
MŰHELYTANULMÁNYOK

DISCUSSION PAPERS

MT-DP – 2015/38

Milyen kockázati tőkés a közép-kelet-európai állam?

KARSAI JUDIT

Műhelytanulmányok
MT-DP – 2015/38

MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet

Milyen kockázati tőkés a közép-kelet-európai állam?

Szerző:

Karsai Judit
tudományos főmunkatárs
Magyar Tudományos Akadémia
Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet
E-mail: karsai.judit@krtk.mta.hu

2015. július

ISBN 978-615-5594-01-4
ISSN 1785-377X

Kiadó:
Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet

Milyen kockázati tőkés a közép-kelet-európai állam?

Karsai Judit

Összefoglaló

Az állami források megnövekedett súlya az egész közép-kelet-európai régió kockázatitőke-ágazatára jellemző. Az állami szerepvállalás felpörgése főként az Európai Unió 2007–2013-as tervezési időszakában bevezetett új típusú tőkebefektetési konstrukcióknak köszönhető, amelyek lehetővé tették, hogy a régió országai a strukturális alapok egy részét kockázatitőke-ágazatok fejlesztésére fordíthassák. A régióban több mint 60 kockázatitőke-alap több mint 1 milliárd euró összegű tőke befektetését vállalta 2015 végéig, mégpedig úgy, hogy a tőke egyharmadát privát befektetőktől gyűjti össze. A tanulmány azt vizsgálja, hogy a relatíve fejletlenebb kockázatitőke-iparral rendelkező közép-kelet-európai uniós országok mennyire sikeresen tudták alkalmazni az állam és az üzleti szféra piaci együttműködésén alapuló kormányzati tőkeprogramokat. Mivel e hibrid kockázatitőke-alapok által finanszírozott cégek eredményessége a programok indulása óta eltelt idő rövidsége miatt még nem ítéltető meg, a tanulmány elsősorban azt elemzi, hogy a térségben sikerült-e hasznosítani a fejlettebb kockázatitőke-ágazattal rendelkező országok állami tőkeprogramjainak korábbi tapasztalatait. A nyugaton alkalmazott tőkeprogramokhoz hasonlóan a régióbeli konstrukciókra is jellemző a rendelkezésre álló idő rövidsége, a befektetők kezét megkötő adminisztratív előírások sokasága, a gazdaságos működést akadályozó kis alapterület, valamint a privát befektetők közül az intézményi befektetők korlátozott részvétele. A fejlett országokhoz képest a régióban hátrányt jelent a privát alapkezelők indokolatlan mértékű kedvezményezése és nem transzparens kiválasztása, továbbá a befektetési ajánlatok éretlensége. Ugyanakkor az állami tőkeprogramok egyik legnagyobb veszélye — a privát befektetőket kiszorító hatás — a közép-kelet-európai régióban nem merül fel a piaci befektetők hiánya következtében.

Tárgyszavak: kockázati tőke, kormányzati kockázati tőke, állami tőkeprogramok, KKV finanszírozás, Közép-Kelet-Európa

JEL kód: G23, G24, G28, M13

Köszönetnyilvánítás: A cikk az OTKA K105581 számú pályázat támogatásával készült.

Are CEE states successful as venture capitalists?

Judit Karsai

Abstract

The entire venture capital sector of Central and Eastern Europe is characterised by the increased weight of state resources. The strengthening of public activities is mainly due to the new type of equity schemes introduced in the European Union's 2007 to 2013 programming period, which allowed the countries in the region to use part of the Structural Funds to develop their venture capital sector. More than 60 venture capital funds undertook to invest more than EUR one billion by the end of 2015, by raising one third of the funds from private investors. The paper examines how successful the CEE EU Member States, with a relatively less developed venture capital industry, were in using government equity schemes based on market cooperation between the state and market actors. Since, due to the shortness of the time elapsed since launching these schemes, the success of the companies financed by such hybrid venture capital funds cannot be assessed, this paper primarily aims to analyse whether the region was able to utilise the past lessons from government equity schemes in countries with a more developed venture capital industry. Similarly to the equity programs applied in the West, the government venture capital programs in the region are also characterised by the short time frame, the mass of administrative requirements tying the hands of investors, the small fund size, which prevents efficient operation, and the limited participation of institutional investors amongst private investors. Compared to developed countries, the unjustified level of benefits to and non-transparent selection of private fund managers and the immaturity of the investment proposals constitute disadvantages in the region. However, the greatest risk of public equity schemes, i.e. the crowding out effect on private investors, is missing in the CEE region due to the lack of market investors.

Keywords: venture capital, government venture capital, government equity schemes, SME finance, Central and Eastern Europe.

JEL classification: G23, G24, G28, M13

BEVEZETÉS

A kockázati tőke az innováció előmozdításában és a kis- és középvállalatok finanszírozásának előmozdításában egyaránt nagyon fontos szerepet játszik. Mivel a válság hatására a kockázati tőke-ágazatba áramló piaci források megcsappantak, a kormányzati részvétel jelentősége az egész EU-ban, de különösen a közép-kelet-európai országokban¹ megnőtt a kockázati tőke-alapok tőkeellátásában.² E programok célja azon piaci elégtelenségek korrigálása volt, amely a tőkéhez nem jutó, ám nagy növekedési lehetőségek előtt álló, fejlett technológiát képviselő, induló és korai fejlődési fázisban lévő cégek finanszírozását akadályozta. A tőkeprogramoktól a kormányzatok egyúttal a fejletlenebb térségek felzárkózását, illetve új munkahelyek létrehozását is várták. Azokban az országokban, ahol a kockázati tőke-ágazat nemzetközi összehasonlításban kevésbé volt fejlett, ott e programok egyúttal magának az ágazatnak a fejlődését is elő kívánták mozdítani.

Az Európai Unió szintjén is új típusú tőkebefektetési konstrukciókat vezettek be, melyek kedvező feltételeket teremtettek a 2004 óta csatlakozott régiós országok számára is. Ilyen új típusú, az állam és a privát befektetők együttes részvételén alapuló konstrukció volt például az ún. JEREMIE-program, amely a strukturális alapok egy részének kockázati tőke célú felhasználását tette lehetővé. Az új tagországok számára e tőkekonstrukciók azért is fontosak voltak, mert határozott elmozdulást jelentettek a korábbi, kizárólag állami forrásokat, állami alapkezelők útján befektető szervezetek kockázati tőke-piaci működéséhez képest (*Karsai, 2002, 2004*).

E tanulmány az állam kockázati tőke-piacot érintő tevékenységei közül *csupán* azokat vizsgálja, amikor az állam *befektetőként* vesz részt a kockázati tőke-piac forrásellátásában. Arra keresi a választ, hogy az eleve fejletlenebb kockázati tőke-piaccal rendelkező közép-kelet-európai térségben hogyan sikerült az európai uniós források kockázati célú igénybevétele, s ennek során mennyire sikerült hasznosítani a fejlettebb kockázati tőke-ágazattal rendelkező országok korábbi állami tőkeprogramjainak tapasztalatait.

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.

² A régióbeli befektetésekre szakosodott kockázati tőke-alapok forrásainak 2009 és 2013 között közel 40%-a érkezett kormányzati forrásból, ezen belül 2013-ban és 2014-ben az állami hozzájárulás mértéke már elérte a 60%-ot (*EVCA, 2014*).

A tanulmány kiemelten támaszkodik *néhány korábbi kutatás* tapasztalataira. A kelet-közép-európai térség kockázatitőke-iparának vizsgálatához különösen fontos tanulságokkal szolgált *Meyer (2007)* tanulmánya, aki egy olyan általános keretet javasolt az államilag támogatott kockázatitőke-programok kialakítására, amely a kockázatitőke-ágazat adott országbeli fejlettségéből indul ki. *Murray és társainak (2012)* cikke, áttekintve a kormányzati és a privát források együttes felhasználásával létrehozott hibrid kockázatitőke-alapok tapasztalatait, arra figyelmeztet, hogy a vállalkozói és innovációs ökoszisztéma párhuzamos fejlesztése nélkül nagy a veszélye annak, hogy a helyi kockázatitőke-ágazat gyors megszületése érdekében felhasznált nagy összegű kormányzati források jelentős hányada nem hasznosul. *Colombo és társainak (2014)* cikke bemutatja a kormányzati tőkeprogramoknak az adott országbeli privát kockázatitőke-ágazat fejlődésére, valamint a finanszírozott vállalkozásokra gyakorolt hatását.

A tanulmány *módszertanilag* két megoldást alkalmazott. Egyrészt - újdonságként - egy adatbázist állított össze a térségbeli hibrid kockázatitőke-alapok által kezelt tőke volumenéről 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 jelentések, beszámolók, értékelések, valamint e szervezetek honlapjain megjelentetett információk alapján. Emellett feldolgozta a közép-kelet-európai régió kockázatitőke-ágazatáról, ezen belül különösen a kockázatitőke-programokban történő kormányzati részvételtől 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 privát finanszírozók bevonásával végrehajtott kockázatitőke-befektetések végrehajtásának határideje a gyakorlatban 2015 decembere, a 2015 nyarán zárult kutatás az állami tőkeprogramok vállalkozásokra gyakorolt hatását még nem vizsgálhatta.

A tanulmány *gondolatmenete* a következő. Először bemutatja, hogy az állam milyen technikákat alkalmazva vesz részt a kockázatitőke-piac finanszírozásában. Ezután számba veszi a privát és az állami szféra együttműködésén alapuló tőkeprogramok 2007 előtti régióbeli előzményeit. Majd megvizsgálja a 2007-2013-as időszakban a régióban uniós források igénybevételevel bevezetett kormányzati tőkeprogramokat, részletesen áttekintve mindazon tényezők régióbeli alakulását, amelyek a tőkeprogramok sikerét a fejlett tőkepiacú országokban meghatározták. A tanulmány a közép-kelet-európai állami kockázatitőke-programok tapasztalatainak összefoglalásával zárul.

ÁLLAMI RÉSZVÉTEL A KOCKÁZATITÓKE-PIACON

Az állami finanszírozás sok országban adott lökést a kockázatitőke-iparág fejlődésének (*Murray, 2007; Cumming és Johan, 2009, Lerner, 2010; Wilson és Silva 2013*). A nem megfelelően kialakított kormányzati tőkeprogramok esetében ugyanakkor problémát okozhat a befektetési célpontok kiválogatásánál az állami kockázatitőke-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 privát piaci szereplők kizorítását avagy helyettesítését is kiválthatja a kockázatitőke-piacon. (*Armour és Cumming, 2006; Brander és társai, 2008; Cumming és MacIntosh, 2006; Cumming és társai, 2014*).

Kérdéses azonban, hogy a fejletlenebb kockázatitőke-ágazattal rendelkező közép-kelet-európai országokban az állami tőkekonstrukciók milyen eredményességgel tudnak működni, tekintettel az állam *múltbeli gyökerek* miatti kiterjedtebb voltára, az állam és a gazdaság szereplői közötti erőteljesebb (paternalista hagyományú) kapcsolatra.

Az állami szerepvállalást a kockázatitőke-piac *forrásellátására* szűkítve az állam kockázatitőke-piaci részvételének két alapvető konstrukciója ismert. Az állami részvétel *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 is az állam megbízottja felel a portfóliócégek kiválasztásáért, a befektetési döntések meghozataláért, tekintve hogy az állam által felkért alapkezelő menedzseli az állami forrásokból működő alapot. Közép-Kelet-Európában az állam egyidejű tulajdonosi és alapkezelői részvétele a kockázatitőke-piacon elterjedt megoldás (*Karsai, 2014*).

Az állam részvételének másik, *közvetett* módja az, amikor az állam forrásaival privát kockázatitőke-alapok forrásgyűjtését támogatja, azaz amikor befektetőként megnöveli az államtól egyébként független, privát alapkezelők kockázatitőke-alapjainak tőkéjét. A közvetett állami befektetés esetében a kormányzat a privát alapkezelőhöz delegálja a végrehajtói felelősséget, miközben ő maga speciális célokkal lép fel az általa is finanszírozott alapok befektetőinek egyikeként. 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 (*Wilson és Silva, 2013, Wilson, 2015*). A közvetett állami befektetés esetében az állam tehát nemcsak az alap kezelését bízza privát alapkezelőre, hanem az alapnak is csupán egyik finanszírozója. Ez a

megoldás a privát befektetők bevonásával alkalmas lehet a források növelése révén a magvető és korai fázisú befektetések piacának kiépítésére, miközben hozzájárulhat az ágazati szereplők professzionalitása növekedéséhez.

A közvetett állami részvétel többféle technikával is megvalósítható. A privát kockázatitőke-alapok *egyedi* finanszírozása mellett az állam ún. *alapok alapjaként* is befektethet privát kockázatitőke-alapokba. Ez utóbbi konstrukció esetében az állami forrásokból állami holdingalapot hoznak létre, amelynek tőkéjére a privát 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 növekedési potenciállal rendelkező cégek finanszírozását (Murray, 2007). Az elmúlt években a fejlett tőkepiacú országokban az állam közvetett részvételével járó konstrukciók igen népszerűvé váltak, míg a közvetlen részvétel a negatív tapasztalatok nyomán jelentősen visszaszorult.

Az állam részvétele a privát kockázatitőke-alapokban történhet a privát befektetőkkel azonos feltételekkel, azaz ún. *pari passu* módon. Ilyenkor az állam ugyanúgy részesedik a sikeres befektetéseken elért hozamból, s viseli a veszteséges befektetések következményeit, mint az általa finanszírozott alap többi privát befektetője. Ugyanakkor a privát befektetők étvágyának felkeltése érdekében számukra az állami résztvevőhöz képest kedvezőbb kondíciók is kialakíthatók, ami viszonylagos ösztönzést és védelmet nyújthat számukra. Például a privát befektetők számára a befektetési arányuk alapján nekik járónál nagyobb hányadot biztosítanak a hozamokból, illetve kisebb hányad viselését követelik meg a veszteségekből. Az aszimmetrikus feltételek révén a privát finanszírozóknak nyújtott előny az állam számára fontos befektetések előmozdítását szolgálja, így például a magvető és a korai fázisú finanszírozással, avagy a kevésbé fejlett térségekbeli befektetéssel együtt járó magasabb kockázat és lassabb megtérülés kompenzálására szolgál. Az Európai Unió 2007-2013-as tervezési időszakában a közép-kelet-európai országok számára a kockázatitőke-finanszírozás előmozdítására megnyíló források az állam *közvetett* részvételén alapuló tőkekonstrukciók indítását tették lehetővé, amelyekben a privát befektetők számára biztosított kedvezmények az innovatív, korai fázisú cégek finanszírozása iránti érdeklődés előmozdítását célozták.

ÁLLAMI KOCKÁZATITŐKE-PROGRAMOKAT FINANSZÍROZÓ UNIÓS PROGRAMOK

A régióbeli állami kockázatitőke-programok számára az Európai Unióból származó forrásokat a 2007-2013-as időszakban részben a Competitiveness and Innovation Framework Programme (CIP), részben pedig a European Regional Development Fund (ERDF) keretprogram biztosította. Előbbi képviselte az *EU szintjén* megvalósított kockázati tőke befektetések fő forrását, az utóbbiból igénybe vehető források egy részét viszont a tagállamok irányító hatóságai *pénzügyi eszközként* használhatták fel hitelnyújtásra, garanciavállalásra és kockázatitőke-finanszírozásra. A keretprogramból lehívható források befektetését a tagországok holding struktúrát alkalmazva valósították meg az un. Közös Európai Források Mikro-, Kis- és Közép Vállalkozásoknak (Joint European Resources for Micro and Medium Enterprises Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises, JEREMIE) konstrukciót. A JEREMIE-program tulajdonképpen egy kiegészítő program volt az EU CIP-programja mellett. A holdingalapok kezelését nemzeti vagy regionális intézmények végezték, a kezelést jónéhány esetben az EU által létrehozott European Investment Fund (EIF)-re bízva (*EC, 2011*). A JEREMIE-kezdeményezés regionális szinten is alkalmazható volt. A JEREMIE-program által kínált pénzügyi intézkedéscsomag a 2007-2013-as tervezési időszakban az EU régi és új tagországi számára egyaránt lehetőséget nyújtott arra, hogy a strukturális alapok egy részét *visszatérítendő* forrásként kockázati tőkébe fektessék. A JEREMIE-programnak a kockázati tőke azonban csak igen kis hányadát adta, sokkal jelentősebb volt a program keretében nyújtható hitel, illetve garanciavállalás (*EIF, 2014*). A kockázati tőke a JEREMIE- programban résztvevő országok illetve régiók közül nem is mindenhol szerepelt az alkalmazott pénzügyi eszközök között.

A régióban az EU által még 2005-ben elindított JEREMIE-program volt az első olyan európai uniós program, amely a 2004-től több lépcsőben csatlakozott közép-kelet-európai tagállamok számára érdemben biztosította azt az elvi lehetőséget, hogy közösségi forrásokat - jelen esetben a strukturális alapok egy részét - a kockázatitőke-ágazat fejlesztésére fordíthassák. Korábban más jogcímen a kockázatitőke-ágazat régióbeli fejlesztésére igénybe vehető források, csak kisebb volumenben és ritkán kerültek itteni alapokhoz, s ezen alapok között is kevés volt az induló, kisméretű, innovációt bevezető cégek finanszírozására vállalkozó kockázatitőke-alap. Az már az érintett országok hatóságainak érdeklődésétől, tapasztaltságától, és az éppen kormányon

lévő pártok gazdaságpolitikai elképzeléseitől függött, hogy az elvi lehetőséggel ténylegesen mennyire tudtak és akartak élni.

A program beindulása előtt az EIF felajánlotta, hogy az érdeklődő országok illetve régiók számára ingyen készít egy olyan tanulmányt az adott térség tőkeellátottságának aktuális helyzetéről, ami megalapozhatja az kockázati tőke iránti szükséglet felmérését (KPMG, 2011). Az EIF által készített kiinduló piaci keresletelemzés elvben arra is alkalmas volt, hogy felkeltse az érintett helyi hatóságok érdeklődését. Valójában ezek az ún. *gap analízisek* lassan készültek el, s volt ahol annak tartalmával nem is voltak elégedettek (így például Lengyelországban), s az sem volt ritka, hogy az operatív programok kialakításakor az elemzés tartalmát nagyrészt figyelmen kívül hagyták (így például Magyarországon) (European Court of Auditors, 2012).

Az EIF a holdingalapok kezelésére is ajánlatot tett, a kockázati tőke-alapok *alapak alapja* konstrukcióban történő jártasságára hivatkozva. Azok az országok, ahol viszonylag fejletlen volt a kockázati tőke-piac, s a hatóságok nem rendelkeztek megfelelő tapasztalattal egy ilyen jellegű szervezet működtetéséről, ott elfogadták az EIF ajánlatát.³ Azon régiós tagországokban viszont, ahol az állami tőkeprogramoknak már volt némi előzménye, ott inkább az országok maguk hozták létre a holdingalapok kezelésére alkalmas állami szervezeteket. A kockázati tőke-piac résztvevőivel folytatott beszélgetésekből kirajzolódó kép szerint az EIF megbízása ellen szólt az általa kért relatíve magas kezelési díj, a szervezet külföldi székhelye miatt nehézkesnek vélt egyeztetés, a helyi viszonyok ismeretének hiánya, valamint feltehetőleg az is, hogy a nemzeti hatóságok kisebb szabadságfokkal rendelkezhetek volna a kockázati tőke-alapok kezelőinek kiválasztásánál.

A nemzeti operatív programok keretében uniós forrásból nemcsak a JEREMIE-program keretében lehetett létrehozni nemzeti szinten olyan holdingalapot, amely *alapak alapja* konstrukcióban rendszeresen hirdetett meg privát befektetők számára közös kockázati tőke-alap létrehozására pályázatokat. Ez utóbbira példa a lengyel National Capital Fund (NCF).⁴

Az állami források a nemzeti operatív programok keretében vagy privát befektetők által is finanszírozott közös (joint) kockázati tőke-alapokba kerültek, vagy *társbefektető* (co-finance)⁵ kockázati tőke-alapokhoz, amelynek nem volt privát befektetője. A JEREMIE-konstrukcióban

³ Az EIF négy régiós országban (Bulgária, Litvánia, Románia és Szlovákia) kapott megbízást a nemzeti hatóságoktól a nemzeti holdingalap kezelésére, míg Lettországon a program végrehajtásának csak egyik szakaszában látta el ezt a feladatot.

⁴ Az Északi Fejlesztési Alap (Arengufond) a JEREMIE-programtól függetlenül bízott meg egy privát kockázati tőke-alap kezelőt, hogy az általa elkülönített uniós eredetű állami alapról, privát befektetők bevonásával nyújtson kockázati tőkét észak vállalkozásoknak.

⁵ A privát befektető nélküli állami társbefektető alapok csak úgy végezhetnek befektetést, ha minden egyes esetben, előre meghatározott hányadban, privát társbefektetőről is gondoskodnak.

emellett az is lehetséges volt, hogy egy országon belül több regionális holdingalapot alakítsanak ki⁶.

Az állami tőkeprogramok keretében a kockázatitőke-alapok által gyűjtött és ténylegesen befektetett tőkéről és ebben az állami szerepvállalás nagyságrendjéről a sokféle európai és nemzeti intézmény adatgyűjtésének eltérő célja illetve nem nyilvános volta miatt igen *nehéz pontos képet* alkotni.⁷ A sokféle EU-s program ellenére az EU összesített statisztikai adataiból (*European Union, 2014*) az derül ki, hogy a régió szinte mindegyik országban csak *nagyon kis részarányt* szántak a hatóságok a kockázatitőke-finanszírozás előmozdítására. A 2007-2013 közötti időszakban - 2013 év végi állapot szerint - a közép-kelet-európai országokban a kockázatitőke-alapok számára lehívott állami források az operatív programok értékének mindössze 6%-át tették ki, miközben az alapok a lehívott keretnek még csak a közel 60%-át használták fel.

Az EU összesített fenti adatainál az állami tőkeprogramok 2007 és 2013 közötti régióbeli nagyságrendjéről lényegesen *pontosabb* képet lehet alkotni a nemzeti irányító hatóságok, minisztériumok, holdingalap-kezelők, valamint a kockázatitőke-ágazatról készített tudományos publikációk adataiból a szerző által *kézzel kigyűjtött adatbázis* alapján.

Ezen adatbázis szerint 2015 végéig nagyságrendileg közel *1,1 milliárd euró* befektetését teszi lehetővé a régióban felállított 64, állami hozzájárulással finanszírozott kockázatitőke-alap. Az állami hozzájárulás több mint kétharmadát tette ki 2007-2013 közötti programozási időszakban az operatív programok keretében lehívandó strukturális alapokból létrehozott kockázatitőke-alapok forrásainak. Az "állami" hozzájárulásnak az EU-források mellett legalább 15%-nyi nemzeti forrást is tartalmaznia kellett. Az uniós források katalizátor hatását jelzi, hogy összesen 400 millió euró privát forrás bekerülését is lehetővé teszi a régió kockázatitőke-piacára. A legnagyobb összeggel, több mint 440 millió eurónyi forrással a legnagyobb számú (28) JEREMIE kockázatitőke-alapot a régióon belül Magyarországon hozták létre.⁸ (A régió országaiban állami tőkeprogramok keretében létrehozott kockázatitőke-alapok országonkénti adatait az alábbi *Táblázat* tartalmazza.)

⁶ Lengyelországban a JEREMIE-program keretében több régióban hoztak létre holdingalapot, de ezek közül csak kettő, s az is csupán 2014-ben hirdetett meg pályázatot kockázatitőke-alapok kezelői számára.

⁷ Az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (EVCA) PEREP_Analytics rendszerének adatai például csak azon befektetők tevékenységére terjednek ki, amelyek tagjai valamelyik európai egyesületnek és egyben hajlandók is részt venni az önkéntes adatszolgáltatásban. (Az EVCA számára az állami tőkét nyújtó szervezetek közvetlenül nem nyújtanak adatokat.)

⁸ A hibrid alapok közel 1,1 milliárd eurós nagyságrendjét jól érzékelteti, hogy az EVCA adatai szerint az összes (EU-tag és nem EU-tag) közép-kelet-európai ország induló, korai és növekedési fázist finanszírozó kockázatitőke-alapja a 2009 és 2013 között eltelt öt év alatt nagyjából *másfélszer* ekkora összeget, azaz 1,6 milliárd eurónyi tőkét tudott az állami és privát forrásokból együttesen összegyűjteni.

Az állami tőkeprogramok keretében finanszírozott régiós kockázattőke-alapok jellemzői, 2007-2013 (darab, millió euró)

Ország	Alapok száma	Alapok kezelt tőkéje	Ebből:	
			Állami forrás	Privát forrás
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
Közép-Kelet-Európa összesen	64	1087	680	407

Megjegyzés: Lengyelország esetében az alapok finanszírozása a JEREMIE programhoz hasonlóan, de nem ebben a konstrukcióban történt. A lengyelországi adatok becült adatok.

Forrás: Saját gyűjtés, az egyes országokban az állami programokat irányító, illetve a holding alapokat kezelő szervezetek honlapjai, valamint tudományos publikációk adatai alapján.

A magyarországi kockázatitőke-alapok forrásainak 30%-át tették ki a magánszektorbeli befektetők tőkeigérvényei. (Az 50% alatti piaci részvételt az tette itt lehetővé, hogy Magyarország egész területe az EU-ban támogatott területnek minősül.) A második legtöbb hibrid alap Lengyelországban alakult, itt a 380 millió eurós összegűre becsült tőkét kezelő 16 kockázatitőke-alap forrásainak a fele származik privát befektetőktől. A harmadik legtöbb alap Szlovéniában került felállításra, ugyanakkor a Bulgáriában, Lettországbán, Litvániában, Romániában és Szlovákiában felállított kockázatitőke-alapok száma országonként az ötöt is alig éri el. Észtországban és Csehországban a hatóságok nem kívántak élni a JEREMIE-kezesítés nyújtotta lehetőséggel, Horvátországban pedig az EU-csatlakozás óta eltelt idő rövidsége miatt nem indult be állami tőkeprogram.

A PRIVÁT ÉS ÁLLAMI TŐKE EGYÜTTMŰKÖDÉSÉN ALAPULÓ TŐKEPROGRAMOK ELŐZMÉNYEI A RÉGIÓBAN

A régió országaiban az Európai Unióból a 2007-2013 közötti időszakban megpályázható forrásokat megelőzően is történt már néhány *kísérlet* a privát és az állami szféra kockázatitőke-piaci együttműködésének előmozdítására. E konstrukciók *gyakorló* terepet, felkészülési lehetőséget is kínáltak a helyi hatóságok és a piaci szereplők számára a későbbi sokkal nagyobb összegű pályázatokhoz.

Lengyelországban például már 2005-ben létrehoztak egy, holdingalaként működő, azaz privát alapokba *alapok alapjaként* állami tőkét befektető szervezetet. Az így létrehozott állami National Capital Fund (NCF) korai fázisú technológiai cégeket kívánt finanszírozni. A potenciális privát partnereknek kínált kevésbé vonzó feltételek miatt azonban az NCF 2010-ig mindössze két kockázati tőkealap-kezelővel tudott megállapodni (*Klonowski, 2010, 2011*). *Magyarországon* is sor került egy - utóbb ugyancsak sikertelenül végződő - próbálkozásra, amely az állami és privát befektetők együttműködésére épített. A japán SBI Holding Inc. 60 és az állami tulajdonú Magyar Fejlesztési Bank (MFB) 40%-os tulajdonosi hányadával 2008 végén alakult meg az SBI Europe Fund nevű kockázatitőke-alap, amelynek a kezelője az ELAN SBI Capital Partners lett (*Binder, 2009*). Mivel az együttműködés nem volt sikeres, az MFB 2012-ben kivásárolta a japán fél tőkerészét. Az MFB szerint a közös alap nem működött kellő hatékonysággal, túl magas volt a hozamelvárása, a több mint 300 megvizsgált projektből mindössze egyetlen befektetést

valósított meg (MTI , 2012).⁹ Észtországban a 2006-ban létrehozott Estonian Development Fund (EDF) kapott mandátumot privát befektetők mellett kisebbségi részesedés megvételére induló cégekben. Eleinte közvetlenül, majd egy privát kockázatitőke-alap, a Smartcap közbeiktatásával. Az EDF tevékenységének tapasztalatai pozitívak voltak, de portfólió cégei nem játszottak jelentős szerepet az észt gazdaságban (Kitsing, 2013).

Lettország 2004 és 2006 közötti állami kockázatitőke-programja már kifejezetten az *előképe* volt a régió későbbi tőkekonstrukcióinak. Alkalmazása előhozta mindazokat a problémákat, amelyekkel később a többi ország is szembe találta magát, s előrevetítette mindazt az előnyt, amit a hibrid befektetések kínálni tudtak. A 2004 és 2007 közötti programot az Európai Unió strukturális alapja és a lett állami költségvetés együtt finanszírozta, az állami tőke (10,95 millió eurós uniós és 3,65 millió eurós nemzeti forrás) mellé 16,9 millió eurót a privát befektetők adtak. A program állami gazdája a Latvian Guarantee Agency (LGA) volt, a privát hozzájárulás regionális nyugdíjalapoktól, nemzetközi kockázatitőke-alapoktól és gazdag magánszemélyektől érkezett. Bár az állami részarány nem haladhatta meg a befizetett tőke 70%-át, a gyakorlatban ez csak 50% körüli volt (Mannick, 2007).

A fenti konstrukció Lettországban egészen új volt, mivel - a korábbi államilag ellenőrzött felosztási mechanizmus helyett - privát szektorbeli szakértőket válogatott ki a tőke kezelésére. Ez kikapcsolta az egyébként szokásos bürokráciát és a piaci orientáció hiányát (Mannick, 2007). A jogi dokumentáció kidolgozás azonban újszerűsége miatt rendkívül hosszú időt vett igénybe. Tekintve, hogy az állami apparátus nem rendelkezett megfelelő jártassággal az EU állami támogatási előírásainak értelmezésében és az európai regionális fejlesztési alapok felhasználásának lehetőségei terén, a program kidolgozói nagyon sok szakértővel konzultáltak, s a kidolgozással jogi irodákat bíztak meg. A pályázati felhívásra várakozáson felüli számban jelentkeztek a kockázatitőke-alapok kezelői (nyolcan három helyre). A nyertesek kiválasztása feszültséggel és nagy időigénnyel járt. Néhány sikertelen versenyző az LGA döntése ellen közbeszerzési hatósághoz fordult jogorvoslatért. A tapasztalatok szerint a legalapvetőbb hiba az volt, hogy a kockázati tőke szakmai képviselőit nem hívták meg a program korai kialakításának időszakában. A notifikációs eljárás alatt, de még annak befejeződése előtt javítani kellett a privát

⁹ A próbálkozás kirítt a magyar gyakorlatból. Magyarországon az állam, érzékelve az induló és korai fázisban tartó itteni vállalkozások kockázati tőkéhez jutási nehézségeit, 2002-től költségvetési források felhasználásával 2002-től egy sor állami kockázatitőke-társaságot, illetve alapot hozott létre. E kizárólagosan állami tulajdonban álló szervezetek az állami alkalmazásban álló vezetőik döntése alapján kiválasztott cégekbe közvetlenül fektették be az állami tőkét. Az állami háttérű befektetők nem a piacon szokásos hozamkövetelményeket támasztották a portfóliójukba választott cégeikkel szemben, s a befektetéseikből történő kiszállást sem a kockázati tőkések megszokott módján bonyolították le. Valójában a tőkebefektetést burkoltan *hitelnyújtássá* változtatták azokban a szerződésekben, amelyeket a finanszírozott cégekkel kötöttek (Karsai, 2004).

befektetők ösztönzési rendszerének nyereség/veszteség megosztására vonatkozó paraméterein. Ez végül a privát befektetők kedvezőbb profit pozícióját eredményezte, mivel az LGA 6%-ra korlátozta éves profitját, s az ezen felüli profiton a privát befektetők és az alapkezelő osztozott. A veszteség megosztás terén is a privát befektetők számára kedvező konstrukció került a programba, azaz az államot képviselő LGA viselte a felmerülő veszteség nagyobb részét. A programban végül erősen túlbecsülték a potenciális befektetések számát, az eredetileg tervezett 55 cégről leszállították a befektetések számát 30-40-re, ami átlagosan évi 20 projektet jelentett. A leszállításra a nagyfokú késedelemmel induló program miatt is szükség volt (*Mannick, 2007; Avots és társai, 2013*). A lettországi program értékelését végző kutatók fontos tapasztalata volt, hogy sokkal nagyobb hangsúlyt kellett volna helyezni a vállalkozások kockázatitőke-finanszírozást érintő oktatására. A nagy növekedési képességű cégeknek különösen inkubációs támogatásra lett volna szüksége, hogy ezzel is szélesíteni lehessen a kockázatitőke-finanszírozást potenciálisan igénybevevő cégek számát. Rendszeres kommunikációs, konzultációs lehetőség biztosítására is szükség lett volna a befektetési alapkezelők és a különböző érdekelt felek között. A program pozitív hatásaként a kooperáció az állami hatóság, az alapkezelők és a privát befektetők között időközben sokkal intenzívebbé vált. Mindezek a tapasztalatok rendkívül hasznosak voltak a következő hasonló állami tőkekonstrukciók kidolgozásakor és működtetésekor (*Mannick, 2007*).

A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI ÁLLAMI KOCKÁZATITŐKE-PROGRAMOK NOTIFIKÁCIÓJA

Mielőtt az egyes országok hatóságai életbe léptethették a 2007 és 2013 között indítandó új állami tőkekonstrukcióikat, így a JEREMIE-program szabályrendszerét, valamint a saját jogi és intézményi feltételrendszerüknek megfelelően kidolgozott állami tőkeprogramjaikat, a terveket előbb még jóvá kellett hagyatniuk az Európai Bizottsággal, azaz azokat *notifikáltatniuk* kellett. Ez közel sem volt rutinszerű eljárás. A kockázatitőke-piacon az állam befektetői részvétele kapcsán ugyanis különösen erőteljesen vetődik fel a piaci verseny esetleges torzításának kérdése, azaz hogy a kockázati tőke formájában az egyes vállalkozásoknak nyújtott tőke adott esetben nem minősül-e az érintetteknek versenyelőnyt biztosító állami támogatásnak. A kérdés összetettsége miatt a kockázati tőke esetében az állami támogatásokra vonatkozóan az Európai Bizottság *Kockázati Tőke Irányelvek (Risk Capital Guidelines, RCG)* néven 2006-ban egy külön iránymutatást is készített, amit azután a piaci körülmények változása nyomán időközben

többször módosított. A csoportos tőkeprogramok számára 2009-ben az EU egy külön szabályrendszerben - *General Block Exemption Regulation (GBER)* - is rögzítette a teljesítendő előírásokat. Az RCG és a GBER részletes elvárásokat tartalmazott a kockázati tőke-alapokra, ezek kezelőire, valamint a tőkebefektetésben részesülő cégekre egyaránt (*EC, 2011; Nicolaidis, 2013*).¹⁰

Az irányelvnek történő megfelelés többek között előírta, hogy a felállítandó alapok az állam mellett profitvezérelt privát tulajdonosokkal is rendelkezzenek, a befektetések egyedileg is minimum 50%-ban (támogatott területeken pedig minimum 30%-ban) privát befektetőktől érkezenek. Nem támogatott területeken a privát befektetők az állami befektetőkkel azonos módon részesülhetnek a befektetéssel járó előnyökből és kötelezettségekből, azaz *un. pari passu* módon, míg az Unió támogatottnak minősülő területein a privát befektetők ösztönzése is megengedett volt. Az alapkezelésnek üzleti szemléletűnek, az alapkezelők javadalmazásának pedig teljesítményhez kötöttnek kellett lennie, az alapkezelők kiválasztását az Unió pályázat útján írta elő. A befektetési döntéseket az alapoknak piacgazdasági elv szerint kellett meghozniuk, profitvezérelt módon, üzleti és kilépési terv birtokában, a privát befektetők megfelelő képviselője mellett. A befektetési eszközökben minimum 70%-ot kellett elérnie a saját tőke (kvázi saját tőke) arányának. A befektetési volumen cégenkénti részösszege bármely 12 hónap alatt maximum 1,5 millió euró lehetett, később ezt a felső határt 2,5 millió euróra emelték. A finanszírozott vállalkozások befektetésre való jogosultsága eltérő volt méret, életciklus és elhelyezkedés szerint is, mivel támogatott területen az összes kis- és középvállalat kaphatott befektetést, de expanziójukhoz már nem kaphattak kockázati tőkét a nem támogatott területen működő középvállalatok.

A notifikációs eljárás jelentőségét a régióban kiemelte, hogy a közép-kelet-európai tagországok hatóságai, valamint ezek állami tőkeprogramjaiban részt venni kívánó befektetők és a kockázati tőkét kereső vállalkozások lényegében e programok kapcsán *szembesültek először* a - korábbi hazai gyakorlatukhoz képest - esetenként igen korlátozónak bizonyuló uniós elvárásokkal.

¹⁰ Így többek között meghatározták, hogy mely kritériumok esetén lehet a befektetők tevékenységét profitvezéreltnek tekinteni - ami a tiltott versenyelőny kizárásának alapvető feltétele volt -, 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. A kockázati tőke esetében alkalmazandó irányelv elsősorban abban különbözött az állami támogatásra vonatkozó egyébként alkalmazandó szabályoktól, hogy nem írta elő a támogatható költségek egyedi számbavételét és a támogatási intenzitás ennek alapján történő kiszámolását, hanem csupán a tőkehozzájárulás teljes összegének - beleértve a privát befektetők részvételét - *un. összegegyeztetetőségi* vizsgálatnak történő alávetését követelte meg

A JEREMIE kockázatitőke-programot *elsőként* notifikáltató magyarországi program jól illusztrálja, hogy az milyen sajátosságokkal rendelkezett, illetve hogy az illetékes európai szervek *konkrétan mit vizsgáltak* a jóváhagyási eljárás során. A jóváhagyásra benyújtott tervezetben a kockázati tőkééről szóló európai iránymutatás összes kumulatív feltétele teljesült: a privát befektetők 30%-os részvétele, az üzleti alapon történő befektetés; a minden ügyletnél megkövetelt üzleti terv és a reális kilépési stratégia. Sőt, a tervezet szerint az alapkezelőknek már a programba történő jelentkezésükkor előzetesen be kellett mutatniuk az általuk alkalmazni kívánt szelekciós és értékelési kritériumokat. A program notifikálása több részletben történt, mivel az irányító hatóság idővel megnövelte a kockázati tőkeként befektetni szándékozott keretet. Az üzleti szemléletű vezetés követelménye azáltal érvényesült, hogy az alapkezelőknek a privát szektorbeli társaikhoz hasonlóan befektetőik hozamának optimalizálására törekedve kellett működniük, s ennek érdekében az alapkezelők javadalmazását a teljesítményükhöz kötötték. Javadalmazásuk az alap méretéhez kötött fix díjból és egy teljesítmény alapú sikerdíjból állt. A fix díjat, mely az EU előírásai szerint nem haladhatta meg a jegyzett tőke 3%-át, az alapkezelők pályázati eljárása során előre megállapították, míg a sikerdíj külön megállapodás függvénye volt. Az üzleti szemlélet abban is jelentkezett, hogy a befektetési *döntések* meghozatalában az állam sem befektetői minőségében, sem az alapkezelő esetleges tulajdonosaként *nem vett részt*. Később a tervezet még egyértelműbben mondta ki, hogy az alapkezelőknek függetlennek kell lenniük bármilyen állami befolyástól. A program előírta, hogy a privát befektetőknek képviseltetniük kell magukat a döntéshozatalban, például a befektetői vagy a tanácsadói bizottságbeli részvételükkel. Az egyedi befektetési döntéseket az alapok állami tulajdonosa tehát nem befolyásolhatta, azonban az alap működésével kapcsolatos stratégiai döntésekben vétőjoga vagy preferenciális szavazati joga volt. Így többek között a jegyzett tőke csökkentésének, a tőkealap-jegyek visszavásárlásának vagy tulajdonjogi átruházásának, az alap működési szabályzata módosításának, valamint a hozamok kifizetésének kérdésében. Az állam az általa preferált célok érvényesülését tehát az egyedi döntések során nem érvényesíthette, az csak közvetett módon, a holdingalap forrásaiért történő pályázás keretében az alap által meghatározott célok révén érvényesült. Amikor az alapkezelők megállapodást kötöttek a holdingalappal, akkor vállalták e célok teljesítését, s ha ezt megszegették, akkor büntetést kellett fizetniük a holdingalap részére. (*European Commission, 2008, 2012, 2013*).

A RÉGIÓBELI ÁLLAMI TŐKEPROGRAMOK FŐ ELEMEI

A fejlett országok tőkeprogramjai sikeressége szempontjából kiemelkedő fontosságú volt a program előkészítésére és végrehajtására rendelkezésre álló időkeret hossza, a programban résztvevő kockázattőke-alapok befektetéseire vonatkozó korlátozások - előírások és szabályok - piaci szemléletű kialakítása, a programok térbeli kiterjesztésének lehetősége, a befektetésekre felhasználható tőke kellő nagysága, az ágazatbeli szereplők tapasztaltsága, a privát befektetők részrehajlás nélküli kiválasztása és kockázatvállalásával arányos ösztönzése, valamint a programok nyilvánosságának biztosítása (*Karsai, 2014*).

Az állami tőkeprogramok időhorizontja

A programok sikerét befolyásolta az időtényező. A tőkeprogramok bevezetése az EU saját értékelése szerint jelentősen elnyúlt. Az Európai Bizottság csak 2011 februárjában, azaz négy évvel az aktuális programozási 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 szabályozást együttesen értelmezni (*European Court of Auditors, 2012*). Ennek hiánya lényegesen lassította a programok elindítását, az uniós források és az egyes konstrukciók jogi előírásainak összeegyeztetését. Ez, a már bevezetéskor bekövetkezett jelentős késedelem eleve magában hordozta annak kockázatát, hogy a tényleges befektetések nagysága nem éri majd el a tervezettet, mivel az alapoknak a program érvényessége alatt nem lesz elég idejük befektetni az összes rendelkezésükre álló tőkét (*Tillvaxtverket, 2011*).¹¹

A tőkeprogramok végrehajtása során a notifikációs engedély megszerzése után először a holdingalapokat kell felállítani. Ezek rendszerint több egymást követő évben írták ki a pályázatokat a kockázattőke-alapok kezelői számára, s minden fordulóban csak a pályázatás lebonyolítása után jöttek létre a kockázattőke-alapok, amelyek szerződtették a menedzsereiket, jogilag megszerezték a bejegyzést a helyi hatóságoknál, majd ezt követően kezdtek hozzá a befektetésre érdemes cégek kiválogatásához. Miután letárgyalták velük a befektetési feltételeket, szerződést kötöttek, majd a tőkét biztonsági okokból rendszerint több részletben bocsátották az

¹¹ Az angol JEREMIE-alapok tapasztalatainak értékeléséből is az derült ki, hogy az állami támogatásokra vonatkozó előírások betartásának ellenőrzése 18-24 hónappal késleltette az ottani program működését, s egyúttal a végrehajtásra rendelkezésre álló időkeretet (*Regeneris Consulting Ltd., 2013*).

érintett cégek rendelkezésére. Mindez *sokkal tovább tartott*, mint amennyi a pénzügyi eszközök elköltésére rendelkezésre állt. Holott ez utóbbi a legfontosabb időszak az alapok életében.

Sok régiós országban a tőkeprogramok csak lassan tudtak elindulni, miközben az uniós források elköltethetőségét az adott uniós tervezési időszak lejárta behatárolta. *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*). A késedelmes indulást részben a jóváhagyás késedelme, részben pedig az előírt privát társfinanszírozás megszerzésének nehézsége okozta, de az alapkezelői munkatársak toborzásának időigénye és a befektetési lehetőségek értékelésének és megvalósításának kötelező eljárási procedúrája is lassítóan hatott.

A JEREMIE kockázatitőke-program a régióban *elsőként Magyarországon* indult el. A holdingalapot kezelő szervezet - elsősorban a volumen növelésére vonatkozó többszöri engedélyeztetés után - összesen négy különböző fordulóban hirdette meg az alapkezelők számára az állami források megpályázásának lehetőségét. 2009 júniusában 8, 2012 júniusában további 10, 2014 áprilisában újabb 8, majd júliusában további 2 alap létrehozására biztosított lehetőséget. Mindez oda vezetett, hogy 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, pályáztatása és az alapok késve történő felállítása a legtöbb érintett országban nem kívánt következményekkel járt. Mind a holdingalapotokat, mind pedig a kockázatitőke-alapok kezelőit *nyomás alá helyezte*, hogy a strukturális alapok felhasználási végső határideje 2015 vége, az addig el nem költött összeget vissza kell utalni az Európai Unióba. A sietség a befektetések minőségének rovására mehet. Így például kevésbé ígéretes cégekhez kerülhet az állami pénzzel kiegészített kockázati tőke, s ha esetleg emiatt majd negatív hozam keletkezik, akkor a pénzügyi eszközként nyújtott forrásból erre eső részt már biztosan nem lehet újra befektetni. A nyomás hatására az engedélyezett keretek között maradva, de nagy valószínűséggel nő az egy befektetési fordulóra eső összeg is, s az is könnyen megeshet, hogy a véghajtásban kevésbé innovatív cégek is tőkéhez juthatnak. Olyanok, amelyek esetleg más forrásból is megszerezhetnék a szükséges pénzt (*Vö: Tillvaxtverket, 2011*).

A kockázatitőke-alapok mérete

Az EU által a régióbeli hatóságok számára lehetővé tett tőkeprogramok figyelmen kívül hagyták a kutatások azon megállapítását, mely szerint *téves* az a széleskörű hiedelem, hogy az egészen

korai fázisú, magvető befektetéseket kisméretű, specializált alapoknak kell végrehajtania (Meyer, 2007; Dimov és Murray, 2006). Valójában - különösen az Egyesült Államokban - a legnagyobb és legtapasztaltabb kockázatitőke-alapok hajtották végre a legtöbb magvető befektetést. A hatékonysági előny érvényesíthetősége érdekében tehát főleg a nagy és tapasztalt kockázatitőke-alapokat célszerű érdekeltté tenni a korai fázisú befektetések végrehajtásában. A magvető finanszírozás amerikai modellje implicit módon jelzi, hogy a magvető tőke *izolálva* nem életképes a piacon. Inkább úgy kell felfogni, mint az első fázisát annak a folyamatnak, amelynek keretében egy sikeres cég többszörös befektetési forduló után eljut a befektetők kilépéséig. Ezért a magvető finanszírozásra vállalkozó amerikai befektetők multi fázisú befektetők, esetükben nem ritka az egymilliárd dolláros alapok kezelése sem. E nagyméretű alapokban a tevékenység teljes spektruma csökkenti a legkorábbi fázis magas kockázatát (Murray és Lingelbach, 2009).¹² Miután a kockázatitőke-ágazatban az új alapkezelők betanulása és tapasztalatszerzése időigényes folyamat, a nem megfelelően teljesítő alapok kezelői nem tudnak újabb és újabb alapokkal megjelenni a piacon, így a sok kis új alapot tőkével ellátó állami politika szükségképpen csak rövid távon tud hatni. Ráadásul a demonstrációs hatás is negatív, azaz a privát befektetők a gyatra hozamok miatt túl kockázatosnak fogják tartani a beszállást az ilyen alapokba (Meyer, 2007). A nagyobb alap a jobb diverzifikáció révén inkább tudja csökkenteni a kockázatot, azaz ha az egyes alapok által végzett befektetések jobban megoszlának az egyes élekciklusok, illetve földrajzi területek között. A kisebb alapok tőkéje azonban nem elegendő a befektetések megfelelő diverzifikálásához, s erőforrások híján ezen alapok tapasztalt alapkezelőket sem tudnak alkalmazni.¹³

A közép-kelet-európai régió országaiban az Európai Unió strukturális alapjaiból, holdingalapokon keresztül finanszírozott egyedi kockázatitőke-alapok - a szerző által összeállított adatbázis alapján - átlagosan 16 millió euró összegű tőkét kezeltek. Az átlagos alapméret azonban két, eltérő méretű konstrukciót takar. Az un. társfinanszírozó alapok mérete az átlagosnál is kisebb, közel 12 millió eurós volt. Ezen alapok ugyanis tisztán állami forrással dolgoztak, s a privát tőke aktuálisan csak az egyes befektetések esetében társult hozzájuk a minimálisan előírt arányban. A társbefektető alapok zömmel a magvető szakaszt finanszírozták, amelyek mérete - privát tőke hiányában - többnyire eleve kisebb volt. A privát és az állami tőkét

¹² Az Egyesült Királyságban a regionális alapok működésének tapasztalatai azt mutatták, hogy az alapok túl kicsik voltak ahhoz, hogy pénzügyileg életképesek lehessenek, s kezelni tudják a korlátozott diverzifikáltságukból eredő magasabb kockázatot. Bebizonyosodott, hogy nem tudták finanszírozni az egyes cégeknél szükségessé váló későbbi (follow-on) finanszírozási fordulókat sem, s nem tudták kompenzálni a fix költségek magas arányát (Mason és Harrison, 2003).

¹³ Az Európai Bizottság 2009 szeptemberében készített anyaga már egyenesen olyan „ördögi körről” beszélt, amelyet a kisméretű alapok, az alacsony hozamok és az alapok iránti alacsony befektetői érdeklődés alkot, s amelynek megtörése csak az európai léptékű kockázatitőke-alapoktól várható (EC, 2009).

egyaránt tartalmazó közös vagy más néven *hibrid* alapok mérete a régióban átlagosan közel 18 millió eurós volt. A közös alapok tették ki számban és a kezelt tőke volumenét tekintve is a régióbeli állami tőkekonstrukciók keretében felállított kockázatitőke-alapok közel 90%-át. A privat befektetők számára a magvető alapok társfinanszírozása kevésbé bizonyult vonzóknak. Erre utal, hogy több országban is előfordult, hogy nem volt jelentkező a magvető alapok privat kezelésére. Kivételt jelentett ez alól a magyar piac, ahol a közös magvető alapok iránt főként azon befektetők érdeklődtek, amelyek egyúttal közös növekedési alapokra is pályáztak.

Az Európai Bizottság megbízásából 2012-ben készült szakértői értékelés is kiemelte az európai regionális fejlesztési alapokból a kockázatitőke-alapok számára szánt alacsony összegű források és a hibrid kockázatitőke-alapoktól várt kielégítő hozam közötti *ellentmondást*. Megkérdőjeleződött, hogy a kockázatitőke-alapok kis mérete esélyt nyújt-e a sikeres üzleti működésre és a befektetési ágazatban megkívánt mérethatékonyság elérésére (*Expert evaluation network, 2012.*)

A közép-kelet-európai régióban állami részvétellel létrehozott hibrid kockázatitőke-alapok 18 millió eurós átlagos mérete azt jelzi, hogy az itteni alapok még a fejlettebb országokban létrehozott, s ott is kicsinek¹⁴ 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 források befektetésével kapcsolatos korlátozások a kockázati tőke természetével ellentétesek lehetnek, ha előre meghatározzák, hogy mely területeket finanszírozzon, pontosabban ez az előírás *eleve csökkenti* az elérhető sikert (*EVCA, 2010*). Nem lehet ugyanis előre megmondani, hogy mely területeken és mely szakágazatokban jelenik majd meg kellő számú gyorsan növekvő cég, s hol születnek majd olyan jelentős találmányok, amelyeket a kockázati tőke támogathat. Ezért nem szerencsés az állami programok keretében eleve csak bizonyos cégek körére korlátozni a projektek kiválasztását (*EC, 2012*). A fejlett országokbeli tapasztalatok szerint a kormányzati programok a finanszírozást gyakran olyan szakágazatokban

¹⁴ Az angol regionális holdingalapok által finanszírozott egyedi kockázatitőke-alapok mérete jellemzően 15-25 millió angol font nagyságú volt (*Regeneris Consulting Ltd., 2013*).

vagy földrajzi régiókban igyekeztek előmozdítani, amelyekben hiányzott a tőke érdeklődése, s ezen erőfeszítések az erőforrások elpocsékolását eredményezték.

Hasonló koncepcionális probléma, ha az állami program a vállalkozási folyamatnak csak bizonyos elemeit engedi támogatni. Így például, ha az érintett kockázatitőke-alapok csak bizonyos fejlődési fázisban tartó, avagy meghatározott méretű, valamint életkorú cégeket finanszírozhatnak. A programok előírhatják azt is, hogy a befektetők az értékpapírok mely fajtáit alkalmazhatják, sőt az állami konstrukciók befolyásolhatják a finanszírozott cégek további sorsát azáltal is, hogy korlátozzák a vállalatfelvásárlásokat vagy a másodlagos részvényeladásokat. E korlátozások a kormányzati politika szempontjából esetleg *érthetőek, de szembe mennek* a vállalkozási folyamattal. Nyilvánvalóan *ellentmondást* jelent, hogy az állami és a privát szféra céljai nem szükségszerűen esnek egybe. Potenciális nyomás áll fenn a kormányzat társadalmi, gazdaságfejlesztő céljai valamint a privát szféra profitorientáltsága között. Ez különösen a korai életszakaszú vagy innovativitása miatt kockázatos projektekkel kapcsolatban jelentkezik, amelyek esetében az állam az induló cégek és az innovációk támogatására törekszik, míg a privát alapkezelők ezt a program révén elérhető profit potenciális aláásásaként érzékelik. Míg a kis- és középvállalkozások fejlesztése, az innovációk előmozdítása kiemelt állami cél, addig ez a profitérdekelt privát befektetők számára csupán "*melléktermék*" (Vö. Mason, 2013).

A fejlett országok kormányzati programjainak tipikus hibája volt annak előírása, hogy a forrásokat csak *belföldi* vállalkozók kaphatták meg (Lerner, 2009). A befektetés földrajzi korlátozásának ellentmond, hogy a korai fázist finanszírozó kockázatitőke-alapok közül főként azok válhatnak sikeressé, amelyeket nemzetközi intézményi befektetők is finanszírozásra érdemesnek tartanak, másrészt a kormányzati forrásból érkező tőke el is áraszthatja a piacot, ha az nem képes azt felszívni és káros hatású lehet a piaci folyamatokra (Lerner, 2009). Az állami befektetésekhez kapcsolt területi korlátozás ellentétes azzal az alapelvvel is, hogy az alapoknak a piacra kell bízniuk a vonzó ajánlatok kiválasztását (EC, 2012).

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

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 státusza ezt is jelentősen befolyásolta. A befektetések funkcióját illetően az előírások a legtöbb országban csak a tőkeemeléssel történő befektetést

tették lehetővé, a meglévő tulajdonosok kivásárlását már nem engedélyezték. A tiltott befektetési felhasználás terén az alapok sehol nem fordíthatták a tőkét a vállalkozások hitelének kiváltására, sőt nehéz helyzetű cégek reorganizációját sem vállalhatták. Az innováció finanszírozása a legtöbb országban kiemelt cél volt, de a hatóságoknak abban már szabadságfoka volt, hogy az összes finanszírozott cégen belül mekkora hányadot kell az innovatív cégeknek képviselniük. A régióbeli programok esetében az állami támogatásokra vonatkozó előírás egységesen rendelkezett arról, hogy a forrást kapó cégek hány évesek lehetnek, mekkora lehet az árbevételük, illetve hogy mely szakágazatban nem működhetnek. De a korlátozások kiterjedtek arra is, hogy egy-egy cégbe mekkora tőkét lehet egy-egy befektetési döntéssel beletenni, s évente hány ilyen döntésre kerülhet sor. A célvállalatok szakágazatánál például a pénzügyi és az agrárvállalkozások finanszírozásának tiltása volt szembevetendő.

A korlátozó szabályok a programok előrehaladása során is változtak, finomodtak, részben az EU állami támogatásokra vonatkozó előírásainak könnyítései nyomán. 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, azt viszont már nem zárta ki az előírás, hogy ugyanazon tulajdonosok új alapkezelőt indítva ismét jelentkezzenek, ami megkérdőjelezte a korlátozás értelmét. Az újabb forduló azt sem zárta ki, hogy a második fordulós alapok az első fordulóban már finanszírozott cégeket tovább finanszírozzák, bár az ilyen esetekben a limitet csökkentette a korábban a társaság által kapott állami forrás (*Zsembery, 2012*)

A korlátozások problematikus voltát jól példázza a *lett JEREMIE*-konstrukció egyik alapjának extrém esete. Itt a három nyertes alap által elnyert összegnek egy évvel a befektetésre rendelkezésre álló idő lejárta előtt még a harmada sem került befektetésre. Különösen az egyik, induló cégeket finanszírozó alap maradt el a 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 célzott meg. Mindezen feltételek igen szűkre szabták a lehetőségeit. Ezen úgy igyekezett segíteni, hogy külföldről próbált meg olyan cégeket találni, amelyek hajlandóak voltak Lettországból bejegyezni a cégüket és áthelyezni a tevékenységük egy részét. Feltételezhető azonban, hogy e cégek később már nem kívánnak majd az országban maradni, mivel a további finanszírozásuk már nem lesz ott megoldható (*Avots és társai, 2013*).

A régióbeli tőkeprogramok korlátozó előírásainak nagy része - az Európában elterjedt gyakorlatnak megfelelően - *felesleges* volt. Vagy azért, mert az alapok maguktól is betartották

volna, vagy azért, mert így is *kijátszották*¹⁵¹⁶. 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.

Hasonló konstrukciók meghirdetésénél a jövőben például célszerű lenne megfontolni, hogy szükség van-e olyan megkötésekre, mint a már sikeres közös alapot kezelők kizárása az újabb fordulókból, illetve esetükben új alapkezelő felállításának megkövetelése. Ugyancsak megfontolandó a kockázati tőkével finanszírozandó cégek életkorának és árbevételének túl alacsony szinten való megkötése, a finanszírozandó cégek meghatározott régióbeli székhelyének megkövetelése, avagy irreális foglalkoztatási ígérvények megkövetelése.

Az állami tőkeprogramok privát befektetőinek ösztönzése

Az ösztönzés megnyilvánulhat abban, ahogyan az állami és a privát befektetők megosztják az ügyletekből történő kiszállás után a profitot, vagy ahogyan időzítik az állami és a privát befizetéseket, illetve ahogyan kompenzálják a privát befektetők esetleges veszteségét (*Murray, 2007*). Az állami tőkeprogramhoz adózási könnyítések is társíthatók, ami tovább növelheti a privát befektetők csatlakozási hajlandóságát a konstrukcióbeli alapokhoz.

A közép-kelet-európai kockázati tőke-piacon az állami és a privát befektetők együttműködésével létrejövő közös alapok meghirdetésekor nem volt egyértelmű, hogy *sikerül-e* a privát befektetők *érdeklődését* felkelteni. A programok indításakor kérdéses volt, hogy vajon nem tartja-e majd távol a privát befektetőket a több évtizedes szocialista múltban az állammal történő együttműködés során kialakult *bizalmatlanság*, valamint a vállalkozói szellem és a vállalkozói tapasztalatok hiánya, a bukástól való erőteljes félelem. Az intézményi befektetők esetében a programba való bekapcsolódást kérdésessé tette a kockázati tőke-piac ismertségének hiánya, az alapok kis mérete miatt befektethető viszonylag kis volumen, továbbá az intézményi vagyoni befektetésére vonatkozó nemzeti szabályozási korlátozás. Más oldalról azzal is számolni kellett, hogy a privát befektetőknél nem a hagyományos ügyeskedés, kijárási lesz-e a meghatározó szempont.

¹⁵ A magyarországi JEREMIE-konstrukció 2013 nyarán megvizsgált 39 ügyletből csak minden második volt valóban vidéki, holott az alapok befektetéseire - egy alap kivételével - általános előírás volt, hogy a finanszírozást vidéki cégnek kell kapnia. A befektetők új cégbejegyzésekkel és székhely áthelyezésekkel trükközve érték el a vidéki székhelyet (*Torontáli, 2013*).

¹⁶ Lettországon belül a konstrukciókba beépített korlátozások sok esetben teljesen felesleges és némi fífikával könnyen megkerülhetők voltak. Sőt, kifejezetten rontották az ügyletek hatékonyságát, a befektetők játékerét csökkentve, miközben az állam által szándékolt célokat kevésbé segítették elő (*Mannick (2007)*).

Az állami kockázati tőke befektetésére kialakított konstrukciók régióbeli tapasztalatai *vegyes* képet mutatnak. A tapasztalatok azt mutatták, hogy azon régiós tagországokban, ahol a kockázati tőke-ágazat relatíve fejlett volt, ott jelentős érdeklődés mutatkozott a közös alapokba történő befektetésre. Több országban is volt azonban olyan alap, amely a meghirdetés után a privát befektetők távolmaradása miatt mégsem tudott létrejönni. Ilyen volt például a román *Ascenta Operation*, továbbá a lettországi *Imprimatur* alap. Ilyen esetekben vagy visszafizették a fel nem használt tőkét az EU-nak, vagy átcsoportosították más felhasználási célokra.

Azokban a régióbeli országokban, ahol a hatóságok éltek a privát befektetők ösztönzésének lehetőségeivel, a privát alapkezelők és a mögöttük álló privát befektetői körök *érdeklődése* - a rendkívül kisméretű magvető alapok kivételével - *élénk* volt. A lengyel NVC által kínált tőkekonstrukcióban az ösztönzési rendszer alacsonyabb kockázatvállalást követelt és magasabb hozamot kínált a privát befektetőknek (*Rudnicka és Dietl, 2013*). A keletkező bevétel mindaddig a privát befektetőkhez került, amíg az összeg el nem érte a befektetett tőkét. Ezután az állami holdingalap befektetése mértékéig részesült a visszakapott tőkéből. Ezen felül a bevétel ismét a privát befektetőket illette meg egy előre megállapított minimális hozam eléréséig, majd az állami alapot ugyancsak egy minimális hozam eléréséig (*KFK, 2011*). A lett tőkeprogramban a privát befektetők sikerből történő részesedése az elvárt belső megtérülési ráta 6%-os hozama felett érvényesült, veszteség esetén pedig először a privát befektetők kaphatták vissza a tőkéjüket (*Avots és társai, 2013*).

Magyarországon, ahol a holdingalap maximum 70%-ig finanszírozhatta a létrehozandó közös kockázati tőke-alapokat, a privát befektetők kedvezményezése két formában valósult meg. Egyrészt az állami befektetőkre vonatkozó *hozamkorlátozás* formájában, ami a magánszektorbeli befektetőknek az aktuális magyar referencia-kamatláb feletti teljes hozamot biztosította, vagyis az állami befektetők nem voltak jogosultak a referencia kamatláb feletti nyereségre. A privát befektetőket érintő másik kedvezményt a *veszteség mérséklése* útján valósult meg. Eszerint a keletkező veszteség első 5%-át csak az állami tulajdonosnak kellett viselnie. Bármely további veszteséget az állami és a privát befektetők befizetett tőkéjük arányában viseltek. E konstrukció később úgy módosult, hogy a közös növekedési alapoknál az állam által egyedül viselendő veszteség-hányada 5-ről 10%-ra, a közös magvető alapok esetében pedig 5-ről 15%-ra emelkedett. Az ezen felül fennmaradó veszteséget ezután is tőkearányuk szerint viselték a befektetők. Az állami veszteségviselés felerősítésének *indokoltságát megkérdőjelezi*, hogy a jelentkezők száma minden pályázati fordulóban messze meghaladta a

tényleges pályázati lehetőség biztosította keretét.¹⁷ A tapasztalatok azt jelzik, hogy az ösztönzés a régió fejlettebb kockázati tőke-ágazattal rendelkező országokban *túlzottan* megnövelte a befektetők érdeklődését, csökkentve ezzel az állami források elköltésének hatékonyságát.

Privát alapkezelők kiválasztása az állami tőkeprogrambeli részvételre

Az állami részvétel a kockázati tőke-programokban mindig magában hordozza a *visszaélés* lehetőségét (*Florida és Smith, 1993; Leleux és társai, 1998*). 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 azoknak a támogatási megoldásoknak az esetében, amelyeknél nincsenek egyértelműen megállapított kritériumok, s ritkán vagy egyáltalán nem ellenőrzik az állami befektetőket.

Érdekes módon a tőkeprogramok nyugati tapasztalatainak konkrét értékeléseiben az alapkezelők kiválasztásának kérdései csak *ritkán* szerepeltek, mintha ez ott nem jelentene különösebb gondot. Kivétel volt ez alól az egyébként nemzetközileg elismert és számos nyugati állami tőkeprogram számára mintául szolgáló USA-beli SBIC program. A program pozitív megítélését nem befolyásolta, hogy *Lerner (2002)* szerint a kiválasztási eljárásban a politikai kapcsolatok domináltak a befektetési szempontok felett. Ezért szövetségi bünyügyi eljárások keretében vizsgálták néhány SBIC esetében a hűtlen kezelést, az inkompetenciát és a csalást. Egy *Kenney és társai (2004)* által idézett becslés szerint tízből kilenc SBIC sértette meg a hivatali előírásokat és cégek tucatjai követtek el bűntettet.

Murray és társai (2012) a hibrid alapok állami tőkeprogramokban történő alkalmazása kapcsán fontos ellenérvként említették, hogy miközben már a kiválasztáshoz szükséges tudás sem feltétlenül állt rendelkezésre a versenyeztetést lebonyolító állami apparátusban, az e programokra jelentkező alapkezelők közül sok esetben megfelelő tapasztalatokkal nem rendelkező, korábban állami tulajdonú alapokat kezelő csapatokat választottak ki. Ráadásul,

¹⁷ Az Európai Unió által 2012-ben megrendelt értékelés az európai JEREMIE-programoknál négy olyan esetet tárt fel, ahol utólag nem találták megalapozottnak a privát befektetők preferenciális kezelésére vonatkozóan benyújtott szabályrendszert. Ezek egyike épp a magyarországi program volt. Eszerint itt a privát befektetők egyrészt előnyt élveztek a hozamból történő részesedés terén, másrészt csökkentett módon viselték az állami résztvevőhöz képest a kockázatot is. Az értékelés arra a következtetésre jutott, hogy a fenti konstrukcióban lényegében az állami fél viselte a teljes kockázatot, miközben nem részesült a többlet hozamból (*European Court of Auditors, 2012*). Az értékelés alapján arra lehet következtetni, hogy a magyar JEREMIE konstrukcióban alkalmazott kondíciók *nem voltak általánosak* a benyújtott programok között, így a régió többi országában sem.

mivel a tapasztalt alapkezelő szakemberek rendszerint idővel otthagyták a hibrid alapokat és átmentek nagyobb méretű privát kockázatitőke-alapokhoz, a jó szakemberek időközbeni elszívása még tovább csökkentette a hibrid alapok sikeres befektetéseinek valószínűségét. A kockázatitőke-ágazat résztvevői szerint a pénzcsoportok kezelőinek titkos motívumai és fedett akciói is eltérítik az állami támogatású tőkeprogramokat (*Murray és társai, 2012*).

Valójában tehát Nyugaton sem ismeretlen az állami tőkekonstrukciók megvalósításánál az *állam foglyul ejtése*, azaz 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 kedvezményezettjei végül a program irányítóinak vagy a jogalkotóknak az ismerősei lesznek (*Lerner, 2014*). A szakértők szerint ezért ahhoz, hogy a kormányzati tőkekonstrukciókba bevont alapok és portfóliócégek kiválasztásánál elkerülhető legyen a politikai nyomás, olyan átlátható döntési folyamatra van szükség, 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 a szubjektív értékelésnek, annál kisebb a politikai nyomás érvényesítésének a lehetősége (*EC, 2012*).

Az EU előírása szerint a régióbeli tőkeprogramokban, így a JEREMIE-programban részt venni kívánó kockázatitőke-alapok kezelőinek is nyilvános pályázatokon kellett a források elnyeréséért megküzdenie. *Külföldi* alapkezelők elvileg ugyan pályázhattak az állammal közös alapok kezelésére, azonban a helyi viszonyok ismerete nélkül a gyakorlatban ez igen körülményes volt. A lengyel NCF által meghirdetett konstrukcióban mindössze egy esetben került a győztesek közé egy külföldi alapkezelő. Idővel azonban változott ez a helyzet, mert egy másik, a National Centre for Research and Development (NCRD) által 2014-ben kiírt Polish BRIDGE VC program keretében már mindkét kiírt pozíciót külföldi alapkezelő nyerte el (*NCBIR, 2014*). A román JEREMIE-program számára az EIF is egy jónevű régiós alapkezelőt hozott ki nyertesként.¹⁸

A pályázatok lebonyolításánál az állami holdingalapok általában egy előre megállapított *szempontrendszer* alapján pontozták az állami forrásokra pályázó privát alapkezelőket. A lengyel NCF esetében ennek előképét az EBRD által korábban alkalmazott módszer jelentette, ám a tényleges végrehajtás az interjúk tanúsága szerint már nem feltétlenül követte e mintát. A

¹⁸ A román pályázat nyertese, a 3TS Capital mellett az ismert és sikeres regionális szinten működő alapkezelők sorába tartozott például a magyarországi program társbefektetői alapjának pozícióját elnyerő Euroventures, továbbá a lett és litván nyertes a baltikumi ügyleteiről jól ismert BaltCap lett. Külföldi alapkezelőként a győztesek között sokáig kakukktójásnak számított a lengyel programba bekapcsolódó izraeli Gaza Ventures, majd a 2014-ben a lengyel INVESTIN-nel együtt sikeresen pályázó legnagyobb izraeli kockázatitőke-csoport, a PITANGO.

pontrendszerben például a létrehozandó portfólió ígért minősége is szerepelt, miközben ez az alapok tevékenységének nyilván csak a következménye lehetett.¹⁹

Több esetben az egyes országokban érvényben lévő közbeszerzési előírások bizonyultak *alkalmatlannak* a kockázati tőke-alapok pályázati rendszerének lebonyolításához. A *lengyel* NCF által kiírt pályázat értékelésének több éves elhúzódásához például az vezetett, hogy az állam csak a privát résztvevők ígértései után kötelezhette el magát, s a privát szereplők érdeklődését nehéz volt ilyen hosszú ideig fenntartani (*Rudnicka és Dietl, 2013*). A *lettországi* közbeszerzési eljárásokra érvényes szabályozás esetében az okozott gondot, hogy 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 összességében a jövőben vállalkozások számára a tőkén kívül adható szakmai ismeretek nyújtására való képesség. Ezzel szemben az elbírálásnál nagyobb hangsúlyt kapott a vállalt alapkezelői díj és a várható legtöbb tőke-hozzájárulás (*Avots és társai, 2013*). 2012-ben a lett hatóságok az első JEREMIE-kör után egy újabb fordulót hirdettek, amelyben - miközben változott a holdingalap szerepét ellátó hatóság is - némileg szigorítottak a kritériumokon, s az értékelésbe nagyszámú szakértőt is bevontak. Ugyanakkor az értékelés továbbra is sok nem egyértelmű kritériumot tartalmazott, ezért öten ismét 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 társai, 2013*).

Jónéhány esetben a pályázatok kiíróit a régióban kifejezetten meglepte a potenciális alapkezelők nagyfokú érdeklődése, s ez maga is több esetben az eredményhirdetés elhúzódásához és a kiírási feltételek utólagos módosításához is vezetett. A *magyarországi* JEREMIE-program első fordulójában például a hét közös-alap pozícióra tizennyolcan jelentkezték, az egyetlen társbefektetői-alapra pedig öten pályáztak. A program első meghirdetése és az eredmény kihirdetése között négy hónap telt el. Eközben a hatóság *módosította* a kiírási feltételeket, elhalasztotta az eredményhirdetést, majd pedig mégis eredménytelennek nyilvánította a pályázatot, s újat írt ki.²⁰ A három évvel későbbi, második pályázati fordulóban a hat közös növekedési-alap pozícióra már huszonöt jelentkező volt, a négy

¹⁹ Az NCF honlapján a kiválasztási kritériumok sorában többek között az alábbi szempontok szerepeltek: kapitalizáció, alapkezelői stáb kockázati tőke terén szerzett szakmai tapasztalata és piacismerete, különös tekintettel a korai fázisú innovatív befektetésekre és kilépésekre, magas hozamot ígérő stratégia, optimális működési költség, tízéves államkötvényekét meghaladó előírt hozam (*KFK, 2011*).

²⁰ A hatóság azzal indokolta a pályázat ismételt kiírását, hogy a pályázatok elbírálásának érdemi értékelési szakaszába a közös-alapok esetében a pályázók 70%-a nem jutott el, így a program a nagy érdeklődés ellenére sem tudta volna betölteni az eredeti szándékoknak megfelelő gazdaságfejlesztési céljait (*Huszár, 2009*).

magvető alapra pedig nyolcan pályáztak. Ebben a fordulóban az utolsó pillanatban megváltozott a szóbeli prezentációt elbíráló zsűri tagjainak összetétele, miközben a szóbeli prezentáció súlyát is megnövelték a kiírásban. A harmadik, közel egy év múlva meghirdetett újabb fordulóban a nagy érdeklődés nyomán a hatóság az eredetileg meghirdetett keretet megemelte, s az eredményhirdetés határidejét is meghosszabbította. Az utolsó, negyedévvél az előző utáni fordulóban a két meghirdetésre kerülő pozícióra is még tizenhárom jelentkező volt.

A magyarországi JEREMIE-pályázat első notifikációs eljárásakor benyújtásra kerültek az alapkezelők kiválasztására szolgáló értékelési kritériumok, azaz egy ún. *scoring* táblázat, amely a kiválasztás szempontjait és az egyes kritériumok súlyozását tartalmazta. A szempontok többek között az alapkezelők múltbeli tapasztalatát és teljesítményét, a közreműködésükkel kötött ügyletek számát, értékét, a befektetést kapó cégek életciklusát és innovatív voltát kívánták figyelembe venni. Az értékelési rendszer egy következő notifikációs eljárásban történt módosítása viszont már azt tükrözte, hogy a pontozáson belül egyaránt csökkent a szakmai tapasztalat és a kínált üzleti feltételek súlya, nem változott az üzleti terv konzisztenciájának és megalapozottságának jelentősége, miközben igen jelentősen, közel duplájára nőtt a szóbeli szerepléskor megismerhető szakmai prezentációk súlya. E változások nagy valószínűséggel megnövelték az alapkezelők *szubjektív* kiválasztásának esélyét.²¹

A magyarországi JEREMIE-pályázaton induló alapkezelőkkel folytatott háttérbeszélgetések, s a sajtóban megjelent írások arra utalnak, hogy a *kormányzati kötődés* – az infrastrukturális közbeszerzésekhez hasonlóan – feltehetőleg előnyt jelenthetett a források elnyeréséért folyó versenyben. A sajtóban publikált tulajdonosi kör ismeretében a huszonnyolc nyertes alap közül tizenegy esetben lehetett kormányzati kötődést feltételezni. Elvileg nem kizárt, hogy a szóban forgó alapkezelők pályázata ne lett volna szakmailag kiemelkedő, s nyertes pozíciójuk ennek volt köszönhető.²² A kormányzati kötődés illetve közelség, mint nyerést befolyásoló tényező kiiktatása *Lettországbán* sem volt mindig megoldott a pályázatok elbírálásakor (*Avots és társai, 2013*).

A régióbeli pályázatok elfogult, illetve nem transzparens kiválasztása nem jelenti azt, hogy a győztesek között ne lettek volna sikeres, a régióban már jelentős tapasztalatot szerzett

²¹ Mivel az alapkezelők pályázatánál a kockázatotíke-piaci tapasztalat rendkívül erőteljesen esett a latba, a pályázati forduló előtt az indulni kívánó befektetők között verseny alakult ki a gyakorlott és múltbeli teljesítménnyel rendelkező alapkezelő szakemberek megszerzésére, de ugyancsak megnőtt a kereslet a pályázatiírók, valamint az "üres", azaz tőkével nem, de alapkezelői engedéllyel rendelkező alapkezelő cégek iránt.

²² Az üzleti sajtóban megjelent cikkek szerint a különböző fordulóiban Magyarországon kihirdetett nyertesek ismeretében felsejlett a gyanú, hogy a legerősebb politikai kötődésű jelöltek nyerték el a legtöbb forrást. A gazdasági háttérlobbik erős jelenlétére utalt, hogy a JEREMIE-pályázaton is nagy részt hasítottak ki a magas uniós támogatású infrastrukturális beruházások pályázatainak nyertesek között korábban is sűrűn felbukkanó csoportok (*Bruckner, 2012*).

alapkezelők. Ezek száma azonban eleve korlátozott volt, így azon piacokon, ahol sok pozíció meghirdetésre került, a kockázati tőke terén korábban egyáltalán nem tevékenykedő, újonnan alakult alapkezelők is nyerni tudtak. Ezen alapkezelők senior menedzserei a kockázati tőke helyett banki és vállalati felsővezetői tapasztalataikra alapozva indultak a versenyben.

Az alapkezelők kiválasztása kapcsán a szakértői interjúk felvetették azt a régióbeli sajátos problémát is, hogy miközben a szabályozás általánosságban a befektetőktől *független* alapkezelők jelenlétével számolt, addig a gyakorlatban a két kör sok esetben azonos volt. Tehát az alapkezelők kiválasztása egyet jelentett az alapok mögött álló privát befektetők helyzetbe hozásával. Ez megkérdőjelezi a megfelelő szakismerettel és tapasztalattal rendelkező alapkezelők kiválasztásának gyakorlati jelentőségét. Valójában ugyanis sokszor nem az alapkezelőkről, hanem az állam mellé betársuló *privát befektető* kilétéről történt meg a döntés. A magyarországi alapkezelők jó részénél például tetten érhető volt ez a helyzet. Az itteni alapok kezelőinek zöme nem független alapkezelő, hanem ún. *captive* alapkezelő volt, azaz csupán egyetlen befektető érdekeltségi körébe tartozott. A pályázati előírások ugyanakkor nem tartalmaztak olyan előírást, amely az állami befektető mellé a privát tőke befektetőinek egyedi arányára bármilyen megkötést jelentett volna.²³

További problémát okozott a régióbeli állami tőkeprogramok kezelésénél, amikor a kiválasztott alapkezelők tulajdonosi és irányítási körében a pályázat elnyerését követően *változások* álltak be. Erre a magyar gyakorlatban több példa is akadt. Ezek egy része vagy abból eredt, hogy a beígért tőke-hozzájárulást a pozíciót elnyert alap tulajdonosa érdekmúlás miatt nem teljesítette, s emiatt az alap számára már odaígyért állami forrásokat ismételten meg kellett hirdetni. Előfordult, hogy a befektetésre vállalkozó gazdag magánszemélyek más vállalkozásaik megroggyanása miatt nehéz helyzetbe kerültek, s így kénytelenek voltak a kockázati tőke-alapjaikba vállalt befektetéseikről is lemondani, alapjaikat más privát befektetőknek eladni. A magyar piacon 2015-ben kirobbant brókerbotrányokban érintett kockázati tőke-alap tulajdonosok fizetőképességének megszűnése több közös-alap működését is ellehetetlenítette.²⁴

A régióbeli állami tőkeprogramok, így például a JEREMIE-konstrukciók esetében a pályázatok kiírásának elhúzódása, nem megfelelő előkészítése, a kockázati tőke szakmai

²³ Chilében a 2001-ben bevezetett CORFU nevű állami tőkeprogram keretében az alapkezelők megfelelő jártasságának hiányát a hatóság azzal igyekezett ellensúlyozni, hogy előírta, minden közös alapon minimum öt privát befektetőnek kell részt vennie, s ezeknek egyenként minimum tíz százalékos részesedéssel kell rendelkezniük, vagy pedig a közös alapnak legalább egy, minimum 20%-ot elérő intézményi befektetője kell legyen. Ugyancsak az alapkezelők tapasztalatlanságának kivédését szolgálta, hogy maguknak az alapkezelőknek a piacon egyébként szokásos egy százalékkal szemben 15%-os mértékben kellett hozzájárulniuk az általuk kezelt alapok tőkájéhez (*Meyer, 2007*).

²⁴ Az alapok privát befektetőinek megváltozásáról a holdingalapot nem nyújtottak tájékoztatást, ennek bekövetkeztéről a nyilvánosság csak az üzleti sajtó híreiből értesülhetett.

képviselőtének hiánya, illetve tapasztalt külföldi szakértőkkel történő konzultációk elmaradása több esetben – így például a lengyel, a lett és a magyar piacon – a kírások csúszásához, illetve számtalan esetben módosításához vezetett, s nem egyszer előfordult, hogy a vesztesek jogi úton is megtámadták a pályázatok eredményeit. Összességében a régióban meghirdetett tőkekonstrukciónál számos problémát vetett fel a pályázat meghirdetése és lebonyolítása, valamint a közös alapok működésének ellenőrzése. Ezek részben a konstrukció újszerűségére és a pályázató hatóság tapasztalatlanságára voltak visszavezethetők, ugyanakkor a döntések politikai befolyásolhatóságának lehetőségét is tükrözték. Az előbbire utal a több körben meghirdetett keretek pályázatósi feltételeinek időközbeni módosítása, az eredmények meghirdetésének több ízben történő elhalasztása, míg az utóbbi lehetőséget a pályázatót elnyerő alapkezelők tulajdonosi körében a kormányhoz közeli tulajdonosi csoportok jelentős súlya veti fel.

A régió állami tőkeprogramjaiban az állami és a privát szféra "összecsapásának" konkrét színtere végül is a pályázatói rendszer volt, így nem véletlenül itt *csúcsosodott ki* az összes nem elég jól kezelt jogi és érdekeltségi probléma, valamint az átláthatóság biztosításának esetleges hiánya. A hatóságok nem érzékelték, hogy a transzparencia mennyire fontos a bizalomhoz és a gyümölcsöző együttműködéshez, s a pontozási rendszerek kialakítása valamint a pályázatók formai elemeinek betartatásában jelentkező kérélelhetetlenség mennyit ronthat a későbbi egymásrautaltságon alapuló együttműködésen. Az esetleges korrupció, azaz a hatóságok részrehajlása is itt vált *láthatóvá* a szakma és a nagyközönség számára.

Az állami tőkeprogramok privát befektetői

A regionális vagy helyi, *üzleti alapon* működő kockázatótőke-piacon az alapokba befektető privát tulajdonosok köréből már némileg következtetni lehet arra, hogy mely befektetői csoportok képezhetik a régióbeli országok állami tőkeprogramjai számára az állami forrásokhoz társuló privát befektetői potenciális körét. A közép-kelet-európai országokbeli befektetésekre szánt kockázató- és magántőke-befektetésekre összegyűjtött tőke értékének, a forrásokat nyújtó szervezetek típusa szerinti megoszlására vonatkozó - az Európai Kockázatói és Magántőke Egyesület (EVCA) által közzétett - adatok szerint 2009–2013 között a legnagyobb arányban éppen az *állami* szervezetek (39%) biztosították a tőkét. A második legnagyobb súlyú (19%) befektetői kört az alapok alapjai képviselték, azaz olyan intézmények, amelyek más intézményektől gyűjtöttek tőkét kockázatótőke-alapokba történő befektetés céljára. Messze

lemaradva következtek a kereskedelmi bankok (8%) és a nyugdíjpénztárak (8%), valamint egyaránt 5-5%-os részaránnyal a biztosítók, a nagyvállalatok, továbbá a vagyonos magánszemélyek, míg a vagyongazdálkodók részaránya 3%-os volt. A befektetések értékének maradék 8%-át 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 befektető partnereket. Ezek közé elsősorban családi vagyongazdálkodó intézmények, alapítványok, valamint privát kockázatitőke-alapok tartoznak. A nem intézményi befektetők közül pedig az üzleti angyalok és a gazdag magánszemélyek nyújtják az alapok fő forrásait.²⁵ 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 (Tillvaxferket, 2011)

A közép-kelet-európai hibrid kockázatitőke-alapok befektetők közötti választás lehetőségeit az is behatárolta, hogy a térségben viszonylag kevés a kisebb vagyongazdálkodó intézmény, így családi vagyongazdálkodó, befektethető szabad vagyonnal rendelkező alapítvány illetve korlátozott a rendszeres befektetésekre vállalkozó üzleti angyalok száma (Vö. Szerb és társai, 2007; Karsai, 2012; Klonowski, 2011).

Az állami és privát tőkével közösen felállított kockázatitőke-alapok tulajdonosi körének adatai a régióban *nem publikusak*. Az üzleti és tudományos közlemények alapján az állami tőkeprogramokba bekapcsolódó privát befektetők köre vegyes. 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 privát befektetői pozíció betöltésére. Ennek volt köszönhető például, hogy a Baltikumban az intézményi befektetők, ezen belül is elsősorban nyugdíjpénztárak a hibrid konstrukcióknak kiemelt figyelmet szenteltek. Az intézményekben rejlő potenciális lehetőség kihasználását ugyanakkor még ott is megakadályozta, hogy az intézményi befektetők számára e piac túl kicsi volt ahhoz, hogy felkeltse az érdeklődést, beleértve a külföldi bankok tulajdonában lévő helyi kereskedelmi bankokét is. A nagy bankok, ha kockázati tőkébe kívánták

²⁵ A 2003-ban indított skót társbefektetési programban a legtöbb befektetés az *üzleti angyalok* által alkotott szindikátusoktól érkezett. A svéd regionális alapokban az állam mellé 50%-ban befektetők többségét, közel 60%-át ugyancsak üzleti angyalok képviselték, míg több mint egyharmados arányban a második legnépesebb befektetői kört kockázati tőkészek és befektetési társaságok alkották (Tillvaxferket, 2011). A svéd regionális programok értékelése is azt emelte ki, hogy a hibrid alapok sikeres működésének alapvető feltétele a helyi hálózatok, helyi viszonyok ismerete, a helyi befektetőkkel való kapcsolat megléte, ami elengedhetetlen volt a befektetési lehetőségek közötti megfelelő választáshoz.

fektetni tőkéjüket, akkor nem a kisméretű, államilag társfinanszírozott közös alapokba, hanem nagy *alapok alapjaiba* tették (Avots és társai, 2013).

Azon 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 - ott nehezebb volt a közös alapok számára tőkeerős privát befektetőket találni. Ráadásul a magánnyugdíj-pénztárak által kezelt tőke egy sor régiós országban lecsökkent, hátrányosan befolyásolva nemcsak az állami tőkeprogramok potenciális résztvevőinek körét, de az egész kockázatitőke-piacon is rontva a forrásellátást.²⁶ A sort Magyarország indította el még 2010-ben, amikor a magánnyugdíj-pénztáraknál felhalmozott megtakarítások túlnyomó része átkerült az állami nyugdíjrendszerbe, de e tendencia érvényesült Bulgáriában, Szlovákiában, Romániában és Lengyelországban is.

A közép-kelet-európai térség hibrid kockázatitőke-alapjaiban ezért jellemzően helyi *vagyonkezelő intézmények*, valamint *gazdag magánszemélyek* vettek részt. Az *üzleti angyalok* bekapcsolódása ott lehetett gyakoribb, ahol ez a befektetői kör már eleve nagyobb számban volt jelen. Azonban mivel az üzleti angyalok kevésbé bíztak az állammal történő hosszabb távú együttműködés sikerében, többnyire inkább *társbefektetői* pozícióban vettek részt az állam oldalán a finanszírozásban. Az ügyleteket egyedileg mérlegelve, alkalmilag döntötték el, hogy befektetnek-e adott projektbe vagy sem, s nem preferálták a hosszabb távú elköteleződést jelentő közös alapokban való részvételt. Az egyetlen magyarországi társbefektető alap, az Euroventures, mely a közös alapoktól eltérően ráadásul a legfejlettebb közép-magyarországi régióban is végezhetett befektetéseket, gyakran már a projekt javaslatokat is üzleti angyaloktól kapta, akik azután maguk is befektettek az alap oldalán a kiválasztott ügyletekbe.²⁷

Lettországban a privát személyek közül csak néhány tudott és akart befektetni több millió eurót egy hosszabb időszakra, bár végül itt is minden kockázatitőke-alapnak volt magánszemély befektetője (Avots és társai, 2013). A lettországi közös-alapok privát befektetői közül nagyvállalati befektetők egy alapban, nyugdíjpénztárak négy alapban, bankok két alapban,

²⁶ Magyarországon, ahol az előírások korábban nem tiltották a nyugdíjalapok számára a kockázati tőkébe történő befektetést, egy 2009 nyarán lefolytatott kérdőíves felmérés szerint az önkéntes- és magánnyugdíjpénztárak körében egyértelműen pozitív volt a kockázati tőke megítélése (Karsai, 2010). Középtávon a pénztárak kétharmada tervezte, hogy eszközeinek 1-3%-át ezen eszközcsoportba fekteti, ami potenciálisan 150 milliárd forint friss tőke beáramlását tette volna lehetővé a magyarországi kockázatitőke-ágazatba. 2011-re a magánnyugdíjpénztárak szabályozásának megváltozása a magánnyugdíjpénztári tagok túlnyomó hányadának a társadalombiztosítási nyugdíjrendszerbe történő visszalépését kényszerítette ki. A Baltikumban működő nyugdíjpénztárak esetében a helyzet fordított volt, mivel itt a kockázati tőke kereslete volt alacsony, vagyis ezen intézmények sokkal fontosabb szerepet is játszhattak volna a térségbeli piacokon (Avots és társai, 2013).

²⁷ E konstrukciójú együttműködés sikerét érzékelve javasolta a társbefektető alapok kiterjedtebb használatát a közös alapokkal szemben a JEREMIE-konstrukció jövőbeli átalakításához a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (HVCA, 2015).

magánszemélyek pedig három alapon vettek részt (*Prohorov, 2014*). Az egyetlen román közös alaphoz egy nagy bank vagyongazdálkodó szervezete adta a társfinanszírozást. A *lengyel* szakértői interjúk szerint az ottani állami tőkeprogramhoz kizárólag vagyonos magánszemélyek csatlakoztak befektetéseikkel, volt egy alap, amelyben több ilyen befektető is részt vett, s egy további esetben egy külföldi kockázatitőke-alap volt a privát finanszírozó.

A magyarországi intézményi finanszírozók részvétele viszonylag ritka volt a magyarországi JEREMIE kockázatitőke-alapok tulajdonosi körében, csupán egy kereskedelmi bank vett részt befektetőként itteni közös-alapban. Az alapok tulajdonosai között ugyanakkor viszonylag nagyobb gyakorisággal fordultak elő pénzügyi befektetői és bróker csoportok, e szervezetek nyolc JEREMIE-alap tulajdonosi hátterében is felfedezhetők voltak. Ezek a befektetői csoportok már meglévő befektetési palettájukat egészítették ki kockázati tőkével. Külföldi befektetők nem érdeklődtek a magyarországi állami tőkeprogram nyújtotta lehetőség iránt, feltehetőleg a helyismeret hiánya, a kis befektethető volumen, a magas kockázat és a kevéssé kiszámítható üzleti környezet miatt.²⁸ 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 tizenhárom személy a huszonnyolc alap közül tizennyolcban szerepelt. Feltételezhető, hogy számukra az Európai Unió által a programra allokált tőke megszerzési lehetősége jó üzlet volt, 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.

A kockázatitőke-alapok felügyeletét 2014 után átvevő Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2015-ben készített alkalmi összesítése szerint a magyarországi JEREMIE kockázatitőke-alapok által gyűjtött tőke értékének legnagyobb hányadát (71%) képviselő állam után a vagyonos magánszemélyek hozzájárulása (14%) jelentette a második legjelentősebb tőkeforrást. Az alapok összes tőkéjéből mindössze 6%-os hányadot biztosítottak vállalati befektetők, valamint 5%-ot a különböző vagyongazdálkodók, miközben csupán 2%-ot adtak a bankok. A maradék 4%-os hányad egyéb befektetőktől, illetve maguknak az alapkezelőktől a tőke-hozzájárulásaiából állt össze (*MNB, 2015*).

²⁸ Bár a magyarországi tőkeprogram kialakításáért felelős hatóságok képviselői előszeretettel emlegették az izraeli Yozma programot a magyar JEREMIE-program mintájaként, az itteni feltételrendszerből hiányzott az izraeli program sikeréhez fontos hozzájárulást jelentő azon előírás, amely külföldi befektetők kötelező bevonását követelte volna meg a közös-alapok kezelőitől (Vö.: *Kenney és társai, 2004; Meyer, 2007.*)

AZ ÁLLAMI TŐKEPROGRAMOK HATÁSA A RÉGIÓ KOCKÁZATITŐKE-PIACÁRA

A régióbeli országok kockázatitőke-piacán a magántőkét *kiszorító hatás* (Vö. *Leleux és Surlumont, 2003; Cumming és MacIntosh, 2006*) negatív következményeivel sehol *nem* kellett számolni, mivel a privát 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. A program keretében felálló hibrid-alapok így lényegében a piacon korábban már jelen lévő, kizárólagos állami tulajdonban lévő alapoknak illetve egymásnak teremtettek konkurenciát. Ez utóbbi hatás is csak azon kevés országban - például a *magyar* és a *lengyel* piacon - jelentkezhetett, ahol az állami tőkeprogramok révén jelentősebb számú hibrid-alap jött létre. A versenyhelyzet a holdingalapok által több fordulóban kiírt pályázatok nyertesei közül is elsősorban a korábbi fordulókat jelentkezőinek kedvezett, mivel a potenciálisan ígéretes projektek gyorsabban "elkeltek", miközben a 2007-2013 közötti időszakban kapott állami tőke befektetési periódusa minden alap számára azonos időpontban, 2015 végén záródik le. A már piacon lévő, kizárólagos állami tulajdonú kockázatitőke-alapok a hibrid-alapok számára valójában többnyire *nem jelentettek konkurenciát*, kihelyezhető tőkéjük ugyanis rendszerint már a társbefektető állami tőkeprogramok indulását megelőzően elapadt korábbi, kevés hozamú és gyakran veszteséges befektetéseik következtében.

Az állami tőkeprogramok sikerét a nyugati tőkeprogramok esetében tapasztalathoz hasonlóan a régióban is aláásta, hogy a megfelelő minőségű projektek *kínálata* mindenhol gondot jelentett. A részben állami forrásokkal létrehozott kockázatitőke-alapok felállításukat követően rövid időn belül azzal szembesültek, hogy nincs elég számú olyan projekt, amely kedvező kilátásokkal kecsegtetne. Bár a régióbeli hibrid kockázatitőke-alapokhoz rengeteg befektetési ajánlat érkezett, ezek nagy hányada *nem* volt "*befektetés-érett*". Azaz olyan projektek is nagy számban a kockázatitőke-alapoknál kötöttek ki, amelyek iránt azok még nem érdeklődhettek. Ők ugyanis olyan, piacképes, bevált termékkel rendelkező és fejlett fázisban lévő cégekbe akartak 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, inkubátor szervezetek és vállalkozásgyorsító akcelerator cégek is.

Felismerve e helyzetet, az állami és privát tőkével finanszírozott közös-alapok több országban is belátták, hogy számukra is előnyös, ha vagy maguk hoznak létre *inkubátor/akcelerátor* cégeket, vagy magvető alapokat, illetve ha együttműködési szerződést kötnek ilyen szervezetekkel. Magyarországon például a hibrid JEREMIE-alapok megjelenése "*maga után húzta*" az üzletfejlesztési szolgáltatások fejlődését, aktivizálta a helyi üzleti angyalokat és a magánszektorbeli magvető alapokat. Sőt, az állam egy külön pályázatot is kiírt inkubátorok létrehozására, igaz ennek beindulása a források tényleges átutalásának hiányában sokáig nem tudott megtörténni.²⁹

A keresleti oldal kezelésének hiánya vagy késedelmes kezelése a fejlett kockázatitőke-piaccaal rendelkező országok gyakorlatából már jól ismert probléma volt, hiszen ott is kifejezetten rontotta a kormányzati tőkeprogramok működésének eredményességét. A nyugati tapasztalatok arra is rávilágítottak, hogy a tervezett állami kockázatitőke-programok mellé oktatási, *felkészítő*, népszerűsítő programokra is forrásokat kell az államnakallokálnia annak érdekében, hogy a jelentkezők valóban befektetés érett projektekkel keressék fel a finanszírozásra létrehozott állami és privát tőkét egyidejűleg befektető kockázatitőke-alapokat. Költség/haszon oldalról nézve ugyanis a vállalkozói tréningek és a vállalkozók információval történő támogatása sokkal hatékonyabb megoldásnak bizonyult, mint a gépek vagy berendezések vásárlásához avagy a korai fázisban megindított termelés elősegítésére nyújtott támogatás (*Avots és társai, 2013; Keutschnigg és Nielsen, 2001, Mason és Kwok, 2010*).

Az állami tőkekonstrukciók eredményessége és az általuk a kockázatitőke-piacra és az innovatív vállalkozások sikeressé válására gyakorolt hatás szempontjából további kérdés, hogy a programok *befejeződését követően* az ígéretes és életképes projektek további tőkeszükséglete biztosítható lesz-e, s ha igen, hogyan. A közép-kelet-európai térség esetében ez még élesebben vetődik fel, tekintve hogy a fejlett tőkepiacú országokhoz képest a régió kockázatitőke-piacanemzetközi viszonylatban *továbbra sem* túlságosan *vonzó* a privát tőke számára. Amennyiben a korábbi tervezési időszakban használt állami részvételi modell alkalmazása folytatódik, akkor feltehetőleg egy átmeneti, közel két éves olyan időszakra kell számítani 2016-2017-ben, amit állami tőke nélkül kell áthidalni, tekintve az EU-beli előírások teljesítésének adminisztratív átfutási idejét. Az irányító hatóságok várakozása szerint elképzelhető azonban, hogy a korábban "szentírásként" kezelt 2015 december végi befektetési határidő fél évvel meghosszabbodik, s így a frissen megpályázható tőke nélküli időszak némileg lerövidül. Előfordulhat továbbá, hogy az új tervezési időszakban az országonként működtetett modell mellett már egy másfajta konstrukció is belép. Így az állami források és a privát szféra együttműködésén alapuló olyan, *nagyobb*

²⁹ Az un. Gazella programba kiválasztott négy, államilag akkreditált cégkeltető csapat közül 2015 nyaráig csak egynek sikerült a szerződés aláírásáig eljutnia (*Halaska, 2015*).

méretű régiós alapok felállításának terve is körvonalazódik, amely alapok alapja konstrukcióban több ország piacán egyidejűleg is működni tud, azaz nem csupán nemzeti keretekben finanszíroz privát kockázatitőke-alapokat. E megoldás előnye, hogy e nagyobb régiós alapokba azon intézményi befektetők is bekapcsolódhatnak finanszírozóként, amelyek számára egy-egy kisebb kockázatitőke-alap finanszírozása méreténél fogva nem lehetséges.³⁰ Sajtóbeli értesülések szerint nem kizárt, hogy az új tervezési időszakban a korábbi nagyszámú JEREMIE-alapot Magyarországon is egyetlen nagy, alapok alapjaként működő, uniós társfinanszírozású tőkealap váltja majd fel (Halaska, 2015).

Kínálati oldalról nézve az állami tőkeprogramok összességében elvileg sikeresek voltak, mivel országoként nagyon különböző mértékben, de *megnövelték a kockázati tőke kínálatát* a fiatal, innovatív kis- és középvállalkozások számára. Az állami tőke-hozzájárulás felkeltette a privát tőke érdeklődését egy olyan szegmens iránt, amely korábban nem volt számára vonzó. Ugyanakkor a *tőkerés továbbra is megmaradt* a magvető időszak, és az ezt megelőző, ún. pre-seed szakaszban tartó, azaz igen korai stádiumú projektek finanszírozása esetében. Jelentős *tanulási folyamat* is lezajlott minden piacon, beleértve a hatóságok és a privát piaci szereplők, valamint a keresletet adó vállalkozások körét. A megvalósított állami tőkekonstrukciók ugyanakkor számos olyan problémával küszködtek, amelyeket a nyugati előképüket jelentő konstrukciók már előre jeleztek, így ezek részben megelőzhetők illetve csökkenthetőek lettek volna.

A programok közvetlen gazdaságra gyakorolt hatása a finanszírozott vállalkozások számának növekedéséből, fejlődésének felgyorsulásából, új munkahelyek teremtéséből, az innovációs teljesítmény növekedéséből 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, sikeresen ki tudtak-e befektetéseikből lépni, vonzó hozamokat tudtak-e elérni. Tekintettel arra, hogy az állami tőkeprogramok tényleges befektetései csak 2010 után indultak be a régióban, ezekre a kérdésekre csak néhány év elteltével adható válasz.³¹ A jövőbeli értékelések azért is fontosak lennének, mert a nyugati felmérések többnyire *nem támasztották alá* az állami kockázati tőke erőteljesebb innovációs hatását a privát finanszírozókhöz képest (Murray, 1998; Berotni és Tykvova, 2012, 2015), nem igazolták az állami részvétel szignifikáns árbevétel növelő szerepét (Grilli és Murtinu, 2014) és a

³⁰ Ez utóbbi modellnek felel meg a már működő Baltic Innovation Fund, melyet alapok alapja konstrukcióban az EIF kezdeményezésével, több balti ország kormánya által is társfinanszíroz. Hasonló megoldást képvisel a Polish Growth Fund, amely Lengyelországban finanszíroz alapok alapjaként privát kockázatitőke-alapokat.

³¹ A magyarországi JEREMIE-alapok befektetéseinek időközi eredményeiről lásd *Becsky-Nagy és Fazekas (2015); Fazekas (2014); Halaska, 2014, 2015;* valamint *Lovas és Rába, 2013.*

ráfordítások alapján mért nagyobb hatékonyságát sem (*Alperovych és társai, 2013*). Sőt, az állami tőkét kapó cégek kilépésekor mért teljesítmény is vegyes képet nyújtott (*Cumming és Johan, 2008, 2009, 2010, 2014; Buzzacchi és társai, 2013; Croce és Ughetto, 2014*).

KÖVETKEZTETÉSEK

Az állam többféle módon, szabályozóként és befektetőként vesz részt a kockázatitőke-piacon. A tanulmány az állam *befektetői* szerepkörét vizsgálta, a közép-kelet-európai országok példáján keresztül részletesen áttekintve az állami részvétel nagyságrendjét, formáit és jellemzőit. Bemutatta, hogy a piaci folyamatok torzításának kockázatával járó közvetlen részvétellel szemben az állam immár a közép-kelet-európában is mindinkább közvetett módon, a privát szférát is bevonva járul hozzá a kockázatitőke-piac forrásainak növeléséhez.

A kockázatitőke-befektetéseknél a tisztán állami kockázati tőkebefektetésekhöz képest az állam és a privát szektor együttműködése elvileg jobban képes biztosítani, hogy a korai fázisú, kockázatos, ám üzletileg életképes, perspektivikus projektek tőkéhez jussanak, s politikai befolyástól mentesen kerüljenek kiválasztásra, valamint hogy a finanszírozás időtartama ne függjön a választási ciklusoktól, továbbá hogy a befektetések kezelésével megbízott menedzserek megfelelő szakértelemmel rendelkezzenek és teljesítményarányos ösztönzésben részesüljenek.

A régió országaiban a hatóságok tulajdonképpen e programok engedélyeztetésekor szembesültek igazán azzal, hogy az EU-csatlakozás milyen követelményeket támaszt velük szemben a kockázatitőke-piacon. Tapasztalniuk kellett, hogy az állami tőkeprogramok kialakításában viszonylag *szűk a játéktér*, mivel a strukturális alapokra, az állami támogatásokra, illetve a pénzügyi eszközökre vonatkozó szabályrendszer egyidejű alkalmazása már önmagában behatárolja a választható kereteket, s kevés a lehetőség az esetleges sajátosságok figyelembevételére. A nagy számú, esetenként eleve nehezen összeegyeztethető előírás egyidejű betartása még a kockázatiőke-programok terén tapasztaltabb nyugati országok irányító hatóságait is próbára tette, amit a régióban sajátos feladatként tovább nehezített az érintett állami apparátusok szervezeti és szemléleti átállításának és a befektetések jogszabályi környezete megteremtésének igénye. Nem véletlen, hogy mindez a programok bevezetésének nagyarányú *csúszását* eredményezte, miközben a források felhasználásának határideje szigorú időkorláthoz volt kötve.

Az állami források megnövekedett jelentősége az utóbbi években az egész közép-kelet-európai régióra jellemző volt, a 2009 és 2013 között a régióbeli befektetésekre szakosodott kockázati- és magántőke-alapok forrásainak már közel 40%-a kormányzati szervektől érkezett (EVCA, 2014). Az állami szerepvállalás felpörgése főként az Európai Unió strukturális alapjainak a kockázati tőke céljára fordítható felhasználását lehetővé tevő programoknak, így elsősorban az un. JEREMIE-konstrukció régiószerte történő igénybevételének volt az eredménye, bár nem ez volt az egyetlen állami tőkeprogram-típus, amely a régióban az uniós forrásokból megvalósult. A tőkeprogramok iránti érdeklődést jelezte, hogy a régióban több mint 60 kockázati-tőke-alap élt az új konstrukciók adta lehetőséggel, közel 1,1 milliárd euró összegű tőke befektetését vállalva.

A tapasztalatok összességében azt jelzik, hogy a közép-kelet-európai kormányok által bevezetett tőkeprogramok magukon viselték mindazon pozitív és negatív vonásokat, amelyek a fejlett országok hasonló konstrukciójú programjait jellemezték. Az itteni országok nem feltétlenül spórolták meg a korábbi hibákat, ezt az Európai Unió előírásai sem mindig tették lehetővé. Ráadásul az EU és a nemzetállamok bürokratikus működése okozta gondok kiegészültek a régió paternalista-korrupciós hagyományaival, s azzal a ténnyel, hogy a kulturális-intézményi adottságokon nem lehet ugrásszerűen változtatni. A kiküszöbölhető típus hibák közé tartozott, hogy a kormányzati erőfeszítések kizárólag a kockázati tőke *kínálatának* növelésére irányultak, s nem került sor a keresleti oldalt érintő lépésekre. Azaz, a tőkeprogramokat nem előzte meg az inkubációs és akcelátor szervezetek létrejötte, amely a vállalkozások befektetésre való felkészítéséhez elengedhetetlen lett volna. Ugyancsak a már ismert negatívumok közé sorolható az alapok *kis mérete*, amely nem volt képes a hatékony és önfenntartó működést biztosítani. Ismert problémát vetettek fel a befektetések méretére, földrajzi hatókörére, valamint a finanszírozott cégek életkorára vonatkozó állami *korlátozások*, amelyek a régióban is egyértelműen rontották a befektetések hatékonyságát és eredményességét, s amelyek kijátszása maga is az erőforrásokat emésztett fel.

A tőkeprogramok megvalósítása fontos *ismereteket* nyújtott a kockázati tőke világában egyébként is idegenül mozgó állami szervezetek számára a privát befektetők gondolkodásmódjának megismerése, a rendelkezésre álló potenciális források felmérése, az érdekeltségi rendszer működtetése, az érdeklődés hiánya összetevőinek feltérképezése az állam által lefedni kívánt vállalkozások körében. A tájékozódás a privát befektetők számára is hasznos volt, mert a tőkeprogramok kapcsán megismerték az állam által fontosnak tartott szempontokat, valamint az Európai Unió által megkövetelt előírásokat.

A nyugati tapasztalatokhoz képest a Közép-Kelet-Európában sokkal erőteljesebben vetődött fel az állami tőkeprogramokban a privát befektetők megtalálásának és *ösztönzésének* kérdése. A régió fejletlen kockázatitőke-piacán ugyanis eleve kevésbé voltak jelen azok a társbefektetői szerepre elvileg alkalmas üzleti angyalok, egyetemi alapítványok és kisebb családi vagyonkezelők, amelyek méretüknél és szakértelmüknél fogva érdekelték lehetek az állammal közös befektetésekben. A régió piacain a potenciális befektetők korlátozott kínálata miatt a privát befektetőknek - a kockázatos és kevésbé nyereséges befektetések vállalása érdekében - nyújtott viszonylag kiterjedt kedvezmények ugyanakkor azt eredményezték, hogy a társbefektetői szerepre előszeretettel vállalkoztak olyan vagyonos magánszemélyek, akik közismerten *jó kapcsolatokat ápolnak 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 *eltékozlását* valószínűsítik. A tőkeprogramok hatását várhatóan csökkenteni fogja, hogy a régióbeli országok egy részében a kockázatitőke-piac *nem tudja felszívni* a megnövekedett tőkekínálatot a strukturális alapok felhasználására nyitva álló idő alatt, miközben a programok lezárulta után *tőkeínség* fog várhatóan fellépni. Megoldatlan az állami és privát forrásokkal együttesen finanszírozott és így megerősödött cégek további finanszírozása. 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 jelentkezése ellenére a régióbeli országok kockázatitőke-piacán számos *pozitív hatás* is jelentkezett. Így önmagában a *tőkekínálat* jelentős növekedése a korai fázisú cégek számára azt eredményezte, hogy néhány kiemelkedően sikeres innováció született. Megnőtt a kockázati tőke, mint vállalatfinanszírozási eszköz ismertsége, s lényegesen átláthatóbbá vált a kockázati tőkések portfóliójába kerülő vállalatok működése, ami egy szűk körben a gazdaság fehéredését eredményezte. A program nyújtotta lehetőségek kapcsán megelégnél 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. Kiepültek olyan alapsaládok, amelyek a perspektivikus projektek életciklusának teljes folyamatát végigkísérve tudják biztosítani 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

nyomán az állami és privát tőke együttműködésén alapuló új pénzügyi eszközök hozzájárultak ahhoz, hogy Európa keleti felében is korszerűsödjenek az állami kockázatitőke-programok.

A közép-kelet-európai régióbeli kockázatitőke-programok végső mérlege ugyanakkor még nem vonható meg, az eltelt idő rövideje miatt 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 és a szükséges konklúziók levonását. Hiányzik a befektetett költségvetési források hatékonyságának lemerése 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. Ha és amennyiben ez egyes esetekben így lett volna, az a kockázati tőke köntösébe bujtatott *állami támogatást* takarna. Ez nemcsak a piaci verseny szempontjából lenne megkérdőjelezhető, hanem a kockázati tőke egyik lényegi vonásának, a sikeres cégek felépítéséhez nyújtott szakmai segítség elsikkadásához is vezetne.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Alperovych, Y., Hubner, G., Lobet, F. (2013): How (in)efficient is public venture capital? Evidence from Belgium, Working Paper, EMLyon.
- Armour, J., Cumming, D. J. (2006): The legislative road to silicon valley. *Oxford Economic Papers*, 58, 596-635.
- Avots, K., Strenga, K., Paalzow, A. (2013): Public venture capital in Latvia. *Baltic Journal of Economics*, Vol. 13, No. 1, Spring 2013. pp. 3-30.
- Becsky-Nagy Patrícia, Fazekas Balázs (2015): Befektetés vagy tanulópénz? Az uniós állami források hatása a magyarországi kockázati tőke-piac fejlődésére. *Pénzügyi Szemle*, 2015. 2. szám, 243-253. old.
- Bertoni, F., Tykova, T. (2012): Which form of venture capital is most supportive of innovation? *ZEW. Discussion Papers*, No. 12-018, 2012.
- Bertoni, F., Tykova, T. (2015): Does government venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies. *Research Policy*, 44(2015), 925-935.
- Binder István (2009): Kockajáték. Interjú Erős Jánossal, az MFB vezérigazgatójával. *Üzlet & Siker*, 2009. 02, 24-26. old.
- Brander, J. A., Egan, E., Hellmann, T. (2008): Government sponsored versus private venture capital: Canadian evidence. In: Lerner, J., Schoar, A. (Eds.): *International differences in entrepreneurship*, Chapter 10. Chicago: University of Chicago Press.
- Bruckner Gergely (2012): Töröcskeiek taroltak. *Figyelő.hu*, 2012. 11. 08.
- Buzzacchi, L., Scellato, G., Ughetto, E. (2013): The investment strategies of publicly sponsored venture capital funds. *Journal of Banking and Finance*, 37(3), 707-716.
- Colombo, M. G., Cumming, D. J., Vismara, S. (2014): Governmental venture capital for innovative young firms. *Journal of Technology Transfer*, Published online: 06. 12. 2014. DOI 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., Johan, S. A. (2008): Information asymmetries, agency costs, and venture capital exit outcomes. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10, 197-231.
- Cumming, D. J., Johan, S. A. (2009): Pre-seed government venture capital funds. *Journal of International Entrepreneurship*, 7, 26-56.
- Cumming, D. J., Johan, S. A. (2010): Venture capital investment duration. *Journal of Small Business Management*, 48, 228-257.
- Cumming, D. J., Johan, S. A. (2014): Venture's economic impact in Australia. *Journal of Technology Transfer*, doi:10.1016/j.jcorpfin.2014.10.016.
- Cumming, D. J., MacIntosh, J. (2006): Crowding out private equity: Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 21, 569-609.

- 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* (forthcoming).
- Dimov, D., Murray, G. (2006):* The Determinants of the Incidence and Scale of Seed Capital Investments by Venture Capital Firms. University of Exeter. 18.08.2006. (http://www.sobe.ex.ac.uk/respapers/Dimo&Murray_May06.pdf).
- EC (2011):* Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. European Commission, 19.10.2011, COM(2011) 662 final.
- 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 p.
- EIF, (2014):* Annual Report 2013. European Investment Fund. Luxemburg, 2014.
- European Commission (2008):* State aid N 355/2008 - Hungary. Hungarian JEREMIE risk capital measure. EC, Brussels, 10. 12. 2008.
- European Commission (2012):* State aid SA.34087 (2012/N) Hungary. New Széchenyi Risk Capital Programme - Modification of the Hungarian JEREMIE risk capital measure. EC, Brussels, 30.05.2012.
- European Commission (2013):* State Aid SA.36856 (2013/N) - Hungary. New Széchenyi Risk Capital Programme - Second modification of the Hungarian JEREMIE risk capital measure. Brussels, 22.7.2013.
- European Court of Auditors (2012):* Financial Instruments for SMEs. Co-Financed by the European Regional Development Fund, Special Report, No. 2, Luxemburg, 2012.
- European Union (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. Situation as at 31 December 2013. European Commission, Directorate-General for Regional and Urban policy REGIO DG 02, Belgium. ISBN: 978-92-79-40736-9 doi:10.2776/29238
- EVCA (2014):* Yearbook 2014. European Venture Capital and Private Equity Association, Brussels, 2015.
- 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*, 2(2), pp. 883-892.
- Florida, R., Smith, D. F. (1993):* Keep the Government out of Venture Capital, *Issues in Science and Technology*, No. 9, pp. 61-69.
- Grilli, L., Murtinu, S. (2014):* Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms. *Research Policy*, 43(9), pp. 1523-1543. <http://dxdoi.org/10.1016/j.respol.2014.04.002>
- Halaska Gábor (2014):* Milliárdos rétestészta. *Figyelő*, 2015. 24. sz. június 11-17., 42-46. o.
- Halaska Gábor (2015):* Vesztésre állnak. *Figyelő Online*, 2014.06.26.
- Höppner, D. (2014):* CEE Private Equity in the European Context. EVCA Chief Executive presentation at the 16th Annual Conference of the Hungarian Private Equity and Venture Capital Association, Budapest, 2014. 06. 03.
- Huszár Péter (2009):* Kinek a szánalmas diadala? Vélemény a véleményről. *Portfolio.hu*, 2009.06.17.

- HVCA (2015)*: Konceptcionális javaslatok a jövőben indítandó JEREMIE kockázati tőkeprogramokhoz. HVCA, Budapest, 2015. 04. 15. 11p.
- 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. old.
- Karsai Judit (2004)*: Can the State Replace Private Capital Investors? Public Financing of Venture Capital in Hungary. Discussion Papers, MT-DP 2004/9., Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, Budapest.
- Karsai Judit. (2010)*: Kockázati tőke a nyugdíjpénztárak szemszögéből. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest, 2010 április, p. 14.
- Karsai Judit (2012)*: A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban. *Közgazdasági Szemle Alapítvány*, MTA KRTK KTI, Budapest, 2012.
- Karsai Judit (2014)*: Fából vaskarika? Az állam mint kockázati tőke-befektető. *Külgazdaság*, LVIII. évf. 9-10. sz. 3-34. old.
- Kenney, M., Han, K., Tanaka, S. (2004)*: The Globalization of Venture Capital: The Cases of Taiwan and Japan. In: Antony Bartzokas and Sunil Mani (Eds.) 2004: Financial Systems, Corporate Investment in Innovation and Venture Capital. Cheltenham: UK and Northampton, MA: Edward Elgar: pp. 52-83.
- Keutschnigg, C., Nielsen, S. B. (2001)*: Public policy for venture capital. *International Tax and Public Finance*, 8, pp. 557-572.
- KFK (2011)*: Investment policy. Favouring of private investors. Evaluation criteria, KFK, 2011.12.14. (<http://www.kfk.org.pl/en/print/how-we-invest/investment-policy>) (Letöltve: 2014.02.03.)
- Kitsing, M. (2013)*: Government as a Venture Capitalist: Evidence from Estonia. Mimeo, submitted to Industry Studies association Annual Conference, may 28-31, 2013. Tallin.
- Klonowski, D. (2010)*: The effectiveness of government-sponsored programmes in supporting the SME sector in Poland. *Post-Communist Economies*, Vol. 22. No. 2, June 2010. pp. 229-245.
- Klonowski, D.(2011)*: Liquidity gaps in financing the SME sector in an emerging market: evidence from Poland. *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 7, No. 3, 2012. pp. 335-355.
- KPMG (2011)*: EU Funds in Central and Eastern Europe, Progress Report 2007-2010, kpmg.hu, p. 13.
- 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, 1998.
- Lerner, J. (2002)*: When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes, *Economic Journal*, Royal Economic Society, Vol. 112, No. 477, February 2002, 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, 2009.
- Lerner, J. (2010)*: The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital. *Small Business Economics*, 2010 35:255-264. DOI 10.1007/s11187-010-9298-z.

- 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, May 2014.
- Lovas Anita, Rába Viktória (2013):* Állami szerepvállalás a start-up vállalatok finanszírozásában. Hitelintézeti Szemle, 2013. 12. évf. 5. sz. 353-370.o.
- Mannick, K. (2007):* Latvia: developing early-stage venture capital to sustain long-term economic growth. Technopolis Group, EC.
- Mason (2013):* Access to finance. A 'thought piece' for the North East LEP Independent Economic Review. University of Glasgow, Adam Smith Business School, 11 March 2013;
- Mason, C. M., Kwok, K. (2010):* Investment Readiness Programmes and Access to Finance: A Critical review of Design Issues. *Local Economy*, 25(4): 269-292. doi:10.1080/02690942.2010.504570.
- Meyer, T. (2007):* The Public Sector's Role in the Promotion of Venture Capital Markets. SSRN 1019988, August, 2007.
- Michie, R., Wishlade, F. (2012):* Between Scylla and Charybdis: Navigating Financial Engineering Instruments Through Structural Funds and State Aid Requirements, IQ-Net Thematic Paper, No. 29(2), 2012, European Policies Research Centre, p. 101.
- MNB (2015):* Elemzése hazai kockázati tőkealap-kezelők és alapok működéséről. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 2015.02.02.
- MTI (2012):* Idén több pénzt fektet be az állam. nol.hu, 2012. 04.12.
- 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*, 32(5), pp. 405-419.
- Murray, G. C. (2007):* Venture Capital and Government Policy. In: Landstrom, H. (ed.): *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham: Edward Elgar.
- 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, 11-12 March, 2012.
- NCBIR (2014):* Launch of the largest high-tech venture capital fund in Poland. 2014.02.20. (<http://www.ncbir.pl/en/news/art,2928,-launch-of-the-largest-high-tech-venture-capital-fund-in-poland.>) Letöltve: 2015.07.06.
- Nicolaidis, P. (2013):* Financial Engineering Instruments and their Assessment under EU State Aid Rules. Bruges European Economic Policy Briefings, 2013/26.
- Prohorovs, A. (2014):* The Volume of Venture Capital Funds of Latvia and Their Financing Sources. *China-USA Business Review*, Vol. 13, No. 4, pp. 217-234. April 2014, ISSN 1537-1514.
- Regeneris Consulting Ltd. (2013):* Mid-Term Review of the English JEREMIE funds. www.regeneris.co.uk.
- Rudnicka, B., Dietl, M. (2013):* Public Support for Venture Capital in Emerging Markets: An Overview of Selected Countries. In: Klonowski, D. (ed.): *Private Equity in Emerging Markets. The New Frontiers of International Finance*. Palgrave Macmillan, New York, 2013, pp. 173- 180.

- Szerb, L., Rappai, G., Makra, Zs, Terjesen, S. (2007):* Informal Investment in Transition Economies: Individual Characteristics and Clusters. *Small Business Economics* 2007(28), pp. 257-271. DOI 10.1007/s11187-006-9019-9.
- Tillvaxtverket (2011):* Mid-term evaluation of regional venture capital funds, Implementation and lessons learnt, Tillvaxtverket, September 2011. (<http://publikationer.tyllvaxtverket.se/ProductView.aspx?ID=1680>)
- Torontáli Zoltán (2013):* Pestieknek jut a vidéki vagányok pénze. *Origo.hu*, 2013.06.29. <http://www.origo.hu/gazdasag/20130527-trukkoznek-az-unios-forrasok-kihelyezesevel>).
- 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://dxdoi.org/10.1787/5k3xqsfooj33-en>).
- Wilson, K. E. (2015):* Policy Lessons from Financing Innovative Firms. *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, No. 24, OECD Publishing, Paris, (<http://dx.doi.org/10.1787/5js03z8zrh9p-en>).
- Zsembery Levente (2012):* Profi szakértő írása az új Jeremie II.-ről. *Insiderblog.hu*, 2012.06.13. (Insiderblog.hu/blogzine/2012/06/13/profi-szakerto-irasa-az-uj-jeremie-ii-rol/)