–DIETL, M. [2013]: Public Support for Venture Capital in Emerging Markets: An Overview of Selected Countries. Megjelent: *Klonowski, D.* (szerk.): *Private Equity in Emerging Markets*. *The New Frontiers of International Finance*. Palgrave Macmillan, New York, 173–180. o. <http://dx.doi.org/10.1057/9781137309433.0024>.
- SZERB LÁSZLÓ–RAPPAI GÁBOR–MAKRA ZSOLT–TERJESEN, SIRI [2007]: Informal Investment in Transition Economies: Individual Characteristics and Clusters. *Small Business Economics*, Vol. 28. No. 257–271. o. 2. <http://dx.doi.org/10.1007/s11187-006-9019-9>.
- TILLVÄXTVERKET [2011]: Mid-term evaluation of regional venture capital funds, Implementation and lessons learnt. *Tillväxtverket*, szeptember. http://ec.europa.eu/regional_policy/en/policy/evaluations/member-states/25.
- TYKVOVÁ, T.–BORELL, M.–KROENCKE, T.-A. [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, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2012/475088/IPOL-ITRE_ET\(2012\)475088_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2012/475088/IPOL-ITRE_ET(2012)475088_EN.pdf).
- WILSON, K. E. [2015]: Policy Lessons from Financing Innovative Firms. *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, No. 24. OECD Publishing, <http://dx.doi.org/10.1787/5js03z8zrh9p-en>.
- 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, <http://dx.doi.org/10.1787/5k3xqs00j33-en>.
- ZSEMBERY LEVENTE [2012]: Profi szakértő írása az új Jeremie II.-ről. *Insiderblog.hu*, június 13. <http://insiderblog.hu/blogzine/2012/06/13/profi-szakerto-irasa-az-uj-jeremie-ii-rol>.