

Karsai Judit

Furcsa pár

Karsai Judit

Furcsa pár

Az állam szerepe
a kockázati tőke-piacon
Kelet-Európában

Közgazdasági Szemle Alapítvány /
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet
Budapest, 2017



A 105581-K számú projekt
a Nemzeti Kutatási Fejlesztési és Innovációs Alapból
biztosított támogatással, az OTKA pályázati program
finanszírozásában valósult meg.

Lektorálta **Vince Péter**

Tartalom

Bevezetés	7
1.	
Alaposan megregulázva	
Az állam megváltozott szerepe a válság után	13
A válság hatása a kockázatitőke-ágazatra	14
A kockázatitőke-ágazat befektetőinek szigorodó szabályozása	17
A kockázatitőke-ágazat kezelőinek szigorodó szabályozása	29
Az állami kockázatitőke-alapok befektetési szabályainak könnyítése	35
Következtetések	38
2.	
Fából vaskarika?	
Az állam mint kockázatitőke-befektető	41
A válság hatása az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalására	44
Az állami kockázatitőke-programok típusai	45
Az állami kockázatitőke-programok értékelésének módja és vizsgált területei	53
Az állami kockázatitőke-programok eredményességét befolyásoló tényezők	55
Az állami kockázatitőke-programok eredményei	61
Következtetések	70
F2. Függelék	73

3.

Más kárán tanul az okos?

Állami tőkeprogramok a kelet-közép-európai régióban 77

Az állami részvétel lehetséges formái a régióbeli
kockázatitőke-piacon 81

Állami kockázatitőke-programokat finanszírozó
uniós programok 83

Az állami és nem állami tőke együttműködésének előzményei 89

A kockázatitőke-programok notifikációja 91

Az állami tőkeprogramok fő elemei 93

Az állami tőkeprogramok időtartama 94

A kockázatitőke-alapok mérete 95

Az állami tőkeprogramok befektetéskorlátai 96

A nem állami befektetők ösztönzése 98

A nem állami alapkezelők kiválasztása 100

Az állami tőkeprogramok privát befektetői 103

Az állami tőkeprogramok hatása a régió kockázatitőke-piacára 106

Következtetések 109

4.

Tükör által homályosan

Az állam részvétele a magyarországi kockázatitőke-piacon 113

A magyarországi kockázati- és magántőkepiac
információs rendszere 116

Állami tőkét kihelyező intézmények Magyarországon 121

Az állami kockázatitőke-alapok kezelőinek kiválasztása 132

A vállalkozásokhoz kerülő állami tőke mérete 142

Az állami tőke befektetésére vonatkozó szabályok betartása 153

Az állami befektetésekről készült értékelések 160

Következtetések 176

F4. Függelék 180

Hivatkozások 193

Gyakran használt szakkifejezések a kockázati-
és magántőke-ágazatban 217

Bevezetés

A kapitalizmus új királyai című, 2012-ben megjelent könyvemben a kockázati- és magántőkeipar kelet-közép-európai, ezen belül magyarországi jellemzőit igyekeztem feltárni. Kiemelt figyelmet szántam a régió, ezen belül a hazai kockázati- és magántőkealapok forrásainak, a befektetések pénzügyi konstrukcióinak, a befektetésekből történő kilépések módozatainak, valamint az ágazat tőkeellátását befolyásoló hozamok hatásának. Mostani könyvem témája szűkebb, középpontjában az *állam kockázatitőke-piaci szerepvállalásának* bemutatása áll, mégpedig szabályozói és tulajdonosi oldalról egyaránt. Ez utóbbi esetben az *állam kockázati tőkés*ként való megjelenése első hallásra meglepő lehet, hiszen a kockázatitőke-alapok állami és nem állami (privát) tulajdonosai igen *furcsa párt* alkotnak. Míg a nem állami szféra befektetőit kizárólag a profit mozgatja, addig a kormányzatot gazdaságpolitikai szempontok vezérlik. Ennek az ellentmondásnak a feloldásáról a Harvard Egyetem professzora, Josh Lerner *Az állam mint kockázati tőkés – a SBIR program hosszú távú hatása* címmel már 1999-ben cikket írt, amely azóta több mint ezer hivatkozást kapott (Lerner [1999]). Ennek megállapítása szerint a kormányzatok fontos célja a kockázatitőke-piacon tőkéhez nem jutó, fejlett technológiát képviselő, induló és korai fejlődési szakaszban lévő, erőteljes növekedésre képes cégek finanszírozásának elősegítése, ami többek között hozzájárulhat a fejletlenebb térségek felzárkóztatásához és új munkahelyek teremtéséhez. E cégek finanszírozása ugyanis a világon mindenütt mostohagyereknek számít az ide irányuló befektetések rendkívül magas kockázata miatt.

Az elmúlt közel két évtized során számos – e könyvben részletesen bemutatásra kerülő – publikáció született az állam kockázatitőke-piaci részvételéről, így többek között e szerepvállalás szükségességéről, le-

hetséges módozatairól, illetve a finanszírozott cégekre és magának a kockázatitőke-piacnak a fejlődésére gyakorolt hatásáról. Az utóbbi néhány évben pedig kifejezetten reflektorfénybe került az állam kockázati tőkével kapcsolatos tevékenysége. A 2008-ban kirobbant gazdasági és pénzügyi válság miatt ugyanis rendkívüli mértékben csökkent a kockázatvállalási hajlandóság, ami miatt megcsappantak a kockázatitőke-piacra érkező privát források, miközben a hitelfelvétel megnehezülésével egyre több cég fordult a kockázati tőke felé. Nem véletlen tehát, hogy a kormányzatok a forráshiány enyhítésére mind több országban igyekeznek a kockázatitőke-ágazat lehetőségeit állami eszközökkel bővíteni.

Az állam szerepvállalásáról készült elemzések elsősorban a fejlett kockázatitőke-piacokat vizsgálják, miközben a fejletlenebbek, így a kelet-közép-európai régióban működők tapasztalatai továbbra sem váltak ismertté. Holott ezekben az országokban a válság hatása többnyire erőteljesebb volt, s az itteni kormányok – főként az Európai Unió hathatós támogatása révén – különösen nagy erőfeszítéseket tettek annak érdekében, hogy tőkeprogramjaik segítségével oldják a fiatal, innovatív cégek finanszírozási nehézségeit. E törekvéseket jelzi, hogy a kelet-közép-európai régióban létrehozott kockázatitőke-alapok forrásainak még 2015-ben, azaz a válság kitörése után hét évvel is több mint egyharmada nem a piacról, hanem állami szervezetektől származott. Az állami szerepvállalás régióbeli felpörgése főként az uniós gazdaságfejlesztési programok keretében nyújtott források felhasználásának volt köszönhető. Az EU-programok kínálta lehetőségek kihasználásában Magyarország élen jár, ugyanis a legkorábban, a legnagyobb összeggel és a legnagyobb számban itt jött létre hibrid kockázatitőke-alap.

A könyvben részletesen bemutatott állami kockázatitőke-konstrukciónak van egy speciális, a régió országai számára új vonása: az állami és a nem állami piaci szereplők együttműködése, ami határozottan eltér a korábbi, kizárólag állami forrásokat – állami alapkezelőkön keresztül – befektető szervezetek kockázatitőke-piaci részvételétől. A kelet-közép-európai országokat ugyanis még a piacgazdasági átmenet követően is sokáig ez a régi konstrukció jellemezte. Az európai uniós programok kínálta, jelentős összegű tőke igénybevétele azonban megkövetelte az érintett állami szervezetek szervezeti és szemléleti átalakulását, a befektetések jogszabályi környezetének megújítását. A régió

országokban a hatóságok tulajdonképpen e programok keretében szembesültek azzal, hogy az EU-csatlakozás milyen követelményeket támaszt velük szemben a kockázatitőke-piacon. Tapasztalniuk kellett, hogy az állami kockázatitőke-programok kialakításában viszonylag szűk a játéktérük, mivel a strukturális alapokra, az állami támogatásokra, illetve a pénzügyi eszközökre vonatkozó szabályrendszer egyidejű alkalmazása már önmagában kijelöli a választható kereteket, s kevés lehetőség nyílik az esetleges sajátosságok figyelembevételére.

Az állami támogatás mellett privát tőkével társfinanszírozott tőkealapokra építő nyugati tőkeprogramok létjogosultságát a 2010-es években több nemzetközi kutatás is igazolta. Ezek visszatérő megállapítása, hogy a cégek értékének növelését és az innováció szempontjából sikeres befektetését elősegítheti az állami kockázati tőke mérsékelt szerepvállalása, amennyiben a hibrid forrásokból származó befektetéseket a nem állami kockázati tőkések irányítják. Az elemzések ugyanakkor azt is kimutatták, hogy a kormányzatok közvetlen részvétele viszont nem vagy alig képes hozzájárulni a vállalkozások fejlődéséhez, így sikeres csúcstechnológiai cégek létrejöttét, illetve megerősödését sem mozdítja elő.

A nyugati tapasztalatok szerint a nem állami befektetőkkel való együttműködésen alapuló állami finanszírozás sok országban lökést adott a kockázatitőke-iparág fejlődésének, beindította az ágazat működését, vonzerőt gyakorolt újabb privát befektetők megjelenésére, s az így kialakult verseny szelekciós hatásával az alapkezelők működése professzionálisabb lett. A programok kialakításának mikéntjén, finomhangolásán azonban nagyon sok múlik. Így a sikeres állami kockázatitőke-finanszírozáshoz elengedhetetlen a méretgazdasági megtakarítások érvényesíthetősége, ami egyaránt érinti az alapok méretét, a programok térbeli kiterjedését, illetve a befektetési célokra vonatkozó korlátozásokat. Ugyancsak kulcsfontosságú a kellően tapasztalt nem állami alapkezelők elfogultságmentes kiválasztása, ösztönzésük mikéntje, valamint a program előkészítésére és végrehajtására szánt idő. Fontos tanulság, hogy a kormányzati célok eléréséhez nem elegendő csupán a kockázati tőke kínálatát növelni. Célszerű, hogy az állam részt vállaljon a vállalkozások befektetéséretté tételében és a vállalkozók felkészítésében – az üzleti tervek készítésének oktatásától a kockázati tőke jellemzőinek bemutatásáig –, hogy a megnövekedett tőke iránt valós piaci kereslet jelentkezhessen.

A – részben saját gyűjtésen alapuló – gazdag adatbázisra, a nemzetközi szakirodalomra, valamint a hazai folyamatok elemzésére támaszkodó könyv két szempontból: *szabályozói és befektetői oldalról* vizsgálja az állami szerepvállalás válságot követő változását a kockázatitőke-piacon. *Szabályozói* oldalról egyrészt bemutatja, hogy a kockázatitőke-alapokba befektető intézmények vagyonkezelésének – a rendszerkockázat növekedésének megakadályozására – megszigorított szabályozása hogyan hat a kockázatitőke-piacra áramló tőkére. Másrészt áttekinti, hogy az alapok átláthatóbb működését célzó új rendelkezések hogyan érintik a kockázatitőke-piaci befektetéseket. Az állam *befektetői* szerepének vizsgálatakor azt elemzi, hogy a sokféle konstrukcióban kínált állami források milyen hatást gyakorolnak a – már a válságot megelőzően is – tőkehiánnyal küzdő, rendkívül kockázatos induló vállalkozások kockázatitőke-finanszírozására.

A könyv mindkét megközelítésben kiemelt figyelmet szentel a kelet-közép-európai régióknak, ezen belül Magyarországnak, ahol az állami beavatkozás a fejlett kockázatitőke-piaccal rendelkező országokhoz képest hagyományosan erőteljesebb. Elsősorban arra keresi a választ, hogy a válság nyomán bevezetett, új típusú állami befektetési programok a régióban mennyire voltak képesek segíteni az erőforrások hatékony felhasználását.

A kötet felépítése a fenti gondolatmenetet követi. Először a kockázatitőke-ágazatban működő alapok befektetőire, valamint ezeknek az alapoknak a kezelőire és befektetéseire vonatkozó *előírásokat* mutatja be. A második fejezet a fejlett kockázatitőke-ágazattal jellemezhető országokban bevezetett állami tőkeprogramok *tapasztalatait* dolgozza fel, különös tekintettel azokra a tanulságokra, amelyekre a kelet-közép-európai országok hatóságai – állami kockázatitőke-programjaik tervezéséhez és elindításához – támaszkodhattak. A harmadik fejezet már azt is bemutatja, hogy *a régió országainak miért nem sikerült az állami tőkeprogramok korábbról ismert tipikus hibáit elkerülni*. A könyv utolsó, leghosszabb fejezete az állam kockázatitőke-piaci részvételének magyarországi történetét mutatja be. Részletesen kitér az itteni állami kockázatitőke-programok hátterére, működési feltételeire, szereplőire, a befektetések szabályrendszerére és eredményeire. A hazai tapasztalatok azt jelzik, a gazdaságpolitika ugyan felismerte, hogy a kockázati tőke állami – jelentős részben EU-forrásból való – finanszírozása hasznos dolog, valójában

azonban nem vagy csak nagyon korlátozottan volt tisztában a kockázati tőke működésének természetével.

Az eltelt idő rövideje miatt az eddigi befektetések eredményessége még nem ítéltető meg. A kelet-közép-európai tőkeprogramok tapasztalatainak bemutatásakor a könyv annak a kérdésnek az eldöntéséhez szolgál tanulságokkal, hogy mennyire sikerült az új szemléletnek megfelelően átalakítani a régióban hagyományos – államközpontú, paternalista – megközelítést. Miközben a kormányzatok jelentős mennyiségű, EU-forrásból származó állami pénzt fektettek e szektorba, képesek voltak-e lemondani arról, hogy túlrészletezett célokat határozzanak meg, s közvetett módon előnyben részesítsék a hozzájuk lojális alapkezelőket és finanszírozandó cégeket? A kockázati tőke köntösébe bújtatott állami támogatás ugyanis nemcsak a piaci verseny szempontjából kérdőjelezhető meg, hanem a kockázati tőke egyik lényegi vonásának – a sikeres cégek felépítéséhez nyújtott szakmai segítség – elsikkadásához is vezet.

1. Alaposan meggregulázva Az állam megváltozott szerepe a válság után

Az állam kockázati- és magántőkepiaccal kapcsolatos viselkedését sajátos kettősség jellemzi: egyrészt félelem a rendszerkockázat növekedésétől, másrészt a perspektivikus cégek ösztönzésének óhaja. Úgy tűnik, hogy a félelem talán kissé túlzott, és aránytalanul korlátozza a vállalkozások hosszú távú fejlődését segítő kockázatitőke-ipar működését. Ez a fejezet a válság nyomán változó állami szabályozói szerepet, a kockázatitőkepiacot érintő új intézkedéseket mutatja be a fejlett világban, ezen belül különösen Európában, kiemelt figyelmet szentelve az ágazat forrásait biztosító intézményi finanszírozóknak, valamint a kockázatitőke-alapok kezelőire vonatkozó új előírásoknak.

A kockázati- és magántőkeipar¹ az elmúlt húsz évben világszerte igen jelentős tőkeközvetítő ágazattá fejlődött. Makrogazdasági szinten a hitel igénybevételével megvalósított kockázatitőke-befektetések a tőke kedvezőbb allokációjához vezetnek, hatékonyabbá téve a gazdaság egészét. A gazdaságok átstrukturálását felgyorsító eszközként elősegítik, hogy a részvénytőke kiszabaduljon az alacsony hozzáadott értéket termelő ágazatokból, s ezáltal befektethető legyen olyan, magasabb hozzáadott értékű, feljövő ágazatokba, amelyek egyébként nem lennének finanszírozhatók (*Strömberg* [2009]).

¹ A kockázati- és magántőke-befektetők részvények vásárlása útján nyújtanak tőkét nem nyilvános cégeknek, azaz olyanoknak, amelyek a befektetést követően nem szerepelnek a tőzsdén. Míg a klasszikus kockázatitőke-befektetők a fejlődésük kezdetén járó cégekben többnyire tőkeemeléssel szereznek jellemzően kisebbségi tulajdoni hányadot, addig a befektetők másik csoportja kivásárlások útján inkább érett szakaszban tartó vállalatokból vásárolja ki a korábbi tulajdonosokat, s így jut többségi vagy kizárólagos tulajdonhoz.

A válság hatása a kockázatitőke-ágazatra

A kockázati- és magántőke-ágazat helyzete azonban a 2007-ben kiobbant globális pénzügyi és gazdasági válság következtében jelentősen meggyengült. Az új ügyletek visszaestek, az intézményi finanszírozók által a befektetésekre ígért tőke lecsökkent, a hitelek aránya mérséklődött a finanszírozásban, s nehezebbé vált a portfóliókban lévő cégekből való kilépés is. Mivel a kockázati- és magántőkealapok a tervezettnél tovább voltak kénytelenek megtartani cégeiket, ez nemcsak a befektetések nyereségességét rontotta, hanem akadályozta a tőke-visszafizetéseket is a kockázatitőke-alapok befektetői, köztük az intézményi finanszírozók számára. A kockázatos ügyletektől való elfordulás miatt megváltozott a befektetők által előnyben részesített ügyletek típusa: a visszaesés a kivásárlások mellett különösen hátrányosan érintette az eleve nagyon kockázatos klasszikus kockázatitőke-befektetéseket, holott ezeknek az ügyleteknek a finanszírozása, különösen Európában, már a válságot megelőzően is visszafogott volt. Magyarországon – ahol az induló cégek kockázatitőke-finanszírozása a rendszerváltást követő két évtizedben gyakorlatilag alig létezett – a kivásárlások visszaesése miatt a kockázati- és magántőke-ipar ugyancsak megszenvedte a válságot.²

A globális pénzügyi válság az ágazat keresleti és kínálati oldalát egyaránt érintette. Keresleti oldalon a vállalkozások körében felerősödött a verseny a kockázatitőke-alapok forrásainak megszerzéséért, mivel a válság

² A kockázati- és magántőke-ágazat alkalmazkodását a nemzetközi gazdaság felendüléséhez és válságba kerüléséhez alapvetően meghatározza, hogy működése a „tőke körforgásával” történik. A tőke körforgása az alapok tőkegyűjtésével indul, az összegyűjtött tőke befektetésével, majd a finanszírozott cégek ellenőrzésével folytatódik, s a finanszírozott cégek tulajdonrészeinek értékesítésével ér véget, amikor a tőkealapok kezelőitől a befektetésekből felszabaduló tőke a hozamokkal együtt visszakérül az alapok befektetőihez. Az ágazat alkalmazkodása a tőke kínálatában és keresletében bekövetkező változásokhoz azonban lassú. A reagálás késedelmét egyaránt magyarázza az alapok struktúrája és az az időtartam, amíg a hozamokra vonatkozó információk visszajutnak a befektetőkhöz. Ugyanakkor az ágazat maga is hozzájárul a válságból történő kilábaláshoz, miután lehetővé teszi a befektetők tőkénének eljuttatását olyan vállalkozásokhoz, amelyek rendbetételét, illetve talpra állítását perspektivikusnak látja. (A kockázati- és magántőke-ágazat gazdasági ciklusokhoz történő alkalmazkodásáról lásd részletesen *Karsai* [2012].)

– az egyre nehezebbé váló hitelfelvétel miatt is – rendkívül negatív hatást gyakorolt a cégek külső forráshoz jutására, s ezzel növelte a sajáttőke (*equity*), ezen belül a kockázati tőke-finanszírozás iránti igényt.

Eközben azonban kínálati oldalon megcsappantak a kockázati tőkeként befektethető források. Egyrészt azért, mert a kockázati- és magántőkealapok új befektetések helyett a szándékoltnál tovább megtartott portfóliócégek megerősítésére koncentráltak. Másrészt azért, mert őket is érintette a válság, ugyanis az intézményi befektetőknél kezelt vagyon zsugorodása miatt a korábbi évekhez képest eleve kisebb összegű kihelyezhető tőke állt rendelkezésre. Emellett az intézményi finanszírozók portfólióiban csökkentek/leértékelődtek a többi – hagyományos – eszközosztályba való befektetések, ami miatt látszólag megnőtt a kockázati- és magántőke-kihelyezés aránya. Az intézményi befektetőket aggasztotta az odaigért, de még le nem hívott forrásaikkal kapcsolatos kötelezettségvállalások teljesítése is, s az elért hozamok esése is negatívan hatott rájuk.

A válság elmozdulást okozott a kockázati- és magántőkealapok (és finanszírozók) által keresett ügyletekben is. A válság miatt sok befektető ártértékelte, hogy az ágazaton belül az alapok mely típusai a legvonzóbbak. Érdeklődésük főként a nehéz helyzetű cégekbe való befektetésre szakosodó, valamint a kis és közép méretű kivásárlásokat végző alapok iránt fokozódott, de nőtt az érdeklődés a kockázati- és magántőkealapok portfólióit megvásárló, azaz a másodlagos piacon működő alapok iránt is. Ugyanakkor a befektetők még a megdrágult hitelek miatt nehezebben végrehajtható kivásárlásoknál is jobban vonakodtak a nagy kockázatot hordozó, korai fázisú innovatív cégek finanszírozásától.

A nagyarányú hitelekkel végrehajtott befektetések vélelmezett válságmélyítő szerepe kapcsán az ágazat kivásárlásokkal foglalkozó része bűnbakká vált a gazdaságpolitikusok és a közvélemény szemében. Holott a kutatások nem igazolták, hogy a magántőke-befektetők a portfóliócégek elértéktelenítését követő kivásárlásokkal tettek volna szert óriási hozamokra, vagy negatív hatást gyakoroltak volna az érintett szektorok növekedésére/versenyképességére, illetve hogy magát a gazdaságot és pénzügyi rendszerét ingatták volna meg (*Gottschalg* [2007]). A ágazat klasszikus funkcióját, azaz innovációt előmozdító szerepét ugyanakkor senki sem kérdőjelezte meg. Sőt az induló és korai fázisú vállalkozások kockázati tőkével történő finan-

szírozásának állami ösztönzését a kormányzatok továbbra is fontos feladatuknak tekintették.

A jövőbeli válságok elkerülése érdekében a rendszerkockázat csökkentését célzó pénzügyi szabályozás változásai a korábbinál szigorúbb korlátozásokhoz vezettek a kockázati- és magántőkeiparban is. A pénzügyiközvetítő-szektorban meglévő kölcsönös függőség miatt mind a hagyományos pénzügyi intézményekre, mind pedig az alternatív eszközöket kezelő alapok³ kezelőire kiterjedt szabályozás az alternatív alapok közé tartozó kockázati- és magántőkealapokra nézve kívánatos és nemkívánatos következményekkel is járt. A szabályozó hatóságok elérték, hogy javuljon az alapkezelés infrastruktúrája és tulajdonosi ellenőrzése, nőjön az intézményi átláthatóság, többek között a jelentéstételi kötelezettség szélesítésével, a működési és irányítási struktúra színvonalának emelésével, független letétkezelők alkalmazásával. Ugyanakkor csökkent a piacok likviditása, emelkedett az alapkezelés költsége, megnehezült az új piacokra történő belépés, a befektetőknél csökkentek a hozamok, továbbá a kis- és középvállalati szektorban is nehezebbé vált a tőkéhez jutás (*WEF [2015a]*).

Az alapok tevékenységének lehetőségeit érintő változások között egyidejűleg szerepelt az intézményi finanszírozók kockázati- és magántőkepiaci befektetéseinek korlátozása, az alapok kezelőire vonatkozó új szabályozás bevezetése, valamint az állami szerepvállalás erősítése. Fellángolt a vita az alapkezelők adózása körül is, világszerte nőtt a nyomás a kockázati- és magántőkeiparra a kormányzatok által kivethető adók növelésére. A tét az alapok kezelőinek a kockázatos üzletek hozamából való részesedésének (*carried interest*) – tőke-

³ Az alternatív befektetési eszközök körébe tág értelemben véve a hagyományos befektetési eszközosztályokon, azaz a készpénzen, a részvényen és a kötvényen kívüli minden befektetési lehetőség beletartozik, így például az ingatlanba, az árucikkekbe, illetve a luxuscikkekbe történő befektetések. Hivatalosan azokat a befektetési lehetőségeket szokták az alternatív eszközök közé sorolni, amelyek befektetésére külön alapfajták jöttek létre, s amelyekbe csak az erre jogosultságot szerző tehetős magánszemélyek és intézmények fektethetnek be. Az alternatív eszközökbe fektető alapok befektetéseinek túlnyomó részét a magántőkealapok, a fedezeti alapok és a kockázattőke-alapok teszik ki, de e befektetők közé sorolhatók az ingatlanalapok, a tőzsdei árualapok és egyéb speciális befektetéseket végző alapok. Az alternatív eszközök befektetését rendszerint hosszú időtáv, magas kockázat, alacsony likviditás és magas hozam jellemzi.

jövedelem helyett – személyi jövedelemként történő megadóztatása volt.⁴ A források csökkenése, a befektetők és az alapkezelők szigorúbb szabályozása, valamint az állami szerepvállalás erősödése az egész ágazatot rendkívül keményen érintette.

A fejezet a válság miatt megváltozott állami szabályozásnak a kockázati- és magántőke-ágazatot érintő egyes területeit tekinti át. Először az ágazatba befektető intézményi finanszírozók befektetési lehetőségeit szabályozó előírásokat és ezek valószínűsíthető következményeit vizsgálja. Ezt követően a kockázati- és magántőkealapok és kezelőik működésére vonatkozó szabályozást mutatja be. Végül az állami forrásokból finanszírozott kockázati-tőke-alapok befektetéseinél a tiltott állami támogatások elkerülése érdekében hozott előírásokat ismerteti. Végül az ágazat szabályozásában bekövetkezett sokféle változás várható hatását mérlegeli.

A kockázati-tőke-ágazat befektetőinek szigorodó szabályozása

A kockázati-tőke-ágazatba a tőke túlnyomó része intézményi befektetőktől érkezik. Az ilyen intézmények száma és köre az elmúlt évek során jelentősen szélesedett, miközben a befektetők egyes csoportjainak jelentősége is változott. Így többek között a bankok vezető szerepét a nyugdíjpénztárak vették át, miközben új befektetői csoportként megjelentek a kockázati-tőke-piacon a szuverén állami vagyonalapok (*Sovereign Wealth Fund, SWF*).⁵ A nyugdíjpénztárak kiemelkedő szerepe nemcsak a közvetlen, hanem az alapok alapjain keresztül lebonyolított befektetéseknek is tulajdonítható. Az intézményi befektetők elsősorban azért lépnek a kockázati-tőke-piacra, hogy javítsák portfóliójuk abszolút hozamát, és csökkentsék volatilitását. Az egyes intézmények vagyonának befektetésekor a kockázati tőke optimális allokációs ará-

⁴ A kockázati- és magántőke-ágazat befektetőinek hozamát alapjaiban érintő adózási változtatásra a kilátásba helyezett szigorítás ellenére még nem került sor.

⁵ A szuverén állami vagyonalapok (*Sovereign Wealth Fund*) közvetlen állami ellenőrzés alatt álló, az állami devizatartalékoktól elkülönülten és nem nyilvánosan kezelt alapok. Az ilyen alapokban kezelt vagyont a tartós megtakarítási többlettel rendelkező országok kormányai fektetik be külföldön.

nyát mindig a szabályozás és a kötelezettségek szabta keretek között kell vizsgálni. Az intézményi befektetőknel a diverzifikációs lehetőség kihasználásához nemcsak az eszközosztályok (így például a tőzsdei részvények, kötvények vagy az alternatív eszközök) közötti, hanem az alternatív eszközökön belül a kockázati- és magántőke-befektetéseken belüli diverzifikációra is szükség van.

Az intézményi befektetők a különböző eszközosztályok között a kockázati és magántőkét az úgynevezett alternatív befektetések között tartják számon. Bár az alternatív eszközök súlya az elmúlt évtizedben határozottan emelkedett, a befektetések között továbbra is csak kisebb szerepet játszik. Az alternatív befektetéseket kezelő intézmények által alkotott piac legjelentősebb szereplői a fedezeti alapok (az általuk kezelt 3000 milliárd dollár az alternatív célú befektetések 40 százalékát képviseli), a második legjelentősebb intézményi kört a kockázati- és magántőke-ágazat magántőkealapjai – más néven *kivásárlási alapjai* – képviselik, 1400 milliárd dollár rájuk bízott vagyonnal. Világszerte körülbelül ezer ilyen alapkezelő található, s a legnagyobb 25 alapkezelőnél koncentrálnak a kivásárlási alapok által kezelt vagyon több mint 40 százaléka. Az ágazatban a klasszikus kockázati tőkét befektető alapok, azaz a kockázattőke-alapok kezelésében világszerte 400 milliárd dollár értékű tőke található. A globálisan mintegy 1500 kockázattőke-alapot kezelő cég közül 25 rendelkezik a kezelt tőke negyedével. Az alternatív alapok közé sorolt *egyéb* alapkezelők nagyságrendileg további több mint 2000 milliárd dollár vagyon befektetését végzik, körükben az ingatlan-, a hitel- és az infrastruktúra-alapok kezelőinek a szerepe a meghatározó (WEF [2015b]).

Az alternatív befektetések forrásai széles intézményi körtől érkeznek, ám a tőke 70 százalékát mindössze három befektetői csoport nyújtja: nyugdíjalapok, szuverén állami alapok és alapítványok. Az alternatív alapokhoz érkező összes tőke volumenét tekintve az ágazat forrásellátásában a nyugdíjalapok játsszák a főszerepet, míg fontossági sorrendben a pénzügyi intézmények (bankok, vagyonkezelők, biztosítók), az alapítványok, a szuverén állami alapok, a gazdag magán-személyek és végül az úgynevezett alapok alapjai (*Fund of Funds, FoF*)⁶

⁶ Az alapok alapja (*Fund of Funds, FoF*), más néven esernyőalap olyan alap, amely más alapok tőkejegyeit vásárolja meg.

következnek. A különböző alternatív alapokat kezelő intézmények számára ugyanakkor az ágazatot finanszírozó szervezetek eltérő súlyt képviselnek, de a nyugdíjalapok és a pénzügyi intézmények részaránya a legtöbb alap esetében meghatározó. Világszerte a kockázati- és magántőkealapokba befektető intézmények számának fele alapítvány és nyugdíjpénztár. A magántőkealapokba fektetett tőke 60 százaléka e két intézménytípustól érkező forrás, ezen belül is meghatározó az alapítványok szerepe. (A kivásárlási alapokba és a kockázatitőke-alapokba világszerte befektető intézmények számának és tőkeértékének megoszlását az *1.1. táblázat* mutatja be.)

1.1. táblázat

A kivásárlási és kockázatitőke-alapok befektetőinek és befektetési értékének megoszlása világszerte a finanszírozók típusai szerint, 2014 (százalék)

Befektető intézmény	Kivásárlási alapok		Kockázatitőke-alapok	
	befektetők száma szerint	befektetések értéke szerint	befektetők száma szerint	befektetések értéke szerint
Alapítványok	24	44	24	n. a.
Nyugdíjalapok	26	17	20	n. a.
Gazdag magánszemélyek	11	13	12	n. a.
Alapok alapjai	9	8	14	n. a.
Pénzügyi intézmények*	18	17	6	n. a.
Egyéb	12	1	24	n. a.
Összesen	100	100	100	n. a.

* Bankok, vagyonkezelők, biztosítótársaságok.

Forrás: WEF [2015b] 19. o.

Az alternatív befektetéseket finanszírozó egyes intézménytípusok portfóliójában az alternatív befektetéseket kezelő alapok, így a kockázati- és magántőkealapok más-más súllyal szerepelnek. Elsősorban a befektető intézmények funkciója dönti el, hogy tőkéjük mekkora részét célszerű befektetniük az alternatív befektetéseken belül is illikvid, magas kockázatú, ugyanakkor relatíve nagy hozamot ígérő kivásárlási és kockázatitőke-alapokba. (Az alternatív befektetéseket finanszírozó intézmények portfóliójának értékében a kivásárlási alapok részarányát mutatja be az *1.2. táblázat*.)

1.2. táblázat

A kivásárlási alapok átlagos részaránya a világszerte az alternatív alapokat finanszírozó intézmények portfóliójában, 2014 (százalék)

Befektető intézmény	Százalékos részarány
Családi vagyonkezelők	28
Alapítványok	13
Nem állami nyugdíjalapok	6
Szuverén állami alapok	4
Állami nyugdíjalapok	6
Biztosítók	3

Forrás: Preqin-adatok (WEF [2015b] 19. o.).

A táblázatokból látható, hogy az alternatív eszközökbe befektető intézmények közül a kockázati- és magántőke-ágazat különösen a családi vagyonkezelők, a különböző alapítványok, valamint az állami és nem állami nyugdíjalapok befektetéseiben foglal el kiemelkedő helyet. Így a kockázati- és magántőkeipar forrásellátását is elsősorban azon befektetők számára előírt szabályozásbeli változások/szigorítások érintik erőteljesen, amelyek portfóliójában a kockázati- és magántőkealapokba történő befektetések különösen nagy hányaddal szerepelnek.

Az alternatív alapokba fektető intézmények kockázati- és magántőke-befektetéseire vonatkozó előírások világszerte két alapvető típusba sorolhatók. Az egyik szerint előre meghatározott korlátokat kell beépíteni a szabályozásba, s a befektetők csak e korlátok szabta határokon belül valósíthatnak meg meghatározott befektetéseket, azaz például az általuk kezelt vagyonnak csak egy meghatározott hányadát fektethetik kockázati tőkébe. A másik álláspont a konkrét, számszerűsített előírások rögzítése helyett liberálisabb módon az adott intézményi befektetőre bízva portfóliójának diverzifikálását, s azt feltételezi, hogy az intézmény hosszú távú érdekeit követve úgy fog eljárni, ahogyan azt bármelyik prudens befektető tenné. Ez utóbbi megközelítés az úgynevezett óvatosági szabály (*prudent man rule*) néven vált ismertté.

A válságot megelőzően az intézményi finanszírozók pénzügyi szabályozása az egész világon egyre inkább a kockázatvállalást az intézményekre bízó prudenciális rendszerek felé fordult. A válság hatására szigorodó szabályozás azonban a korábbi, mechanikusan alkalmazandó szabályokat előíró rendszerhez tért vissza. A jövőbeli válságok elkerülése érdekében

a rendszerkockázat csökkentését a különböző intézményi befektetők tőkekövetelményeinek szigorításával elérni igyekvő előírások közös vonása, hogy az érintett intézményi befektetők számára a kockázati- és magántőke-befektetéseket a magas kockázatú eszközök közé sorolja, s így e befektetések után magasabb tartalékok képzését írja elő (a tőkemegfelelési mutatók képzésénél). Ezáltal az intézményi befektetők portfóliójában a kockázati és magántőke más eszközosztályokhoz képest relatíve romló helyzete szűkíti a forrásbevonás lehetőségeit a kockázati- és magántőke-alapok számára. E korábbiaknál szigorúbb tőkekövetelmények gyakorlatba ültetéséről szóló jogszabálytervezeteket nagy vita kíséri, s egyes esetekben felmerült a bevezetés némi halasztása is.

A kockázati- és magántőke-alapok jövőbeli működését a bankoktól megszerezhető források oldaláról érzékenyen érinti az Egyesült Államokban a Volker-szabály,⁷ míg Európában a Bázel–III szabályozáscsomag CRD IV tőkemegfelelési irányelve korlátozza a bankok saját számlás ügyleteit, így többek között a bankok kockázati- és magántőke-alapokba történő befektetéseit.⁸ A kockázati- és magántőke-ágazat forrásellátására irányuló befektetői hajlandóságot a biztosítótársaságoknál a Szolvencia II. szabályozási csomag, míg a nyugdíjalapok esetében az IORP-irányelv (*institutions for occupational retirement provision*) érvényesítése csökkenti.

A bankokra vonatkozó új szabályozási előírások betartása jelentősen mérsékli a kockázati- és magántőke-alapok banki befektetői bázisát. A bankok számára előírt többlettőke-követelmény érvényesítése csökkenti a bankok jövedelmezőségét, mérsékli aktivitási és növekedési képességüket. Ez a magántőke-befektetésekhez, azaz a kivásárlásokhoz kapcsolódó jelentős összegű hitelek miatt is hátrányos a kockázati- és magántőke-ágazat számára. A bankokat a kockázati- és magántőke-

⁷ A Volker-szabály (*Volker Rule*) a Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010) nevű törvényben a pénzügyi tevékenység rendszerkockázati jellegét kezelő előírás. A 2017-es kormányváltás nyomán elképzelhető, hogy visszalépés történik a bankok saját számlás tevékenységét szigorúan korlátozó előírások terén.

⁸ Az Európai Unió Bázel–III szabályrendszer előírásainak megfelelő tőkemegfelelési irányelv (*Capital Requirements Directive IV, CRD IV*) és az ehhez kapcsolódó szabályozás (*Capital Requirements Regulation, CRR*) 2013 júliusában lépett életbe. Bevezetése 2014-ben kezdődött, és 2019 januárjában fejeződik be. Az előírások a kockázati- és magántőkeeszközökre 150 százalékos kockázati súlyt tartalmaznak, így hátrányosan érintik e vagyonosztályt (*Invest Europe* [2016a]).

alapok befektetői között még 2012 elején vizsgáló Preqin-felmérés szerint a bankok világszerte a kockázatitőke-ágazat ötödik legjelentősebb forrásellátói voltak. A válság miatti likviditásromlás és a szabályozásszigorítás hatására csökkentek a banki befektetések. Így 2008 és 2011 között a kockázati- és magántőke-ágazatba érkező tőkéből a világ egészében a bankok részaránya 11-ről 8 százalékra esett vissza. Az új szabályozási és a likviditási követelmények megindították a bankok korábbi befektetéseinek eladását a másodlagos piacon. A felmérésben részt vevő bankok 23 százaléka adott már el ilyen vagyont, 40 százalékuk pedig fontolgatta az eladást. A megkérdezett bankok 10 százaléka teljesen felhagyta a kockázati- és magántőkealapokba való befektetéssel, s 26 százalékuk pedig kevesebbet vagy nem fektetne ebbe az eszközosztályba. Ez utóbbi bankok 90 százaléka amerikai vagy európai bank volt (*Preqin* [2012a]).

A *biztosítótársaságokra* vonatkozó új szabályozás (Szolvencia II.) a bankokéhoz hasonlóan igen összetett követelményrendszer, amely egyidejűleg érinti a biztosítók szavatolótőkéjét, kockázatkezelését és tevékenységének átláthatóságát.⁹ Ezeknek az intézményeknek a biztosítástechnikai tartalékok számítása és a tőkekövetelmények meghatározása során egyaránt figyelembe kell venniük a minimális és a szavatolótőkére vonatkozó mennyiségi követelményeket. Az új előírások szerint a biztosítóknak a bankokhoz hasonlóan csökkenteniük kell kockázati- és magántőke-kitettségüket, amit először a már meglévő kockázatitőke-portfólióik másodlagos piaci eladása útján valósítanak meg, majd pedig visszafogják az újabb kockázati- és magántőkealapok finanszírozását. A biztosítókra mint kockázati- és magántőkealapokba befektetőkre vonatkozó, 2012 elején végzett felmérés szerint e vállalati kör 2011-ben világszerte 9 százalékkal járult hozzá a kockázati- és magántőkealapok vagyonához. Bár e befektetők jellemzően vagyonuknak csak igen kis hányadát – kevesebb mint 3 százalékát – fektetik kockázati és magántőkébe, s ez az intézményi finanszírozók között a *legalacsonyabb* allokációs hányad, befektetéseik összességében mégis nagyon jelentősek az ágazat számára. Ugyanis azon biztosítók 60 százaléka, amely egyáltalán befektet kockázati és ma-

⁹ A 2014/51/EU-irányelv megjelenését követően került sor a konkrét előírások kidolgozására. A Szolvencia II. rendszer 2016 januárjában lépett életbe annak elenére, hogy az eszközök napi szintű kockázati besorolása a magántőke-ágazatban változatlanul nem oldódott meg (*Invest Europe* [2016a]).

gántókébe, 250 millió dollárnál nagyobb összeget szán erre, 1 százaléka pedig 5 milliárd dollárnál is többet. A szabályozás hatása elsősorban az európai biztosítókat érinti (*Preqin* [2012b]).

A nyugdíjalapok esetében az Európai Bizottság által javasolt IORP II. irányelv bevezetése különösen erőteljesen érinti a kockázati- és magántőkealapok finanszírozását, tekintve, hogy hagyományosan a nyugdíjalapoktól érkezik a kockázati- és magántőke-ágazatba a legtöbb tőke. Ez az irányelv a munkáltatói nyugdíjalapok számára tartalmaz a biztosítókhoz hasonló előírásokat, beleértve a tőkemegfelelést, a kockázatkezelést, az irányítást, az ellenőrzést és a közzétételi kötelezettség, valamint az átláthatóság követelményét.¹⁰ Az irányelv 30 százalékban maximalizálja az ide besorolt eszközökön belül az alternatív vagyonosztályba fektethető tőke arányát. A nyugdíjalapok kivételesen fontos szerepe miatt az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (*European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA*) már 2012-ben arra figyelmeztetett, hogy ennek az irányelvnek az alkalmazása azzal a nem kívánt következménnyel járhat, hogy a munkáltatói nyugdíjalapok esetében nem csupán csökkenhet a kockázati tőkének való kitettség szintje, hanem jóformán teljesen meg is szűnhet. Így a jó szándékú szigorítás könnyen visszajára fordulhat, s a hosszú távú tőkebefektetések finanszírozásához szükséges tőkét olyan mértékben csökkentheti, hogy kiolthatja e befektetések gazdaságfejlesztő és növekedéskiegyenlítő hatását is (*EVCA* [2012]). Hasonlóan borús helyzetet prognosztizált a klasszikus kockázati-tőke-piacra vonatkozóan a *European Capital Markets Institute (ECMI)* közelmúltban publikált kutatási jelentése, amely szerint a prudenciális előírások életbelépése nyomán fennáll az a veszély, hogy a bankok, biztosítók és nyugdíjalapok e kis méretű piac tőkeellátását teljesen kiiktatják a portfóliójukból (*Thomadakis* [2016]).¹¹

¹⁰ Mivel a korlátozások szigorúsága veszélyeztette volna a nyugdíjpénztárak kötelezettségvállalásainak teljesítését, 2014-ben az Európai Bizottság az IORP-irányelv átdolgozását határozta el (*Invest Europe* [2016a]).

¹¹ E helyzetre kínál speciális megoldást az EU 2016 végén bejelentett, egymilliárd eurónál is nagyobbra tervezett, úgynevezett alapok alapja (FoF) konstrukciójának a meghirdetése, amelyhez az EU éppen azoknak a nyugdíjpénztáraknak, biztosítóknak és szuverén állami alapoknak a jelentkezését várja, amelyek méretüknél fogva eddig nem tudtak egyenként beszállni az átlagosan 60 millió eurós európai kockázati-tőke-alapokba (*Portfolio* [2016a]).

Miközben Európában a kockázati- és magántőke-ágazat tőkeellátása továbbra sem állt vissza a válság előtti szintre, a rendelkezésre álló statisztikai adatok alapján *nem lehet* egyértelműen megállapítani, hogy az intézményi finanszírozók befektetési lehetőségeit szigorító előírások, illetve ezek küszöbönálló életbelépése, valamint más piaci hatások külön-külön mekkora szerepet játszottak/játszanak az ágazat forrásellátásának alakulásában, ezen belül az egyes intézménytípusok szerepének változásában.

A válságot követően az európai kockázati- és magántőke-befektetésekre rendelkezésre bocsátott tőke volumene erőteljesen – 40 százalékkal – visszaesett, miközben a szabályozás által eltérően érintett intézmények hozzájárulásának aránya is változott (1.3. és 1.4. táblázat). Európában a kockázati- és magántőkealapok által 2007 és 2015 között évente gyűjtött tőkében mindenesetre már erőteljesen érzékelhető volt a bankok részarányának csökkenése, hozzájárulásuk a piac egészének tőkeellátásához a vizsgált időszak során drasztikusan, 11 százalékról 4 százalékra esett vissza. A bankok tartózkodó magatartása különösen a klasszikus kockázatitőke-alapok esetében látványos, ahol részvételük az alapok által gyűjtött tőkében 8 százalékról 1 százalékra csökkent (1.4. táblázat). Míg Európában a biztosítók 2007–2008-ban még évente átlagosan 5 milliárd euró feletti összeggel finanszírozták a kockázati- és magántőke-ágazatot, addig 2015-ben egymilliárd euróval kisebb összeget fordítottak e célra. A biztosítók különösen a klasszikus kockázatitőke-finanszírozás területét igyekeztek kerülni, a 2007-ben általuk odaítélt 300 millió eurós összeg 2015-re a harmadára – 100 millió euró alá – apadt. A statisztikai adatok tanúsága szerint az európai *nyugdíjalapok* kockázati- és magántőkepiaci részvétele igen erőteljesen ingadozott a befektetők által évente odaigért tőke volumenében, ugyanakkor a két szélső évet tekintve a 2007-ben mért 14 milliárd euróról hozzájárulásuk értéke 2015-re a felére csökkent (*Invest Europe* [2016b]). A nyugdíjalapok a kis méretű kockázatitőke-alapok finanszírozásához mind a vizsgált időszak kezdetén, mind pedig 2015-ben eleve sokkal kisebb mértékben járultak hozzá, mint a nagy kivásárlásokat végző, magántőkealapokat is magában foglaló iparág egészéhez. A nyugdíjalapok részesedése a kockázati- és magántőke-iparág egészét tekintve 2007-ben 18 százalékról esett vissza 15 százalékra, míg a klasszikus kockázati tőkét befektető alapok finanszírozásában az eleve sokkal alacsonyabb 7 százalékról 5 százalékra csökkent (1.3. és 1.4. táblázat).

1.3. táblázat

Az évente kockázati- és magántőke-befektetésre gyűjtött források befektetők szerinti megoszlása Európában, 2007–2015 (százalék)

Az intézmény típusa	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Akadémiai intézmények	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4	0,5	0,1	0,4	0,0
Bankok	10,9	8,2	18,7	7,5	14,8	4,8	2,6	3,2	3,8
Tőkepiac	1,1	1,4	2,3	6,3	0,8	1,2	1,1	0,6	1,3
Vállalati befektetők	2,0	2,2	5,6	3,0	3,0	3,1	1,9	3,5	1,7
Alapítványok	1,7	4,3	2,6	1,2	2,6	1,7	3,5	4,8	3,0
Családi vagyonkezelők	2,4	4,8	6,1	9,2	4,6	4,7	3,6	4,6	4,9
Alapok alapjai	10,9	14,2	11,6	10,1	14,7	14,5	10,5	9,6	8,8
Kormányzati szervezetek	2,1	2,6	12,0	11,8	8,4	10,1	5,2	8,0	9,7
Biztosítótársaságok	6,6	6,8	8,4	5,8	5,8	7,9	9,3	8,4	6,4
Egyéb vagyonkezelők	5,7	5,5	3,4	4,1	3,5	6,2	4,1	3,7	3,8
<i>Nyugdíjalapok</i>	17,8	28,6	13,2	14,4	18,5	21,3	33,4	23,9	15,4
Magánszemélyek	4,5	5,0	5,8	6,1	6,4	5,5	4,9	4,0	3,4
Szuverén állami alapok	3,1	2,9	0,5	2,4	10,4	9,1	11,0	6,3	9,3
Nem besorolható	30,9	13,3	9,6	18,0	6,1	9,4	8,8	19,0	28,5
Összesen (százalék)	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Összes forrás (milliárd euró)	78,5	80,4	18,6	21,8	41,1	24,5	54,2	48,0	47,5

Forrás: *Invest Europe* [2016b].

A válságot követően az európai befektetésekre rendelkezésre bocsátott tőke volumene erőteljesen – 40 százalékkal – visszaesett, miközben a szabályozás által eltérően érintett intézmények hozzájárulásának aránya is változott (1.3. és 1.4. táblázat). Európában a kockázati- és magántőke-alapok által 2007 és 2015 között évente gyűjtött tőkében mindenesetre már erőteljesen érzékelhető volt a bankok részarányának csökkenése, hozzájárulásuk a piac egészének tőkeellátásához a vizsgált időszak során drasztikusan, 11 százalékról 4 százalékra esett vissza. A bankok tartózkodó magatartása különösen a klasszikus kockázati-tőke-alapok esetében látványos, ahol részvételük az alapok által gyűjtött tőkében 8 százalékról 1 százalékra csökkent. Míg Európában a biztosítók 2007–2008-ban még évente átlagosan 5 milliárd euró feletti összeggel finanszírozták a kockázati- és magántőke-ágazatot, addig 2015-ben egymilliárd euróval kisebb összeget fordítottak e célra. A biztosítók különösen a klasszikus kockázati-tőke-finanszírozás területét igyekeztek kerülni, a 2007-ben ál-

1.4. táblázat

Az évente kockázati tőke-befektetésre gyűjtött források befektetők szerinti megoszlása Európában, 2007–2015 (százalék)

Az intézmény típusa	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Akadémiai intézmények	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	2,0	0,0
Bankok	8,3	6,8	11,2	3,5	7,8	3,7	2,7	2,8	0,8
Tőkepiac	2,8	0,7	0,8	0,8	3,5	1,2	0,6	1,8	0,2
Vállalati befektetők	6,6	13,8	6,4	13,4	12,3	13,5	7,0	22,8	9,5
Alapítványok	0,9	1,4	5,3	3,8	0,5	0,8	7,3	3,0	5,7
Családi vagyonkezelők	1,7	10,6	3,8	5,7	2,7	5,9	4,7	3,7	2,9
Alapok alapjai	7,4	6,8	10,9	3,5	8,9	8,0	8,8	6,3	7,8
<i>Kormányzati szervezetek</i>	7,9	10,6	24,6	30,6	28,9	32,9	31,9	24,5	20,6
Biztosítótársaságok	3,6	2,5	1,0	1,5	2,1	5,9	2,8	1,8	1,8
Egyéb vagyonkezelők	2,6	1,5	1,4	4,8	1,0	4,1	1,5	1,2	7,0
Nyugdíjalapok	7,1	3,6	7,9	9,4	6,5	4,2	8,1	9,9	4,7
Magánszemélyek	8,7	11,3	11,6	16,7	12,0	6,9	16,2	5,1	4,9
Szuverén állami alapok	0,1	0,0	0,0	0,9	0,3	0,4	1,5	0,3	0,0
Nem besorolható	42,0	30,4	14,9	5,1	13,4	12,6	6,6	14,7	34,1
Összesen (százalék)	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Összes forrás (milliárd euró)	8,2	6,2	3,6	3,2	5,2	3,9	4,6	5,0	5,3

Forrás: Invest Europe [2016b].

taluk odaítélt 300 millió eurós összeg 2015-re a harmadára – 100 millió euró alá – apadt. A statisztikai adatok tanúsága szerint az európai nyugdíjalapok kockázati- és magántőkepiaci részvétele igen erőteljesen ingadozott a befektetők által évente odaígért tőke volumenében, ugyanakkor a két szélső évet tekintve a 2007-ben mért 14 milliárd euróról hozzájárulásuk értéke 2015-re a felére csökkent (*Invest Europe [2016b]*).

A várható változásokról némileg árnyaltabb képet lehet alkotni a BDO tanácsadó cég által 2016 végén 200 amerikai és európai magántőkealap kezelője körében végzett felmérésből. Az alapkezelők alig több mint fele tervezte új alapok létrehozását, szemben az egy évvel korábbi, közel kétharmados és az azt megelőző évben regisztrált háromnegyedes aránnyal. Az új alapokat felállító alapkezelők 46 százaléka a tőkeigényeket a családi vagyonok kezelőitől kapják, ötödét pedig nyugdíjpénztárak fogják biztosítani (*BDO [2017a]*). A 250 és 500 millió dolláros

intervallumbeli és az egymilliárd dolláros alapokat kezelő szervezetek képviselőinek egyaránt a fele a nyugdíjalapoktól kapja a forrásokat. A tőke odaítélésekor az alapkezelők korábbi eredményei és szakembergárdája a döntő szempont (*BDO [2017b]*).

A kockázati- és magántőke-ágazat forrásainak intézmények szerinti vizsgálata egyúttal arra is rávilágít, hogy a válság sújtotta európai országokban a gazdaságpolitika a piaci forrásokat mindinkább állami forrásokból származó kockázati tőkével próbálta pótolni (*Pelly–Krämer-Eis [2011]*). A kormányzati ügynökségektől származó források részarányának világszerte tapasztalható növekedését egyidejűleg magyarázza a klasszikus kockázati-tőke-alapok által gyűjtött tőke volumenének csökkenése¹² és a kormányzati források bővülése. Ez a tendencia különösen erőteljesen érvényesült az induló és korai fázisú cégek finanszírozását célzó tőke körében, míg ha az összes, a kivásárlásokat is tartalmazó forrást tekintjük, már kiegyensúlyozottabb volt a befektetők részvétele. A kormányzatoktól érkező tőke súlya a klasszikus kockázati-tőke-alapok forrásai között 2007 és 2011 között világszerte hatszorosára – 9 százalékról 54 százalékra – ugrott (*Unquote [2012]*), s Európában is 8 százalékról közel 30 százalékra emelkedett. 2015 végén az állami források változatlanul meghatározó súllyal rendelkeztek, az európai kockázati-tőke-alapokba érkező tőke ötödét adva, míg a teljes kockázati- és magántőke-ágazatba érkező összes tőke közel 10 százaléka érkezett kormányzati szervezetektől (*1.3. és 1.4. táblázat; Invest Europe [2016b]*).

A pénzügyi és gazdasági válság a kormányzatokat arra készítette, hogy napirendjükre vegyék a kockázati-tőke-piac működésének és állami eszközökkel történő támogatásuknak kérdését. Annak reményében, hogy ez is elősegítheti a gazdaságok kilábalását a válságból (*Private Equity Findings [2010]*). Az állam kockázati-tőke-piaci szerepvállalását az indokolja, hogy a tőkéhez nem jutó innovatív vállalkozások tőkeigénye kielégítésének externális hatásai társadalmilag kívánatosak. A kormányzat hasznos közösségi feladatot lát el, ha képes megállapítani, hogy mely

¹² A piaci szereplők vonakodását a klasszikus kockázati-tőke-alapok finanszírozásától a várakozástól messze elmaradó hozamok is magyarázzák. Európában a klasszikus kockázati-tőke-befektetések belső megtérülési rátája (IRR) a 2004 és 2013 közötti tíz évből hétben negatív volt. Azaz a befektetők a kockázati tőkénél sokkal kevésbé kockázatos eszközosztályokban magasabb hozamokat tudtak elérni (*Aubrey és szerzőtársai [2015]*).

befektetési projektek kecsegtetnek nagy társadalmi haszonnal, s képes a pénzügyi közvetítők (magánszektorbeli befektetők) figyelmét megfelelő ösztönzőkkel e vállalkozásokra irányítani.

Az Európai Unióban széles körben alkalmazott eszköz, hogy az állam közvetetten hozzájárul a kockázatitőke-alapokhoz (*EB* [2006], *EC* [2006], *Murray* [1998], *Martin és szerzőtársai* [2003]). (Ennek részleteit mutatja be a következő fejezet.) A nemzeti és közösségi forrásokból együttesen nyújtott támogatásokat egyre inkább visszatérítendő forrásként piaci alapon működő alapkezelőknek nyújtják (*Pelly–Krämer–Eis* [2011]). Az Európai Unió 2007–2013 közötti programozási időszakában ilyen konstrukció volt többek között a Vállalkozás és Innovációs Program (*Entrepreneurship and Innovation Programme, EIP*), valamint a Jeremie-program (*Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises, Jeremie*).¹³ A 2014–2020 közötti költségvetési időszakban ugyancsak jelentős nagyságrendű tőkefinanszírozás várható állami/közösségi forrásokból a Horizon 2020 program InnovFin SME Venture Capital konstrukciója révén, valamint a COSME program Equity Facility for Growth konstrukciójában (*EC* [2015a]). Ezek a programok egyaránt közösségi források lehívását teszik lehetővé olyan holdingalapok számára, amelyek tőkéjére a privát szektorbeli befektetőktől és a közösségi forrásokból származó tőkét *együtt* befektetni kész kockázatitőke-alapok kezelői pályázhatnak.

Kérdéses, hogy a pénzügyi rendszer kockázatoságának csökkentésére hozott, mindenre kiterjedő és szigorú mennyiségi korlátokat felállító szabályozás nem vezet-e *túlszabályozáshoz*. Nem fogja-e túl erősen vissza a kockázati- és magántőke-ágazat finanszírozását biztosító intézmények tevékenységét, így többek között a bankok, a biztosítók és a nyugdíjpénztárok más eszközosztályoknál kockázatosabb, de magasabb hozamú kockázatitőke-befektetéseit, s ezáltal nem csökkenti-e az ezen intézmények által kezelt tőke hozamát? Kérdéses az is, hogy a kockázatitőke-ágazat forrásainak megcsappanása miatt nem esik-e vissza a *hosszú távú* vállalatfejlesztő tevékenység, azaz végső soron a szabályozás szigorodása nem vezet-e jelentős növekedési áldozathoz (vö. *Mérvő* [2012] 162. o.).

¹³ E program az EU tagországai és régiói számára kínál lehetőséget arra, hogy a strukturális alapok egy részét visszatérítendő forrásként kockázati tőkébe fektessék, s ezáltal növeljék és gyorsítsák a helyi vállalkozások befektetését (*EIF* [2010]).

A kockázatitőke-ágazat kezelőinek szigorodó szabályozása

A válságot megelőzően a kockázati- és magántőkepiac szereplőire nem vonatkozott a pénzügyi szektor többi résztvevőjéhez hasonló, napi és negyedéves beszámolási és regisztrációs kötelezettséggel járó átfogó előírás, ami nemcsak adminisztratív, hanem anyagi könnyítést is jelentett. A válság óta azonban a jövőbeli válságok elmélyülését elkerülni igyekvő nemzetközi intézmények igyekeztek e piac szereplőire is olyan szabályozást alkalmazni, amely a globális pénzügyi rendszer egészében teszi lehetővé a rendszerszerű kockázat megfigyelését és csökkentését. Következésképpen a kockázati- és magántőke-ágazatot is kiterjedtebb szabályozás és ellenőrzés alá kívánták vonni. Az alapkezelők számára ez a költségek növekedése mellett azért is érzékeny kérdéssé vált, mert az új kötelezettség egyúttal széles körű adatszolgáltatást is előírt számukra, ami miatt féltve őrzött adataik egy része nyilvánosságra került. Mindez az ágazat működésének a lényegét kérdőjelezheti meg, azaz a szigorúan üzleti titokként kezelt *know-how* nyilvánosságra kerülésével fenyeget, és erodálhatja a kockázati- és magántőke-befektetések másik előnyét is, mivel kérdésessé teszi a portfólióikba beválasztott cégek számára a nyilvánosság kizárása melletti tartós fejlődés lehetőségét is.

Az alternatív befektetési alapkezelőkről szóló irányelv előkészítése és elfogadása során az irányelv elsődleges célja nem az volt, hogy engedélykötelessé tegye az alapkezelők működését, hanem hogy a felügyeleti hatóságok számára releváns információkat nyújtson azon főbb eszközökről, amelyekkel ezen alapkezelők kereskednek, illetve hogy a kezelésük alatt álló alapok milyen kitettségekkel rendelkeznek. A szabályozás elsősorban a nagy tőkeáttétellel működő fedezeti- és magántőkealapokat kívánta szabályozni, de mivel a klasszikus kockázatitőke-alapok a kockázati- és magántőkealapok részhalmazát képezik, így automatikusan ők is bekerültek az új irányelv hatálya alá (*Glavanits* [2015]).

A rendszerszintű kockázat csökkentésére született jogi előírások az Egyesült Államokban és Európában egyaránt jelentős hatást gyakorolnak a kockázati- és magántőkealap-kezelők működésére. Az Egyesült Államokban a 2010-es Dodd–Frank-törvény¹⁴ kiterjesztette a felügyeleti

¹⁴ Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010 (<https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173>).

szervek szerepét és jogkörét a kockázatitőke-alapok kezelőire, s ennek keretében a 150 millió dollárnál több tőkét kezelő cégek számára előírta az értékpapír-felügyeleti hatóságnál (*Securities and Exchange Commission, SEC*) történő regisztrációt. A 25 és 100 millió dollár közötti kezelt vagyon esetén az egyes államok megfelelő hatóságainak kellett az alapkezelőket regisztrálniuk. A rendszerkockázatok pontos felmérése érdekében a SEC kibővült jogköre olyan információk bekérését tette lehetővé, amelyek többek között az alapok vagyonát, tőkeáttételét, partnerkockázati kitettségét, befektetési stratégiáját, kereskedési és befektetési pozícióit és eszközértékelési szabályait érintik (Székely [2012]). A SEC 2014-ben a magántőkealapok kezelőinek felénél azt állapította meg, hogy nem felelnek meg teljesen a szabályozás előírásainak, illetve nem jogszerűen állapították meg az alapkezelői díjakat (McKenna [2015]).

Európában az alternatív befektetési alapkezelőkről szóló ABAK-irányelv (*Directive on Alternative Investment Fund Managers, AIFMD*) helyezi szigorúbb szabályozás alá az alternatív befektetési alapkezelőket, közöttük a kockázatitőke-alapok kezelőit.¹⁵ Az európai kockázatitőke-alapok kezelőinek működését első ízben szabályozó ABAK-irányelv hatálya alá csak az 500 millió euró értéknél nagyobb tőkéjű alapok kezelői tartoznak.¹⁶ A többi alternatív alapot kezelő is bejegyzésköteles, s informálniuk kell mind bejegyzésükkor, mind pedig működésük során az illetékes hatóságot a tevékenységükről, valamint vagyonuk összetételéről, kitettségéről. Az irányelv elfogadása számos változást jelent a kockázati- és magántőkealapok kezelői számára. A rendelkezés ugyanis érinti az alapkezelők működését, az általuk igénybe vett szolgáltatókkal kialakítandó kapcsolatokat, a letétkezelői (őrzési/felügyeleti) kereteket, a cégértékelési eljárásokat, azaz a vagyoni eszközökre vonatkozó függet-

¹⁵ Az alternatív befektetési alapkezelőkről szóló, azaz ABAK-irányelv az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelve (EU [2011]). Az alternatív befektetési alapok olyan alapok, amelyekre nem terjed ki az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendeletek összehangolásáról szóló irányelv, a 2009/65/EK számú ÁÉKBV-irányelv (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives, UCITS*) (Glavanits [2015]).

¹⁶ Az engedélyezési eljárás alól eleve mentesülnek a 100 millió euró értékű eszközönél kisebb portfóliót kezelő alapok, valamint a nem tőkeáttétellel finanszírozott, 500 millió eurónál kisebb alapok, amelyek nem biztosítanak visszaváltási jogot öt éven belül a befektetőiknek. Ugyancsak mentesség vonatkozik a kizárólag nem nyilvános kis- és középállalkozásokba fektető alapokra (Glavanits [2015]).

len értékelés rendszerét, a kockázat- és likviditáskezelési gyakorlatot, a hitelfelvételi korlátozásokat, a javadalmazási politikát és a marketing-módszereket. Jelentéstételi kötelezettséget ró az alapkezelőkre nemcsak a befektetők és a szabályozó hatóság számára, hanem többségi tulajdonosi pozíció esetén a felvásárolt cégek számára is.

Az irányelv igen komplex, jelentősen megnöveli a szabályozással kapcsolatos jelentéstételi kötelezettséget és terheket, ugyanakkor a gyakorlatban ténylegesen nem akadályozza a kockázati- és magántőkealapok kezelőit tevékenységük végzésében. Korlátozza többek között az alternatív alapok számára igénybe vehető hitelek relatív nagyságát. Mivel a hitelt nem maguk a magántőkealapok, hanem a portfóliócégek veszik fel, így az irányelv csak korlátozott módon hat a magántőkealapok e gyakorlatára. A szabályozás továbbá előírásokat tartalmaz az alapok minimális méretére vonatkozóan is.

Mivel a kockázati- és magántőkealapok eredendően zártak, azaz nem likvidek, esetükben ez az előírás is célt tévesztett. Az irányelv az alternatív befektetési alapok kezelőitől megköveteli, hogy javadalmazási politikájuk konzisztens módon igazodjon a hatékony kockázatkezeléshez. Az alapkezelőknek évente jelentést kell benyújtaniuk az illetékes hatóság számára minden általuk kezelt alapról, valamint kérés esetén e jelentést a saját befektetőiknek is át kell adniuk. Ugyancsak be kell jelenteniük a hatóságnak minden olyan ügyletet, amely során egy nem nyilvános, azaz nem tőzsdei cégben 10–75 százalékos szavazati jogot vásárolnak, sőt amennyiben az átvétel meghaladja az 50 százalékot, akkor ezt még az érintett cég és annak részvényesei számára is jelezniük kell. Továbbá informálniuk kell a hatóságot az alapkezelőn belüli – szavazati jogok szerinti – döntéshozatali láncról, valamint az alkalmazottakat érintő kommunikációs gyakorlatról.

A 250 főnél kisebb cégek esetében nincs szükség a tájékoztatásra. Nem kell tájékoztatniuk a hatóságot arról, ha időközben megváltozik egy adott céget érintő stratégiai terv. Az alternatív alapok kezelőinek külső letétkezelőt kell megbízniuk az alap vagyoniának őrzésével, ugyanakkor a kockázati- és magántőkealapok kezelői kivételképpen engedélyt kaptak arra, hogy a letétkezeléssel megbízhassanak befektetési banki intézményeken kívüli szervezeteket is (*Gilligan–Wright* [2014]).

A 2010 novemberében az Európai Parlament által megszavazott irányelv szabályainak betartása – amelynek átültetésére a nemzeti jogba és alkal-

mazására a tagállamok 2013-ig kaptak haladékot – megemelte az alapok működési költségeit, s megnehezítette az Európán kívüli székhelyű alapok számára az unión belüli forrásgyűjtést. A szabályok betartását azon nem európai alapoknak is igazolniuk kell, amelyek szolgáltatásaikat az európai piacon kínálják, mivel a hatóságok egy úgynevezett belső európai „útlevél” révén nyújtanak hozzáférést az alapkezelők számára az európai piacokhoz (*Portfolio* [2010]). E korlátozás a szolgáltatást felajánló alapok kezelőinek megjelenését nehezíti az Európai Unió piacán. A kockázati- és magántőkealapokba befektető intézményi finanszírozók továbbra is szabadon dönthetnek arról, hogy hol fektetik be a tőkéjüket, azaz mely országban, melyik alapkezelő által kínált alapba szállnak be.

Mivel az alapkezelőkre vonatkozó egységes követelmények kedvezőtlen hatásúak lettek volna az induló cégeket finanszírozó kockázatitőke-alapok számára, így célszerűnek tűnt, hogy a klasszikus kockázatitőke-alapokra vonatkozó előírásokat elkülönítsék a kivásárlási és a fedezeti alapok szigorúbb szabályozásától. Ezért az ABAK-irányelv hatálya alá nem tartozó, 500 millió eurónál kisebb méretű kockázatitőke-alapok kezelőire vonatkozóan az Európai Bizottság 2011 decemberében egy új javaslatot terjesztett elő – európai kockázatitőke-alapokról szóló rendelet (*European Venture Capital Funds Regulation, EuVECA*) –, amelyet 2013 áprilisában fogadtak el, és 2013 júliusában lépett életbe (*EU* [2013]).¹⁷ Ez a külön szabályozás azért is indokolt volt, mert az európai klasszikus kockázatitőke-alapok kezelőinek 98 százaléka nem tartozott az ABAK által előírt méretkategóriába, azaz ezek az alapok 500 millió eurónál kevesebbet kezeltek.

Ugyanakkor az Európai Unió vezetői szerették volna elérni, hogy a klasszikus kockázatitőke-alapok kezelőire is egységes szabályok vonatkozzanak Európában: ezek az alapkezelők is az EU egész területén kínálhassák szolgáltatásaikat, befektethessenek más európai országok vállalkozásaiba, azaz esetükben se legyen jogi akadály a határon átnyúló ügyleteknek. A nagy méretű alapok számára ezt lehetővé tevő ABAK-irányelv teljesítése azonban nyilvánvalóan nagyon szigorú és költséges követelményeket támasztott volna a kis méretű kockázatitőke-alapok kezelőivel szemben, mert a határon átnyúló forrásgyűjtés és befektetés esetén az EuVECA nélkül nekik is be kellett volna jelentkezniük az ABAK hatálya alá.

¹⁷ Az európai kockázatitőke-alapokról szóló 345/2013/EU-rendelet (*EU* [2013]).

Az európai kockázatitőke-alapokról szóló 345/2013/EU-rendelet a befektetési portfólióra, a befektetési módszerekre és a megelőzhető vállalkozások körére vonatkozóan állapít meg egységes követelményeket azon alapkezelők számára, amelyek európai kockázatitőke-alapot kezelnek. Egységesen szabályozza, hogy ezek az alapok milyen befektetőket vonhatnak be, s belső szervezetükre is kötelező előírásokat tartalmaz. Az alapkezelők által kezelt alap összesített tőke-hozzájárulásainak és le nem hívott tőkéjének legalább 70 százalékát úgynevezett minősített befektetésekbe kell kihelyezni, azaz olyanokba, amelyek „valódi” kockázatitőke-befektetések. Az egész Európára egységes előírással a szabályozás egyenlő versenyfeltételeket teremt a kockázatitőke-alapok számára. A szabályozást először el kellett fogadnia az Európai Parlamentnek és Tanácsnak. Elfogadását követően azonban az Az európai kockázatitőke-alapokról szóló 345/2013/EU-rendeletet – az ABAK-irányelvtől eltérően – már nem kellett átültetni a nemzeti törvényekbe (EU [2013]).

A rendelet egyszerre teszi lehetővé a közös szabályozásból eredő előnyök érvényesülését, miközben mentesít az ABAK-irányelvben meghatározott adminisztratív eljárások alól. A rendelet által létrehozott európai kockázatitőke-alap (*European Venture Capital Fund*) valójában egy új tőkealapfajta, amelyet szupranacionális szinten szabályoznak (Glavanits [2012]). A minősített kockázatitőke-alapok kezelőinek könnyített helyzetük ellenére is számos kötelezettségnek kell eleget tenniük, az ABAK-irányelvhez bejelentkezett társaikhoz hasonlóan. Így többek között ismertetniük kell az alap kockázati profilját, befektetési stratégiáját és technikáját, az eszközértékelés módját és az árazás elveit, a befektetőkre terhelhető díjak megállapítási módját és a költségek kiszámításának módszereit, illetve a már kialakított stratégia megváltoztatására módot adó eljárásrendszert.

Az új szabályozás kínálta előnyök ellenére a gyakorlatban igen kevés bejelentkezés történt az új rendelettel létrehozott alapfajta hatálya alá. 2016 nyarán a regiszter mindössze 20 ilyen alapot tartalmazott, s a bejelentkezések száma egyre csökkent. Ennek oka, hogy a szabályozás – gyors elfogadása következtében – számos megoldatlan vagy az alapkezelők számára kifejezetten hátrányos, túlságosan korlátozó feltétellel született meg. Ezért az Európai Bizottság 2015 nyarán konzultációt kezdeményezett, s 2016 nyarán már született is egy javaslatcsomag a szükséges korrekciókról. Többek között szélesítik a jogosultsággal rendelkező alapkezelők

körét, megemelik a befektetésként választható vállalkozások méretét, s végül egyszerűsítik a regisztráció megszerzésének és az alapok határon átvitelő jegyzésének lehetőségét (*Thomadakis* [2016]). Továbbra sincs azonban megoldás arra a piac által jelzett problémára, hogy a rendelet a minimális befektetésre vonatkozó 100 ezer eurós előírással szűkre szabja a kockázattőke-alapokba potenciálisan befektetők körét.

Az értékpapír-felügyeleti regisztráció, az ABAK-irányelv, valamint az EuVECA-rendelet hatása igen jelentős lesz a kockázati- és magántőke-ágazatra. Az előírások többsége csökkenti az alapok működésének rugalmasságát, növeli befektetéseik költségét, s ezzel lényegében csökkenti az alapok jövedelmezőségét. A kockázattőke-szakmára a legerősebb hatást várhatóan a javadalmazásra,¹⁸ a kockázatkezelésre és a megfelelő letétkezelő megbízására vonatkozó követelmények gyakorolják. Az alapok kezelőinek a korábban megszokottnál sokkal formalizáltabb és dokumentáltabb rendszereket kell kidolgozniuk és alkalmazniuk. Az érintettek aggodalmait emellett a „mindenkire azonos” előírások alkalmazásából is fakadnak, ugyanis sok más alternatív alapkezelő esetében jogos és értelmezhető előírás a kockázati- és magántőkealapok kezelőinél túlságosan korlátozónak vagy nem megfelelőnek tűnik. Ilyen például a kockázatkezelés és portfóliókezelés funkcionális és hierarchikus szétválasztásának követelménye.

Az egységes szabálykönyv azáltal is túlságosan aránytalan és negatív hatást gyakorolhat a kivásárlásokat végző magántőkealapok kezelőire, hogy nem egyenlő versenyfeltételeket teremt más típusú tulajdonosokkal szemben, amikor nem nyilvános nagy európai cégek felvásárlására kerül sor. Így például a kivásárlást végző magántőkealapok versenyhátrányba kerülhetnek a nagyvállalatokkal vagy a szuverén állami alapokkal (SWF) szemben, amelyeket a felvásárlás kapcsán hasonló előírások nem korlátoznak (*E&Y* [2012]). Az alapkezelők alkalmazkodása az új szabályokhoz jelentősen megnöveli működésük költségeit, rontja jövedelmezőségüket, a nagy méretű alapok kezelői számára ugyanakkor versenyelőnyt nyújt, mivel ők inkább képesek szétteríteni a magasabb költségeket. Különösen az újonnan piacra lépni kívánó alapkezelők helyzete válik nehezzé, s a

¹⁸ Például új előírás, hogy a fix és a mozgó javadalmazási rendszerről, az ebben érintettek számáról és a nyereségből történő részesedéséről menedzserekre lebontva kell évente beszámolni a hatóság számára készített jelentésben (*PWC* [2012]).

piac meglévő, tőkeerős résztvevőinek pozíciója erősödik tovább. Mivel a nagyobb méretű alapok törvényszerűen a magasabb összegű befektetések felé fordulnak, a piac átrendeződése az induló, korai fázisú befektetéseket finanszírozó alapok hátrányára valósul meg (WEF [2015a]).

Az állami kockázatitőke-alapok befektetési szabályainak könnyítése

Az Európai Unió szerint a kockázatitőke-piac fejlesztése és a kis és közepes méretű, innovatív, jelentős növekedésre képes cégek kockázati tőkéhez jutása az uniós gazdaság egésze számára rendkívül fontos. Ennek érdekében még a kockázati tőke formájában nyújtott állami támogatást is bizonyos mértékig elfogadhatónak, azaz a belső piaccal összeegyeztethetőnek találja. Felvetődik azonban a piaci verseny esetleges torzításának a veszélye, ha a kockázatitőke-alapok EU- vagy hazai költségvetési forrásokból támogatott tőkét fektetnek be. Ezért az Európai Bizottságnak a támogatás feltételeit, illetve körülményeit nagyon precízen kell körülhatárolnia. Mivel a kockázatitőke-befektetési ügyletekben a támogatás sokféle módon történhet – így nyújthatók az alapok befektetői, az alapok kezelői vagy a befektetésekben részesülő cégek számára –, ezért az Európai Unióban rendkívül *részletes* szabályozás rendelkezik arról, hogy az állami forrásból érkező befektetés mely esetben egyeztethető össze a piacgazdaság működésével, azaz az EU belső piacával.

Az első közösségi iránymutatás (*Risk Capital Guidelines, RCG*) 2006-ban készült, s részletes útmutatással szolgált a kockázati tőke esetében az állami támogatás kérdésének megítéléséhez.¹⁹ 2008-ban emellett külön szabályrendszer, a 800/2008/EK-rendelet (*General Block Exemption Regulation, GBER*) is készült, amely rögzítette, hogy milyen feltételek teljesülése esetén fogadtathatók el részletes vizsgálat nélkül az EU-val az állami tőke befektetésére irányuló nemzeti tőkeprogramok (csoportmentességi rendelet).²⁰

¹⁹ Közösségi iránymutatás a kis- és középvállalkozásokba történő kockázatitőke-befektetések előmozdítását célzó állami támogatásokról (EU [2006]).

²⁰ A Bizottság 800/2008/EK-rendelete a Szerződés 87. és 88. cikke alkalmazásában a támogatások bizonyos fajtáinak a közös piaccal összeegyeztethetőnek nyilvánításáról (általános csoportmentességi rendelet) (EB [2008]).

Az irányelvek megszabták, hogy milyen méretű, életkorú, regionális elhelyezkedésű és szakágazatú cégek részesülhetnek bizonyos méretű és fajtájú tőkebefektetésben anélkül, hogy ez állami támogatásnak minősülne. Többek között kizárták például, hogy állami forrásból kockázati tőkéhez jussanak nehéz helyzetű cégek, exporthoz kapcsolódó tevékenységek avagy kivásárlási célú ügyletek. Követelményként szerepelt, hogy az alapoknak az állam mellett profitorientált, nem állami tulajdonosai is legyenek, és minden egyes befektetésnek legalább a felét – támogatott területeken 30 százalékát – nem állami befektetők finanszírozzák, illetve az állam befektetéseihez ilyen arányú hozzájárulás érkezzon piaci (nem állami) forrásból. Továbbá megszabták, hogy a nem állami és az állami befektetők azonos módon részesüljenek a befektetéssel járó előnyökből és kötelezettségekből, míg a támogatottnak minősülő területeken lehetővé vált a nem állami befektetők ösztönzése is. Az alapkezelésnek üzleti szemléletűvé kellett válnia, az alapkezelők javadalmazását pedig a teljesítményükhöz kötötték, miközben előírták, hogy az alapok nem állami kezelőit pályázat útján kell kiválasztani, az alapoknak az egyes befektetési döntéseket piaci alapon kell meghozniuk – vonzó üzleti terv és megfelelő kilépési elképzelés birtokában. A befektetési volumen cégenkénti részösszegét korlátozták, s a befektetésre való jogosultság különbözött az érintett cégek mérete, fejlődési ciklusa és elhelyezkedése szerint is.

Az általános csoportmentességi rendelet hatálya alá tartozó intézkedéseket a nemzeti hatóságoknak már nem kellett engedélyeztetni, csak bejelenteni, mivel ezek esetében a Bizottság azt feltételezte, hogy a piaci hiányosságok megszüntetésére irányulnak, ehhez megfelelő és arányos eszközöket alkalmaznak, ösztönző hatásúak, s csak minimálisan korlátozzák a versenyt. Miután a kockázati tőke-piac még mindig nem heverte ki a válságot, a befektetők köre visszaesett, az iránymutatás pedig túlságosan korlátozónak bizonyult a támogatható kis- és középvállalatok körét, a finanszírozás formáit, a támogatási eszközöket és a finanszírozási struktúrákat illetően, ezért 2011-ben az Európai Bizottság arra a következtetésre jutott, hogy átmenetileg célszerű módosítani a kockázati tőke-irányelveket. Megemelte az egy befektetési döntéssel egy cégnek odaítélhető befektetési volument, csökkentette a nem állami tőke részvételének előírt arányát, valamint szélesítette a bevonható vállalkozások körét. A cél az volt, hogy az új rendelet már jobban tükrözze a tényleges piaci

hiányosságokat, és rugalmasabb tőkenyújtást tegyen lehetővé az állami forrásokkal gazdálkodó kockázatitőke-alapok számára.²¹

Végül az Európai Bizottság 2014-ben új kockázatfinanszírozási irányelvet (*Risk Finance Guideline, RFG*) fogadott el, amely felváltotta a 2006-ban elfogadott és 2011-ben módosított szabályozást (*EB* [2014]). A szabályozás alapelveként abból indult ki, hogy az állami beavatkozás akkor nem minősül állami támogatásnak, ha a szokásos piaci feltételek mellett valósítják meg az ügyleteket, s így nem biztosítanak előnyt a másik fél számára. Más szóval, a befektetések nem minősülnek állami támogatásnak, ha megfelelnek az úgynevezett piacgazdasági szereplő tesztjének. Az új irányelv végső soron azt járta körül, hogy a kockázati tőke esetében mely befektetések felelnek meg a teszt követelményeinek.²²

Az előírások változásával a befektetésekben előírt nem állami részvétel az eredeti 50 százalékról (a támogatott területeken 30 százalékról) 2014-től

– 10 százalékra csökkent a kereskedelmi értékesítést még nem végző vállalkozások,

– 40 százalékra csökkent (a támogatott területeken nőtt) a kereskedelmi értékesítést hét évnél kevesebb ideje végző vállalkozások,

– 60 százalékra emelkedett a hétéves időszakot meghaladóan kereskedelmi értékesítést végző vállalkozások esetében.

Az állam által támogatható cégek köre is változott. Míg eredetileg csak a fejlődésük induló szakaszában lévő cégek (támogatott területeken az expanzív szakaszban lévő cégek is) részesülhettek állami támogatásban, 2014-től már mindazon kis- és középvállalatok támogathatóvá váltak, amelyek még nem hajtottak végre kereskedelmi értékesítést, illetve az első ilyen értékesítésük óta kevesebb mint hét év telt el, avagy a cégek kezdeti tőkebefektetése meghaladta az előző öt év éves átlagos forgalmának felét (*MNB* [2015]). Az EU új csoportmentességi rendeletében több területen bővítette a korábban megszabott befektetési összeg kereteit is. Emelkedett többek között az egy végső kedvezményezett számára odaítélhető tőke nagysága:

²¹ A Bizottság közleménye. A finanszírozási lehetőségek elérésének támogatására irányuló állami támogatási intézkedésekhez a jelenlegi pénzügyi és gazdasági válságban alkalmazott ideiglenes közösségi keretszabály (*EB* [2011]).

²² A Bizottság közleménye. Iránymutatás a kockázatfinanszírozási célú befektetések előmozdítása érdekében nyújtott állami támogatási intézkedésekre vonatkozóan (*EB* [2014]).

a korábbi 300 ezer euróval szemben 1,6 millió euró vált befektethetővé a magvető életszakaszban levő társaságokba, míg a növekedési fázisú cégek befektetéseinél a 12 hónap alatt kihelyezhető – eredetileg 1,5 millió, majd 2,5 millió euró – tőke nagysága 15 millió euróra nőtt. További könnyítés volt, hogy az öt évnél idősebb vállalkozások is bevonhatókká váltak a végső kedvezményezett körbe, sőt bizonyos feltételek teljesülése esetén a hét évnél idősebb vállalkozások is támogathatókká váltak.

A jogszabály emellett rendelkezett a veszteségmegosztás szabályairól is, így aszimmetrikus veszteségmegosztás esetén 25 százalékban maximuma az állami befektetőre terhelhető azon veszteséget, amely megelőzte a befektetők tőkearányos veszteségmegosztását. Az állami tőkét befektető alapok számára tiltott volt a hitelkiváltás, a kereskedelmi célú ingatlanfejlesztés, a részesedés szerzése már meglévő cégben, illetve kapcsolt és más érdekkonfliktusban lévő társaság akvizíciója. Tilos volt olyan portfóliócégbé befektetni, amely nehéz helyzetben volt, illetve hajógyártás, szén- és acélipari, valamint exporthoz kapcsolódó tevékenységet végzett, továbbá kizárták a pénzügyi és agrárvállalkozásokba történő befektetés lehetőségét is.

Össességében tehát az állami tőkét befektető alapok számára lazultak a befektetésekre vonatkozó korlátozások: az új irányelv kiterjesztette az állami támogatásban részesíthető vállalkozások körét, radikálisan megnövelte a nekik juttatható támogatás mértékét, megszüntette a támogatott és a nem támogatott területek közötti különbségtételt, rugalmasan hozzáigazította a cégek fejlődési fázisaihoz az állami forrású befektetések mellé megkövetelt nem állami hozzájárulás arányát, valamint megszüntette a finanszírozási eszközök fajtái közötti megkülönböztetést.

Következtetések

Miközben a kockázati- és magántőke-ágazat hozzájárulása a válság elmélyüléséhez nem bizonyosodott be, az e feltételezés miatti szabályozás szigorítása kedvezőtlenül hatott az ágazat – válság miatt amúgy is – megnehezült helyzetére, bár javította az iparág működésének átláthatóságát. A befektetők és az alapkezelők tevékenységének szigorúbb szabályozása csökkentette a hosszú távú forrásokat, növelte a befektetők és a befektetésekben közreműködő alapok költségeit, merevebbé tette a piac működését, felerősítette

a piaci konszolidációt, s visszafogta az ágazatban részt vevők érdekeltségét. A finanszírozók és a befektetők működésének, kockázatvállalást ösztönző javadalmazási rendszerének szigorodása csökkentheti az ágazat többi eszközosztályhoz képest mért versenyelőnyét. A hosszú távú tőkebefektetések lehetőségének csökkentésével az ágazatba becsatornázható hosszú távú megtakarítások korlátozása a gazdaság stabilizálása ellen hathat. Ez legerőteljesebben a gazdaságok motorjait jelentő új, perspektivikus cégek fejlődésének esélyeit ronthatja, miközben megnehezítheti a már megállapodott nagyobb cégek szerkezetének hatékony átalakítását is.

A szigorodó szabályozás negatív következményeit némileg ellensúlyozhatja, hogy az állam korszerű technikákat alkalmazó közreműködése a kockázatitőke-piacon csökkentheti az induló, korai fázisú innovatív cégek finanszírozásánál meglévő tőkerést. Annak értékelése azonban még várat magára, hogy ez a kormányzatok részéről mekkora hozam/ráfordítás mellett történik. Az állami forrásokból származó kockázati tőke befektetését korlátozó előírások lazítása a korábbinál inkább elősegíti a kockázati tőke mint vállalatfinanszírozási eszköz sajátosságainak érvényesülését, ugyanakkor a kockázatitőke-piac kínálati oldalát érintő intézkedések önmagukban nem képesek oldani a korai fázisú cégek tőkéhez jutási nehézségeit.

Összességében az állam kockázatitőke-piaccal kapcsolatos viselkedését sajátos *kettősség* jellemzi: a rendszerkockázat növekedésétől való félelem és a perspektivikus cégek serkentésének kívánalma. Úgy tűnik, hogy a félelem talán kissé túlzott, s ez a vállalkozások hosszú távú fejlődését szolgáló kockázati- és magántőkeipar működését aránytalanul korlátozza. A kockázati- és magántőke-ágazat tőkeellátása továbbra sem állt vissza a válság előtti szintre, azt azonban a rendelkezésre álló statisztikai adatok alapján nem lehet egyértelműen megállapítani, hogy a szigorodó előírások és más piaci hatások mekkora szerepet játszottak a forrásellátás alakulásában. Másfelől a kockázati tőkeként nyújtott közösségi/kormányzati támogatás jelentős megerősödése s az állami források befektetését gúzsba kötő szabályrendszer megengedőbbé válása a piaci verseny torzításához és az erőforrások elfecsérléséhez vezethet. Mindezen hatások egyenlegét csak hosszabb idő elteltével lehet majd megvonni.

2. Fából vaskarika?

Az állam mint kockázatiőke- befektető

Az állam többféle módon vesz részt a kockázatiőke-piacon. E fejezet a befektetői szerepkört vizsgálja, konkrét példákon keresztül részletesen áttekintve a nemzetközi tendenciákat. Bemutatja, hogy szemben a piaci folyamatok torzításának kockázatával járó közvetlen részvétellel az állam mindinkább közvetett módon, a nem állami szférát is bevonva járul hozzá a kockázatiőke-piac forrásainak növeléséhez. A privát szektor bevonása azért is fontos, mert elsősorban ez a megoldás képes biztosítani a piacon életképes, perspektivikus projektek megfelelő, politikai befolyástól mentes kiválasztását, a finanszírozás időtartamának választási ciklusoktól független meghatározását, a befektetések kezelésével megbízott menedzserek megfelelő szakértelmét és ösztönzését. A fejezet fő következtetése, hogy csak azok a kockázatiőke-alapok teszik lehetővé az állami források megfelelő hasznosulását – járulnak hozzá a gazdaságpolitikai célok, így az ígéretes fiatal cégek tőkeellátásának javításához –, amelyekben az állami részvétel kisebb mértékű, és a privát szféra kezelésében állnak.

A fiatal, nagy növekedésre képes cégek esetében a befektetők és a vállalkozások tulajdonosai közötti információs aszimmetria piaci tökéletlenséghez vezethet, mivel itt sem a korábbi teljesítményekre, sem vagyoni fedezetre nem lehet támaszkodni. A fejlődésük későbbi szakaszában tartó cégek esetében már mindinkább lehetséges a kockázat felmérése és megosztása. Mivel a befektetők számára a viszonylag kis összegű befektetéseket igénylő induló cégek kiválasztása csak igen költséges szűréssel oldható meg, s a vállalkozások beérése is hosszú időt vesz igénybe, a kockázati tőke befektetőinek érdeklődése az új és a korai fejlődési szakaszban tartó vállalkozásoktól eltolódott a növekedési szakaszban lévő, érett cégek finanszírozása felé. Ezzel források nélkül maradt a magas kockázatot jelentő, ugyanakkor ígéretes fiatal cégek jelentős hányada.

Mivel a nagy növekedési képességű cégek élen járnak az innovációban, az árbevétel- és a munkahelyteremtésben, valamint – a magas hozzáadott értékű exporttermékek és -szolgáltatások révén – a gazdasági növekedés előmozdításában, természetes, hogy előtérbe kerültek azok a kormányzati tőkeprogramok, amelyek előmozdíthatják a magvető és korai fázisú cégek fejlődését (*Wilson–Silva* [2013]).

Az állam kockázattőke-piaci részvétele mellett számos érv szól. A piaci elégtelenségre és finanszírozási résre hivatkozó érvek szerint az állami beavatkozás a nem állami finanszírozók számára – a tőke kritikus tömegét megteremtve – jelezheti a magvető és korai fázisú befektetések befektetésre érdemes voltát. Vagyis olyan finanszírozókat is vonzhat a piaci szegmensbe, amelyek enélkül nem vennének abban részt (*Leleux–Surlémont* [2003], *Krämer-Eis és szerzőtársai* [2016a], *Colombo és szerzőtársai* [2014]). Eszerint az állami beavatkozás a magvető és korai fázisú kockázattőke-befektetések piaci, azaz magánbefektetői szegmensének megerősítését szolgáló beavatkozás. Az állami részvétel ekkor a tisztán pénzügyi hozamokon túlmutató megfontolásokon alapul, mégpedig olyan, társadalmi, illetve nemzetstratégiai érdekeken, mint az új munkahelyek teremtése, valamint meghatározott régiókban és szektorokban a gazdasági növekedés előmozdítása (*Lerner* [2009], *Colombo és szerzőtársai* [2014], *Murray és szerzőtársai* [2012]).

Az állami programokkal szemben tehát egyidejűleg két követelmény érvényesül: egyrészt a befektetésre érdemes cégek létének tanúsítása, másrészt a piaci tökéletlenségek okozta *tőkerés* feloldása. Az állami részvétel céljának akkor felel meg, ha képes kiválasztani a finanszírozásra sikeres cégeket vagy privát befektetők bevonása esetén a sikeres nem állami alapkezelőket megtalálni (*Baldock–Mason* [2014]). A kormányzati finanszírozás mindkét esetben olyan növekedést segít elő, amely enélkül nem következne be. Ha a kormányzat azonosítani tudja azokat a befektetési projekteket, amelyek nagy társadalmi haszonnal kecsegtetnek, s a pénzügyi közvetítők – így a kockázattőke-ágazatban az üzleti angyalok és a nem állami kockázattőke-befektetők – figyelmét megfelelő ösztönzéssel a vállalkozások felé tudja terelni, akkor hasznos közösségi feladatot lát el (*Karsai* [2012]).

A kockázattőke-befektetések eredményessége természetesen a kockázattőke-piac *működési környezetétől* is függ, így a gazdaság aktuális állapotától, a pénzügyi intézmények fejlettségétől, a munkaerőpiac helyzetétől, a kutatás-fejlesztési ráfordítások nagyságától, a kockázattőke-

ágazat befektetőinek és kezelőinek, valamint együttműködésüknek a jogszabályozásától. Bár az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalásának legkézenfekvőbb formája a közvetlen befektetés – ahogyan ez az előző fejezetből is kiderült –, ezt szabályozói szerepkörre is kiegészíti.

Noha a kockázati tőke a piaci verseny egyik jellemző terméke, az állam sok országban komoly szerepet játszik a kockázatitőke-piac tőkeellátásában. Sőt számos országban már magát a kockázatitőke-ágazat létrejöttét és megerősödését is részben állami közreműködéssel oldották meg (*EVCA* [2010]). Válság idején a befektetők kockázatvállalási hajlandóságának erőteljes csökkenése miatt különösen felerősödött az állam korrekciós szerepe a kockázatitőke-piacon (*Brander és szerzőtársai* [2014], *Private Equity Findings* [2010], *Krämer-Eis–Lang* [2011]).

Az állam kockázatitőke-piacot érintő, rendkívül szerteágazó részvételi lehetőségei közül e fejezet az állami szerepvállalás azon formáit vizsgálja, amikor az állam befektetőként vesz részt a kockázatitőke-piac forrásellátásában. Így céljai elérésére az állam saját forrásaiból

- létrehozhat olyan alapokat, amelyek növelik a kockázati tőke kínálatát; meghívhat nem állami befektetőket az általa felállított alapokba;
- állami tőkével felállíthat olyan központi alapot, amely befektetéseivel más kockázati tőkealapok forrásait növeli;
- különböző módszerekkel csökkentheti a kizárólag nem állami finanszírozók alapjainak befektetési költségeit, illetve kockázatát.

Az állami és a nem állami szektorbeli befektetők együttműködését számtalan olyan megoldás „olajozhatja meg”, amelyek az aszimmetrikus kockázatviselés, illetve a kedvezményekből történő egyenlőtlen részesedés folytán a nem állami szektor befektetői számára vonzóbbá tehetik az állammal közösen végrehajtott befektetéseket, így mozdítva elő a közösségi célok teljesülését (*Karsai* [2012]).

A fejezet felépítése a következő. Az elemzés először az állam kockázati tőke-piaci részvételének a válság hatására megnövekedett jelentőségét érzékelteti, majd bemutatja és rendszerezi a gyakorlatban alkalmazott kormányzati megoldásokat a kockázatitőke-piac forrásainak növelésére. Ezt követően megvizsgálja az állami kockázatitőke-programok eredményességét befolyásoló tényezőket, majd e programok előnyös és hátrányos következményeit mérlegelve levonja az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalásának fő tanulságait.

A válság hatása az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalására

A statisztikai adatok szerint válság idején különösen megnő az állami források jelentősége a korai fázisú innovatív cégek számára. A kormányzatoktól érkező tőke súlya a klasszikus kockázatitőke-alapok forrásai között 2007 és 2011 között világszerte hatszorosára – 9 százalékról 54 százalékra – ugrott (*Unquote* [2012]).

Európában 2010 és 2013 között minden évben a kockázatitőke-alapok által gyűjtött tőke 30 százalékát kormányzati ügynökségek biztosították. A válság kitörésétől távolodva a kormányzati részarány csökkenni kezdett, így 2014-ben az összes tőke negyedét, majd 2015-ben már „csak” az ötödét fedezték állami források, miközben jelentőségük a többi finanszírozó intézményhez képest továbbra is kiemelkedő maradt (*Invest Europe* [2016b], *EVCA Yearbook* [2014]).²³ A 2007-ben még csupán 650 millió eurót kitevő, majd 2010-ben már 1 milliárd eurós, 2011-től pedig évi 1,5 milliárd euróra emelkedő állami hozzájárulás az üzleti ciklussal ellentétesen mozgott. Mivel 2007 és 2013 között a kockázatitőke-alapok által a privát és az állami szférából együttesen gyűjtött tőke volumene majdnem a felére esett vissza, ez „automatikusan” az állami befektetők részarányának növekedését jelentette (*Krämer-Eis és szerzőtársai* [2014]).

Az állami tőkekonstrukciók elterjedését más oldalról mutatja az Európai Bizottság által közzétett másik adat, amely szerint a tagállamokban a tőkebefektetést végző alapok által 2007 és 2012 között végrehajtott befektetések során kihelyezett tőke fele közösségi forrásokból – az EU strukturális alapjaiból – származott (*EC* [2013a]).

Brander és szerzőtársai [2014] adatai szerint nemcsak Európában, hanem világszerte igen jelentős volt a kormányzati források részvételi aránya a kockázatitőke-finanszírozásban a forráshoz jutó cégek számát tekintve. Kanadában a szerzők szerint az összes kockázati tőkével finanszírozott vállalkozás közül az állami tőkéhez jutó cégek részaránya például meghaladta az 50 százalékot, 35 százalék körüli volt Németországban, s 25 százalék Franciaországban és Belgiumban is. Az Egyesült Királyságban a korai fázisú befektetési ügyletek számának több mint a felét olyan hibrid

²³ Lásd az 1.4. táblázatot a 26. oldalon a 2007 és 2015 között évente kockázatitőke-befektetésre gyűjtött források befektetők szerinti megoszlásáról Európában.

alapok nyújtották, amelyek az állami és nem állami forrásokat együtt fektették be (*Pierrakis–Mason* [2008]). Az állami részvétel magas aránya nem véletlen, mivel az OECD 2013-ban készült felmérése (*Wilson–Silva* [2013]) szerint a legtöbb tagországában létezik valamiféle állami tőkeprogram, s számuk a felmérést megelőző öt évben kifejezetten emelkedett. (Az állami forrásokkal társfinanszírozott legismertebb tőkealapok országokénti listáját lásd a 2. fejezet *Függelékének F2.1. táblázatában*.)

Az állami kockázati tőke jelentőségét erősíti meg, hogy *Brander és szerzőtársai* [2014] számításai szerint az állami tulajdonban lévő vagy állami tőkét is befektető kockázati tőke-alapkezelők évente négymilliárd dollárt meghaladó összegű kockázati tőkét helyeztek ki világszerte. Ez a gyakorlatban azt jelentette, hogy az összes kockázati tőkével finanszírozott cég több mint negyede kapott több-kevesebb állami tőkét.

Az állami kockázati tőke-programok típusai

A kormányzat kockázati tőke-piacon való részvételének azonosítása korántsem egyértelmű. A szakértők egy része idesorol például minden olyan programot, amely saját tőke-típusú (*equity*) befektetést takar fiatal cégekbe, vagy amely a többi tőkekövetítőt ilyen jellegű befektetésre ösztönzi (*Lerner* [2002]). Más megközelítésben kormányzati részvételen olyan programokat értenek, amelyek a csúcstechnológiai ágazatokat a kockázati tőke-alapok és az adópolitika révén támogatják (*Cumming* [2007]). Ismét mások a kormányzati részvétel címszó alatt a hibrid, azaz állami és privát forrásokat egyaránt befektető kockázati tőke-alapok tevékenységét tárgyalják (*Jaaskelainen és szerzőtársai* [2007]). *Leleux–Surlemont* [2003] megfogalmazásában e körbe beletartozik a befektetői környezet mozgósítására szolgáló sokféle kedvezmény és adózási könnyítés – beleértve a tőkejövedelemre és osztalékra vonatkozókat is –, valamint a kedvező cégjogi struktúrák, továbbá az állami kockázati tőke-alapok létrehozása és menedzselése útján történő közvetlen beavatkozás, s végül a nem állami intézmények ösztönzése a tőkealapokba történő befektetésekre.

Az állami szerepvállalást a kockázati tőke-piac forrásellátására szűkítve két alapvető konstrukció ismert. Egyrészt ilyen a nem állami kockázati tőke-alapok forrásgyűjtésének támogatása, azaz amikor az állam befektetőként (*limited partner*) lép be, és növeli az egyébként az államtól független alap-

kezelők által kezelt kockázatitőke-alapok tőkéjét. Ilyen, az állam *közvetett* kockázatitőke-piaci részvételével járó megoldást képvisel például Ausztráliában az Innovation Investment Fund, Izraelben a Yozma program, az Egyesült Államokban a SBIC konstrukció, az Egyesült Királyságban a High Tech Fund of Funds, Dániában a Vaekstfonden, Franciaországban a Fund for the Promotion of Venture Capital, Németországban az ERP-EIF Dachfonds vagy Hollandiában a TechnoPartner.

Az állami részvétel másik, *közvetlen* megoldását az állami kézben lévő vagy az állam által megbízott alapkezelők irányította, kormányzati tulajdonban lévő kockázatitőke-alapok felállítása jelenti. Ilyenkor az állam saját kezelésben (*hands-on*) oldja meg a feladatot: olyan kockázatitőke-alapot hoz létre, amely egy kormányzati szervezet tulajdonában van, s miután az állam által megbízott alapkezelő irányítja az állami forrásokból működő alapot, alapkezelőként (*general partner*) is az állam felel a portfóliócégek kiválasztásáért, a befektetési döntések meghozataláért. Ilyen konstrukcióként működik például Belgiumban a Biotech Fonds Vlaanderen, Finnországban a SITRA, Franciaországban a CDC Innovation, Németországban a TBG, Olaszországban a Piemontech, Spanyolországban az Axis Participaciones Empresariales, az Egyesült Királyságban a Scottish Enterprise.

Számos kormány kezdetben a kockázatitőke-piaci részvételnek ez utóbbi, *közvetlen* megoldását választotta, azaz saját kezelésű kockázatitőke-alapot hozott létre. Mivel a saját állami alapok felállításával (azaz amikor a kormány egyidejűleg lép fel alapkezelőként és befektetőként) torzulhatnak a piaci folyamatok a tőke rossz elhelyezése és a nem állami befektetők kiszorításának lehetősége miatt (*Leleux–Surlemont* [2003], *Gilson* [2003], *Armour–Cumming* [2006], *Avnimelech–Teubal* [2006], *Lerner* [2009]), e konstrukciók közül időközben sokat módosítottak (*Wilson–Silva* [2013]).

A *közvetett* állami befektetés esetében a kormányzat privát, azaz nem állami kockázatitőke-alap-kezelőket megbízva vesz részt a kockázati tőke befektetésében. Hozzájuk delegálja a végrehajtói felelősséget, miközben az általa finanszírozott alapok befektetőinek *egyikeként* speciális célokkal lép fel. E célok a hozamkövetelmény mellett meghatározott térségek fejlesztését, munkahelyteremtést vagy az innováció előmozdítását foglalhatják magukban. Ma már világszerte ez a közvetett megoldás van túlsúlyban (*Gilson* [2003], *OECD* [2004]). A közvetett állami befektetés így lényegé-

ben társbefektetői konstrukciót jelent. Az állam nem saját maga hoz létre kockázatitőke-alapot, hanem befektetésével betársul más, nem állami alapokba az ottani nem állami finanszírozók tőkéje mellé. Ebben az esetben az állam nemcsak az alap kezelését bízza nem állami alapkezelőre, de az alapnak is csupán egyik finanszírozója. Ez a megoldás nem pusztán a tőkeáttétel növelésére alkalmas, hanem a források növelése révén a magvető és korai fázisú befektetések piacának kiépítésére is, miután hozzájárul az ágazati szereplők professzionalitásának növekedéséhez is. A társbefektetés emellett arra is jó, hogy amennyiben a szabályozási környezet ezt lehetővé teszi, a piacra vonzza a külföldi befektetőket is.

A társbefektetési konstrukció többféle módszerrel is megvalósítható. Leggyakrabban úgy, hogy az állami befektető a nem állami befektetővel azonos feltételekkel – *pari passu* – fektet be az alapokba. Ugyanakkor úgy is kialakíthatják a feltételeket, hogy azok a nem állami befektetők számára kedvezőbbek legyenek az állami résztvevőhöz képest, azaz viszonylagos ösztönzést és védelmet nyújtsanak a számukra. Az ilyen aszimmetrikus finanszírozási konstrukciók a nem állami befektetők számára a hozamokból a befektetési arányuknál általában nagyobb hányadot biztosítanak, illetve a veszteségekből tőkearányuknál kisebb hányad viselését követelik meg. Ez a nem állami finanszírozóknak nyújtott prémium szolgál a magvető és a korai fázisú finanszírozással együtt járó magasabb kockázat és lassabb megtérülés kompenzálására. A tapasztalatok szerint ezek a hibrid konstrukciók anélkül nyújthatnak megfelelő ösztönzést, hogy nemkívánatos következményekhez vezetnének, miközben pozitív hatást gyakorolnak a hozamokra (Murray [1999]). Az elmúlt években – a működő programok sikere nyomán – e társbefektető alapok igen népszerűvé váltak.

A közvetett állami befektetés egy további, ugyancsak elterjedt megoldása, hogy az állami források nem közvetlenül kerülnek egy kiválasztott alaphoz, hanem az állami forrásokból olyan állami holdingalapot hoznak létre, amelynek tőkéjére nem állami kockázatitőke-alapok pályázhatnak. A holdingalap (állami) kezelője az állami források allokálása során csak olyan alapokat finanszíroz, amelyek befektetési politikájukban vállalják az állam számára fontos célok teljesítését, így például fiatal, jelentős növekedési képességű cégek finanszírozását (Murray [2007]).

Az állami kockázatitőke-befektetések három alaptípusát a közvetlen, a társbefektető és az alapok alapja konstrukció alkotja (Duruflé és szerzőtár-

sai [2016]). Az első esetben a kormányzati tőkével működő alap közvetlenül végez kockázatitőke-befektetést az általa kiválasztott cégekbe. Az ilyen alapokat rendszerint állami fejlesztési bankok kezelik. Ilyen alapokat finanszíroz a Business Development Bank of Canada, a BPI France avagy a Magyar Fejlesztési Bank. Ezek valamely régióban vagy szakágazatban igyekeznek a kockázatitőke-ágazat fejlődését elősegíteni (*Colombo és szerzőtársai* [2014]). Tipikusan ilyen alap volt az Egyesült Államokban 1999-ben felállított In-Q-Tel alap az információtechnológia finanszírozására. Esetenként ezek az állami alapok egyedül fektetnek be, máskor csatlakoznak nem állami kockázatitőke-alapok befektetéseéhez.

A tapasztalatok azt mutatják, hogy a kizárólagosan állami tulajdonú alapok alacsonyabb hozamokat érnek el (*Brander és szerzőtársai* [2014]). A kizárólagos állami alapokat érő bírálatok többsége elsősorban a befektetési szakértelem hiányát és a csak névleges profitorientáltságot hangsúlyozza (*DAMVAD* [2014]). Az elsősorban társadalmi, nem pedig gazdasági indíttatású célok követése miatt az ilyen alapokat gyakran olyan földrajzi régiókban hozzák létre, ahol kevés a befektetéseket vonzó ajánlat, ellentmondók a társadalmi és a befektetői célok, s rendszerint maguk az alapkezelők is járatlanok a versenyszférában.

A kizárólagos állami alapok egyik változatát jelentik a kormányzati kezelésű társbefektető alapok. Ezek egyedül nem fektethetnek be a cégekbe, hanem csak akkor, ha nem állami befektető csatlakozik a befektetésükhöz, sőt az ügyleteket rendszerint a nem állami befektető indítja meg. Ilyen társbefektető állami alap a Scottish Co-Investment alap vagy az Ontario Capital Growth Corporation. Ez a megoldás növeli a vállalkozások által elnyerhető tőke volumenét, azonban nem oldja meg a kockázatitőke-alapok méretének növelését, nem vonz több intézményi befektetőt a piacra, sőt a nem szándékolt következmény ezzel épp ellentétes lehet (*Durufle és szerzőtársai* [2016]).

A másik változatban az állam pusztán befektetőként lép fel, azaz nem hoz létre alapot, és nem választ ki befektetésre érdemes cégeket, hanem más (privát) alapok kezelői közül választ, amelyek majd maguk választják ki a finanszírozandó cégeket. Az állam ekkor nem állami befektetőkhöz társulva vesz részt a többféle befektető által együtt létrehozott kockázatitőke-alapban. Mivel az állam nem hoz vállalati szintű befektetési döntéseket, ez a konstrukció képes kezelni azt a problémát, hogy az államnak nincs megfelelő szakérteleme, és nem ösztönzött a jó befekte-

tési döntések meghozatalára. Az állam ekkor az alapok befektetőjeként egy nem állami alap befektetőihez és annak nem állami kezelőjéhez delegálja a befektetési döntéseket. Miután az állam csak egyike a nem állami alapkezelő által kezelt alap számos befektetőinek, ez tovább csökkenti az alapkezelőre gyakorolt befolyását. Ennek azonban ára is van a kormányzat számára, hiszen az államnak alapkezelői díjat és nyereségből való részesedést kell fizetnie az alapkezelést végző cégek számára. Ugyanakkor az alapkezelő szempontjából is költséges a kormányzat befektetőként történő elfogadása, mert ez döntési korlátozásokat és jelentéstételi kötelezettséget is ró rá. Ilyen konstrukcióban működik többek között az Európai Beruházási Alap (*European Investment Fund, EIF*) által kezelt több program, a British Business Bankhoz tartozó Enterprise Capital Fund és Venture Capital Catalyst Fund, a BPI France által menedzselt programok, a kanadai Business Development Bank vagy az Alberta Enterprise Corporation.

A harmadik változatban a kormányzat alapok alapjába fektet be. Ilyenkor az állam úgy nyújt finanszírozást egy más alapokba befektető alap számára, hogy abba rajta kívül más intézményi befektetők is befektetnek. Az állam által is finanszírozott alapok alapja tehát kockázatitőke-alapokba fekteti a tőkéjét. Ebben a konstrukcióban a kormányzat a társbefektető alapokhoz képest még egy szinttel feljebb lép, vagyis az alapkezelők között nem ő válogat, csupán egy speciális, más alapokba befektető alapot, illetve annak kezelőjét választja ki. E megoldást az magyarázza, hogy a kormányzat számára nem könnyű a megfelelő alapkezelőket kiválasztani, miközben viszonylag könnyebb az alapok alapját kezelők közül a megfelelőt megtalálni. E megoldás hátránya, hogy az újabb szint beiktatása az állam számára többletköltséget jelent az újabb alapkezelői szint díja és nyereségrészesedése miatt. A megoldás előnye viszont, hogy intézményi befektetők is bevonhatók az alapok alapjába, ezáltal a kockázati tőkéhez kevésbé értő kisebb intézményi befektetők is létrehozhatnak kockázatitőke-alapokból álló, diverzifikált portfóliókat. A nagyobb intézményi befektetőknek pedig a nagyobb méretű befektetés lehetőségét kínálja, figyelemmel ezen intézmények tartózkodására a sok kisebb kockázatitőke-alapba történő, számos kisebb tranzakción keresztül befektetéstől. Ilyen konstrukciót képvisel a kanadai Venture Capital Action Plan program keretében létrehozott Northleaf Venture Catalyst Fund (*Colombo és szerzőtársai [2014]*). Hasonló konstrukcióban működik

Európában az Európai Beruházási Alap. Emellett az Európai Bizottság 2016 novemberében programot hirdetett egy páneurópai kockázatitőke-alapok alapja felállításáról (*Pan-European Venture Capital Funds-of-Funds programme*), amely olyan alapok létrehozásához kíván segítséget nyújtani a tőke maximum negyedének rendelkezésre bocsátásával, amelyek európai vállalkozások tőkeellátását kívánják előmozdítani (*EIF [2016a]*). (Az állami részvétel különböző módozatait képviselő tőkeprogramok konkrét példáit lásd a 2. fejezet *Függelékének F2.2. táblázatában*, 76. o.)

Elvileg a fenti három finanszírozási forma a befektetések *eltérő fejlődési stádiumát* célozza meg. Amikor a cél már nem csupán az induló cégek finanszírozásának elősegítése, hanem a már fejlettebb vállalkozások megerősítése, akkor nem minden konstrukció jelent tényleges alternatívát. Így a csak állami tőkét befektető alapok tőkéje nem lesz elég a cégek méreteként növeléséhez, az állami tőkealapok kezelőinek szaktudása és kapcsolatrendszere pedig nem lesz megfelelő a cégek új piacra viteléhez, s különösen nemzetközi térfoglalásukhoz.

Mindhárom konstrukcióban fontos kérdés az államnak és a nem állami befektetőknek az alapokon belüli egymáshoz viszonyított helyzete, azaz együttműködésük *feltételrendszere*. Az állam tulajdonképpen már azzal is ösztönzi a nem állami befektetőket, hogy az állami tőke megemeli a befektetésekre fordítható tőke volumenét. Az állami tőkeprogramok meghirdetésekor az állam rendszerint előre megszabja a nem állami résztvevők hozzájárulásának minimális mértékét. Például az egyesült királyságbeli Enterprise Capital Fund esetében ez az arány egyharmados, az Új-Zélandon létrehozott Venture Investment Fund esetében 50 százalékos, az ugyancsak angliai Angel Co-investment Fund esetében 51 százalékos volt (*Baldock–Mason [2016]*). Az Európai Bizottság által 2006-ban kezdeményezett Jeremie-konstrukció minimalisan 50 százalékos nem állami hozzájárulást írt elő a hibrid alapok létrehozásához, ugyanakkor az EU által támogatott területeken létrehozandó kockázatitőke-alapoknál (Magyarországon is) megelégedett 30 százalékos nem állami részvétellel.

Annak érdekében, hogy az állam megnyerje a nem állami befektetőket a kockázatos és lassan megtérülő, korai fázisú vagy elmaradottabb területeken létrehozandó vállalkozások finanszírozásához, szükség esetén hozzájárul a hibrid kockázatitőke-alapokon belüli érdekeltviszonyok átalakításához. A nem állami társbefektetők be-

fektetésre ösztönzésére többféle lehetőség is nyílik, amikor az állam rosszabb feltételekkel vesz részt az alapok finanszírozásában, mint a nem állami befektetők, azaz nem *pari passu* módon fektet be, s így lényegében támogatást nyújt a nem állami befektetőknek.²⁴ Ez történhet például úgy, hogy a nem állami befektető előbb kapja vissza a befektetett pénzét, mint az állami befektető.

Lehetőség van arra is, hogy az állam a keletkező veszteségből nagyobb részt vállaljon át (ezt garancia nyújtásával teheti meg). Ezt a megoldást azonban az utóbbi években már ritkán alkalmazzák, mert kiderült, hogy nem megfelelő irányban ösztönözte a nem állami résztvevőket. Sokkal hatékonyabbnak bizonyult az, amikor az állam korlátozta a számára járó hozamot, miközben a veszteséget azonos mértékben viselte a nem állami befektetőkkel. Ez a nem állami befektetőket jobban ösztönzi, miközben az ösztönzés ténye azért mindig magában hordja annak veszélyét is, hogy a befektetők nem a tőlük megkövetelhető maximális erőfeszítést teszik meg a sikeres működés érdekében.

A nem állami befektetőknek nyújtott támogatás természetesen költségekkel jár az állam számára. Az egyenlő feltételekkel történő részvétel és a nem állami befektetőknek biztosított előnyök közötti választás lényegében attól függ, hogy az állam mennyire kívánja eltéríteni az eredeti piaci viszonyokat, s mennyire hajlandó elfogadni, illetve viselni az alacsonyabb hozamokat vagy akár a veszteséget. Döntése valójában azon alapul, hogy mekkora gazdasági és osztársadalmi hasznot vár a befektetésektől.

A piac szerepének növekvő ereje szerint az állam kockázatitőke-piaci részvételének tehát több fokozata van:

- kizárólag állami pénzből felállított és állami tulajdonú alapkezelő által kezelt kockázatitőke-alap létrehozása;
- az állami tőke kezelésének az állam által kiválasztott nem állami alapkezelőhöz delegálása;
- egy alapon belül állami és nem állami tőkét tartalmazó alap nem állami alapkezelő kezelésében;
- az állami alap és egy nem állami alap egymással közös befektetése minden egyes ügyletnél ugyanabba a vállalkozásba;

²⁴ Az állami részvételű tőkealapokban a nem állami befektetők ösztönzésének módszereiről részletesen lásd *Karsai* [2012] 101–106. o.

– az állami tőke „alapok alapja” típusú tőkealapon keresztül fektet be olyan nem állami alapokba, amelyek azután az állam által is preferált cégekbe fektetnek be.

Az egyes konstrukciókban a tulajdonosok különbözősége mellett eltérő lehet a tőkerészesedés, a befektetések és az elvárt hozamok nagyságrendje, továbbá különbözhetnek a cégek, illetve az alapkezelők kiválasztásánál alkalmazott szelekciós kritériumok, valamint a nem állami befektetők ösztönzésének módszerei.

Az egyes országokban alkalmazott állami tőkeprogramok sokféleségét jól érzékelteti az egyesült királyságbeli National Audit Office megbízásából készített, néhány ismert állami tőkeprogram jellemzőit összehasonlító táblázat (lásd a 2. fejezet Függelékének *F2.3. táblázatát*).

Az OECD 2013-ban készült, 32 tagország válaszait tartalmazó felmérése szerint 14 országban fordult elő közvetlen állami tőkebefektetési program, s 21-21 országban működött az alapok alapja, illetve társbefektetői konstrukció (*Wilson–Silva* [2013]). A társbefektetői programokban az állami és a nem állami befektetők túlnyomó részben azonos feltételekkel vettek részt, a *pari passu* típusú programok több mint 80 százalékos túlsúlya volt jellemző. A kockázattőke-alapok típusváltásának trendjét jelzi, hogy a programok közül a felmérést megelőző években az alapok alapja és a társbefektetői konstrukciók száma emelkedett, míg a közvetlen befektetési programok száma visszaesett. Az elfogadott gyakorlat alapján a társbefektetői konstrukciók háromnegyedében a társulni kívánó nem állami befektetőket előzetesen megszűrték (*Wilson–Silva* [2013]). A változás azt is jelzi, hogy egyre inkább előtérbe kerül az adófizetők pénzének hatékonyabb védelme és a minél jobb gazdasági eredmények elérése. *Aubrey és szerzőtársai* [2015] szerint Európában konszenzus mutatkozik a nagyobb méretű alapok létrehozásának szükségességében, a cégek fejlődési fázisát követő későbbi befektetések lehetőségének biztosításában, valamint az alapok által lefedett földrajzi térségek szélesítésének igényében. Ugyancsak megfigyelhetők az állami források védelmére irányuló módosítások. Ezek részben a veszteségátvállalás korábbi gyakorlatának kiiktatását jelentik. Terjed az a gyakorlat is, hogy az állam még azelőtt kívánja megkapni részesedését a hozamból, hogy a nem állami befektetők hozzájuttánának a tőkearányuk alapján járónál jóval nagyobb részükhöz.

Az állami kockázatitőke-programok értékelésének módja és vizsgált területei

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

Az állam kockázatitőke-piaci részvételét biztosító programokat sokféle szempont szerint lehet értékelni. Így például elemezni lehet a program tervezését, azaz hogy azt eleve jól konstruálták-e meg, vizsgálni lehet magát a folyamatot, azaz hogy a beavatkozás a tervek szerint folyt-e, és nézni lehet, hogy megfelelő volt-e a program irányítása. Figyelembe lehet venni továbbá az intézményi környezet hatását, többféle program esetén azok esetleges egymásra hatását, valamint a program tálalását (interpretálását), továbbá a beavatkozás szintjét, azaz hogy a program helyi, regionális, illetve nemzeti szinten milyen eredményekhez vezetett. A sokféle szempontot figyelembe vevő, illetve számos módon elvégezhető értékelés szükségképpen eltérő hasznosíthatóságú eredményekhez vezet. Nem mindegy például, hogy ki végzi el az értékelést, netán maga a programot végrehajtó szervezet vagy egy másik állami szervezet, illetve független külső szakértő, esetleg a tudományos szféra. Az értékelés aszerint is eltérhet, hogy az elemzés kvalitatív vagy kvantitatív megközelítést alkalmaz-e.

A választott módszer nyilván az adott program értékelésének céljától, illetve a szakpolitika által megválaszolendő kérdésektől függ (*HMT* [2011]). Az értékeléshez feltett *kérdés* szólhat úgy, hogy a programot a terveknek megfelelően hajtották-e végre, avagy hogy melyek voltak a program hatására bekövetkező változások az induló és korai fázisú picon, illetve hogy mekkora volt a gazdaságpolitikai beavatkozás költsége és haszna. Célszerű lehet a programok hasonló hazai vagy külföldi programok eredményeivel való összevetése. Az *OECD*-országok

kockázatitőke-programjainál a legtöbb értékelés kvalitatív volt, s az értékelések többségét külső szakértők és tudományos területen dolgozók végezték (*Wilson–Silva* [2013]).

Célszerű, ha az értékelés nemcsak a részt vevő kockázatitőke-alapokat és -cégeket vizsgálva készül, hanem szélesebb összefüggésben elemzi a program hatását. A program eredményessége láthatóvá válik például, ha a támogatott cégeket és vállalkozói csoportokat azon társaikkal hasonlítják össze, amelyek kimaradtak a programból, s nem csupán a pénzügyi eredményeket érdemes nyomon követni, hanem az árbevétel és a foglalkoztatottság alakulását is (*Lerner* [2014]). Ehhez az összehasonlításhoz természetesen igen széles körű *adatbázis* kialakítására van szükség. Olyanra, amelynek segítségével össze lehet hasonlítani az állami és a nem állami kockázatitőke-befektetők tevékenységének hatását a finanszírozott cégek árbevételének és foglalkoztatottságának növekedésére. Ilyen új szemléletű az a VICO-adatbázis, amely reprezentatív mintán teszi lehetővé az 1993 és 2010 közötti kockázatitőke-finanszírozás hatásának mérését Európában a csúcstechnológiai cégek körében (*VICO* [2011]).

A kormányzati kockázatitőke-befektetések jelentős súlya ellenére 2012-ig jóformán teljességgel hiányzott annak értékelése, hogy Európában milyen szerepet játszott az állami kockázati tőke a csúcstechnológiai cégek növekedésének előmozdításában. Az elemzések addig gyakorlatilag csak az Európán kívüli kormányzati programok jellemzőinek vizsgálatával foglalkoztak.

Meglehetősen ritka, hogy az állam már a programok indításakor olyan teljesítménykritériumokat határozzon meg, amellyel összevethető a tényleges eredmények. Ezért nem is gyakori a formalizált értékelés, illetve ennek nyilvánosságra hozatala. A független tudományos felmérést pedig megnehezíti, hogy a programokról csak korlátozottan érhetők el számszerű adatok. A belső kormányzati értékelések is ritkán történnek meg, s ha mégis, akkor általában nem elég szigorúak, nem megfelelő kompetencia birtokában készülnek, s nem is elfogulatlanok. A állami forrással dolgozó programok többsége nem rögzíti a program értékelésének módszerét és az ehhez szükséges adatgyűjtés tartalmát. A formalizált értékelés pedig gyakran felületes, és inkább csak a program végrehajtására vonatkozik (*NAO* [2009]). Az állami tőkeprogramok gyakorlatát nemzetközi szinten áttekintve, *Lerner* [2009] alapvető hibának tartotta, hogy többnyire elmaradt a vállalkozások fejlődését

ösztönző állami programok értékelése. Azt tapasztalta ugyanis, hogy ha sor is került értékelésre, az gyakran csupán sikertörténetek összeállításában merült ki. Ezt azért tartotta vitathatónak, mert a siker hallgatólagos követelménye a befektetőket arra ösztönözte, hogy olyan cégeket is finanszírozzanak, amelyek eredményeiben az állami hozzájárulás szerepe csekély volt. A megfelelő értékeléshez szerinte inkább azt kellett volna meg tudni, hogy mi történt volna az állam részvétele nélkül a kockázatitőke-piacon.

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

Az állami kockázatitőke-programok eredményességét befolyásoló tényezők

Az egyes országokban kialakított tőkeprogramok, illetve az ezek keretében felállított kockázatitőke-alapok működésének tanulmányozása számos olyan tanulsággal jár, amely elősegítheti a jövőbeli hasonló konstrukciók sikeres kialakítását. Miközben a tudományos elemzések szerint egyértelműen bebizonyosodott, hogy az állami részvétel alkalmas eszköz lehet a piaci tökéletlenségek kezelésére (*Brander és szerzőtársai* [2008], *Colombo és szerzőtársai* [2014], *Lerner* [2010], *Murray–Lingelbach* [2009]), a beavatkozás mikéntjét nagyon alaposan meg kell tervezni a lehetséges hibák elkerüléséhez. Az elmúlt években igen sok olyan állami tőkeprogram született, amely a korai fázisú cégek finanszírozását hátráltató tőkerés feloldására keresett megoldást (*Cumming* [2011b], [2014], *Lerner* [2002], [2009], [2010], [2011], *Lerner és szerzőtársai* [2005], *Mulcahy* [2013], *Murray* [2007], *NAO* [2009], *Pierrakis* [2010], *Technopolis Group* [2011]). A tapasztalatok szerint azonban eddig igen *kevés*, az intézményi környe-

zet eltéréseit is figyelembe vevő kormányzati kockázatitőke-program bizonyult sikeresnek (*Brander és szerzőtársai* [2008], *Colombo és szerzőtársai* [2014], *Lerner* [2009]). A korai fázisú kockázatitőke-befektetések előmozdítása és a befektetésekből történő sikeres kilépések szempontjából vizsgálva a próbálkozások eredményességét, az eddigi három legsikeresebb program az Egyesült Államokban még 1958-ban elindított Small Business Investment Company (SBIC) konstrukció, az 1993-ban Izraelben meghirdetett Yozma program, valamint az 1997-es ausztrál Innovation Investment Fund volt. Sok, azóta elindított program esetében azonban még nem telt el elegendő idő a hatások átfogó elemzéséhez.

A kormányzati kockázati tőkére vonatkozó elemzések áttekintése alapján (*Baldock* [2016]) arra lehet következtetni, hogy különösen azon programok váltak sikeressé, amelyek:

1. nem állami kockázati tőkések irányítása alatt álltak;
2. ahol sor került nem állami társbefektetők bevonására;
3. amelyeknél tanulási folyamat révén bővültek a helyi alapkezelők szakismeretei;
4. amelyek korlátozott ideig működtek, de meghosszabbíthatók voltak az optimális időpontú kilépések érdekében;
5. ahol a programokat végig figyelemmel kísérték, és hozzáigazították a piac változó igényeihez;
6. ahol a programok méretét a finanszírozási szükséglethez és a célpiac méretéhez szabták;
7. ahol mindvégig az eredeti célt tartották szem előtt;
8. amelyek a vállalkozásokat támogató piaci környezetben működtek.

A kormányzati tőkeprogramok keretében felállított kockázatitőke-alapok *struktúrája* az idő előrehaladtával a nem állami szektor irányításával működő *hibrid társfinanszírozó alapok irányába* (*Murray* [2007]), azaz az állami befektetésekhez esetileg kapcsolódó nem állami ügyletektől a nem állami befektetők által kezdeményezett társfinanszírozás, illetve alapok alapja felé mozdult el (*Colombo és szerzőtársai* [2014]). Az előző megoldást a finn Industry Investment közvetlen vállalati befektetései példázzák, az utóbbi kettőt pedig az Egyesült Királyságban az Enterprise Capital Fund esetében megvalósított nem állami társfinanszírozás, valamint az ugyancsak ottani Innovation Investment Fund alapok alapja struktúrája képviseli.

Lerner már 2002-ben megkérdőjelezte az állami hivatalnokok alkalmasságát a finanszírozási konstrukciók irányítására a politikai torzítás és a „dédelgetett” szakágazatok gyámolításának lehetősége miatt, 2010-ben pedig már határozottan a nem állami szektor általi irányítás szükségességét fogalmazta meg (*Lerner* [2002], [2010]). Kiemelte, hogy a legjobb alapkezelők megnyerésének demonstrációs hatása van, ami újabb alapkezelőket vonzhat a piacra. Például az izraeli Yozma program nem állami befektetői képesek voltak külföldi és nagy jártasságú befektetőket bevonni az állami konstrukcióba, ami demonstrációs hatást fejtett ki újabb nem állami alapkezelőkre is, amelyek így később csatlakoztak. A nem állami szektor irányítása alatt álló állami tőkekonstrukció kulcsfontosságú eleme, hogy képes a nem állami szféra tőkeerejét növelni, ami lehetővé teszi az alapok méretének emelését, miközben mozgósítja a nem állami befektetőket. Egy nagy adatbázison végzett európai kutatás (*Grilli–Murtinu* [2014a]), valamint az Egyesült Királyságban folytatott kutatás (*Munari–Toschi* [2015]) egyaránt a tapasztalt nem állami alapkezelők jelenlétének fontosságára hívja fel a figyelmet. Ezek a tőke mellett szakértelmüket és kapcsolati hálójukat latba vetve vesznek részt a befektetések menedzselésében, s a siker eléréséhez szükséges, ám nehezen megszerezhető jártassággal rendelkeznek az adott piaci szegmensben és vállalati fejlődési szakaszban, s ennél fogva rendszerint tartósan jó teljesítményt érnek el (*Gompers és szerzőtársai* [2010], *Zarutskie* [2010]).

Az Egyesült Királyságban az utóbbi időben létrehozott hibrid kockázatitőke-alapok – így az Enterprise Capital Fund, az Aspire Fund és a UK Innovation Investment Fund – kapcsán a kutatók már azt a kérdést is felvetették, hogy a teljesítmény és hozam hajszolása miatt nem váltak-e már ezek az alapok túlzottan is piacvezérelté, aminek a sokkal kisebb volumenű támogatásra szoruló vállalkozások látják a kárát (*Rigos* [2011]). Bár *Lerner* [2010] szerint az állam által támogatott alapoknak nem szabad a nem állami alapokkal versenyezniük, a gyakorlatban mégis ez történik. A vállalkozók ugyanis ezeket is nem állami alapnak érzékelik, amelyek a többi nem állami alaphoz hasonló feltételek mellett versenyeznek a piacon. Mivel a hibrid alapok végső soron éppen azt kívánják érzékeltetni a nem állami befektetők számára, hogy a korai fázisú, jelentős növekedési képességű vállalkozások is produkálhatnak vonzó hozamokat, ezért befektetési döntéseiket szigorú üzleti kritériumok alapján kell meghozniuk. A kormányzat átfogó gazdasági céljai

ugyanis azon keresztül érhetőek el, ha előbb a nem állami alapkezelők üzleti céljai teljesülnek (*Murray–Lingelbach* [2009]).

A kutatási eredmények szerint a kormányzati beavatkozásnak értékelt kell teremtenie, ám ha küldetését befejezte, akkor vissza kell vonulnia, nehogy a nem állami befektetők kiszoruljanak a piacról (*Lerner* [2010]). Ezért szerepel a javaslatokban a korlátozott időtartamra – így például a tíz évre – létrehozott kockázatitőke-alapok modellje, s vetik el az úgynevezett *örökzöld*, azaz a folyamatosan újabb és újabb finanszírozási forrásokat igénylő, gyenge teljesítményű cégeket finanszírozó alapok fenntartását. A kiegyensúlyozott teljesítmény elérése folyamatos ellenőrzést igényel, hogy az állami alapok ne fölőzzék le a legjobb ajánlatokat, ne szorítsák ki a nem állami szférát, torzítva a piacot és puhítva a vállalati értékeléseket. Vagyis ne vezessenek a szélesebb értelemben vett fejlesztési célok szem elől tévesztéséhez (*Brander és szerzőtársai* [2008], *Da Rin és szerzőtársai* [2006], *Leleux–Surlémond* [2003]). Az állami tőkeprogramok nem lehetnek túl nagyok, vagy nem terjedhetnek túl a funkciójuk ellátásához szükséges élettartamon. Ha tehát a kockázatitőke-piac intézményi rendszere már megfelelően szélessé vált, s fenntartható módon működik, akkor lehetővé válik a kormányzat visszavonulása. Lényegében egy egyensúlyi helyzet elérésére van szükség. A kormányzati alapoknak nem szabad annyira megnőniük, hogy kiszorítsák a már a piacon lévő nem állami kockázati tőkések tevékenységét, de az sem célszerű, ha túlélnek a hasznos működés időszakát (*Baldock–North* [2016]).

Élettartamuk során azért is kell nyomon követni a kormányzati tőkealapok tevékenységét, hogy az ne csússzon át olyan biztonságosabb területekre, amelyek tőkeellátását a piac nélkülük is meg tudná oldani (*Gill* [2015], *Murray és szerzőtársai* [2009]). Egyúttal nem szabad, hogy túlzottan hosszú ideig működjenek a korai fázist finanszírozó alapok, mint ahogy az a válságot követő időszakban történt. A kilépésekhez szükséges időtartam a kétezres évek elejéhez képest négyről nyolc évre növekedett, ami ismét felélesztette az arról szóló vitát, hogy az alapok tízéves élettartama elegendő-e a portfóliócégek beéréséhez és ahhoz, hogy elkerülhető legyen a részesedések értékének – az idő előtti eladás miatti – elolvadása (*Axelson–Martinovic* [2012], *Baldock–North* [2016], *Mason–Harrison* [2003], *Pierrakis* [2010]). A piac kínálta megfelelő kilépési útvonalak megléte – beleértve a vállalatfelvásárlásokat, a tőzsdei bevezetés lehetőségét – fontos ahhoz, hogy az alapok nagy áttörést hozó

cégeikkel megjelenhessenek a piacon. Ez segíti a következő generációs alapok tőkegyűjtését és az új nem állami befektetők piacra lépését. A kormányzati tőkealapok élettartamát érintő kérdéshez kapcsolódik a befektetési időszak hosszának megfontolása is. Valójában a korai fázist finanszírozó alapok befektetési teljesítményének megjelenéséhez és igazolásához sokkal hosszabb időre van szükség, mint amit a politikusok feltételeznek, ugyanis a bukás sokkal előbb érzékelhetővé válik, mint a siker (*Murray–Lingelbach* [2009]).

Vita zajlik a kormányzati tőkealapok kapcsán az alapok méretéről és a kormányzati szerep kiterjesztéséről is. A statisztikai adatok azt jelzik, hogy az európai alapok mérete eltörpül az amerikai alapokéhoz képest. Az amerikai alapok több mint ötször annyi tőkét fektetnek be negyedannyi alapból, mint európai társaik (*E&Y* [2010]). A Technopolis Group európai kockázatitőke-piaci finanszírozási modelleket áttekintő tanulmánya szerint az alapoknak megfelelő mérettel kell rendelkezniük ahhoz, hogy a legjobb portfóliócégeikbe folytatólagosan befektetéseket tudjanak végrehajtani, elkerülve ezzel az optimálisnál alacsonyabb értéken történő, kényszerű korai kiszállást (*Technopolis Group* [2011]). Az innovatív új európai cégek ösztönzéséhez e tanulmány 50 millió eurósnál nagyobb hibrid alapok létrehozását javasolta, mégpedig a regionálisnál nagyobb térségben, azt feltételezve, hogy ezen alapok megfelelően hozzáigazíthatók a reális üzleti ösztönzőkhöz. Az Egyesült Királyságban működő korai fázisú állami alapok válság előtti teljesítményét vizsgálva *Munari–Toschi* [2015] nem az alapok méretét találta a kilépések kudarcát eldöntő fő tényezőnek, hanem a befektetési ajánlatok nem megfelelő kínálatát, a befektetések regionális korlátozását és az állam nem megfelelő képviselőjét együttesen. *Rigos* [2011] szerint az ideális alapméret az Egyesült Királyságban 50 millió font lenne, míg a globális piacokon működő alapok esetében 150 millió font szükséges a tevékenység hatékony ellátásához. Itt kulcskérdés, hogy a kormányzati tőkealapok a befektetési ciklusokat követve képesek-e ismételt alapokat gyűjteni. Az alapok méretének növeléséhez illeszkedő megoldás lehet a határokon átívelő, páneurópai kockázatitőke-alapok létrehozása (*CEEDR* [2012]). Jól illusztrálja a bekövetkezett méretbeli és hatókörbeli változást az Egyesült Királyságban a kormányzati alapok átváltása regionális alapokból országos alapokká, sőt páneurópai alapokká (*Baldock–North* [2016]).

Ahhoz, hogy a kormányzati alapok a befektethető vállalkozásokra vonatkozó elegendő számú, jó minőségű üzleti ajánlatot kaphassanak, kellően széles profillal kell rendelkezniük. Mind az angol, mind a finn regionális alapok esetében a túl kis alapterület és a szűk regionális hatókör akadályozta a megfelelő kritikus tömeg és hozamok elérését (NAO [2009], Murray és szerzőtársai [2009]). Szektorálisan vagy a cégek fejlődési szakaszai szerint csak olyan környezetekben érdemes korlátozást szabni, ahol a vállalkozások nagy sűrűségben fordulnak elő, s ahol magvető alapok, üzleti angyalok és egyéb „vállalkozáskeltetők” (inkubátor- és akcelerátorcégek) tevékenységéhez tudnak kapcsolódni (Baldock–Mason [2015]) több régió összekapcsolásával vagy nemzetközi szinten. Ez utóbbihoz kapcsolódik a kormányzati alapok által finanszírozott cégek nemzetközivé válásának kérdése. Gyakran hangsúlyozott érv a külföldi befektetésekkel szemben, hogy a sikeressé vált vállalkozásokat külföldi cégek felvásárolják. Az egyes országok számára valóban kedvezőbb helyzet az innováció hazai központjaként élvezni a felvásárlás előnyeiből adódó javakat, a tőke ismételt befektetési lehetőségét. Ezt azonban kifejezetten akadályozza a belföldi vállalkozások nemzetköziesedésének korlátozása.

A kormányzati tőkealapok nem légtüres térben működnek. A vállalkozásokat körülvevő intézményrendszert – amely hatással van a vállalkozások létrejöttére, működésére és megszűnésére – *vállalkozói ökoszisztémának* is szokták nevezni. E rendszerben fontos a vállalkozásokat támogató hálózatok láthatósága és elérhetősége, a különböző típusú finanszírozási lehetőségek és ezek közvetítőinek összekapcsolása, az átfedések elkerülése. A vállalkozások fejlődése során a finanszírozási fokozatok elérésében fontos szerepet játszanak az állami fejlesztési bankok (Baldock [2016]). A kockázati tőke-programok az új és növekedő vállalatok bátorítása és támogatása esetén tudnak hatékonyan működni. A vállalkozói ökoszisztémába az intézményeken kívül beletartoznak az igénybe vehető jogi struktúrák, a vállalkozók és a befektetők adózási ösztönzői, az oktatás, a hálózatok és klaszterek kommunikációs hatása, valamint a vállalkozások kulturális megítélése. Eleve sokat elárul egy tapasztalatlan kormányzatról, ha az a fiatal és növekvő vállalkozások jelentős finanszírozási problémáinak megoldását kizárólag a kormányzati kockázati tőke-program révén véli megoldhatónak (DAMVAD [2014]).

Az állami kockázatitőke-programok eredményei

A kormányzati tőkeprogramok hatása lényegében két szinten mérhető: a kockázatitőke-piac egészének szintjén, azaz makroszinten, illetve a finanszírozott vállalkozások szintjén, azaz mikroszinten. Az első esetben a kérdés az, hogy sikerült-e az állami kockázati tőkének a meglévőhöz képest többlettőkét bevonna a piacra nem állami forrásokból, avagy éppen ellenkező módon, részvételével inkább kiszorította a piacról a már eleve ott lévő privát befektetőket.

A mikroszintű kérdés ezzel szemben azt vizsgálja, hogy milyen hatást gyakoroltak az állami tőkebefektetések a finanszírozott vállalkozásokra. Sikerült-e az állami tőkével előmozdítani e cégek fejlődését, azaz sikeresek voltak-e az állami tőkében részesülő vállalkozások, illetve jobb teljesítményt értek-e el ahhoz képest, mint ha nem kaptak volna ilyen befektetést.

A teljesítmény mérésére többféle mutatószám is létezik, így többek között az innováció lemérhető a benyújtott szabadalmak számával; az üzleti eredményesség az árbevétel, a nyereség, a foglalkoztatottság növekedésével; a nemzetközivé válás az exporttal vagy a tőzsdei megjelenéssel. Az állami programok hatása valójában akkor látható tisztán, ha a kormányzati kockázati tőkében közvetlenül részesülő vállalkozások fejlődését olyan, hasonló adottságú cégek növekedésével vetjük össze, amelyek sem állami, sem hibrid forrásokból nem részesültek. Ugyancsak jelzésértékű lehet, ha az állami kockázati tőkével finanszírozott cégek mutatóit olyan, hasonló adottságú cégekével hasonlítják össze, amelyek nem kaptak a növekedésükhöz kockázati tőkét.

Az állami kockázatitőke-programok eredményességét akadályozza a *kiszorító hatás* (Leleux–Surlémond [2003], Cumming–MacIntosh [2006]). Eszerint a kormányzati befektetések nemcsak kiegészíthetik, hanem – nem kívánt következményként – helyettesíthetik is a privát befektetéseket. Ha ugyanis a kormányzati befektetők ugyanazon befektetésért versenyeznek a nem állami befektetőkkel, akkor a kormányzati befektetők felszórólhatják az ügyletek árát, és csökkenthetik a hozamokat. A kormányzati befektetők elvileg könnyen túlcitálhatják a privát kockázatitőke-befektetőket, mivel a kormányzati befektetők tulajdonosi háttérében nem állnak olyan intézményi befektetők, amelyek számára az alapkezelőknek indokolniuk kellene az alacsony hozamokat. A kor-

mányzati befektetők jelenléte így el is bátortalaníthatja a kormányzattal nem együttműködő privát befektetőket. Ha ez utóbbi befektetők kockázatkerülők, és túlbecsülik a kormányzati alapok várható jelenlétét a piacon, akkor esetleg visszavonulnak, s nem használják a kormányzati befektetők befektetésekhez való hozzájárulásait, ami végső soron kizorításhoz vezethet (*Li–Wu* [2008]).

Cumming–MacIntosh [2006] vizsgálata Kanadára vonatkozóan igazolta e kizorító hatást. A szerzőpáros azt találta, hogy a kanadai Labour Sponsored Venture Capital Corporation (LSVCC) program erőteljes kizorító hatással járt, amelynek elsődleges oka az LSVCC-programok rendkívül nagy adókedvezménye volt. A program elindulását követően az LSVCC által támogatott kockázati tőke masszív expanziója következett be, szemben a nem állami kockázati tőke csekély növekedésével. További, az állami befektetők számottevően gyengébb teljesítményét okozó strukturális problémát jelentett, hogy miután az állami alapok kezelőinek igen sok tőke állt a rendelkezésére, jóval több ügyletet kellett egy-egy alapkezelői munkatársnak lebonyolítania, mint a nem állami kockázati tőke-alapoknál. Ez pedig rontotta a döntéshozatal hatékonyságát és a szelekció minőségét, felületesebbé tette az elővizsgálatot, gyengébbé a tulajdonosi ellenőrzést és kisebb hozzáadott értékűvé a tanácsadást (*Cumming–Johan* [2013]). *Armour–Cumming* [2006] Nyugat-Európát, Kanadát és az Egyesült Államokat reprezentáló mintájának adatai szintén a kizorítást, illetve a tőke távolmaradását mutatták. Hasonlóképpen *Da Rin és szerzőtársai* [2006] európai adatai is igazolták a kizorító hatás meglétét.

Az Európai Unióban érdekes módon a közösségi forrásokból finanszírozott nemzetközi tőkekonstrukciók kapcsán is felvetődött a kizorítás lehetősége, noha az EU által finanszírozott alapok eleve piaci alapon működtek. Több, az EU nemzetközi tőkeprogramjában részt vevő nemzeti hatóság ugyanis meglepve tapasztalta, hogy az Európai Beruházási Bank és az Európai Beruházási Alap valóban szigorúan üzleti alapon fektet be, pedig az országok képviselői korábban azt hitték, hogy ezek a szervezetek – mint közösségi intézmények – támogató felekként, nem pedig „bankárokként” viselkednek majd velük szemben. Ezért felvetették, hogy nem épp e szervezetek szorítják-e ki a piacról a „valódi” privát befektetőket (*Michie–Wishlade* [2012]). Őket látszott igazolni, hogy több privát befektető egyszerűen nem fektetett be abba

az alapba, ahová az Európai Beruházási Alap tőkét juttatott. A nemzeti hatóságok képviselői szerint előfordult, hogy ha az Európai Beruházási Alap kivételével minden privát befektető elfogadta az ajánlott feltételeket, az alapkezelők választásra kényszerültek az Európai Beruházási Alap vagy a saját privát befektetőik között.

A fenti állásponttal szemben a közösségi forrásokat kihelyező Európai Beruházási Bank és Európai Beruházási Alap képviselői azzal érveltek, hogy ők az állami támogatás szempontjából privát befektetőnek számítanak. Úgy vélték, hogy a többi privát alapkezelőtől általuk megkívánt, relatíve magas hozzájárulás és az azoktól megkövetelt magasabb hozam épp a legfontosabb eszköz az alapkezelők és a befektetők érdekeinek harmonizálására (*King* [2013]).

Az Egyesült Királyságban bevezetett regionális alapok működésének sikertelenségét az is fokozta, hogy a választott módszer eleve figyelmen kívül hagyta a *keresleti* oldalon jelentkező problémákat. Így a korai fázisú cégekbe regionális alapokon keresztül befektetők számos akadállyal szembesültek a befektetési lehetőségek terén (*Mason–Harrison* [2003]). Hasonló következtetésre jutott *Nightingale és szerzőtársai* [2009]. A szerzők úgy vélték, túlzottan leegyszerűsítő és félrevezető dolog az egyesült királyságbeli kis- és középvállalkozások finanszírozásának problémáját csupán olyan *kínálati* problémának tekinteni, amely többletforrások nyújtásával egyszerűen megoldható. Az Egyesült Királyságban ugyanis a keresleti és a kínálati oldalon egyaránt jelentkezett a probléma. A keresleti oldalt a nagy növekedési képességű, befektetésre érdemes cégek hiánya jellemezte. A kínálati oldalon pedig a szűk piacon a befektetők és vállalkozók számára egyaránt nehézséget okozott, hogy elfogadható költségek mellett megtalálják egymást, és megkössék a szerződéseket.

Egyes elemzések empirikus eredményei nem kizorításról, hanem éppen hogy a nem állami szféra aktivizálódásáról, azaz a nem állami szektorból származó tőke kockázatitőke-piacra történő bevonásáról számolnak be. Például *Cumming* [2007] adatai szerint az Australian Innovation Investment Fund (IIF) program nagymértékben fellendítette az ausztrál kockázatitőke-piacot az 1990-es években, amely főként a struktúrájának köszönhetően volt sikeres. A kormányzat úgy tudott megjelenni intézményi befektetőként, hogy megjelenése a korai fázisú kockázatitőke-befektetések ösztönzésével járt. A kormányzati befektetők és a nem állami befektetők között nem volt közvetlen verseny, sokkal inkább partneri,

társulási viszony. A program hozzájárult a kockázatitőke-befektetések számának növekedéséhez, miközben elérte, hogy egy alapkezelőre kisebb portfólió jusson, intenzívebb legyen a befektetések szakaszolása, és a befektetéseket szindikálják (*Cumming–Johan* [2013]). Az IIF programba bevont cégek a kutatás-fejlesztés terén is sokkal intenzívebbeknek bizonyultak, relatíve gyakrabban jelentettek be szabadalmakat, és sikeresebben jelentek meg a nyilvános tőkepiacon, azaz magasabb piaci kapitalizációt értek el (*Cumming–Johan* [2013], [2014]). Az adatok azt mutatták, hogy a kormányzati programok az Egyesült Államokban és Izraelben is sikerrel ösztönözték a kockázatitőke-piacokat (*Lerner* [2009]). A kezdeti kormányzati támogatás után Izraelben a kockázatitőke-ágazat végül segítség nélkül is képes volt működni, ami az izraeli vállalkozók és a külföldi befektetők között kialakult erős kapcsolatoknak is köszönhető volt (*Avnimelech–Teubal* [2008], *Jeng–Wells* [2008]).

A svédországi regionális kockázatitőke-alap programjának félidős értékelése is pozitívnak bizonyult (*Tillväxtverket* [2011]). A tőkéhez jutott cégek általánosságban elégedettek voltak mind a kockázatitőke-alapokkal, mind pedig a nem állami társbefektetőkkel való kapcsolatukkal. A tőke a cégek gyorsabb növekedését tette lehetővé, több lehetőséget nyújtott számukra további külső finanszírozáshoz, megnövekedett termelői kapacitást és professzionálisabb testületi munkát hozott, nagyobb szakértelemhez és nagyobb profitabilitáshoz vezetett. A svéd konstrukciót értékelő szakemberek szerint arra nehéz volt válaszolni, hogy az intézkedés nyomán javult-e a tőkekínálat a cégek és a tőkepiac számára, ám úgy vélték, hogy voltak jelei a piaci tőkerés csökkenésének és a nem állami tőke piacra lépésének, azaz végső soron bebizonyosodott a program pozitív hatása. A felmérés eredménye szerint az állami kockázatitőke-alapok részvétele nélkül a nem állami társbefektetők majd fele feltehetően nem fektetett volna be, míg mások csak kisebb befektetésre vállalkoztak volna. Tehát megnőtt a piacon a nem állami tőke volumene, s számukra nem volt tapasztalható a kiszorító hatás (*Tillväxtverket* [2011]).

Brander és szerzőtársai [2014] világszerte 25 országban vizsgálva a 2000 és 2008 között kockázati tőkével finanszírozott cégeket, azt találta, hogy a kormányzati kockázati tőke hatására megnőtt a kockázati tőkeként befektethető források volumene, s ezzel az állami részvétel pozitív hatása érvényesült. Azok a vállalkozások, amelyek állami és nem állami befektetőktől egyaránt kaptak kockázati tőkét, több tőkéhez jutottak,

mint azok a cégek, amelyeket csak a privát befektetők finanszíroztak. Emellett a fenti hibrid módon finanszírozottaknak több befektetője is volt, miközben nem állami befektetőiktől is több tőkéhez jutottak, mint társaik. Mindezek alapján e kutatás is azt állapította meg, hogy az állami részvétel hozzájárult a finanszírozott cégek számának növekedéséhez, és ezen keresztül a tőke mennyiségét is növelte.

A vita még korántsem zárult le az állami kockázatitőke-programok hasznosságáról. Az utóbbi években a sikeres ausztrál és néhány ázsiai állami program nyomán sok országban átértékelték a kiszorítási hatásra vonatkozó álláspontot. Beigazolódott az is, hogy a hatás értékelése részben attól is függ, hogy milyen sikermutatók alapján végzik a kutatók a számításokat (*Cumming* [2011a], [2014]).

Az állami tőkeprogramoknak a vállalkozások fejlődésére gyakorolt, azaz *mikroszintű* hatását vizsgáló kutatások azt elemezték, hogy szem előtt tartották-e az állami tőkével működő alapok portfólióik kialakításakor az állam által kitűzött célok – innováció, fejlesztés, munkahelyteremtés, régiófejlesztés – teljesülését, illetve mennyire eredményesen járultak hozzá a portfólióikba választott cégek sikeréhez.

Az elemzések szerint a közvetlen állami kockázatitőke-programok rosszabb teljesítményt nyújtottak, mint az üzleti alapon működő alapok (*Murray* [1998], *Leleux–Surlemont* [2003], *Armour–Cumming* [2006], *Da Rin és szerzőtársai* [2006], *NAO* [2009], *Lerner és szerzőtársai* [2011], *del-Palacio és szerzőtársai* [2012]). Ezek az értékelések összességében azt jelezték, hogy az állami alapok általában kisebb méretűek voltak, kevesebb cégbe fektettek be, és a befektetéseik átlagos mérete is kisebb volt. Befektetéseikből ritkábban realizáltak hozamot, azaz kevésbé tudtak azokból nyereségesen kilépni. Hozamuk – az általuk elért átlagos belső megtérülési ráta (IRR) – az Egyesült Királyságban és az Egyesült Államokban összességében alacsonyabb volt, mint a nem állami szektorban működő átlagos alapoké. Összességében a kutatók pozitív, de statisztikailag gyenge hatást mértek a kizárólagos állami kockázatitőke-befektetők esetében, s általánosságban e befektetők hatása kisebb volt a nem állami alapkezelők által elért hatáshoz képest (*Manigart–Bauselick* [2001], *Balboa és szerzőtársai* [2007]).

Grilli–Murtinu [2014a] szerint az állami konstrukcióknak a csúcstechnológiai cégek árbevétel-növelésében tapasztalt gyenge hatékonysága nem a finanszírozási források rossz elérhetőségének, hanem inkább a

hozzáadott érték nyújtását biztosító jártasság hiányának volt betudható. Ryan [1990] értékelése szerint az ausztrál *MIC Program (Management and Investment Companies)* esetében is az okozta a sikertelenséget, hogy a programba csak kevésbé hatékony nem állami befektetőket tudtak bevonni, amelyeknek a kilépési stratégiái is korlátozottak voltak. Néhány kormányzati támogatású befektetés esetében felmerült a politikai nyomásgyakorlás is, miközben strukturális problémák szintén hozzájárulhattak a kevésbé hatékony döntéshozatalhoz és a relatíve kisebb hozzáadott érték eléréséhez (*Murray és szerzőtársai* [2012]).

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

Zavarba ejtő eredményeket mértek a kutatók ott, ahol az állam kifejezetten azokra a cégekre koncentrált, amelyektől technológiai innovációt remélt. Például a 2002-ben létrehozott Australian Pre-Seed Fund elemzése kapcsán *Cumming* [2007] arra mutatott rá, hogy a gyakorlatban ennek az alapnak a befektetései semmivel sem céloztak meg inkább innovatív és csúcstechnológiai cégeket, mint a hasonló méretű többi alap. Ez annak ellenére így történt, hogy az alapkezelőkre vonatkozó szabályok ezt kifejezetten előírták. Hasonló volt a helyzet az egyesült királyságbeli regionális állami alapoknál, amelyek tevékenysége *Murray* [1998] szerint *kevésbé mozdította elő az innovációt*, mint azoké a nem állami alapoké, amelyek új technológián alapuló cégeket kerestek a befektetéseikhez. Az utóbbi cégek ugyanis sokkal gyakrabban

fordultak elő a nem állami alapok befektetései között, mint az állami regionális alapok által finanszírozottak körében (holott az utóbbiak ennek az ellenkezőjét hitték magukról). *Jaaskelainen és szerzőtársai* [2007] szerint feltehetően az alapok kezelési és működési problémái okozták azt, hogy egy olyan alap, amely kifejezetten csúcstechnológiai céget célzott meg, nem nyújtott több támogatást a csúcstechnológiai cégeknek, mint az ezt nem megcélzó többi alap.

Az állami szerepvállalás eredményességének megítéléséhez további, igen hasznos adalékkal járultak hozzá azok a kutatások, amelyek összehasonlították az állami, illetve a nem állami alapoktól származó kockázati tőkében részesült cégek teljesítményét. Az állami hozzájárulás relatív nagyságának a hibrid alapok működésének eredményességére gyakorolt hatását vizsgáló kutatók emellett arra is kíváncsiak voltak, hogy az állami részvétel súlya befolyásolja-e a finanszírozott cégek eredményességét.

Ezen elemzések sorába illeszkedik *Brander és szerzőtársai* [2014], amelyben a kutatók a növekedésen kívüli mutatók alapján elemezték a kormányzati kockázati tőke hatását kanadai cégekre. Ilyen tényező volt a befektetők első tőzsdéi kiszállása (*initial public offerings, IPOs*), a cégeladás harmadik félnek, illetve a szabadalmak benyújtása. Pozitív hatást a kutatók csak abban az esetben találtak, amikor a kormányzati részarány az állami és a nem állami tőke együttes volumenében viszonylag alacsony volt. Így *Brander és szerzőtársai* [2014] szerint azok a cégek, amelyek egyaránt részesültek állami és nem állami kockázati tőkéből, jobb teljesítményt értek el a kilépések, s főleg a tőzsdére vitel és szakmai befektetőknek történő cégeladás terén, mint azon cégtársaik, amelyek kizárólag nem állami kockázati tőke-befektetőktől kaptak tőkét. Ez a pozitív hatás azonban csak akkor érvényesült, ha a finanszírozásnak csupán mérsékelt hányada érkezett az államtól. 50 százaléknál nagyobb hányad esetén már rosszabbnak bizonyult a kormányzati tőkében részesülő cégek teljesítménye. Mérsékelt kormányzati támogatásnál is csak azon alapkezelők esetében volt jobb a teljesítmény, amelyeknél a kockázati tőke-alap kezelőjét az állam csak támogatta, de a kezelő maga nem állt a kormányzat tulajdonában.

Az állami és a nem állami befektetéseket összehasonlító elemzések szerint tehát azok a vállalkozások érték el a legjobb teljesítményt, amelyek olyan befektetési alapoktól kaptak tőkét, amelyeknek a tulajdonosi köré-

ben ugyan volt állami részvétel, de az nem érte el az 50 százalékot. E cégek még a kizárólag nem állami befektetők finanszírozta kockázati tőke-alapok portfóliócégeinél is jobb eredményt produkáltak. Azaz a kockázati tőke-alapok három lehetséges variációja közül a csak részben államilag finanszírozott alapok produkálták a legjobb eredményt, szemben a teljesen kormányzati tulajdonú és a kizárólag nem állami szektorból érkező tulajdonosokkal rendelkező alapokkal.

Brander és szerzőtársai [2014] következtetése ezért az volt, hogy a kormányzati kockázati tőke-befektetők segítséget nyújthatnak bizonyos típusú támogatással (beleértve a pénzügyi támogatást is). Ezzel szemben kevésbé válhatnak hasznossá, ha ténylegesen ők gyakorolják a kontrollt az üzleti döntések felett. (Ekkor ugyanis felerősödhetnek a kormányzat alternatív céljai.) A kormányzati támogatás tehát akkor a leghatékonyabb, ha a nem állami kockázati tőke-befektető irányítása alatt marad. Nagy a különbség tehát a kormányzati tulajdonlás és a kormányzati támogatás között a kockázati tőkét kezelő cégeknél.

Brander és szerzőtársai [2014] később globálisan is elemezték az állami kockázati tőke-befektetők tevékenységének hatását, s ismét megerősítették a korábban kapott eredményeket. A World Economic Forum megbízásából készült projekt keretében 126 országban közel 30 ezer olyan vállalkozást vizsgáltak meg, amelyek 2000 és 2008 között részesültek kockázati tőkében (*WEF* [2010]). A kutatók megvizsgálták a kormányzati támogatásnak a kockázati tőkére gyakorolt hatását az értékteremtés, az innováció és a foglalkoztatottság szempontjából. Ennek során nemcsak a közvetlen tőkenyújtást elemezték – a kizárólag állami tulajdonban lévő kockázati tőke-alapoknál, illetve a nem állami alapkezelők által kezelt olyan alapoknál, amelyekben nem állami befektetők is szerepeltek a tulajdonosok között –, hanem egyúttal azon támogatásokat és adókedvezményeket is vizsgálták, amelyekben a kockázati tőke-befektetők részesültek. A tanulmány következtetése szerint a legjobb teljesítmény az állami kockázati tőke mérsékelt szintjéhez köthető. A kutatás szerint az értékteremtéshez az állami kockázati tőke útján nyújtott támogatás elsősorban a *legitimáción* keresztül járul hozzá. A finanszírozott cégek teljesítménye azonban akkor nő, ha az állami kockázati tőke-befektetést a nem állami kockázati tőkések irányítják. Más elemzések is hasonló következtetésekre jutottak.

Így például *Grilli–Murtinu* [2014b]) egy longitudinális európai adatfelvétel segítségével azt igyekezett felbecsülni, hogy a kormányzati

kockázatitőke-befektetők milyen hatást gyakorolnak az európai csúcstechnológiai cégek növekedésére a nem államiakhoz képest. A kutatók egyrészt megnézték, hogy e két befektetőtípus külön-külön gyakorol-e pozitív hatást a cégekre, másrészt – tekintettel a két befektetői csoport között meglévő szindikálási és közös befektetési tevékenységre – azt is elemezték, hogy vajon számít-e a kétféle befektetői csoport befektetéseinek egymáshoz viszonyított sorrendje. Harmadrészt azt is megvizsgálták, hogy a nem állami kockázatitőke-befektetők befektetését követő állami tőkebefektetés jelent-e szignifikáns eltérést, valamint azt is, hogy vajon a szindikálás, azaz a kétféle befektető együttes jelenléte előnyös-e a portfóliócégbe történő kezdő befektetések esetében.

A kutatók az általuk vizsgált hét európai ország piacán azt találták, hogy az új, technológiai alapú, állami kockázati tőkével támogatott cégek a kezdeti állami befektetés nélkül is hasonló növekedési mintát követtek volna. Ezért úgy vélték, hogy az állami kockázatitőke-befektetők nem gyakoroltak szignifikáns hatást az új technológiaalapú cégek árbevételére, míg a nem állami kockázatitőke-befektetők igen, függetlenül attól, hogy a cégek életük mely időszakában részesültek az első ilyen befektetésben. A cégek befektetését követő mentorálása, azaz a kezelési hatás a nem állami befektetők esetében a nagyon fiatal cégeknél nagyobb volt, míg az állami befektetőknél ez a hatás nem érvényesült. Az egyetlen kivétel volt az, amikor az állami és a nem állami kockázati tőkések együtt finanszíroztak relatíve fiatal technológiaalapú cégeket, de az állami befektetők nem játszottak vezető szerepet a szindikált befektetésben (*Grilli–Murtinu [2014a]*).

Európában *Bertoni–Tykvová [2012]* a biotechnológiai cégek teljesítményét vizsgálva ugyancsak arra jutott, hogy azon szindikált befektetések vezettek a leghatékonyabb innovációs teljesítményhez, amelyeknél privát befektető játszott vezető szerepet. *Grilli–Murtinu [2014a]* kutatása összességében megkérdőjelezi a kormányzat azon képességét, hogy a kockázatitőkepiacon közvetlen alapkezelői működés útján képes támogatni a csúcstechnológiai cégeket. Így ez a kutatás is megerősíti *Brander és szerzőtársai [2014]* említett eredményeit: a szindikáltan finanszírozott cégek teljesítménye nő, ha a kormányzati kockázatitőke-befektetők kisebbségi pozíciót foglalnak el, szemben azzal, ha ők a vezető befektetők.

A kutatók a kormányzati kockázatitőke-alapok kezelőinek elemzése alapján arra a következtetésre jutottak, hogy ha az európai

kockázati tőke-piacnak egyáltalán szüksége van kormányzati segítségre, akkor az állami beavatkozásnak elsősorban kedvező környezetet kell teremtenie a kockázati tőke-kezdemenyezések számára, nem pedig közvetlen támogatásokkal, saját kezelésben (*hands-on*) megoldania a feladatokat. Az Európai Unió tehát helyesen jár el, amikor a gyorsan fejlődő csúcstechnológiai cégek magasabb számát az alulfejlett kockázati tőke-ágazat megerősítésével kívánja elősegíteni. Ezzel szemben a saját kezelést előtérbe helyező szakpolitika, a kockázati tőke-piacon a kormányzati szervek által folytatott, „nekünk egyedül is megy” befektetési stratégia kifejezetten rossz hatékonyságú megoldás. A helyes irány az, amikor a kormányzati szervek nem állami, azaz privát kockázati tőke-befektetőkkel kooperálnak, velük együtt céloznak meg fiatal technológiaalapú cégeket (*Grilli–Murtinu* [2014b]). Az európai törekvéseknek ennek megfelelően a kizárólagos állami kockázati tőke-finanszírozás helyett arra kell irányulniuk, hogy minél több más forrásból érkező tőkebefektetést tereljenek be a piacra, beleértve az üzleti angyaloktól érkező tőkét, valamint kiaknázva a közösségi finanszírozás (*crowdfunding*) lehetőségeit (*Wilson* [2015], *Aubrey és szerzőtársai* [2015]). A nem állami befektetőkkel történő együttműködés elősegítésére Európában felállított hibrid alapok hatásaként már számos jó nevű, kockázati tőke kezelését végző cég telepedett meg Európában, azaz választott európai székhelyet; így tett többek között az Amadeus Capital Partners, a Balderton Capital, az Index Ventures, a Northzone, a Healthcap, a TVM, valamint a Sofinnova Partners (*Grilli–Murtinu* [2014a]).

Következtetések

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

A kockázati tőke-ágazat állami támogatása két kritérium teljesülése esetén igazolható. Egyrészt, a részvételnek valódi pozitív hatást kell gyakorolnia a cégekre és a gazdaságra. Másrészt, piaci elégtelen-

ség feloldására kell irányulnia, s ezt kell az állami intézkedéseknek csökkenteniük vagy megszüntetniük. Az állami pénzügyi eszközök kockázatitőke-piaci alkalmazásának célja, hogy lehetővé tegye üzleti alapú felhasználásukat a nem állami szektor ösztönzése és a gazdaság-politikai célok hatékonyabb elérése érdekében.

Az elmúlt évtizedekben az állam befektetői szerepe a kockázatitőke-piacon jelentősen átalakult. Az eleinte elterjedt és a piaci folyamatok eltérítésének kockázatát hordozó közvetlen részvétellel szemben egyre inkább az állam kockázatitőke-piaci részvételének közvetett formái kerülnek előtérbe. Azok a megoldások, amelyekben az állam privát alapkezelőket megbízva s őket az állam által fontosnak tekintett célok elérésére ösztönözve vesz részt a kockázatitőke-befektetésekben. A közvetett megoldások közé tartozik az állami és nem állami forrásokból együttesen létrehozott kockázatitőke-alap, a többnyire előzetes megállapodás alapján kiválasztott nem állami alapok mellé befektetésenként társuló állami alap, valamint az állami tőkét pályázat útján nem állami alapkezelők számára alapok alapjaként nyújtó holdingkonstrukció.

A konstrukciók elemzése gyakran vagy elmaradt, vagy csak formálisan történt meg. A legtöbb esetben a programok indításakor eleve nem is határoztak meg értékelési kritériumokat – megfelelő mutatók híján többnyire csupán kvalitatív értékelés készült, a programok különbözősége pedig alig tette lehetővé az országok közötti összehasonlítást. A formalizált értékelések hiányosságai ellenére az elemzésekből világosan kirajzolódott, hogy mely *kritériumoktól* függ elsődlegesen az állami kockázatitőke-programok sikeressége. Így különösen azon programok váltak sikeressé:

- amelyek a nem állami kockázati tőkések irányítása alatt álltak,
- ahol sor került nem állami társbefektetők bevonására,
- amelyeknél tanulási folyamat keretében bővültek a helyi alapkezelők szakismeretei,
- amelyek ugyan korlátozott ideig működtek, de meghosszabbíthatók voltak az optimális időpontú kilépések érdekében,
- ahol a programokat a program irányítói mindvégig figyelemmel kísérték, és ha erre szükség volt, akkor hozzáigazították a piac változó igényeihez,
- ahol a programok méretét a finanszírozási igényekhez, azaz a célpiacon méretéhez szabták,

- amely programok nem veszítették szem elől a program eredeti célját, s végül
- amelyek képesek voltak a vállalkozásokat támogató piaci környezetben működni.

A nemzetközi tapasztalatok összességében azt támasztják alá, hogy az állam befektetői szerepvállalása nem „fából vaskarika”, megfelelően kialakított konstrukció keretében az állam képes hozzájárulni a kockázatitőke-piac tökéletlenségeinek feloldásához. Az állam megjelenése és szerepvállalása a kockázatitőke-piacon azonban nem korlátozódhat csupán a tőkekínálat hiányának tompítására. Ahhoz, hogy a hiány idővel megszűnjön, az állam azt is feladatának kell tekintse, hogy vonzóvá tegye a társadalom számára fontos vállalkozói kör finanszírozását a privát szektor résztvevői részére, azaz korrigálja a kockázatitőke-ágazat privát befektetőinek kínálati egyenetlenségeit. E funkció ellátása nyilvánvalóan csak átmeneti részvétellel képzelhető el, hiszen a kockázati tőke nyújtása alapvetően piaci tevékenység. Ha az állam piaci beavatkozása nem jár a nem állami szektor aktivizálódásával, úgy az állam egy olyan szerepbe szorul, amelynek ellátása újabb és újabb költségvetési forrásokat igényel. Ahhoz, hogy az állam hosszú távon a privát szektornak átadhassa a finanszírozói szerepkört, az szükséges, hogy szerepvállalása minden részletében összeegyeztethető legyen a nem állami szektor mércéivel, és segítse elő, hogy megbízható befektetési partnerként fogadják el. Ilyen értelemben az egyes befektetési szervezetekben az állam mint befektető hozamkövetelményeinek el kell válnia attól, ahogy az érintett befektetési szervezet kezelői kiválasztják a finanszírozott vállalkozásokat, s meghatározzák a tőlük várt hozamot (*Karsai [2012]*). Ha az állam befektetői részvétele sikeres, s ösztönzése nyomán a nem állami befektetők hajlandók az állam által fontosnak tartott vállalati kört finanszírozni, akkor egyidejűleg teljesülhet a gazdaságfejlesztési funkció és a kockázatitőke-ágazat fejlődése, s a nem állami befektetők idővel átvehetik az állam szerepvállalását a kockázatitőke-piacon. Ha az állam ily módon értelmezi kockázatitőke-piaci szerepkörét, akkor a kockázati tőke állami támogatása nem keveredik össze a vállalkozások „kockázati tőke köntösébe öltöztetett” állami támogatásával. Az állam célja ugyanis a gazdaság versenyképességének erősítése, az innováció piaci eszközökkel történő előmozdítása, s nem az egyedi cégek versenyen kívüli támogatása.

F2. Függelék

F2.1. táblázat

Közös és társfinanszírozó hibrid állami kockázatitőke-alapok országok szerinti listája

Ország	A hibrid alap neve
Ausztrália	Innovation Investment Fund (IIF) Pre-Seed Fund (PSF) Renewable Energy Equity Fund (REEF) Innovation Investment Follow on Fund (IIFF)
Dánia	The National Danish Investment Fund (Vaekstfonden)
Egyesült Államok	Small Business Investment Company (SBIC) New Market Venture Program (NMVC) Rural Business Investment Program
Egyesült Királyság	Regional Venture Capital Funds (RVCFs) High Tech Fund of Funds Enterprise Capital Fund (ECF)
Finnország	Finnish Industry Investment Ltd. (FII)
Franciaország	CDC Enterprises Fund for the Promotion of Venture Capital (FPCR)
Hollandia	TechnoPartner Seed Facility (Technostarter) Regeling Durfkapitaal (Venture Capital Scheme)
Írország	Seed and Venture Capital Programme (SVC)
Izrael	Yozma
Kanada	Labour Sponsored Venture Capital Corporation (LSVCC)
Lengyelország	National Capital Fund (NCF)
Németország	ERP Start-up Fund (ERP Startfonds) KfW Venture Capital Programme High-tech Start-up Fund ERP-EIF Dachfonds
Skócia	Scottish Seed Fund (SSF) Scottish Venture Fund (SVF) Scottish Co-investment Fund (SCF)
Svédország	Swedish Industrial Development Fund (Industrifonden)
Új-Zéland	New Zealand Venture Investment Fund (NZVIF) – Seed Co-investment Fund New Zealand Venture Investment Fund (NZVIF) – Venture Capital Programme
Norvégia	The Seed Capital Scheme

Forrás: Murray és szerzőtársai [2012] 28. o. alapján.

F2.2. táblázat

Az állami részvétel módozatai a kockázati tőke-piaci befektetésekben

Az állami tőkebefektetési program típusa	Példák
Kormányzati tőkealapok közvetlen befektetése	BDC, Alberta IVAC Capacity Bulilder, Ontario Investment Accelerator Fund (Kanada)
Kormányzati tőkealapok társbefektetése	Innovation Investment Follow-on Fund (IIFF) (Ausztrália) Ontario Emerging Technologies Fund (Kanada) CDC Enterprises/France Investissement Direct Co-investments (Franciaország) ERP Start Fonds (Németország) Haznek program (Izrael) NZVIF Seed Co-investment Fund, NZVIF Annex Fund (Új-Zéland) Scottish Co-investment Fund (Skócia)
Kormányzati tőke befektetése alapokba vagy kormányzati esernyőalapokba	Innovation Investment Fund program, Pre-Seed Fund (Ausztrália) BC Renaissance Fund, Alberta Enterprise Corporation, Alberta IVAC Capacity Builder Quebec Technology Seed Funds, BDC esernyőalap (Kanada) CDC Enterprises/France Investissement (Franciaország) ERP-EIF Dachfonds, High Tech Gründerfond (Németország) Israeli Life Science Funds (Izrael) New Zealand Venture Investment Fund (Új-Zéland) Regional Venture Capital Funds, Enterprise Capital Funds, University Enterprise Capital Fund, UK Growth Capital Fund (Egyesült Királyság)
Kormányzati befektetés harmadik fél által kezelt esernyőalapokba	Ontario Venture Capital Fund, Teralys Capital (Kanada) CDC Enterprises/France Investissement (Franciaország) UK High Tech Fund, Innovation Investment Fund (Egyesült Királyság)

Forrás: Duruflé [2010] alapján.

F2.3. táblázat

Tíz fejlett piacgazdaságú országban bevezetett állami kockázatitőke-program jellemzői

A program neve	Ország	Bevezetés éve	Típus	Állami program mérete (millió angol font)*	Állami részvétel százalékaránya	Ösztönzés a profit megosztásával	Ösztönzés a veszteség viselésénél
SBIC	Egyesült Államok	1958	alapok alapja	11 300	75	<i>pari passu</i>	-
IIF	Ausztrália	1997	közvetlen	222	62 50	tőkerészesedés arányában	sikertelenség okozójától függő megoldások
FII	Finnország	1995	alapok alapja + közvetlen	503	max. 50	<i>pari passu</i>	<i>pari passu</i>
Yozma	Izrael	1993	alapok alapja + közvetlen	147	max. 40	<i>pari passu</i>	-
LSVCC	Kanada	1983	közvetlen	6	n. a.	befektetés feletti részt nem állami befektető kapja	-
Technostarter Fund	Hollandia	2005	alapok alapja	132	50	állami rész megtérülése után 80/20 a nem állami javára	kamat nélkül adott hitelt nem kell visszafizetni, ha nincs bevétel
Vaekstfonden	Dánia	1992	közvetlen + alapok alapja	264	67 50	nem állami befektető a hozam harmadát kapja a teljes alap befektetése után, kivásárlási opció	veszteségre 50 százalékos garancia

Az F2.3. táblázat folytatása

A program neve	Ország	Bevezetés éve	Típus	Állami program mérete (millió angol font)*	Állami részvétel százalékaránya	Ösztönzés a profit megosztásával	Ösztönzés a veszteség viselésénél
Swedish Industrial Development Fund	Svédország	1979	közvetlen	135	15–50	n. a.	–
FPCR	Franciaország	2000	alapok alapja	132	max. 30	<i>pari passu</i>	–
High-Tech Start-Up Fund	Németország	2005	közvetlen	239	88,2	<i>pari passu</i>	<i>pari passu</i>

Megjegyzés: közvetlen: nem „alapok alapján” keresztüli befektetés; *pari passu:* az állami és a nem állami befektetők azonos feltételek melletti befektetése.

Rövidítések: SBIC: Small Business Investment Company; IIF: Innovation Investment Fund; FI: Finnish Industry Investment Ltd; LSVCC: Labour Sponsored Venture Capital Corporation.

* 2009. májusi ár-folyamon számolva.

Forrás: NAO [2009].

3. | Más kárán tanul az okos? Állami tőkeprogramok a kelet- közép-európai régióban

Azt, hogy az állam nagyobb szerepet vállalhatott a kelet-közép-európai régió kockázatitőke-piacán, az Európai Uniónak a 2007–2013-as költségvetési időszakra bevezetett, új típusú tőkebefektetési programja tette lehetővé. E fejezet a folyamat régióra jellemző számszerűsíthető, valamint magatartási-intézményi jellegzetességeit összegzi. A tőkeprogramok új vonása az állami és nem állami piaci szereplők együttműködése, a mindkét forrásból gazdálkodó hibrid kockázatitőke-alapok létrejötte. A régió kormányzatai valójában e programok kapcsán szembesültek az Európai Unió követelményeivel a kockázatitőke-piacon.

A 2008-as gazdasági válság hatására jelentősen csökkentek a kockázati-tőke-ágazatba áramló piaci források. Így az Európai Unió egészében – különösen a kelet-közép-európai országokban²⁵ – megnőtt a kormányzati részvétel jelentősége a kockázatitőke-finanszírozásban. Sőt a gazdasági válság kitörése utáni években az állam súlya meghatározó maradt: a kelet-közép-európai alapok által gyűjtött tőke közel fele még 2013-ban is kormányzati forrásból érkezett, s az állam súlya még 2014-ben is 40 százalékos, 2015-ben pedig 36 százalékos volt (3.1. táblázat). A régióbeli befektetésre szakosodó alapok tőkeforrásainak összetételét Európa egészével összehasonlítva világosan kirajzolódik, hogy az állami részvétel sú-

²⁵ E fejezet a következő EU-tagállamokat sorolja a kelet-közép-európai régióba (a továbbiakban régió): Bulgária, Csehország, Észtország, Horvátország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Románia, Szlovákia, Szlovénia. Az Invest Europe kelet-közép-európai statisztikai adatgyűjtése a régióbeli EU-tagállamokon kívül a Bosznia-Hercegovina, Makedónia, Moldova, Montenegró, Szerbia és Ukrajna területén működő azon alapok adataira is kiterjed, amelyek kimondottan e régiót célozzák meg befektetéseikkel, de nem gyűjtik azoknak az alapoknak az adatait, amelyek elsődlegesen más területeken fektetnek be, de vannak ügyleteik e régióban is.

lya sokkal nagyobb a régióban: a 2011 és 2015 közötti évek átlagában az európainak a háromszorosát érte el (3.2. táblázat), miközben a kelet-közép-európai régióbeli befektetésekre gyűjtött tőke súlya Európában 2011 és 2015 között átlagosan a 2 százalékot is alig érte el (3.3 táblázat).

3.1. táblázat

Az állami részvétel értéke és aránya a kockázati- és magántőkealapok tőkegyűjtésében az Európai Unióban és Kelet-Közép-Európában, 2013–2015

		Összes gyűjtött tőke	Ebből állami forrás	Összes kockázati-tőke-befektetésre gyűjtött tőke	Ebből állami forrás
2013					
Európai Unió	millió euró százalék	54 395 100	2811 5	4608 100	1469 32
Kelet-Közép-Európa	millió euró százalék	409 100	209 51	88 100	54 61
2014					
Európai Unió	millió euró százalék	47 971 100	3845 8	4947 100	1214 25
Kelet-Közép-Európa	millió euró százalék	1 569 100	658 42	176 100	n. a. n. a.
2015					
Európai Unió	millió euró százalék	47 568 100	4624 10	5331 100	1098 21
Kelet-Közép-Európa	millió euró százalék	418 100	150 36	166 100	n. a. n. a.

Forrás: *Invest Europe* [2016b], [2016c] alapján saját számítás.

Az állami tőkeprogramok célja ebben a régióban is a tőkéhez nem jutó, ám növekedésre képes, fejlett technológiát képviselő, induló és korai fejlődési fázisban lévő cégek finanszírozásának elősegítése volt, de a kormányzatok e régióban egyúttal a fejletlenebb térségek felzárkózása, illetve új munkahelyek létrehozása mellett magának az – Európán belül még relatíve fejletlennek számító – kockázati-tőke-ágazatnak a fejlődését is elő kívánták mozdítani.

E fejezet az állam kockázati-tőke-piacot érintő tevékenységei közül – az eddigiekhez hasonlóan – csupán azokat vizsgálja, amelyek során az állam befektetőként vesz részt a kockázati-tőke-piac forrásellátásában.

3.2. táblázat

A kockázati- és magántőkealapok évente gyűjtött forrásainak intézményi finanszírozók szerinti átlagos megoszlása az Európai Unióban és Kelet-Közép-Európában, 2011–2015 (százalék)

Intézményi finanszírozók	Európai Unió	Kelet-Közép-Európa
Nyugdíjalapok	27	11
Alapok alapjai és egyéb alapkezelők	18	23
Szuverén állami alapok	11	3
Családi vagyonkezelők és magánszemélyek	11	7
<i>Kormányzati szervezetek</i>	9	28
Biztosítók	9	3
Bankok	7	9
Akadémiai intézetek és alapítványok	4	4
Vállalati befektetők	3	6
Tőkepiac	1	6
Összesen	100	100

Forrás: Mueller [2016] 7. ábra.

3.3. táblázat

Kockázati- és magántőke-befektetések céljára gyűjtött tőke értéke az Európai Unióban és Kelet-Közép-Európában, 2011–2015 (millió euró)

Év	Európai Unió	Kelet-Közép-Európa	Kelet-Közép-Európa aránya az Európai Unión belül (százalék)
2011	41 604	941	2,3
2012	24 580	692	2,7
2013	54 395	409	0,8
2014	47 971	1569	3,3
2015	47 568	418	0,9
2011–2015	216 118	4029	1,9

Forrás: Invest Europe [2016b], [2016c] alapján saját számítás.

Az elemzés az állami tőkeprogramok hasznosságáról nemzetközileg folyó vitához²⁶ a kelet-közép-európai térségbeli tapasztalatok bemutatásá-

²⁶ Lásd például Baldock–Mason [2016], Baldock–North [2016], Brander és szerzőtársai [2014], Cumming–Johan [2014], Leleux és szerzőtársai [1998], Lerner [2002], [2010], Murray és szerzőtársai [2012].

val kíván hozzájárulni. Arra keresi a választ, hogy a térség eleve fejlettebb kockázatitőke-piacán az európai uniós források kockázati célú igénybevételekor mennyire sikerült hasznosítani a fejlettebb országok állami tőkeprogramjainak korábbi tapasztalatait.

A fejezet kétféle módon közelíti meg az itt tárgyalt témakört. Egyrészt egy új *adatbázist* mutat be a térségbeli hibrid kockázatitőke-alapok által kezelt tőke volumenéről, amely az Európai Unió illetékes szervezetei, a kormányzati tőkeprogramok nemzeti irányító hatóságai, az általuk létrehozott holding- és kockázatitőke-alapok kezelői, valamint az európai és a nemzeti kockázatitőke-egyesületek és tanácsadó szervezetek által nyilvánosan közzétett információk alapján készült. Másrészt feldolgozza a kelet-közép-európai régió kockázatitőke-ágazatáról, ezen belül különösen a kormányzati részvételről szóló tudományos és üzleti publikációkat is.²⁷ A nyilvános forrásokból nyert információk kiegészítését és ellenőrzését a téma régióbeli kutatóival történt számos konzultáció, valamint az érintett holding- és kockázatitőke-alapok vezetőivel készített interjúk tették lehetővé. A 2016-ban lezárult kutatás még nem vizsgálhatta az állami tőkeprogramok vállalkozásokra gyakorolt hatását, mivel a 2007–2013-as költségvetési időszakban igénybe vehető uniós forrásokból végrehajtott kockázatitőke-befektetések határideje elvileg csak 2015 decemberében járt le, s a helyi hatóságok ezt az időpontot a gyakorlatban 2016 nyaráig meghosszabbíthatták.

A fejezet először áttekinti, hogy az állami finanszírozási módszerek közül melyek azok az *intézményi* megoldások, amelyeket a – kevésbé kiépült kockázatitőke-iparral rendelkező – régióbeli országok állami tőkeprogramjaikban alkalmazni tudtak. Ezután számba veszi azokat a 2007 előtti, régióbeli állami és nem állami szféra együttműködésén alapuló tőkeprogramokat, amelyek hasznos tapasztalatokkal szolgálhattak a későbbi programok bevezetésekor. Ezt követően részletesen megvizsgálja az uniós források igénybevételével bevezetett, 2007–2013-as kormányzati tőkeprogramokat a régióban. Ennek keretében áttekinti mindazon tényezők régióbeli alakulását, amelyek a tőkeprogramok

²⁷ Lásd például *Kitsing* [2013] Észtországról, *Šimić* [2015] Horvátországról, *Ptacek* [2014] a Cseh Köztársaságról, *Avots és szerzőtársai* [2013], valamint *Prohorovs* [2014] Lettországról, *Venckuviene–Snieska* [2014] Litvániáról, *Diaconu* [2012] Romániáról, *Gadus* [2012] Szlovákiáról, *Klonowski* [2010], [2012], *Murray és szerzőtársai* [2012], valamint *Rudnicka–Dietl* [2013] Lengyelországról.

sikerét a fejlett tőkepiacú országokban meghatározták. Az elemzés a kelet-közép-európai állami kockázatitőke-programok tapasztalatainak összefoglalásával zárul.

Az állami részvétel lehetséges formái a régióbeli kockázatitőke-piacon

Az állami finanszírozás sok országban adott lökést a kockázatitőke-ágazat fejlődésének (Murray [2007], Cumming [2007], Wilson–Silva [2013]). Kérdés azonban, hogy a kelet-közép-európai országokban – ahol fejletlenebb a kockázatitőke-ágazat – az állami tőkekonstrukciók milyen eredményességgel képesek működni, tekintettel az állam hagyományosan kiterjedtebb voltára, valamint az állam és a gazdaság szereplői közötti, erőteljesebb paternalista jellegű kapcsolatra. Ilyen közegben ugyanis a nem megfelelően kialakított kormányzati programok befektetési célpontjainak kiválogatásánál problémát okozhat az állami befektetők jártasságának hiánya, a politikai érdekek vezérelte befektetési stratégia, valamint a gyenge hatékonyságú részvétel a finanszírozott cégek felnevelése és mentorálása terén. Mindez akár a nem állami piaci szereplők kiszorítását vagy helyettesítését is okozhatja a kockázatitőke-piacon (Armour–Cumming [2006], Cumming–MacIntosh [2006], Brander és szerzőtársai [2008], Cumming és szerzőtársai [2014]).

Kelet-Közép-Európában az uniós programok indulása előtt az állam a kockázatitőke-piac forrásellátásának két alapvető módja közül elsősorban a *közvetlen* megoldást választotta, azaz egyszerre tulajdonosként is, és alapkezelőként is részt vett a kockázatitőke-piacon (Karsai [2002], [2004], [2012]). Ezzel szemben az Európai Unió a 2007–2013-as költségvetési időszakban oly módon igyekezett a kelet-közép-európai országok számára megnyitni a forrásokat, hogy azok elsősorban az állam *közvetett* részvételén alapuló tőkekonstrukciók indítását ösztönözzék. Ezek alkalmazása terén a régióbeli országoknak ekkor még kevés tapasztalata volt.

Az állam közvetetten többféle módon is részt vehet a forrásellátásban:

- az állami kockázatitőke-alapok számára a nem állami kockázatitőke-alapokkal megvalósítandó társbefektetések előírásával;
- a nem állami kockázatitőke-alapok egyedi állami finanszírozásával;

– a nem állami kockázatitőke-alapok kizárólag állami forrásokkal működő, úgynevezett alapok alapján keresztül történő csoportos finanszírozásával. Ekkor a hatóságok kizárólag állami forrásokból állami holdingalapo(ka)t hoznak létre, amely(ek)nek tőkájére a nem állami befektetők ígervényeivel rendelkező alapkezelők pályázhatnak. Ezek a holdingalapok országos vagy regionális hatókörűek lehetnek, s feladatuk a pénzügyi eszközök kihelyezése közvetítőkhöz. A holdingalap(ok) (állami) kezelői az állami források kockázati tőkébe allokálásakor csak olyan alapokat finanszíroznak, amelyek befektetési politikájukban eleve vállalják az állam számára fontos célok teljesítését, így például fiatal, jelentős növekedési képességű cégek finanszírozását meghatározott régiókban;

– a nem állami kockázatitőke-alapok nem kizárólag állami forrásokkal működő, úgynevezett alapok alapján keresztül történő finanszírozásával. Ekkor az alapok alapja finanszírozói között az állam mellett más, nem állami befektetők is szerepelnek.

Az állami részvétel – az egyedileg vagy holdingalap-kezelői által kiválasztott – nem állami alapokban megvalósítható a nem állami befektetőkkel azonos feltételekkel, azaz *pari passu* módon, amikor az állam ugyanúgy részesedik a sikeres befektetéseken elért hozamból, s ugyanúgy viseli a veszteséges befektetések következményeit, mint az alap többi befektetője. A régióbeli programok során azonban – a piacról nagyrészt hiányzó privát befektetők érdeklődésének felkeltése érdekében – a fejlettebb országokhoz képest jóval gyakrabban volt szükség az állami résztvevőhöz képest *kedvezőbb* feltételek kialakítására. Például a nem állami befektetők számára jóval nagyobb (kisebb) hányadot kellett biztosítani a hozamokból (a veszteségekből), mint amennyi a befektetési arányukból következne. Az aszimmetrikus feltételek révén a nem állami finanszírozóknak nyújtott előny az állam számára fontos befektetések előmozdítását célozta oly módon, hogy igyekezett kompenzálni a magvető és a korai fázisú cégek finanszírozásának vagy a kevésbé fejlett térségekbe való befektetéseknek a magasabb kockázatát és lassabb megtérülését.

Állami kockázatitőke-programokat finanszírozó uniós programok

A 2007–2013-as költségvetési időszakban a régióbeli kockázatitőke-alapok finanszírozására szolgáló forrásokat részben az európai versenyképességi és innovációs keretprogram (*Competitiveness and Innovation Framework, CIP*), részben pedig a strukturális alapok, ezen belül elsősorban az Európai Regionális Fejlesztési Alap (*European Regional Development Fund, ERDF*) forrásai adták. Az állam legfőképpen a versenyképességi és innovációs program keretében – pontosabban annak vállalkozási és innovációs programja (*Entrepreneurship and Innovation Programme, EIP*) részeként – támogatta egyedileg a nem állami kockázatitőke-alapokat célzó befektetéseket. E források kihelyezését az Európai Unió megbízásából – alapok alapja konstrukcióban – az Európai Beruházási Alap (*European Investment Fund, EIF*) végezte.

A régióbeli állami tőkeprogramok beindításának elsősorban mégsem az egyedileg megpályázható európai szintű források adtak lendületet, hanem az európai strukturális alapok közül a *regionális fejlesztésre szolgáló* alapok (ERDF) kínálta tőke felhasználásának új lehetősége. Ugyanis 2007–2013 között immár a kelet-közép-európai országok irányító hatóságai számára is lehetővé vált, hogy operatív programjaikban a – nekik egyébként is járó – európai források egy részét kis- és középvállalatok finanszírozására fordíthassák *visszatérítendő pénzügyi eszközök* formájában: azaz nyújthattak kockázati tőkét, kedvezményes hiteleket, valamint garanciát vállalhattak. A pénzügyi eszközöket nemcsak szabadon átcsoportosíthatták, de a kihelyezések után visszatérülő forrásokat később ismételten felhasználhatták.

Az európai források új módon történő felhasználására feljogosító kezdeményezés, a közös európai források mikro-, kis- és középvállalkozások számára elnevezésű program (*Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises*) Jeremie-kezdeményezés néven vált ismertté. E program tehát a régi tagországok mellett immár az újak számára is lehetőséget nyújtott arra, hogy a strukturális alapok egy részét visszatérítendő forrásként akár kockázati tőkébe is befektethessék. A gyakorlatban azonban a régióbeli országok az e program keretében felhasznált forrásoknak csak igen kis hányadát fordították a – hatóságaik által még kevésbé ismert – kockázati tőke finanszírozására. Így Jeremie-programjaikban elsősorban a már ko-

rábbról ismert hitelnyújtás dominált. Sőt voltak olyan országok, amelyek programjukban nem is szerepeltették a kockázati tőkét. A régióbeli tizenegy ország közül csak hét vett részt a Jeremie-program kockázattitőke-célú felhasználásában 2007–2013 között.

Az Európai Unió illetékes szervezetei, a kormányzati tőkeprogramok nemzeti irányító hatóságai, az általuk létrehozott holding- és kockázattitőke-alapok kezelői, valamint az európai és a nemzeti kockázattitőke-egyesületek és tanácsadó szervezetek által nyilvánosan közzétett információk alapján készített adatbázis szerint a régióban forrásokhoz jutó 49 Jeremie-alap által kezelt, közel 740 millió euró több mint 60 százalékát képviselte az összes – Jeremie- és más típusú – uniós forrásokból a 2007–2013 közötti költségvetési időszakban finanszírozott állami kockázattitőke-alapnak a régióban.

A nemzeti operatív programok keretében a kockázati tőkére szánt uniós állami forrásokat kétféleképpen fektették be: az állami források vagy állami és privát befektetőkkel rendelkező közös – más néven hibrid – kockázattitőke-alapokba, vagy tisztán állami, úgynevezett társbefektető alapokhoz kerültek. A társbefektető alapok csak nem állami befektetőkkel társulva, velük együtt hajthattak végre befektetéseket. A régióban a hibrid alapok mind a számarányukat, mind a kezelt tőke értékét tekintve túlsúlyban (80 százalék) voltak. Mivel a társbefektető alapok elsősorban a magvető fázisban lévő cégeket finanszírozták, ezek mérete eleve kisebb volt.

A Jeremie-program indítását megelőzően az Európai Beruházási Alap felajánlotta, hogy az érdeklődő országok, illetve régiók számára ingyen készít tanulmányt egy-egy, az adott ország/térség tőkeellátottságának aktuális helyzetéről, ami megalapozhatja a kockázati tőke iránti helyi szükséglet felmérését (*KPMG* [2011]). Valójában ezek az úgynevezett hiányelemzések csak lassan készültek el. Volt, ahol annak tartalmával az országok nem is voltak elégedettek – például Lengyelországban –, de előfordult az is, hogy az operatív programok kialakításakor az elemzés tartalmát egyszerűen figyelmen kívül hagyták – például Magyarországon – (*European Court of Auditors* [2012]).

Figyelembe véve a régióbeli hatóságok tapasztalatlanságát kockázati tőke terén, az Európai Beruházási Alap a Jeremie-forrásokat országos vagy regionális szinten kezelő *holdingalapok* kezelésére is ajánlatot tett, saját – a kockázati tőke alapok alapjaiban szerzett – jártasságára hivatkozva. Azok

a régióbeli országok, ahol viszonylag fejletlen volt a kockázatitőke-piac, s a hatóságoknak sem voltak korábbi tapasztalatai, el is fogadták az ajánlatot. Ez történt Bulgáriában, Litvániában, Romániában és Szlovákiában. Ahol viszont az állami tőkeprogramoknak már volt némi előzménye, ott az országok inkább maguk hozták létre vagy bízták meg az állami holdingalakok kezelésére alkalmas hazai állami szervezeteket.

A háttérbeszélgetésekből kirajzolódó kép szerint az Európai Beruházási Alap ajánlata ellen szólt a viszonylag magas kezelési díj, a szervezet külföldi székhelye miatt nehézkesnek vélt egyeztetés, a helyi viszonyok ismeretének hiánya, valamint feltehetően az is, hogy a nemzeti hatóságok kisebb szabadságfokkal rendelkezettek volna a kockázatitőke-alapok kezelőinek kiválasztásánál. (Az állami holdingalakok kezelőinek listáját lásd a 3.4. táblázatban.) A befektetések átlát-

3.4. táblázat

Az állami tőkeprogramok uniós forrásait az egyedi kockázatitőke-alapokhoz kihelyező holdingalap-kezelő szervezetek Kelet-Közép-Európában és az állami források maximális részaránya a holdingalakok által finanszírozott kockázatitőke-alapokban*

Ország	A holdingalap állami kezelője	Százalék
Bulgária	EIF (Európai Beruházási Alap)	70
Csehország	Ipari minisztérium	50
Észtország	Kred-Ex (Észt Hitel- és Exportbiztosítási Ügynökség)	70
	EDF (Észt Fejlesztési Alap – Arengufond)	50
Horvátország	FGS (Gazdasági Együtműködési Alap)	50
Lengyelország	NCF (Nemzeti Tőkealap)	50
	NCRD (Nemzeti Kutatás-fejlesztési Központ)	50
Lettország	EIF (Európai Beruházási Alap)	70
	LGA (Lett Biztosítási Ügynökség)	70
Litvánia	EIF (Európai Beruházási Alap)	70
Magyarország	MV Zrt. (Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt.)	70
	MFB (Magyar Fejlesztési Bank)	
Románia	EIF (Európai Beruházási Alap)	70
Szlovákia	EIF (Európai Beruházási Alap)	50
Szlovénia	SEF (Szlovén Vállalkozási Alap)	49

* Az állami források maximális részarányát a befektetésben részesülő vállalkozások régiójának EU-beli minősítése szabja meg. A támogatott területnek minősülő régiókban befektető alapok tőkéjéhez a maximálisan engedélyezett állami hozzájárulás 70 százalék, egyéb területeken 50 százalék.

Forrás: A holdingalakok honlapjai és az üzleti sajtó információi alapján saját gyűjtés.

hatóságát azonban jelentősen csökkentette, hogy a programok során sem a nemzeti hatóságok, sem az állami holdingalapok nemzeti kezelői, sem pedig az Európai Beruházási Alap nem tettek közzé adatokat a hozzájuk tartozó alapok tevékenységéről, holott az állami források elköltése a közérdekű információk körébe tartozott.

A nemzeti operatív programok keretében uniós forrásból nemcsak a Jeremie-n keresztül lehetett olyan holdingalapokat létesíteni, amelyek nem állami tőkealap-kezelők számára hirdettek meg pályázatokat alapok alapja konstrukcióban hibrid kockázatitőke-alapok létrehozására. Például az Innovative Economy elnevezésű operatív program keretében felhasználható uniós forrásokból felállított lengyel Nemzeti Tőkealap (*National Capital Fund, NCF*) jó néhány regionális Jeremie-holdingalaptól függetlenül működött.²⁸ Ugyancsak ettől eltérő konstrukcióban nyílt mód állami források privát kockázatitőkealap-kezelők általi elnyerésére a lengyel BRIDGE VC programban, amelynek a lengyel Nemzeti Kutatás-fejlesztési Központ (NCRD) volt a forráskezelő gazdája. Hasonlóképpen a Jeremie-től függetlenül hozták létre az Arengufond nevű észt fejlesztési alapot, amelynél az állam egy privát tőkealap-kezelőt bízott meg azzal, hogy nem állami befektetőket bevonva nyújtson állami kockázati tőkét észt vállalkozásoknak.

A kockázati tőkeként odaítélt és befektetésekre felhasznált tőke volumenéről készült sokféle – európai és nemzeti – állami forrás-kezelő intézmény adatgyűjtései meglehetősen különböznek egymástól, ráadásul jó néhány ezek közül nem is publikus. Ezért igen nehéz pontos képet alkotni az állami tőkeprogramok keretében a kockázatitőke-alapok által gyűjtött, valamint a ténylegesen befektetett tőkéről és az állami szerepvállalás mértékéről. Az EU összesített statisztikai adataiból (*EC [2015b]*) nem állapítható meg pontosan, hogy az egyes országok operatív programjaik keretében mekkora összeget allokáltak kockázati tőkeként, mennyi nem állami forrás kapcsolódott a tőkealapoknak odaítélt állami forrásokhoz, s együttesen ténylegesen mennyit fektettek be a cégekbe az állami és nem állami forrásokból. A 2014 végi állapotot

²⁸ Lengyelországban a Jeremie-program keretében jó néhány régióban hoztak létre állami holdingalapokat, de ezek közül csak kettő palettáján szerepelt kockázati tőke. E két holdingalap is csupán 2014-ben, azaz egy évvel a program által engedélyezett befektetésekre rendelkezésre álló időtartam lezárása előtt hirdetett pályázatot kockázatitőke-alapok kezelői számára.

rögzítő statisztikai összesítésből csak annyi derül ki, hogy Európa *egészét* tekintve az EU-forrásokból létrehozott, közel 880 alaptól 162 (18 százalék) volt tőkealap. A vállalkozásokhoz 2014 végéig kihelyezett 8,5 milliárd eurós állami forrásból a tőkebefektetések 1,8 milliárd eurós volumene egyötödöt képviselt. A 162 tőkealap az operatív programok keretében közel négyezer befektetési ügylet során 2014 végéig 1,8 milliárd euró állami tőkét fektetett be, amelynek több mint a fele az EU strukturális alapjaiból érkezett. A tőkebefektetési ügyleteken belül az operatív programok keretében állami eszközökkel finanszírozott átlagos ügyletméret 360 ezer euró volt (EC [2015b]).²⁹

Az EU összesítéséből hiányzó adatok, sajnos, nem állnak rendelkezésre a régióbeli országokra sem. Így a kockázati tőkeként befektethető állami és nem állami források összesítéséhez az információkat az egyes országok illetékes hatóságai által meghirdetett pályázatok nyilvános adatai, illetve az üzleti sajtóban megjelent hírek segítségével kellett pótolni. Az állami tőkeprogramok 2007 és 2013 közötti régióbeli nagyságrendjéről a nemzeti irányító hatóságok, minisztériumok, holdingalap-kezelők, valamint a kockázati tőke-ágazatról készített tudományos publikációk adataiból egyénileg gyűjtött adatbázis alapján a következő kép rajzolódik ki (3.5. táblázat).

A 3.5. táblázat szerint a felállított 76 állami hozzájárulással finanszírozott kockázati tőke-alap 2015 végéig mintegy 1,2 milliárd euró befektetését tette elvileg lehetővé a kelet-közép-európai régióban. (Az EU szabályozása értelmében az állami tőkeforrásoknak az EU-források 85 százalékos részaránya mellett legalább 15 százalék nemzeti hozzájárulást is tartalmazniuk kellett.) Az EU-s és a nemzeti kormányzati hozzájárulás a – 2007–2013 közötti tőkeprogramok keretében – befektethető összes forrás több mint kétharmadát adta. Az állami források katalizátorszerepét jelzi, hogy a 800 millió eurót meghaladó állami forrás a nem állami kockázati tőke-befektetők közel 400 millió eurós ígervényével egészült ki a régióban. A tőkeprogramokon belül a Jeremie-alapok dominanciáját jelzi, hogy – amint erről már szó volt – az e konstrukcióban létrehozott, 740

²⁹ Az EU által összesített statisztika felhasználhatóságát számos technikai probléma nehezíti, beleértve a nemzeti hatóságok által tévesen értelmezett, illetve hibásan kitöltött vagy nem megadott adatokat. A hiányzó adatoknál az sem volt egyértelmű, hogy az ügyletek tényleges hiányát takarják, avagy csak gondatlanságból maradtak ki az adatok (EC [2016]).

3.5. táblázat

Az Európai Unió 2007–2013 közötti költségvetési időszakának forrásait felhasználó állami tőkeprogramok keretében finanszírozott régiós kockázatitőke-alapok jellemzői (millió euró)*

Ország	Alapok száma	Alapok kezelt tőkéje	Ebből	
			állami forrás	nem állami forrás
Bulgária	3	30	19	11
Csehország	0	0	0	0
Észtország	2	33	33	0
Horvátország	0	0	0	0
Lengyelország	19	347	177	170**
Lettország	8	87	67	20
Litvánia	5	70	53	17
Magyarország	29	515	378	137
Románia	1	18	11	7
Szlovákia	2	47	47	0
Szlovénia	7	69	34	35
Összesen	76	1216	819	397

* A tőkét az „ $n + 2$ ” szabály alapján eredetileg 2015 végéig lehetett felhasználni, majd az EU engedélyével 2016 májusáig.

** A lengyel adatok becslésen alapulnak.

Forrás: a szerző saját gyűjtése.

millió eurót kezelő 49 alap az összes államilag támogatott kelet-közép-európai alap számának 64 százalékát képviselte, kezelt tőkéjének pedig 61 százalékát adta. Az odaítélt állami és nem állami forrásokból ténylegesen végrehajtott befektetések száma és értéke még nem ismert.

Uniósi forrásokból a régión belül Magyarországon hozták létre a legtöbb kockázatitőke-alapot (összesen 29-et) a legnagyobb összegű tőkével (több mint félmilliárd euró). Ezek forrásainak 27 százalékát tették ki a privát befektetők tőkeigérvényei. Mivel Magyarország egész területe az EU által támogatott területnek minősült, így hibrid alaponként elegendő volt 30 százalék nem állami forrással kiegészíteni az állami tőkét, míg a társbefektető alapok esetében eleve nem is volt szükség az alapok létrehozásakor nem állami forrásra, privát társbefektetők csak az egyedi ügyletek megkötésekor csatlakoztak az állami tőkét befektető alapokhoz.

A második legtöbb hibrid alap Lengyelországban alakult, itt a 350 millió eurós összegre becsült tőkét kezelő 19 kockázatitőke-alap forrá-

sainak a fele származott nem állami befektetőktől, a nem támogatott területeken létrehozott kockázatitőke-alapokra vonatkozó előírásoknak megfelelően. A harmadik legtöbb alapot Lettorszáiban állították fel, ugyanakkor Bulgária, Észtország, Litvánia, Románia és Szlovákia kockázatitőke-alapjainak a száma országonként az ötöt is alig érte el. Esetükben az állami részvétel igen mérsékelt szintje egyúttal az eleve alacsony befektetési lehetőségeket is tükrözi.

Csehországban az állam nem kívánt élni a kockázatitőke-finanszírozás terén a Jeremie-kezdemenyezés nyújtotta lehetőséggel, Horvátországban pedig az EU-csatlakozás óta eltelt idő rövidege miatt nem indult be a vizsgált időszakban felhasználható uniós forrásokkal állami tőkeprogram. A kelet-közép-európai országok nagyon eltérő érdeklődése az állami források elnyerése iránt – Horvátország kivételével – elsősorban az adott országok kockázatitőke-ágazatának az EU-beli tőkeprogramok indulása idején tapasztalt fejlettségbeli különbségeivel magyarázható. Emellett az egyes országokban a szakpolitikusok és állami alkalmazottak körében való ez irányú tájékozottság és tapasztalatok mértéke is befolyásolta a közösségi finanszírozás igénybevételi hajlandóságát.

Az állami és nem állami tőke együttműködésének előzményei

A régió országaiban a 2007-től induló EU-s pályázatokat megelőzően is történt már néhány kísérlet az állami és nem állami szféra együttműködésének előmozdítására a kockázatitőke-piacon. Ezek hasznos gyakorlóterepet, felkészülési lehetőséget is kínáltak a helyi hatóságok és a piaci szereplők számára a későbbi, sokkal nagyobb összegű pályázatokhoz.

Lengyelországban például már 2005-ben létrehozták a holdingalapként – azaz nem állami alapokba fektető, úgynevezett alapok alapjaként – működő Nemzeti Tőkealapot (NCF), amely korai szakaszban lévő technológiai cégeket kívánt finanszírozni, de 2010-ig mindössze két privát kockázatitőkealap-kezelővel tudott megállapodni (*Klonowski* [2010], [2012]). Magyarországon is történt – utóbb ugyancsak sikertelenül végződő – próbálkozás: a japán SBI Holding 60 és az állami tulajdonú Magyar Fejlesztési Bank (MFB) 40 százalékos 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 MFB szerint a közös alap nem működött kellő hatékonysággal, túl magas volt a hozamkövetelménye, a több mint 300 megvizsgált projektből mindössze egyetlen befektetést valósított meg, az MFB 2012-ben kivásárolta a japán fél tőkerészét (*NOL* [2012]).³⁰ Észtországban a 2006-ban létrehozott Észt Fejlesztési Alap (EDF) kapott mandátumot nem állami befektetők mellett kisebbségi részesedés megvételére induló cégekben (eleinte közvetlenül, majd egy privát kockázatitőkealap-kezelő, a SmartCap közbeiktatásával). Az EDF tevékenységének tapasztalatai pozitívak voltak, de portfóliócégei 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 program állami gazdája a Lett Garancia Ügynökség (*Latvian Guarantee Agency, LGA*) volt. A hibrid kockázatitőke-alapokhoz a nem állami hozzájárulás regionális nyugdíjalapoktól, nemzetközi kockázatitőke-alapoktól és gazdag magánszemélyektől érkezett, s az állami részarány a gyakorlatban 50 százalék körül mozgott. A korábbi, államilag ellenőrzött kiválasztási mechanizmus helyett e programban privát szakértőket kértek fel a tőke kezelésére. Ez kikapcsolta az egyébként szokásos bürokráciát, és segítette a piaci folyamatokat. A jogi dokumentáció kidolgozása azonban újszerűsége miatt rendkívül hosszú időt vett igénybe. A pályázati felhívásra várakozáson felül sok privát alapkezelő jelentkezett (nyolcan három helyre). A nyertesek kiválasztása feszültségekkel zajlott, és nagyon elhúzódott. A vesztesek közül néhányan a közbeszerzési hatósághoz fordultak jogorvoslatért. Az elemzők szerint különösen nagy hiba volt, hogy a kockázati tőke szakmai képviselőit nem hívták meg a program korai kialakításának időszakában. Az EU által előírt jóváhagyási (notifikációs) eljárás befejeződése előtt javítani kellett a nem állami befektetők ösztönzési rendszerének nyereség/veszteség megosztására vonatkozó paraméterein (*Mannick* [2007], *Avots és szerzőtársai* [2013]).

A lett programot értékelő kutatók úgy látták, hogy sokkal nagyobb hangsúlyt kellett volna helyezni a vállalkozások kockázatitőke-finanszírozást

³⁰ A tőkealap későbbi sorsát lásd a 4. fejezetben.

érintő oktatására. A nagy növekedési képességű cégek számára inkubátor-programokra lett volna szükség, hogy szélesíteni lehessen a kockázatitőke-finanszírozást igénybe venni képes cégek számát. Rendszeres kommunikációs, konzultációs lehetőségre is szükség lett volna a kockázatitőke-alapok kezelői és a többi érdekelt fél között. A program pozitív hatása volt viszont, hogy sokkal intenzívebbé vált a kooperáció az állami hatóság, az alapkezelők és a nem állami befektetők között (*Mannick* [2007]).

A kockázatitőke-programok notifikációja

Az előírások szerint minden olyan országnak, amely állami tőkeprogramot akar indítani, előzőleg jóvá kell hagyatnia ezt az Európai Bizottsággal. Ez közel sem rutinszerű eljárás. A kockázatitőke-piacon az állam befektetői részvétele kapcsán ugyanis különösen erőteljesen vetődik fel a piaci verseny esetleges torzításának kérdése, azaz hogy az egyes vállalkozásoknak nyújtott állami kockázati tőke nem minősül-e az érintetteknel versenyelőnyt biztosító állami támogatásnak. A kérdés összetettsége miatt az Európai Bizottság kockázatitőke-irányelvek (*Risk Capital Guidelines, RCG*) néven 2006-ban külön iránymutatást is készített, amit aztután a piaci körülmények változásait követve többször módosított (*EB* [2014]). Az iránymutatás azokat a feltételeket határozta meg, amelyek a közös piaccal összeegyeztethetővé teszik az állami tőkebefektetést egyrészt a tőkealapok, másrészt az alapok befektetéseinél használt tőketermékek szempontjából. Sőt 2009-ben az EU külön csoportmentességi szabályrendszerben (*General Block Exemption Regulation, GBER*) is rögzítette a teljesítendő előírásokat (*EB* [2008]). Amennyiben a csoportmentességi rendeletben előírt feltételek az adott tőkeprogram esetében teljesültek, akkor az Európai Bizottság feltételezte, hogy a jóváhagyásra benyújtott állami tőkeprogram megfelel az egységes piacnak, s a notifikáció ekkor csupán formális tudomásulvételt jelentett. Az RCG, illetve a GBER egyaránt szabályokat írt elő a kockázatitőke-alapok, ezek kezelői, valamint a tőkebefektetésben részesülő cégek számára (*EC* [2011b], *Nicolaidis* [2013]).³¹

³¹ Az előírások 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

A tőkeprogramokat irányító nemzeti hatóságok számára a fenti szabályozás előírta, hogy a felállítandó alapoknak az állam mellett profitvezérelt privát tulajdonosokkal is rendelkezniük kell, a társbefektetéseknek pedig minimum 50 százalékban – támogatott területeken pedig minimum 30 százalékban – nem állami befektetőktől kell származniuk. A privát befektetők az állami befektetőkkel azonos módon részesülhetnek a befektetéssel járó előnyökből és kötelezettségekből, kivéve a támogatottnak minősülő területeket, ahol a nem állami befektetők ösztönzése is megengedett volt. Az alapkezelésnek üzleti szemléletűnek, az alapkezelők javadalmazásának pedig teljesítményhez kötöttnek kellett lennie, az alapkezelőket pályázat útján kellett kiválasztani. Befektetési döntéseiket az alapoknak piaci alapon, üzleti és kilépési terv birtokában, a privát befektető megfelelő képviselete mellett kellett meghozniuk. A szabályok korlátozták a befektetések méretének cégenkénti részösszegét, s a befektetésre való jogosultság eltért az érintett cégek mérete, fejlettsége és elhelyezkedése szerint is.

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

A Jeremie kockázattőke-programot elsőként notifikáltató magyarországi program esete jól illusztrálja, hogy az illetékes európai szervek konkrétan mit vizsgáltak a jóváhagyási eljárás során. A tervezetben a kockázati tőkéről szóló európai iránymutatás összes feltétele teljesült: a nem állami befektetők 30 százalékos részvétele, az üzleti alapon történő befektetés; a minden ügyletnél megkövetelt üzleti terv és a reális kilépési stratégia. Sőt a tervezet szerint a holdingalap-kezelőknek 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

milyen méretű, életkorú, regionális elhelyezkedésű, valamint szakágazatú cégek részesülhetnek bizonyos méretű és fajtájú tőkebefektetésben anélkül, hogy ez állami támogatásnak minősülne.

keretet. Az üzleti szemlélet például azáltal érvényesült, hogy az alapkezelőknek befektetőik hozamának optimalizálására törekedve kellett működniük, s javadalmazásuk az alap méretéhez kötött fix díjból és egy teljesítményalapú sikerdíjból állt. A befektetési döntésekben az állam befektetői minőségében nem vett részt. Később a tervezet még egyértelműbben kimondta, hogy az alapkezelőknek is függetlennek kell lenniük bármilyen állami befolyástól. Az állam képviselői ezt a szempontot nehezen fogadták el, mivel korábban az állami tulajdonú szervezeteknél még erőteljes befolyásuk volt a befektetési döntésekre. A program előírta, hogy a privát befektetőknek képviseltetniük kell magukat a döntéshozatalban, például befektetői vagy tanácsadói bizottságbeli részvételükkel. Az alapok állami tulajdonosainak csak az alap működésével kapcsolatos stratégiai döntésekben volt vétőjoga vagy preferenciális szavazati joga. Így többek között joguk volt dönteni a jegyzett tőke csökkentésének, a tőkealapjegyek visszavásárlásának vagy tulajdonjogi átruházásának, az alap működési szabályzata módosításának, valamint a hozamok kifizetésének kérdésében. Ha egy alapkezelő megállapodást kötött a holdingalappal, akkor vállalta az állami célok teljesítését, s ha ezt megszegte, akkor büntetést kellett fizetnie a holdingalap részére (EC [2008], [2013b], Tyková és szerzőtársai [2012]).

Az állami tőkeprogramok fő elemei

A sikeres kormányzati tőkeprogramok nemzetközi tapasztalatait számos szerző elemezte (Lerner [2009], [2010], Murray [2007], NAO [2009], Pierrakis [2010], Technopolis Group [2011], Baldock–Mason [2015]). A fejlett országok tőkeprogramjainak sikeressége szempontjából mindenekelőtt kiemelkedő fontosságú volt az Európai Unió által is előírt privát részvétel. Emellett további fontos szempont volt a programok előkészítésére és végrehajtására rendelkezésre álló időkeret hossza, a programokban részt vevő kockázati tőke-alapok befektetéseire vonatkozó szabályok piaci szemléletű kialakítása, a térbeli kiterjesztés lehetősége, a befektetésekre felhasználható tőke megfelelő nagysága, az ágazatbeli szereplők tapasztaltsága, a nem állami befektetők részrehajlás nélküli kiválasztása és kockázatvállalásukkal arányos ösztönzése, valamint a programok nyilvánosságának biztosítása (Karsai [2014]).

Az állami tőkeprogramok időtartama

A tőkeprogramok bevezetése az Európai Unió saját értékelése szerint is jelentősen elnyúlt. Az Európai Bizottság csak 2011 februárjában, azaz négy évvel az aktuális költségvetési időszak elindulása után adta ki az első olyan átfogó és releváns értelmező (interpretatív) 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 összegyeztetését. Ez eleve magában hordozta annak kockázatát, hogy a befektetések nagysága nem éri majd el a tervezettet, vagyis az alapok a program érvényességi ideje alatt nem tudják befektetni az összes rendelkezésükre álló tőkét (*Tillväxtverket* [2011]).

A tőkeprogramok keretében a notifikációs engedély megszerzése után először a holdingalapot kellett felállítani. Ezek rendszerint több egymást követő évben írták ki a pályázatokat a kockázatitőke-alapok kezelői számára, s minden fordulóban a pályáztatás lebonyolítása után jöttek létre maguk a kockázatitőke-alapok, amelyek ezt követően kezdtek a befektetésre érdemes cégek kiválogatásába. Miután megtárgyalták a cégekkel a befektetési feltételeket, szerződést kötöttek, majd a tőkét több részletben bocsátották az érintett vállalkozások rendelkezésére. Mindez sokkal tovább tartott, mint amennyi idő a pénzügyi eszközök felhasználására a strukturális alapokból származó források esetén rendelkezésre állt. Holott az alapok életében a befektetési időszak a legfontosabb. Lettország esetében például a Jeremie-program időtartamának több mint fele a konstrukció jogi és intézményi kialakításával, a közvetítő alapkezelők kiválasztásával, az alapok létrehozásával és a felhívások meghirdetésével telt el (*Michie–Wishlade* [2012]). Magyarországon, ahol a Jeremie kockázatitőke-program a régióban elsőként indult el – elsősorban a volumen növelésére vonatkozó többszöri engedélyeztetés miatt –, 2013 végén az összesen meghirdetett 28 alap közül 10 alap felállítása még nem fejeződött be.

A programok lassú notifikálása, pályáztatása és az alapok létesítésének késedelme nyomás alá helyezte a holdingalapot és a kockázatitőke-alapok kezelőit. Forrásaikat még a strukturális alapok

felhasználásának végső határideje – 2015 vége – előtt be kellett fektetniük, különben az addig el nem költött összeget vissza kellett volna utalniuk az Európai Uniónak.³² A sietség természetesen a befektetések minőségének rovására ment. Például kevésbé ígéretes cégekhez került az állami pénzzel kiegészített kockázati tőke, vagy olyan, kevésbé innovatív vállalkozásokhoz, amelyek esetleg más forrásból is megszerezheték volna a szükséges pénzt (vö. *Tillväxtverket* [2011]).

A kockázati tőke-alapok mérete

Az Európai Unió által a régióbeli hatóságok számára ajánlott tőkeprogramok feltételeinek megszabásakor nem vették figyelembe, hogy a kutatások megállapították: téves az a széles körben osztott vélemény, hogy az egészen korai fázisú, magvető befektetéseket kis méretű, specializált alapoknak kell végrehajtaniuk (*Meyer* [2007], *Dimov–Murray* [2007]). Valójában – különösen az Egyesült Államokban – a legnagyobb és legtapasztaltabb kockázati tőke-alapok hajtották végre a legtöbb magvető befektetést. A magvető finanszírozás amerikai modellje burkoltan azt is jelzi, hogy a magvető tőke elszigetelve önmagában nem életképes a piacon. Inkább úgy kell felfogni, mint annak a folyamatnak az első fázisát, amelynek keretében egy sikeres cég többszörös befektetési forduló után eljut a befektetők kilépéséig. Ezért a magvető-finanszírozásra vállalkozó sikeres amerikai befektetők multifázisú befektetők, esetükben nem ritka az egymilliárd dolláros alapok kezelése sem. E nagy méretű alapokban a tevékenység teljes spektruma csökkenti a legkorábbi szakasz magas kockázatát (*Murray–Lingelbach* [2009]). Ráadásul a kockázati tőke-ágazatban az új alapkezelők betanulása és tapasztalatszerzése időigényes folyamat. Így a sok kis méretű új alapot tőkével ellátó állami politika szükségképpen csak az első szakaszban tud hatni. Ráadásul a demonstrációs hatás is negatív, azaz a nem állami befektetők a gyatra hozamok miatt túl kockázatosnak tartják az ilyen alapokba való befektetést (*Meyer* [2007]).

A régió országaiban az Európai Unió strukturális alapjaiból különböző konstrukciókban állami tőkével finanszírozott, egyedi kockázati tőke-alapok – az összeállított 3.5. táblázat adatai alapján – átlagosan 16 millió

³² Magyarországon az alapok számára némi könnyebbséget jelentett, hogy a hatóság – az EU-val egyeztetve – befektetési időszakukat 2016. május 31-ig meghosszabbította.

euró összegű tőkét kezeltek, ezen belül a Jeremie-típusú alapok mérete átlagosan 15 millió eurós volt.

Privát finanszírozók a magvető alapok iránt egyébként is alig érdeklődtek. Volt olyan ország, ahol emiatt a tervbe vett magvető alapokat nem is sikerült létrehozni. E szempontból kivételt jelentett a magyar piac, ahol az alapkezelők a hibrid növekedési alapok kedvéért vállalták el magvető alapok kezelését is. Viselkedésüket tehát elsődlegesen a növekedési alapokhoz kínált állami források megszerzése motiválta. A kelet-közép-európai régióban állami részvétellel létrehozott kockázatitőke-alapok 16 millió eurós átlagos mérete azt jelzi, hogy ezek a fejlettebb országokban létrehozott – s ott is kicsinek bizonyult³³ – kockázatitőke-alapokhoz képest is sokkal szerényebb méretűek voltak, így nagy valószínűséggel elvileg sem nyújthattak lehetőséget a gazdaságos, öfenntartó működésre.³⁴ Ezt csak megfelelően diverzifikált portfólió kialakítása, jól fizetett, tapasztalt alapkezelők alkalmazása és a portfóliócégek későbbi finanszírozási köreiben történő ismételt részvétel biztosíthatta volna az alapok számára. A kockázatitőke-alapok állami finanszírozás iránti igénye tehát a következő költségvetési időszakban is prognosztizálható volt.

Az állami tőkeprogramok befektetéskorlátai

Az állami források befektetési irányáival kapcsolatos korlátozások elmentések a kockázati tőke természetével, eleve csökkentik az elérhető sikert (*EVCA* [2010]). Nem lehet ugyanis előre megmondani, hogy mely régiókban és szakágazatokban jelenik meg kellő számú gyorsan növekvő cég, s hol születnek majd olyan jelentős találmányok, amelyeket a kockázati tőke támogathat (vö. *Tykvová és szerzőtársai* [2012]). A fejlett országokbeli tapasztalatok szerint a kormányzati programok gyakran olyan szakágazatokban vagy földrajzi régiókban igyekeztek növelni a forrásokat, amelyek iránt hiányzott a nem állami befektetők érdeklődése, s ez az erőforrások elpazarlásához vezetett.

³³ Az angol regionális holdingalapok által finanszírozott, egyedi kockázatitőke-alapok mérete jellemzően 15–25 millió font nagyságú volt (*Regeneris Consulting* [2013]).

³⁴ Az európai kockázatitőke-alapok átlagos mérete 2007 és 2012 között 61 millió euró volt, s az alapok fele nem érte el a 27 millió eurós nagyságot, miközben az egyesült államokbeli alapok átlagosan 135 millió dollár nagyságúak voltak 2014-ben (*EC* [2015a]).

Noha időközben ismertté váltak a korábbi állami programok effajta hibái – beleértve a korlátozások kedvezőtlen hatását vagy eredménytelenségét is –, a kelet-közép-európai régióban megvalósított kormányzati tőkeprogramokban mégis követték ezeket a Nyugaton alkalmazott – de időközben kiderült, hogy – részben hibás stratégiát.

Például hibás szabályozás az, ha a programok előírják, hogy melyik fejlődési szakaszban lévő, mekkora és milyen életkorú cégeket finanszírozhatnak, továbbá azt is, hogy a befektetők az értékpapírok mely fajtáit alkalmazhatják. Sőt az állami szabályok a finanszírozott cégek további sorsát is befolyásolhatják, ha korlátozzák a vállalatfelvásárlásokat vagy a másodlagos részvényeladásokat. E korlátozások a kormányzati politika szempontjából esetleg érthetőek, de ellentétesek a vállalkozások motívumaival. Az állami és a nem állami szféra céljai természetesen nem szükségszerűen esnek egybe, ellentét feszülhet a kormányzat társadalmi és gazdaságfejlesztő céljai, valamint a privát szféra profitorientáltsága között. Például a kis- és középvállalkozások fejlesztése, az innovációk előmozdítása kiemelt állami cél, addig ez a profitérintett 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. A befektetés földrajzi korlátozásának ellentmond, hogy a korai fázist finanszírozó kockázati tőke-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, ami káros lehet a piaci folyamatokra (*Lerner* [2009]).

Az uniós strukturális alapok igénybevétele eleve kizárta, hogy a régióbeli állami alapok külföldi cégekbe juttassanak kockázati tőkét. Némi játéktér országaikon belül az egyes kormányok számára legfeljebb a finanszírozható régiók kijelölésében mutatkozott, de ezt is jelentősen befolyásolta a területek – fejlettségük alapján megállapított – támogatott vagy nem támogatott státusa. Ráadásul a legtöbb országban csak a tőkeemeléssel történő befektetést tették lehetővé, a meglévő tulajdonosok részesedéseinek kivásárlását már nem engedélyezték. Emiatt az alapok sehol sem fordíthatták tőkéjüket a vállalati hitelek kiváltására, sőt a nehéz helyzetű cégek reorganizációját sem vállalhatták. Az innováció finanszírozása a legtöbb országban kiemelt cél volt. A régióbeli programok esetében egységesen előírták, hogy milyen korú cégeket lehet állami tá-

mogatásban részesíteni, mekkora lehet az árbevételük, illetve hogy mely szakágazatok cégeit nem lehet bevonni a programokba. A korlátozások még arra is kiterjedtek, hogy egy cégbe egy döntéssel mekkora tőkét lehet befektetni, s évente hány ilyen döntésre kerülhet sor.

A korlátozásokkal kapcsolatos problémákat jól példázza a Jeremie-program egy szélsőséges esete Lettországbán, ahol a három nyertes alap egy évvel a befektetésre rendelkezésre álló idő lejárta előtt még a pénz harmadát sem tudta befektetni. Különösen az egyik, induló cégeket finanszírozó alap maradt el vállalásaitól. A tisztán állami forrásból felállított kockázatitőke-alapnak követő (*follow-up*) finanszírozást kellett volna nyújtania azon cégek számára, amelyeket más állami magvető alap korábban egyszer már finanszírozott. Az alap ráadásul kifejezetten technológiai cégekre specializálódott, s mindezen feltételek igen szűkre szabták a lehetőségeit. Ezen úgy igyekezett segíteni, hogy külföldön próbált meg olyan cégeket találni, amelyek hajlandók voltak Lettországra áthelyezni tevékenységük egy részét. Feltételezhető volt azonban, hogy e cégek később már nem kívánnak majd az országban maradni, mivel a további tevékenységük ott már nem lesz megoldható (*Avots és szerzőtársai* [2013]).

A régióbeli tőkeprogramok korlátozó előírásainak nagy része felesleges volt. Vagy azért, mert az alapok maguktól is az előírások szerint működtek volna, vagy azért, mert így is kijátszották³⁵ őket. A szabályok másik része pedig olyan lehetőségektől riasztott el például külföldi befektetőket vagy alapkezelőket, amelyek esetleg nagyobb hasznot hoztak volna, mint amekkora előny a korlátozásból származott.

A nem állami befektetők ösztönzése

A privát befektetők ösztönzése megnyilvánulhat az ügyletekből való kiszállás utáni profit – állami és a nem állami befektetők közötti – megosztásának vagy a befizetések időzítésének, illetve a privát befektetők esetleges veszteségkompenzációjának a módjában (*Murray* [2007]). Az állami tőkeprogramhoz adózási könnyítések is társíthatók, ami tovább növelheti a nem állami befektetők csatlakozási hajlandóságát.

³⁵ A magyarországi Jeremie-alapok gyakorlatában a szabályok kijátszásának módzatait lásd a 4. fejezetben.

A kockázati tőke állami élénkítésére kialakított konstrukciók régióbeli tapasztalatai egyes képet mutatnak. Azokban a tagországokban, ahol az ágazat viszonylag fejlett volt, jelentős érdeklődés mutatkozott a közös alapok iránt, azonban több országban is előfordult, hogy egy-egy alap a meghirdetés után a privát befektetők távolmaradása miatt nem jöhetett létre (például a romániai Ascenta Operation vagy a lettországi Imprimatur alap).

Ahol a hatóságok éltek az ösztönzés lehetőségeivel, a privát alapkezelők és a mögöttük álló privát befektetői körök érdeklődése – a rendkívül kis méretű magvető alapok kivételével – élénk volt. A lengyel Nemzeti Tőkealap (NCF) által kínált tőkekonstrukció ösztönzési rendszere alacsonyabb kockázatvállalás és magasabb hozam kombinációját kínálta a privát befektetőknek (*Rudnicka–Dielt* [2013]). A keletkező bevétel mindaddig hozzájuk került, amíg el nem érte a betett összeget, ezután az állami befektetőt képviselő állami holdingalap részesült befektetése mértékéig a megtérült tőkéből. Majd a bevétel ismét a privát befektetőket illette meg egy előre megállapított minimális hozam eléréséig, utána pedig az állami alapot ugyancsak egy minimális hozam eléréséig (*KFK* [2011]). A lett tőkeprogramban a privát befektetők az állami befektető által elvárt 6 százalékos belső megtérülési ráta teljesítését követően részesedtek az e feletti nyereségből, veszteség esetén pedig először ők kaphatták vissza a tőkéjüket (*Avots és szerzőtársai* [2013]).

Magyarországon a nem állami befektetőket két formában kedvezményezték. Egyrészt az állami befektetők hozamát korlátozták: nem voltak jogosultak a referencia-kamatláb feletti nyereségre, azaz a privát befektetőket illette az aktuális referencia-kamatláb feletti teljes hozam. Másrészt a veszteséget mérsékeltek oly módon, hogy a veszteség első 5 százalékát kizárólag az állami tulajdonosnak kellett viselnie, a továbbiakat a befektetők befizetett tőkéjük arányában állták. A később meghirdetett közös növekedési alapokban az állam által egyedül viselendő veszteséghányadot 5-ről 10 százalékra, a közös magvető alapokban pedig 5-ről 15 százalékra emelték. Az e feletti veszteséget ezután is tőkearányuk szerint viselték az állami és a privát befektetők. Az állami veszteségviselés időközbeni emelésének indokoltságát megkérdőjelezi, hogy a jelentkezők száma minden pályázati fordulóban messze meghaladta a pályázat kereteit (vö. *European Court of Auditors* [2012]). A tapasztalatok szerint a régió azon országa-

iban, ahol a kockázatitőke-ágazat fejlettebb volt, az ösztönzés túlzottan megnövelte a befektetők érdeklődését, csökkentve ezzel az állami finanszírozás hatékonyságát.

A nem állami alapkezelők kiválasztása

Az állami részvétel a kockázatitőke-programokban mindig magában hordozza a visszaélés lehetőségét (*Florida–Smith* [1993], *Leleux és szerzőtársai* [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 azon támogatási megoldásoknál, amelyeknél nincsenek egyértelműen megállapított kritériumok, s ritkán vagy egyáltalán nem ellenőrzik az állami befektetőket. *Murray és szerzőtársai* [2012] az állami tőkeprogramok fontos ellenérveként említették, hogy már az alapkezelők kiválasztásához szükséges tudás sem feltétlenül állt rendelkezésre a versenyeztetést lebonyolító állami apparátusban, a jelentkezők közül sok esetben megfelelő tapasztalatokkal nem rendelkező, korábban állami tulajdonú alapokat kezelő csapatokat választottak ki. Mivel a tapasztalt szakemberek ráadásul rendszerint idővel a hibrid alapoktól átigazoltak a nagyobb méretű, privát kockázatitőke-alapokhoz, ez tovább csökkentette a hibrid alapok sikeres befektetéseinek valószínűségét.

A tőkeprogramok nyugati tapasztalatainak értékeléseiben az alapkezelők kiválasztásának kérdése csak ritkán szerepelt, mintha ez ott nem jelentett volna különösebb gondot. Kivételt jelentett ez alól az egyébként nemzetközileg elismert és számos nyugati állami tőkeprogram számára mintául szolgáló, egyesült államokbeli SBIC-program. A program pozitív megítélését nem befolyásolta, hogy (*Lerner* [2009] szerint) a kiválasztási eljárásban a politikai kapcsolatok uralták a befektetési szempontokat. Ezért szövetségi bűnügyi eljárás keretében vizsgálták néhány SBIC-program esetében a hűtlen kezelést, a csalást és a szakmai hozzá nem értést. *Kennedy és szerzőtársai* [2004] idézi *Lerner* [2002] becslését, amely szerint tízből kilenc SBIC-program sértette meg a hivatali előírásokat, s cégek tucatjai követtek el bűntettet. Valójában tehát Nyugaton sem volt ismeretlen az állam foglyul ejtése (*regulatory capture*), amikor a résztvevők elsősorban a közvetlen és közvetett állami támogatásokat igyekeznek megszerezni. Ilyen, amikor

végül a program irányítóinak vagy a jogalkotóknak az ismerősei lesznek a konstrukciók kedvezményezettjei (*Lerner* [2014]).

Ahhoz, hogy a tőkekonstrukciókba bevont alapok és portfóliócégek kiválasztásánál elkerülhető legyen a politikai nyomás, olyan átlátható döntési folyamatra van szükség, mint a privát szektorban (*Tykvová és szerzőtársai* [2012]). Ennek elősegítéséhez az Európai Unió előírta, hogy a régióbeli tőkeprogramokban az alapkezelőknek nyilvános pályázatokban kell megküzdeniük a források elnyeréséért. Külföldi alapkezelők elvileg ugyan pályázhattak az állammal közös alapok kezelésére, azonban a helyi viszonyok ismerete nélkül a gyakorlatban ez igen körülményes volt. A lengyel Nemzeti Tőkealap (NCF) által meghirdetett pályázatokban mindössze egy esetben került a győztesek közé külföldi alapkezelő. Idővel azonban javult a helyzet, mert egy másik, a 2014-ben a szintén lengyel Polish BRIDGE Venture Capital program keretében már mindkét kiírt pozíciót külföldi alapkezelő nyerte el (*NCBIR* [2014]). A román Jeremie-program számára az Európai Beruházási Alap is egy jó nevű régiós alapkezelőt hozott ki nyertesként.

A pályázatok lebonyolításánál az állami holdingalapot általában előre megállapított szempontrendszer alapján pontozták az állami forrásokra pályázó privát alapkezelőket. A lengyel Nemzeti Tőkealap (NCF) esetében ennek előképét az EBRD által korábban alkalmazott módszer jelentette, ám a tényleges végrehajtás az interjúk tanúbizonysága szerint már nem feltétlenül követte a mintát. A pontrendszerben például a létrehozandó portfólió ígért minősége is szerepelt, amely az alapok tevékenységének nyilvánvalóan csak a következménye lehetett.

Több esetben az egyes országokban érvényben lévő közbeszerzési előírások bizonyultak alkalmatlannak a kockázatitőke-alapok pályázati rendszerének lebonyolításához. A lengyel Nemzeti Tőkealap által kiírt pályázat értékelésének többéves elhúzódásához például az vezetett, hogy az állam csak a privát résztvevők ígervénye után kötelezhette el magát, s a privát szereplők érdeklődését nehéz volt ilyen hosszú ideig fenntartani (*Rudnicka–Dietl* [2013]).

A letterszági közbeszerzési szabályozás szerint a győzteseket a legalacsonyabb árajánlat alapján kellett kiválasztani, s ez a tenderek eredményét olyan alapvető kritériumoktól térítette el, mint az alapkezelők által beadott üzleti terv, a kezelők tapasztaltsága és jártassága, azaz a jövődó vállalkozások számára a tőkén kívül adható szakmai ismeretek nyújtására való ké-

pesség. Ezzel szemben az elbírálásnál nagyobb hangsúlyt kapott a vállalt alapkezelői díj és a várható minél magasabb tőke-hozzájárulás. 2012-ben a lett hatóságok az első Jeremie-kör után 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 számos nem egyértelmű kritériumot tartalmazott, ezért öten megtámadták a döntést. Ennek nyomán a bíróság úgy határozott, hogy a hatóság ne kösse meg a szerződéseket, s dolgozza át a szerződések tervezeteit. Ezzel azonban az alapok várható indulási időpontja egy évvel eltolódott, ami végül nagyon lerövidítette a befektetési időszakot (*Avots és szerzőtársai* [2013]).

Hasonló problémákra utal, hogy a magyarországi Jeremie-program első fordulójában a meghirdetés és az eredmény kihirdetése közötti időszakban a hatóság módosította a kiírási feltételeket, elhalasztotta az eredményhirdetést, majd eredménytelennek nyilvánította a pályázatot, és újat írt ki. A magyarországi Jeremie-pályázaton induló alapkezelőkkel folytatott háttérbeszélgetések és a sajtóban megjelent írások arra utalnak, hogy a kormányzati kötődés – az infrastrukturális közbeszerzésekhez hasonlóan – feltehetően előnyt jelenthetett a források elnyeréséért folyó versenyben. A sajtóban publikált tulajdonosi kör ismeretében a 28 nyertes alap közül 11 esetében lehetett kormányzati kötődést feltételezni. *Avots és szerzőtársai* [2013] Lettországra is megállapította, hogy a pályázatok elbírálásakor nem volt mindig megoldott a kormányzati kötődés, illetve közelség kiiktatása.

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

A szakértői interjúk felvetették azt a sajátos régióbeli problémát is, hogy miközben a programok előírták, hogy az alapkezelőknek a befektetőktől függetlennek kell lenniük, a gyakorlatban az alapkezelők kiválasztása tulajdonképpen az adott alapok mögött álló privát befektetők bevonását jelentette. Ez megkérdőjelezi a megfelelő szakismeret-

tel és tapasztalattal rendelkező alapkezelők kiválasztásának gyakorlati jelentőségét. Valójában ugyanis nem az alapkezelőkről, hanem az állam mellé betársuló privát befektető típusáról, illetve kilétéről történt meg a döntés. Például a magyarországi alapkezelők zöme nem független alapkezelő, hanem úgynevezett „foglyul ejtett” (*captive*) alapkezelő volt, azaz csupán egyetlen befektető érdekeltségi körébe tartozott. A pályázati kiírások azonban nem tartalmaztak olyan előírást, amely az állami befektető mellett a privát befektetők egyedi arányára bármilyen megkötést jelentett volna.

A régióbeli állami tőkeprogramok esetében az is problémát okozott, ha a kiválasztott alapkezelők tulajdonosi és irányítási körében a pályázat elnyerését követően változások álltak be. Például a nyertes alap érdekműködés miatt tőke-hozzájárulását nem teljesítette, s emiatt a már elosztott állami forrásokat ismételtelen meg kellett hirdetni. Előfordult, hogy a befektetésre vállalkozó gazdag magánszemélyek más, sikertelen vállalkozásaik miatt kerültek nehéz helyzetbe, s ezért le kellett mondaniuk a kockázati-tőke-alapjaikban vállalt befektetéseikről is, s más privát befektetőknek kellett eladni tulajdoni részesedésüket. A magyar piacon 2015-ben kirobbant brókerbotrányokban érintett – egyidejűleg kockázati-tőkealap-tulajdonos – privát befektető fizetőképességének megszűnése több közös alap működését is ellehetetlenítette.

A régió állami tőkeprogramjaiban az állami és nem állami szféra „összecsapásának” konkrét színtere az EU által előírt pályázati rendszer volt, így itt csúcspontot ért el az összes, nem elég jól kezelt jogi és érdekeltségi probléma és az átláthatóság esetleges hiánya. A hatóságok nem érzékelték, hogy a transzparencia mennyire fontos a bizalomhoz és a gyümölcsöző együttműködéshez. Az esetleges korrupció, azaz a hatóságok részrehajlása is itt vált láthatóvá a szakma és a nagyközönség számára.

Az állami tőkeprogramok privát befektetői

A régió kockázati-tőke-piacán a nem állami alapokba befektető privát tulajdonosok köréből már következtetni lehet arra, hogy mely befektetői csoportokból kerülhettek ki az állami tőkeprogramokhoz társuló privát befektetők. A régióban kockázati- és magántőke-befektetésekre összegyűjtött összes (állami és nem állami) tőke értékének legnagyobb részét 2011–2015 között éppen a kormányzati szervezetek biztosították.

ták (28 százalék) (3.2. táblázat). A második legnagyobb súlyú befektetői kört az alapok alapjai és egyéb alapkezelők képviselték (23 százalék). Mögöttük messze lemaradva következtek a nyugdíjpénztárak (11 százalék) és a kereskedelmi bankok (9 százalék), valamint a családi vagyonok kezelői és a vagyonos magánszemélyek (7 százalék), végül a finanszírozó intézmények sorában 6 százalékkal a nagyvállalatok következtek, miközben a biztosítótársaságok részaránya a finanszírozásban mindössze 3 százalékos volt (Mueller [2016]).

Miután a kormányzati forrással feltőkésített hibrid kockázatitőke-alapok Nyugaton jellemzően kisebb méretűek voltak, számukra elsősorban a rugalmas, a piacról tájékozott kisebb méretű intézmények jelentették a természetes befektetőpartnereket (vö. *Tillväxtverket* [2011]). Ezek közé elsősorban családi vagyonokat kezelő intézmények, alapítványok, valamint nem állami kockázatitőke-alapok tartoztak, a nem intézményi befektetők közül pedig az üzleti angyalok és a gazdag magánszemélyek nyújtották az alapok fő forrásait. A nyugati programok tapasztalata szerint az utóbbi befektetői kör miatt a hibrid alapok sikeres működésének különösen fontos feltétele volt a helyi hálózatok, a helyi viszonyok ismerete, a helyi befektetőkkel való kapcsolat megéléte, ami elengedhetetlen a befektetési lehetőségek közötti megfelelő választáshoz (*Tillväxtverket* [2011])

A kelet-közép-európai régióban a hibrid kockázatitőke-alapok pályázói közötti választásnak eleve korlátokat szabott, hogy viszonylag kevés ilyen típusú befektető létezett (vö. *Szerb és szerzőtársai* [2007], *Karsai* [2012], *Klonowski* [2012]). Mivel a családivagyon-kezelők, a befektethető szabad vagyonnal rendelkező alapítványok, illetve a rendszeres befektetésekre vállalkozó üzleti angyalok száma kevés, a kelet-közép-európai térség hibrid kockázatitőke-alapjaiban az állam mellett jellemzően inkább gazdag magánszemélyek vettek részt.

Az állami és privát tőkével közösen felállított kockázatitőke-alapok privát tulajdonosi körének adatai a régióban nem publikusak. A nem állami befektetők – üzleti és tudományos közlemények alapján leszűrhető – köre vegyes képet mutat. Ahol a nyugdíjalapok és -biztosítók számára a szabályozás megengedte a vagyon egy részének kockázati tőkébe fektetését, ott ezek az intézmények privát befektetőként valóban megjelentek az állami tőkeprogramokban. Például a Baltikumban, valamint a horvát piacon az intézményi befektetők, ezen belül is elsősorban a

nyugdíjpénztárak kiemelt figyelmet szenteltek a hibrid konstrukcióknak. Ugyanakkor még a Baltikumban is gond volt, hogy az intézményi befektetők számára a piac túl kicsinek bizonyult. A nagybankok, ha kockázati tőkébe kívánták fektetni tőkéjüket, akkor nem a kis méretű, államilag társfinanszírozott közös alapokba, hanem nagy alapok alapjaiba tették (*Avots és szerzőtársai* [2013]).

Azokban a régióbeli országokban, ahol az előírások a fenti intézményi kör számára nem tették lehetővé vagyonuk kockázatitőke-alapokba fektetését – így például a bolgár vagy a szlovák piacon –, nehezebb volt a közös alapok számára tőkeerős nem állami befektetőket találni. Ráadásul a magánnyugdíjpénztárak által kezelt tőke egy sor régiós országban lecsökkent, hátrányosan befolyásolva nemcsak az állami tőkeprogramok potenciális résztvevőinek körét, de rontva a kockázatitőke-piac egészének forrásellátását is. A sort Magyarország indította el még 2010-ben, amikor a magánnyugdíjpénztáraknál felhalmozott megtakarítások túlnyomó része kormányzati döntés nyomán átkerült az állami nyugdíjrendszerbe, de később e tendencia (kisebb mértékben) Bulgáriában, Szlovákiában, Romániában és Lengyelországban is érvényesült.

A lettországi közös alapok megismert privát befektetői közül nagyvállalati befektetők egy alapban, nyugdíjpénztárak négy alapban, bankok két alapban, magánszemélyek pedig három alapban vettek részt (*Prohorovs* [2014]). A horvát alapokba főként nyugdíjalapok fektettek be. Az egyetlen román közös alaphoz egy nagybank vagyongazdálkodó szervezete nyújtott társfinanszírozást. A lengyel szakértői interjúk szerint az ottani állami tőkeprogramhoz egyetlen eset kivételével – amikor külföldi kockázatitőke-alap is belépett finanszírozóként – kizárólag vagyonos magánszemélyek csatlakoztak befektetéseikkel.

A magyarországi hibrid alapokban csupán egy kereskedelmi bank vett részt befektetőként. Az alapok tulajdonosai között ugyanakkor viszonylag nagyobb gyakorisággal fordultak elő pénzügyi befektetői és bróker csoportok, e szervezeteket nyolc Jeremie-alap tulajdonosi hátterében is meg lehetett találni. Ezek a befektetők a más területeken már meglévő befektetési palettájukat egészítették ki kockázati tőkével. A magyarországi közös alapok ismertté vált többi tulajdonosa többnyire olyan vagyonos magánszemély volt, aki vállalattulajdonosként vagy felső vezetőként szerzett tapasztalatot a piacon. A befektetők között a

száz leggazdagabb magyarból 13 személy összesen 18 alapban szerepelt. Feltételezhető, hogy számukra az Európai Unió által a programra allokált tőke megszerzési lehetősége igen 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 Magyar Nemzeti Bank összesítése szerint a magyarországi Jeremie-programban részt vevő alapok által gyűjtött tőke értékének legnagyobb hányadát (71 százalék) képviselő állam után a vagyonos magánszemélyek hozzájárulása (14 százalék) jelentette a második legjelentősebb tőkeforrást (MNB [2015]).

Az állami tőkeprogramok hatása a régió kockázatitőke-piacára

A régióbeli országok kockázatitőke-piacán a privát tőkét *kiszorító hatás* negatív következményeivel sehol sem kellett számolni (vö. *Leleux–Surlmont* [2003], *Cumming–MacIntosh* [2006]), mivel a privát befektetők nem vagy csak elvétve érdeklődtek az egészen korai fázisú, innovatív cégek iránt. E piaci szegmens forrásellátása már az uniós programok bevezetése előtt is jóformán kizárólag az állami kockázatitőke-alapokra hárult. A program keretében létrehozott hibrid alapok így lényegében a piacon korábban már jelen lévő, kizárólagos állami tulajdonban lévő befektető intézményeknek, illetve egymásnak teremtettek „konkurenciát”. Ez utóbbi hatás is csak azon kevés – például a magyar és a lengyel – piacon jelentkezhett, ahol az állami tőkeprogramok révén jelentősebb számú hibrid alap jött létre.

A régióban mindenhol gondot jelentett a megfelelő minőségű projektek kínálata. A részben állami forrásokkal létrehozott kockázatitőke-alapok felállításuk után hamarosan azzal szembesültek, hogy nincs kellő számú, kedvező kilátásokkal kecsegtető projekt. Bár a régióbeli hibrid kockázatitőke-alapokhoz rengeteg befektetési ajánlat érkezett, ezek nagy hányada nem volt „befektetésérett”, és jó részük nem felelt meg a kockázatitőke-alapok igényeinek. Ők ugyanis elsősorban olyan, már piacképes, bevált termékkel rendelkező és fejlett fázisban lévő cégekbe kívántak befektetni, amelyeknek már csupán a még nagyobb piac elérése volt a céljuk. Ilyen cégből viszont a térségben kevés volt.

A kormányzati tőkeprogramok sikeres működésének előfeltételei közül tehát nem csupán a befektethető tőke és a kockázati tőkéhez értő, tapasztalt szakemberek hiányoztak, hanem a „kockázati tőke-érettségig” elvezető üzleti angyalok, egyetemi vállalkozási központok, inkubátor-szervezetek és vállalkozásgyorsító cégek is. Magyarországon a hibrid Jeremie-alapok megjelenése „maga után húzta” az üzletfejlesztési szolgáltatások fejlődését, aktivizálta a helyi üzleti angyalokat és a magán-szektorbeli magvető alapokat. Sőt az állam külön pályázatot is kiírt inkubátorok létrehozására, igaz, ennek beindulása a források tényleges átutalásának hiányában sokáig húzódott.

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

A sikeresség szempontjából kérdéses, hogy a programok befejeződését követően az ígéretes és életképes projektek további tőkeszükséglete biztosítható lesz-e, s ha igen, miként. A régióban ez még élesebben vetődik fel, mivel a térség kockázati tőke-piacja a külföldi privát tőke számára továbbra sem túlságosan vonzó. Az állami részvétellel létrejövő kockázati tőke-alapok számára némi könnyebbséget jelenthet – a 2012-ben két, alapok alapja konstrukcióban létrehozott kockázati tőke-alap mellett – a 2014–2020-as költségvetési időszakban megalakuló újabb régiós alapok alapja, sőt egy olyan is, amely több ország piacán egyidejűleg is működhet majd, azaz nem csupán nemzeti keretekben finanszírozhat nem állami kockázati tőke-alapokat.³⁶ E megoldás előnye, hogy

³⁶ Az Európai Beruházási Alap részvételével egyaránt alapok alapja konstrukcióban jött létre 2012-ben a baltikumi innovációs alap (*Baltic Innovation Fund*) és a lengyel növekedési alapok alapja (*Polish Growth Fund of Funds*), majd 2016-ban e folyamat folytatásaként az észti alap (*Est Fund*) s a román versenyképességi alapok alapja (*Competitiveness Fund of Funds*). Ugyancsak 2016-ban hirdette meg az Európai Bizottság és az Európai Beruházási Alap egy olyan gigantikus méretű európai alapok alapja létrehozásának tervét, amely – a privát befektetők tőkéjével együtt – akár

azon intézményi befektetők is bekapcsolódhatnak majd e nagyobb alapokba, amelyek számára egy-egy kisebb kockázatitőke-alap finanszírozása méreténél fogva eleve nem lehetséges.

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

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

1,6 milliárd eurós tőke befektetésére vállalkozó kockázatitőke-alapot finanszírozhat majd Európában (*Portfolio* [2016a]).

Következtetések

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

A tapasztalatok összességében azt jelzik, hogy a kelet-közép-európai kormányok által bevezetett tőkeprogramok magukon viselték mindazon pozitív és negatív vonásokat, amelyek a fejlett országok hasonló programjait jellemezték. A vizsgált országok nem feltétlenül kerültek el a korábbi hibákat, ezt az Európai Unió előírásai sem mindig tették lehetővé. Ráadásul az Európai Unió 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 típushibák közé tartozott a programok indulásának erőteljes – a rendelkezésre álló idő több mint felét kitevő – elhúzódása, továbbá hogy a kormányzati erőfeszítések kizárólag a kockázati tőke kínálatának növelésére irányultak, s nem került sor a keresleti oldalt érintő lépésekre, például inkubációs és akcelerátorszervezetek létrejöttének elősegítésére. Ugyancsak a már ismert negatívumok közé sorolható az alapok kis mérete, amely nem volt képes hatékony és önfenntartó működést biztosítani. Korábról már ismert problémát vetettek fel a befektetések méretére, földrajzi hatókörére, valamint a finanszírozott cégek életkorára vonatkozó uniós korlátozások, amelyek a régióban is egyértelműen rontották a befektetések hatékonyságát és eredményességét, s amelyek kijátszása maga is erőforrásokat emésztett fel.

A tőkeprogramok megvalósítása azonban fontos ismereteket nyújtott a kockázati tőke világában egyébként is idegenül mozgó állami szervezetek

számára a piaci befektetők gondolkodásmódjának megismeréséhez, a potenciális források felméréséhez, az érdekeltségi rendszer működtetéséhez, az érdeklődéshiány összetevőinek feltérképezéséhez. A tájékozódás a nem állami befektetők számára is hasznosnak bizonyult, mert a tőkeprogramok kapcsán megismerhették az állam által fontosnak tartott szempontokat, valamint az Európai Unió által megkövetelt előírásokat.

A nyugati tapasztalatokhoz képest Kelet-Közép-Európában sokkal erőteljesebben vetődött fel az állami tőkeprogramokban a privát befektetők megtalálásának és ösztönzésének kérdése. A régió fejletlen kockázatitőkepiacán ugyanis eleve kevésbé voltak jelen azok a társbefektetői szerepre elvileg alkalmas üzleti angyalok, egyetemi alapítványok és kisebb családivagyon-kezelők, amelyek méretüknél és szakértelmüknél fogva érdekeltek lehettek az állammal közös befektetésekben. A régió piacain a kiterjedt kedvezmények olyan vagyonos magánszemélyeket is előszertettel készítettek társbefektetői szerepre, akik közismerten jó kapcsolatokat ápoltak az állami adminisztrációval. Ennek kihasználását az alapkezelők kiválasztásakor lehetővé is tette a transzparencia hiánya. 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 eredményei még kevésbé mérhetőek le, a felsorolt problémák a közösségi források számottevő részének pazarlását okozhatják. A program sikerét már eleve megkérdőjelezte, hogy a régióban csak késve igyekeztek azon segíteni, hogy a befektetési ajánlatok minél megalapozottabbak legyenek. A tőkeprogramok hatását várhatóan az is csökkentti, hogy a kockázatitőke-piac nem képes mindenhol felszívni a megnövekedett tőkekínálatot a strukturális alapokból származó források felhasználására előírt idő alatt. Megoldatlan az állami tőkeprogramok keretében állami és privát források együttes finanszírozása nyomán megerősödött cégek további tőkeellátása. A 2012-ben és 2016-ban létrehozott néhány alap példájától eltekintve, a régióban jórészt hiányoznak azok a több országra kiterjedő, kockázatitőke-alapokba fektető alapok alapjai, amelyek hozzájárulhatnának az állami segédlettel létrehozott kockázatitőke-alapok újabb körös finanszírozásához.

A fenti hiányosságok és rendszerszintű problémák ellenére a régió kockázatitőke-piacán számos pozitív hatás is jelentkezett. Így önma-

gában a tőkekínálat jelentős emelkedését követően néhány kiemelkedően sikeres innováció született. Ismertté vált a kockázati tőke mint vállalatfinanszírozási eszköz, s lényegesen átláthatóbb lett az újonnan felállított hibrid kockázati tőke-alapok portfóliójába kerülő vállalatok működése, ami egy szűk körben a gazdaság fehéredését eredményezte. A program nyújtotta lehetőségek kapcsán megelénkült az üzleti anyagok tevékenysége, új alapkezelők léptek be a piacra, új privat befektetői kör jelent meg a kockázati tőke azon szegmensében, amely iránt korábban szinte alig volt érdeklődés. A program segítségével számos olyan új intézmény is megjelent a régióban, amely a professzionális befektetési ajánlatok előkészítésében tud segítséget nyújtani. Mindezek nyomán az állami és nem állami tőke együttműködésén alapuló új pénzügyi eszközök hozzájárultak ahhoz, hogy Európa keleti felében is korszerűsödjenek az állami kockázati tőke-programok.

A kelet-közép-európai régióbeli kockázati tőke-programok végső mérlege ugyanakkor az eltelt idő rövidsége miatt még nem vonható meg, a finanszírozott cégek fejlődésének eredménye még messze nem ítéltető meg. A nyilvánosság hiánya, a programok csupán formális értékelése nem teszi lehetővé az elért eredmények objektív megítélését. Hiányzik a befektetett költségvetési források hatékonyságának mérése is. Így továbbra is kérdéses, hogy a korábbinál sokkal korszerűbb állami kockázati tőke-programok nyújtotta keretek között mennyire sikerült a régióban hagyományos, államközpontú, paternalista megközelítést valószínűsítően is az új szemléletnek megfelelően átalakítani. Még nem tudni, hogy miközben a kormányzatok jelentős EU-forrásból származó állami pénzt fektettek a kockázati tőke-szektoraikba, a továbbiakban felhagynak-e azzal a módszerrel, hogy túlrészletezett célokat határoznak meg, képesek-e lemondani arról, hogy közvetett módon előnyös helyzetbe hozzák a hozzájuk lojális alapkezelőket és finanszírozandó cégeket, ami a kockázati tőke köntösébe bújtatott állami támogatást takarná. Ez nemcsak a piaci versenyt rombolná, de a kockázati tőke egyik lényegének, a sikeres cégek felépítéséhez nyújtott szakmai segítségnek az elsikkadásához is vezetne.

4. Tükör által homályosan

Az állam részvétele a magyarországi kockázatitőke-piacon

2016-ban rendkívül megszorodtak Magyarországon a kockázati tőkéről szóló híradások. Az év közepén járt le ugyanis az uniós és költségvetési forrásokból privát befektetők részvételével létrehozott 28 Jeremie-alap meghosszabbított befektetési időszaka. Ráadásul 2016 végén a kormány már meghirdette a 2014–2020-as költségvetési időszakban létrehozandó új állami kockázatitőke-programjának tervét, amelyre készülve új privát kockázati- és magántőkealap-kezelők alakultak. Egy állami bank – az MKB – privatizációjában történő részvételre új magántőkealapot is bejegyeztek. Nagy feltűnést keltett az a hír is, hogy az állami kockázatitőke-programok adataihoz történő hozzáférés akadályozása miatt egy folyóirat (a Forbes) pert indított a Magyar Fejlesztési Bank Zrt. (MFB) ellen.

Az állami kockázatitőke-programokról 2016 második felében három részletes tanulmány is készült: 1. a 2014–2020-as költségvetési időszakban a kis- és középvállalatok versenyképességének növelése tematikus célhoz kapcsolódó *ex ante* elemzés (Deloitte [2016]), 2. a 2007–2013-as költségvetési időszakban végrehajtott kockázatitőke-programok eredményeit értékelő tanulmány (Equinox [2016]), 3. a 2007–2013-as időszak pénzügyi eszközeinek értékelése (Századvég [2016]). E három – az Európai Unió által előírt tartalommal és módon egyaránt nyilvánosságra hozott – elemzés ellenére is igen nehéz teljes képet alkotni arról, hogy az állam milyen szerepet játszik Magyarországon a kockázatitőke-piac fejlesztésében. A hazai kockázati- és magántőke-ágazat szereplőiről és a gazdasági válság óta végzett tevékenységükről megjelent temérdek hír ellenére a konkrét befektetőkre és befektetéseikre vonatkozó adatok nagy része változatlanul üzleti titok, az alapok kezelői által önkéntesen nyújtott adatok pedig nem teljes kö-

rűek. A nyilvánosságra került információkból nem lehet teljes részletességében megállapítani, hogy az ágazatba pontosan mikor, honnan és mennyi állami tőke érkezett, illetve ennek befektetésére hogyan és milyen hatásfokkal került sor.³⁷ Míg a titkolódzás a privát befektetők esetében érthető, az állami forrásokból érkező tőke befektetéséről szóló adatok közzétevése *közérdek* lenne.

A kockázati tőkét a világ számos országában felhasználják gazdaságpolitikai eszközként (*Lerner [2009]*). A kormányok ugyanis úgy tekintenek rá, mint amely megtalálja és támogatja a fiatal, átütő innovatív megoldásokat bevezető, gyors növekedésre képes vállalkozásokat. A cél rendszerint az, hogy az állam kezdeti lökést adjon a kockázati tőkepiacnak annak érdekében, hogy enyhítsék a perspektivikus vállalkozások tőkehiányát, és ösztönözzék a pozitív külső gazdasági hatásokkal járó befektetéseket (*Colombo–Murtinu [2016]*). Ennek szellemében egész Európában a figyelem középpontjába került az – induló és korai fázisban lévő cégek számára az állami (közösségi/kormányzati) forrásokból tőkét nyújtó – kockázati tőke-alapok tevékenysége.

A kormányzati kockázati tőke-alapok hatékonysága erőteljesen függ kialakításuk módjától és céljától, s az állami kockázati tőkeprogramok sikerét befolyásolja működésük intézményi környezete is. A regionális fejlesztést, a helyi munkahelyteremtést, illetve a fiatal csúcstechnológiai szakágazatok előmozdítását szolgáló tőkealapok felállítása, működtetése speciális módszereket igényel. Ahogyan erről a korábbi fejezetekben már részletesen volt szó, sokféle megoldás létezik az állami források kockázati tőke-alapokhoz történő kihelyezésére is. Ezek sorába tartoznak a kizárólag állami tulajdonú alapok, a hibrid (állami és nem állami tulajdonú) alapok, valamint az alapok alapja típusú alapok. A negatív tapasztalatok miatt a kizárólagos állami alapok többségének működését idővel világszerte úgy alakították át, hogy társbefektetőként bevonjanak nem állami befektetőket is. A tudományos kutatások is alátámasztják a nem állami résztvevőkkel való együttműködés fontosságát (*Bertoni–Tykvová [2015]*). Emellett a kormányzati támogatás egyre elterjedtebb formája az alapok alapja konstrukció, amikor az állami alap más befektetési alapokba fektet

³⁷ A nyilvánosságra hozott adatok nem fedik le a piac összes állami szereplőjét, illetve nem teszik lehetővé a befektetések által érintett cégek megismerését.

be, szemben a közvetlenül a cégekbe történő tőkebefektetéssel (*Block és szerzőtársai* [2017]).

E fejezet nyilvános adatok alapján sorra veszi a magyarországi állami kockázatitőke-programok intézményi hátterét, működési feltételeit, a befektetések szabályrendszerét és eredményeit. Bemutatja, hogy a gazdaságpolitika irányítói felismerték, hogy a kockázati tőke állami – jelentős részben EU-forrásból való – finanszírozása hasznos, valójában azonban csak nagyon korlátozottan voltak tisztában a kockázati tőke működésének természetével.

A kockázati tőke kezdeti, a piacgazdaság kiépítését segítő szerepe nagyon jelentős, de az állam közvetlen szerepvállalása a nemzetközi tapasztalatok szerint igen gyenge hatékonysághoz vezet. Ennek ellenére a kockázatitőke-programok robbanásszerű növekedésének időszakában a közvetlen állami szerepvállalás még markánsabbá vált. A magyar gazdaságpolitika homlokterébe e területen is az EU-források maximális kihasználása került, de azok hatékony felhasználása, a sokféle célú felhasználás összehangolása háttérbe szorult. Ehhez járult az EU-előírásokra ugyancsak jellemző szétszabdaltság és bürokratikuság, továbbá az állami pénzek „haveri kapitalizmusból” ismert „szubjektív” elosztása. A kialakított információs rendszer is az EU-támogatások maximális lehívását és szétosztását, nem pedig a tényleges gazdasági folyamatok nyomonkövethetőségét szolgálta, ami ellehetetlenítette a döntések és következményeik ellenőrizhetőségét.

Az itt következő gondolatmenet kiindulópontja az információ. A fejezet először a magyarországi kockázati- és magántőkepiacról rendelkezésre álló információk jellegzetességeit és az információt szolgáltató intézményeket tekinti át, majd sorra veszi a legjelentősebb, állami tőkét kihelyező intézményeket, ezek forrásait. Ezt követően megvizsgálja az állami forrásokat kezelő intézmények kiválasztásának átláthatóságát, az alapkezelők által az állami tőke befektetésének módját, különös tekintettel a befektetésekre vonatkozó európai előírások betartására. Majd áttekinti az állami forrásból végrehajtott kockázatitőke-befektetésekről készült értékelésekből származó tapasztalatokat. Végül az elemzés összegzi az állam kockázatitőke-piaci részvételének azon tanulságait, amelyek figyelembevétele eredményesebb állami részvételt hozhat az új uniós költségvetési időszakokban.

A magyarországi kockázati- és magántőkepiac információs rendszere

Nincs könnyű dolga annak, aki szeretne eligazodni a kockázati- és magántőke-ágazatra vonatkozó adatok között. Különösen igaz ez a megállapítás az állam kockázati-tőke-piacot fejlesztő intézményeire, beleértve a nyújtott források és az elért eredmények adatait. Nemcsak azért, mert már magának a kockázati tőkének is sokféle neve bukkan fel a hírekben. Így aszerint, hogy a kockázati tőke a cégek mely életszakaszát finanszírozza, az elnevezés lehet magvető tőke, korai és késői stádiumú tőke, növekedési tőke, áthidaló finanszírozás vagy kivásárlás. Esetenként keverednek egymással az alapkezelők és maguk a tőkealapok nevei, mert eladásukkal a nevük is megváltozik. Az is megnehezíti a kockázati-tőke-ágazatban folyó tevékenységre vonatkozó adatok áttekintését, hogy a finanszírozott cégek nem nyilvános vállalkozások, így – mérlegbeszámolóik közzétételén túl – nem kötelesek magukról rendszeresen információt nyújtani a piac számára. Hasonlóképpen a befektetők sem kötelesek nyilvánosságra hozni a befektetéseiket, s ha ezt mégis önként megteszik, a nyilvánosságra hozott adatok pontosságát és teljeskörűsége akkor sem ellenőrizhető.

Különösen nehéz áttekinteni a kockázati tőke származás szerinti nagyságát. A kockázati-tőke-alapokon keresztül befektetni kívánt tőke egyaránt származhat közösségi/állami és nem állami, vagyis privat forrásokból. Az állami források is többféle gazdaságfejlesztési program keretéből finanszírozhatók. Így az európai uniós forrásokból és a hazai költségvetési forrásokból különböző gazdaság- és területfejlesztési funkciókra kockázati tőkeként felhasználni kívánt források különböző programok – például Gazdaságfejlesztési Operatív Program (GOP), Közép-magyarországi Operatív Program (KMOP), Regionális Operatív Programok (ROP), Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Program (GINOP), Versenyképes Közép-Magyarország Operatív Program (VEKOP) – kereteiből származnak, sőt ezeken belül különböző elnevezésű (például Új Magyarország, Új Széchenyi, Irinyi, Nemzeti Technológiai és Szellemi Tulajdon) és még eltérő sorszámú kockázati-tőke-program néven is szerepelnek.

Mivel a különböző forrásokból származó tőkék befektetési szabályai maguk is eltérnek egymástól, a források megkülönböztetése korántsem

jelent túlzott aprólékosságot. Így például időben, térben és a befektető alapok típusaiként is változhatnak az – egyes alapokban vagy az egyes ügyletekben a privát tőke minimálisan előírt arányára, valamint a finanszírozható cégek székhelyére, életkorára, az egy cégbe egy döntéssel befektethető tőke volumenére, a befektetésre rendelkezésre álló időtartamra és a befektetések formájára előírt – befektetési kritériumok.

E szempontok alapján osztályozva az állami forrásokat kezelő cégeket, a magyar piacon egyidejűleg vannak jelen kizárólagos állami tulajdonban lévő alapkezelők (Corvinus/Hiventures Alapkezelő, Széchenyi Tőke-alap-kezelő Zrt.) és nem állami tulajdonban lévő alapkezelők („Jeremie-alapkezelők”). Az állami tulajdonú alapkezelők csak állami tőkealapokat kezelnek, míg a nem állami tulajdonú alapkezelők elnyerhetik hibrid (állami és nem állami) alapok kezelői jogait, de értelemszerűen kezelhetnek kizárólag privát forrásokból összegyűjtött tőkealapokat is. Az állami tőkét befektető hibrid alapok esetében a privát tőke az alap létrehozásakor előre kötelezettséget vállal a befektetésekre, míg a kizárólag állami tőkét befektető alapok az egyes befektetési ügyletek végrehajtásakor társulnak a nem állami befektetőkkel.

Az egy-egy – hibrid vagy privát – alaphoz érkező privát forrás származhat egyetlen (*captive*) befektetői körtől, s érkezhetsz egyidejűleg sokféle befektetőtől (független alap). A kedvezőbb jogi konstrukciók igénybevételi lehetősége miatt a kizárólag privát forrásokból származó tőkealapokat sokszor külföldön jegyeztetik be, míg az állami alapok bejegyzése csak Magyarországon lehetséges. A magyarországi bejegyzésű kockázatitőke-alapok és kezelőik hazai felügyeletét a Magyar Nemzeti Bank (MNB) látja el. Az általa készített statisztika a külföldön bejegyzett alapkezelők tevékenységére nem terjed ki, a Magyarországon regisztrált alapok külföldi tevékenységére viszont igen.

A kockázatitőke-ágazat állami tőkét érintő adatainak megismerését tovább nehezíti, hogy az elmúlt évtizedekben sokféle intézmény irányította, bonyolította és ellenőrizte az állami tőkeprogramokat: Nemzeti Fejlesztési Ügynökség (NFÜ), Nemzetgazdasági Minisztérium (NGM), Magyar Gazdaságfejlesztési Központ (MAG), Magyar Vállalkozásfinanszírozási (MV) Zrt., Magyar Fejlesztési Bank (MFB) Zrt., Magyar Nemzeti Bank (MNB), Széchenyi Tőke-alap-kezelő Zrt. Ráadásul – az európai uniós költségvetési időszakok változásához és a kormányváltásokhoz kapcsolódóan, illetve befolyásos tőkecsoport-

tok erőpozícióinak változását követve – ezen intézmények struktúrája rendszeresen átalakult.

Problémát jelent az is, hogy a kockázatitőke-ágazatot állami forrásokkal finanszírozó intézmények nem tekintik feladatuknak a közösségi/állami források felhasználásáról szóló információk nyilvánosságra hozatalát, csupán saját főhatóságaikat tájékoztatják. Így a nyilvánosság csak esetlegesen, s többnyire nagy időbeli csúszással értesül arról, hogy az állami források milyen tulajdonosi háttérű befektetőkhez, mekkora összegben, milyen feltételekkel kerülnek, illetve e befektetők az állami forrásokból mikor, mennyit és hová fektetnek be. Arról pedig jóformán alig van hír, hogy az állami tőkét befektető intézmények tevékenysége mennyire eredményes. Míg a nem állami forrásokból származó tőke befektetésének feltételrendszerét a privát tőkealapok befektetői alakítják ki és ellenőrzik, addig a részben vagy teljesen állami forrásokból származó tőke sorsának alakulása nyilvánvalóan közösségi ügy. Ennek megfelelően a befektetők kiválasztására, tevékenységére, hatékonyságára és eredményességére vonatkozó adatoknak a nyilvánosság számára ellenőrizhetőnek kellene lenniük. Az ezen adatokat gyűjtő hatóságok azonban rendszerint üzleti titokra hivatkozva nem vagy csak külön jogi eljárást követően hozzák nyilvánosságra a befektetőktől általuk gyűjtött adatokat.

Az elmondottak alapján az a paradox helyzet állt elő, hogy az egyes alapkezelőknek odaítélt állami források nagyságáról és ennek aktuálisan befektetett hányadáról – befektetői mélységben – legpontosabban az Európai Unió számára készülő anyagokból lehet értesülni. Például az EU illetékes főigazgatóságai által évente összesített statisztikák segítségével (lásd *EC [2015b]*) vagy a magyar hatóságok vezetőinek alkalmi, főként brüsszeli előadásai révén. Ez a helyzet jól tükrözi, hogy az EU számára nem kérdéses, hogy a befektetők által felhasznált és kihelyezett adatok a nyilvánosságra tartoznak. Ugyanakkor az EU-ban összesített statisztikák hasznosíthatóságát számottevően rontja, hogy több év késéssel készülnek el,³⁸ s a nemzeti hatóságok adatközléseinek pontatlansága

³⁸ Időzítésük miatt a 2014–2020-as költségvetési időszakra tervezett kockázatitőke-programok kialakításához feltehetően már csak kevés hasznosítható tapasztalattal tudnak hozzájárulni az állami kockázatitőke-programokról 2016 áprilisában, illetve novemberében elkészült és 2016 szeptemberében, illetve 2017. április végén nyilvánosságra hozott elemzések.

és hiányosságai, valamint a mutatók tartalmának helytelen értelmezése miatt sok hibát tartalmaznak.

Elvileg a magyarországi kockázati-tőke-ipar állami és nem állami szereplőit egyaránt képviselő szakmai szervezet, a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (HVCA),³⁹ a legalkalmasabb arra, hogy az egész ágazatra kiterjedően gyűjtsön és tegyen közzé adatokat. Az egyesület 2014 első negyedétől kezdődően közöl rendszeresen negyedéves összefoglaló jelentést az ágazatban lezajlott befektetések számáról és értékéről, az érintett portfóliócégek életciklusa és szakágazata szerinti bontásban. Az egyesület adatbázisa nem teszi lehetővé az állami és a nem állami forrásból származó befektetések elkülönítését. Miközben az egyesület által készített statisztika képviseli a magyarországi kockázati- és magántőke-ágazatban folyó tevékenységről a leggyakrabban nyilvánosságra kerülő adatokat, s a gazdaságfejlesztésért felelős hatóságok is erre támaszkodnak munkájuk során, az állami tőkeprogramokért felelős intézmények nem teszik lehetővé, hogy segítségükkel a HVCA ellenőrizze az állami tőkét befektető tagjai által közölt adatok pontosságát és teljességét.

A HVCA adatgyűjtésével párhuzamosan, európai szinten is történik egy hasonló mélységű adatgyűjtés a kockázati- és magántőke-ágazatról. Ennek gazdája az Invest Europe nevű szervezet,⁴⁰ amely a kockázati- és magántőke-befektetők európai érdekképviselőjét látja el. Az Invest Europe adatbázisában 2007-től szerepelnek adatok az évente létrehozott kockázati-tőke-alapokról, ezek befektetéseiről és kiszállásairól a portfóliócégek székhelyországja szerinti bontásban. Bár az Invest Europe által készített adatbázisból kiolvashatók az alapok forrásait nyújtó intézmények típusai, ezen belül a kormányzati részvétel nagyságrendje, ám a befektetések már nem kapcsolhatók össze a forrásokkal. A rendszerbe bekerülő adatokat a befektetők önkéntes alapon küldik be az Invest Europe e célra létrehozott, zárt adatbázisába, a nemzeti egyesületek szerepe csupán a befektetők címlistájának megküldésére és az összesített adatok nagyságrendjének véleményezésére korlátozódik, miközben az egyedi adatok számukra sem láthatók. A gyakorlatban tehát az Invest

³⁹ Az egyesület Magyarországon is az angol nevének rövidítését: *Hungarian Venture Capital and Private Equity Association (HVCA)* használja.

⁴⁰ Korábbi nevén: *European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)*.

Europe és a HVCA adatgyűjtése egymástól függetlenül folyik, s nincs olyan hatékony mechanizmus, amely biztosítaná a két intézmény által Magyarországról közzétett információk összehangolását. (A magyarországi cégekbe befektetett kockázati és magántőke értékének és a befektetésben részesülő cégek számának 2012 és 2016 közötti alakulását az Invest Europe, illetve a HVCA adatbázisa szerint lásd a 4.1. táblázatban.)

4.1. táblázat

A magyarországi cégekbe fektetett kockázati és magántőke értéke és a befektetésben részesült cégek száma, 2012–2016 (milliárd forint, darab)

	2012		2013		2014		2015		2016	
	a befektetések		a befektetések		a befektetések		a befektetések		a befektetések	
	értéke	száma	értéke	száma	értéke	száma	értéke	száma	értéke	száma
Invest Europe	29,7	46	16,7	41	52,5	73	49,0	60	54,3	82
HVCA	–	–	–	–	54,9	96	31,8	109	12,1*	87

* Kivásárlások nélkül.

Forrás: Invest Europe [2016c], HVCA [2016a], [2017a].

A magyarországi bejegyzésű kockázati tőke-alapok és -kezelők felügyeletét ellátó Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2015-től közöl adatot az alapok és alapkezelők számáról, valamint az általuk kezelt kockázati tőke összegének negyedéves változásáról. Az alapok tevékenységének tartalma és eredményessége azonban az MNB adatbázisából nem követhető nyomon. S miután az MNB nem tesz különbséget az alapok által kezelt tőke forrásai között, így csupán összesített adatokat publikál.

A magyarországi kockázati tőke-ágazatban folyó tevékenység éves adatainak regisztrálásán túlmutató tartalommal 2016-ig viszonylag kevés elemzés készült e piac jellemzőiről. Ilyen, több évet átfogó anyag született 2011-ben az ágazat fennállásának huszadik évfordulója alkalmából (Karsai [2011]), valamint az MNB-ben 2014 végén, a felügyelet átvételkor (MNB [2015]). Jelentős előrelépést hozott e téren a 2016 áprilisában az MFB megbízásából a Deloitte [2016] által a 2014–2020-as költségvetési időszak megalapozásához készített *ex ante* elemzés,⁴¹ amely a kis- és

⁴¹ Az *ex ante* tanulmányt az Európai Parlament és a Tanács 1303/2013/EU rendelet 37. cikkének megfelelően az új fejlesztési időszakban alkalmazandó pénzügyi eszközök kialakítását megelőzően kellett elkészíteni.

középvállalkozások versenyképesség-növelésének tematikus céljához kapcsolódó pénzügyi eszközök egyikeként vizsgálta a magyarországi kockázatitőke-piachelyzetét, ezen belül kiemelten az állami kockázatitőke-befektetéseket. Ugyancsak hozzájárult az állami kockázatitőke-piacra vonatkozó információk megismeréséhez a 2017 áprilisában nyilvánosságra került – már említett – másik két értékelés, amelyek a Miniszterelnökség megrendelésére készültek az uniós forrásokból finanszírozott kockázatitőke-programokról: az *Equinox* [2016]-nak a 2007–2013-as költségvetési időszakra vonatkozó tematikus elemzése, valamint a *Századvég* [2016]-nak ugyanezen időszakban a pénzügyi eszközökről szóló értékelése.⁴² Míg az *ex ante* tanulmány a kockázatitőke-piac állami résztvevői közül a Jeremie-alapokat vizsgálta, a tematikus értékelő tanulmány és a pénzügyi eszközöket elemző értékelés a Jeremie-program és a Széchenyi Tőkebefektető Alap tevékenységét elemezte, miközben a Magyar Fejlesztési Bank (MFB) tulajdonában lévő kockázatitőke-alapok tevékenységének részletes áttekintése egyik elemzésben sem szerepelt. Valójában továbbra sem áll rendelkezésre olyan tanulmány, amely a magyarországi cégekbe befektető közel félszáz hazai és régiós kockázati- és magántőkealap tevékenységének tükrében nyújtana áttekintést az összes állami finanszírozású tőkealap szerepéről. (A Magyarországon is aktív állami és privát kockázati- és magántőkealapok és kezelők, valamint kezelt tőkék felsorolását lásd a 4. fejezet *Függelékének F4.1. táblázatában*.)

Állami tőkét kihelyező intézmények Magyarországon

A kockázatitőke-piacra szánt költségvetési források befektetésére a kétezres évek első évtizedének utolsó harmadáig a magyar kormány azt a megoldást alkalmazta, hogy a kizárólagos tulajdonában álló befektetési társaságok közvetlenül fektették be a tőkét a kiválasztott cégekbe. Az állami háttérű befektetők nem támasztottak szokásos piaci követelményeket a portfóliójukba választott cégek hozamaival szemben, s a befek-

⁴² Az operatív programok megvalósítása során EU-források felhasználásával a vállalatok finanszírozásának javítására használt, olyan visszatérítendő pénzügyi instrumentumok, amelyek közé például a hitel, a garancia és a kockázati tőke nyújtása, valamint ezek kombinációja tartozik. (A pénzügyi eszközök szabályozására vonatkozó, 2012-ben átdolgozott rendelkezéseket lásd *EC* [2012b]).

tetésekből történő kiszállást sem a kockázati tőkések megszokott módján bonyolították le. Valójában a tőkebefektetést burkoltan halasztott kamatfizetésű hitelnyújtássá változtatták azokban a szerződésekben, amelyeket a finanszírozott cégekkel kötöttek (Karsai [2007]).

A többnyire kormányzati szinten elhatározott s egyedileg is jelentős összegű tőke befektetésével járó stratégiai tranzakciók végrehajtása mellett a Magyar Fejlesztési Bank mint *az uniós források elosztási központja* kezdetől fogva fontos szerepet látott el. Így nem véletlen, hogy a 2007–2013 közötti időszakban a kormányzati forrásból származó kockázati tőke befektetését végző szervezetek többsége valamilyen módon hozzá kapcsolódott.

A kockázati tőke befektetését végző állami intézményrendszer szempontjából jelentős változást hozott az, hogy 2006-ban módosították az MFB-ről szóló 2001. évi törvényt a vállalkozói banki feladatok kialakításáról és a kis- és középvállalkozás-fejlesztési intézményrendszer továbbfejlesztéséről. Az MFB fejlesztőtőke-finanszírozási tevékenységének átszervezését uniós jogszabályi kötelezettségek is indokolták. Ennek megfelelően állami tőkebefektetésre csak akkor kerülhetett sor, ha piaci hozamkövetelmény alapján történt, az állami támogatásnak minősülő investíció elvben kizárt volt.

Míg korábban a kockázati tőke-piacon hasonló profillal számos állami szervezet megjelent, az átalakítás az addigi széttagolt, egymástól függetlenül működő állami társaságok tevékenységének összehangolását, a párhuzamosságok megszüntetését, a költségvetési források átláthatóbb, hatékonyabb felhasználását célozta. A tőkebefektetések végrehajtására létrejött az MFB tulajdonában álló Corvinus Zrt. vezetésével egy, a már meglévő és új szervezeteket egyaránt magában foglaló cégcsoport.⁴³ Az átalakítás után az MFB közvetlen tőkebefektetései teljesen leálltak, mivel az MFB a további befektetéseket csak privát kockázati tőke-alapok útján – kisebbségi MFB-részesedéssel – tervezte, ami így már piaci megoldásnak minősült. Az MFB-csoport átalakításakor a fejlesztőtőkebefektetések középpontjába egy új társaság, az MFB Invest Zrt. került. E szervezet létrehozása egyrészt az MFB szerteágazó tőkebefektetési te-

⁴³ A cégcsoportba a Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt., a Beszállítói Befektető Zrt., a Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Zrt., valamint a Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. (CKTA) tartozott, amely az ötmilliárd forintos Corvinus Első Innovációs Kockázati Tőkealapot (CELIN) kezelte (GKM [2007]).

vékenységének integrálását és tőle távolabbra helyezését célozta – amikor átadta cégportfólióját a kifutó befektetések kezelésére –, másrészt a fejlesztési bank az MFB Investen keresztül kívánt többségi magántulajdonú új alapokba tőkét fektetni (*Brückner–Halaska* [2008]).

Az MFB tőkebefektetési portfóliójának egységes és költséghatékony kezelése érdekében 2008 végén létrehozta az MFB Fejlesztési Tőkealapot (FTA), s e 15 milliárd forintos tőkealap kezelésével – a bank ötmilliárd forintos Corvinus Első Innovációs Kockázati Tőkealapját (CELIN) már egyébként is kezelő – Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.-t (CKTA) bízta meg (*NGM* [2010]). Az alapokon keresztüli tőkebefektetést célozta az MFB azon lépése is, amikor 2012 végén megvásárolta a hárommilliárd forintos RFH Informatikai Kockázati Tőkealapot (IKTA) és annak alapkezelőjét, az Informatikai Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.-t (*NGM* [2010], *MFB* [2014a]), majd a már az MFB-csoport részeként működő Informatikai Kockázati Tőkealap-kezelőre bízta az időközben kivásárolt ELAN Európai Tőkealap kezelését is (*ITB* [2015]).⁴⁴

Az MFB Invest leányvállalatai között szereplő, hivatalosan bejegyzett tőkealap-kezelő szervezet, a Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő idővel az MFB legjelentősebb kockázati tőkealap-kezelőjévé vált, melynek a kormány az új költségvetési időszakban is jelentős feladatot szánt.⁴⁵ Az MFB 2014-ben megújult stratégiájának nyomán módosult az állami tulajdonú Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő által az MFB-ben kezelt állami alapok neve, száma és kihelyezhető tőkéje. Ekkortól – az MFB Invest honlapja szerint⁴⁶ – három, kizárólag állami forrásból felállított kockázati tőke-alapot kezelt: a CELIN utódként létrehozott Innovációs Tőkealapot (5 milliárd forint), az MFB Fejlesztési Tőkealap utódként a Növekedési Tőkealapot (8,9 milliárd forint) és az ELAN European Tő-

⁴⁴ Az MFB 2015. év végi mérlegében a leányvállalatok között azonban már nem szerepelt az egy évvel korábban még közel hatmilliárd forintos jegyzett tőkéjű ELAN European Tőkealap és a hárommilliárd forintos jegyzett tőkéjű MFB Informatikai Kockázati Tőkealap (*MFB* [2015]).

⁴⁵ A Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő eredetileg 2005-ben kezdte meg működését a már említett ötmilliárd forintos alapjának (CELIN) kezelésével. Az MFB-n belül először az MFB-csoportba tartozó Corvinus Nemzetközi Befektetési Rt. leányvállalataként, majd 2007-ben végrehajtott tulajdonosváltását követően már az MFB Invest leányvállalataként működött.

⁴⁶ <https://www.hiventures.hu/wp-content/uploads/2016/12/ckta-acsr-tokebefektetesi-program-2015-2.pdf>.

kealap, valamint az Informatikai Tőkealap közös utódként létrehozott Zöldgazdaság Tőkealapot (5,5 milliárd forint).

A 2016-ban nevét Hiventures Zrt.-re változtató Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő a kormányzati tervek szerint a 2014–2020-as költségvetési időszakban igen jelentős feladatot kap, miután a megnyíló uniós forrásokból és a bank eszközeiből álló új, nagy méretű alapot is kezelni fogja. Ez az új, kizárólag állami tőkét befektető Kutatásfejlesztési és Innovációs Állami Tőkealap 2023-ig 50 milliárd forintot fektethet majd be innovatív induló hazai vállalkozásokba. Az alap tőkéjét két forrásból kapja: 30 milliárd forintot a Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Hivatal (NKFIH) gondozásában álló Nemzeti Technológiai és Szellemi Tulajdon Kockázati Tőkeprogram keretéből és 20 milliárd forintot az MFB-ből (*Halaska* [2016]).⁴⁷

Az MFB 2006 utáni átalakulását követően egy ideig valóban nem fektetett be közvetlenül cégekbe, csak kockázatitőke-alapokon keresztül. Az általa létrehozott, megvásárolt vagy részben finanszírozott alapok közül külön figyelmet érdemel az az alap, amelyben a többségi befektető *külföldi* magánbefektető volt: az SBI Europe Fund nevű kockázatitőke-alap, amelyet a japán SBI Holding Inc. 60 és az MFB 40 százalékos tulajdonhányadával 2008. december végén 100 millió eurós tőkével állítottak fel. Az alap különlegessége, hogy a kelet-közép-európai piacon az első olyan kockázatitőke-alap volt, amelyet egy állami tulajdonú bank és egy privát befektető az uniós kritériumoknak megfelelően, közösen hozott létre (*NGM* [2010]).

Az alap 100 millió eurós tőkéjének 70-80 százalékát Magyarországon tervezték befektetni, a maradékot pedig a régió többi országában. Az alap nem állami kezelője, az ELAN SBI Capital Partners az átlagosan három-négy éves időtartamra tervezett befektetéseitől évi 15–20 százalékos hozamot várt el (*Binder* [2009]). A japán–magyar közös alap

⁴⁷ A Figyelő információja szerint a Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő a működésének kezdete óta eltelt 11 év során 42 vállalatba, azaz évente négy alkalommal fektetett be tőkét. A jövőben ugyanakkor évi 150-200 vállalkozás felkarolása vár az alapkezelőre, ami a lap szerint akkor is nagy feladat lesz, ha csupán „csendes-társi” szerepet tölt be a befektetéseknél, azaz csupán ellenőrzi majd a befektetések pénzügyi alakulását (*Halaska* [2016]). A Hiventures inkubációs vagy akcelerátori tevékenységét az alapkezelő tervei szerint a *startup* cégek számára kötelezően előírt mentorálás igénybevétele fogja pótolni (*Schopp* [2017]).

azonban nem váltotta be a tulajdonosok elképzeléseit. Az együttműködés a magánszektorbeli befektetőkkel nem ment simán, az alap nem működött kellő hatékonysággal, s túl magasnak bizonyult a hozamkövetelmény is. Természetesen a gazdasági válság is nehezítette a helyzetet. Stratégiai eltérés is mutatkozott a két tulajdonosi kör között. Míg a japán fél az eredetileg is tervbe vett régiós befektetésekre gondolkodott, addig az MFB – időközben megváltozott új vezetése – már kizárólag magyarországi befektetésekre használta volna az alap tőkéjét. Ezért az MFB kivásárolta a japán fél tőkerészét, azaz 2013 elején megvásárolta az ELAN European Tőkealap tőkejegyeit, így az alap közel ötmilliárd forintos mérlegfőösszeggel, ELAN Europe Fund néven bekerült a bank leányvállalatai közé, s kezelését a Corvinus Kockázati Tőkealapkezelő Zrt. vette át (Szakonyi [2011]).

A 2010-es kormányváltást követően, 2011-től ismét változott az MFB stratégiája, mivel az új gazdaságpolitikai irány az állami szerepvállalás növelése lett. A hangsúlyeltolódás az MFB szemszögéből azt jelentette, hogy a bank a kis- és középvállalkozások finanszírozása felől egyre inkább a nagyobb, közvetlen tőkebefektetések területére lépett, a befektetések súlypontja az állami nagyprojektekre helyeződött. A változást tükrözte, hogy 2013-ban az MFB-re vonatkozó előírások is kiegészültek azzal a követelménnyel, hogy a bank vegyen részt a nemzetgazdasági szempontból kiemelt jelentőségű fejlesztések hitel- és tőkefinanszírozásában. A bank vagy leányvállalatai portfóliójába tőkeemeléssel vagy kivásárlással kerülő cégek esetében már a vásárlásról is gyakran *kormányzati* szinten határoztak, és csupán technikai szempontok döntötték el, hogy a lebonyolítást végző szervezet az MFB, az MFB Invest vagy egy másik állami szervezet, például a Nemzeti Vagyonkezelő legyen. Az MFB-nek csupán az állami kiadások kedvezőbb nemzetközi elszámolási technikája, illetve versenyjogi aggályok miatt kellett vásárlóként bekapcsolódnia az egyes ügyletekbe.

2014-ben, az újabb választási ciklust követően a vagyonkezelés szerepének csökkentését, a gazdaságfinanszírozás és -fejlesztés szerepének további növelését tükröző új működési modell alapján az MFB a Nemzeti Fejlesztési Minisztérium felügyelete alól a Miniszterelnökség felügyelete alá került (Palkó [2014]). Az MFB a következő négy év legfontosabb fejlesztési feladatai között egyebek mellett a kormányzati célokat segítő tulajdonosi és a finanszírozói részvételt, valamint az uniós támogatások elosztásában

való részvételt szerepeltette. A 2014 novemberében meghirdetett új stratégia azt célozta, hogy az MFB olyan modern pénzügyi szolgáltató központként működjön, amely a leányvállalatok közötti viszony szorosabbra fűzésén keresztül megújult termékpalettával és korszerű finanszírozási szolgáltatásokkal tudja elérni a gazdaság szereplőit. A kockázati tőkével összefüggő változások közé tartozott, hogy a korábban hat különböző társaság által végzett tőkebefektetési tevékenység az MFB Invest Zrt.-hez és annak kockázati tőkealap-kezelőjéhez, a Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.-hez került (MFB [2014b]). Az átalakítás után az MFB Invest stratégiájának középpontjában az MFB Fejlesztési Tőkealapjának tőkebefektetései, valamint a Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt.⁴⁸ befektetéseiből álló portfólió kezelése állt. Az MFB Invest a gyakorlatban továbbra is részt vett az MFB-csoport által – kormányzati döntések alapján – végrehajtott vállalatfelvásárlásokban (Vitéz [2015]).

Az MFB kockázati tőkét érintő tevékenységére áttételesen hatott a bank pénzügyi szolgáltatói szerepkörének azon része is, amely az EU-források igénybevételéhez kapcsolódott. Egészen a 2015. júniusi beolvasásáig az MFB leányvállalatai közé tartozott a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (MV Zrt.) – egy speciális, állami holdingalap-kezelő szervezet –, amely az Európai Unió Jeremie-projektjében⁴⁹ a pénzügyi források kizárólagos gazdájaként a kockázati tőkeként befektethető forrásokat hibrid kockázati tőke-alapokba helyezte ki.

A Jeremie-projekt keretében működtetett holdingalap forrásaira privát alapkezelők oly módon pályázhattak, hogy az állami források mellé 30 százalékból privát tőkét vontak be a hibrid kockázati tőke-alapokba, amelyek csak Közép-Magyarország régió kívüli cégeket finanszíroz-

⁴⁸ A Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt. befektetések kezelésére szakosodott cégeként az MFB leányvállalata volt. E céget jelölte ki a kormány 2014-ben a Budapest Bank Zrt. megvételére, 2016 nyarán pedig az Erste Bank 15 százalékos tulajdonosának (HVG [2016]).

⁴⁹ Közös Európai Források Mikro-, Kis- és Középvállalkozások Számára az angol elnevezés (*Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises*) kezdőbetűi alapján Jeremie-kezdeményezés néven vált ismertté. Az Európai Bizottságnak az Európai Beruházási Alappal (EIF) közös kezdeményezése olyan pénzügyi eszközök felhasználásának ösztönzésére, amelyek javítják a mikro-, kis- és középvállalkozások finanszírozási forrásokhoz való hozzáférését. A kezdeményezés nyomán az EU-tagállamok az európai strukturális alapokból a számukra kijelölt keretek egy részét felhasználhatják visszatérítendő forrásként kölcsön, garancia, illetve kockázati tőke nyújtására.

hattak. A Közép-Magyarország régióban csupán egyetlen, kizárólag állami tőkét tartalmazó, úgynevezett társbefektetői konstrukcióban működő Jeremie-alap finanszírozhatott cégeket, amely közvetlenül az egyes ügyletek végrehajtásakor vont be privát tőkét a befektetésekbe. Végeredményben a Jeremie-konstrukcióban négy pályázati ciklus során 28 tőkealap kezelésére 25 alapkezelő kapott jogosultságot. Ezen alapok számára összesen 85,5 milliárd forint állami tőke befektetésére nyílt lehetőség az Európai Unióból érkező – GOP és KMOP – források keretéből, amit az alapok privát befektetői az alapokba történő további közel 40 milliárd forintos nem állami befektetéssel 125 milliárd forintra egészítettek ki (*Századvég* [2016]).

Az MFB szervezetének hatékonyabbá tétele érdekében még az EU-s források befektetésére rendelkezésre álló időszak (2016. május vége) letelte előtt a bank a Jeremie holdingalapot kezelő MV Zrt.-t 2015-ben saját szervezetébe olvasztva megszüntette. Ezt követően továbbra is az MFB maradt a visszatérítendő uniós források elosztási központja, csak a korábbihoz képest megváltozott belső szervezeti megoldással. Az MV Zrt. beolvasztása annak a központosítási folyamatnak volt a része, amely a 2014–2020 közötti új költségvetési időszakra a tervek szerint különösen jellemző lesz, azaz amikor a szétaprózott korábbi alapok helyett egy, az MFB hatáskörébe kerülő nagy központosított állami tőkealap jön majd létre (*Halaska* [2015]).

Míg pénzügyi eszközként az előző költségvetési időszakban az MFB 246 milliárd forint összegű forrást helyezhetett ki – aminek része volt a kockázati tőkeként, Jeremie-konstrukcióban nyújtott állami tőke –,⁵⁰ addig a következő hétéves ciklusban a pénzügyi eszköz keretében kihelyezhető összeg már 710 milliárdra emelkedik, amiből 120 milliárd forint kerülne kockázati tőke-alapokhoz (*Portfolio* [2016f]). (50 milliárd forint a Nemzeti Technológiai és Szellemi Tulajdon Kockázati Tőkeprogram keretében és 70 milliárd forint a tervbe vett újabb Jeremie-utódprogramban.) A 2016 végén napvilágra került kormányzati elképzelések szerint ez utóbbi keret szolgál majd fedezetül annak a 70 milliárd forintnyi állami tőke-hozzájárulásnak, amelyet 2017 tavaszán – a Jeremie-programhoz némileg hasonló konstrukcióban – az EU Horizont 2020 elnevezésű program terhére kívánnak meghirdetni. Erre hat-nyolc privát alapkezelő pályázhat majd, és az általuk gyűjtött to-

⁵⁰ A többi forrás kedvezményes hitel-, illetve garancianyújtás volt.

vábbi nem állami forrásokkal együtt 100 milliárd forintra egészülnek ki a 2014–2020-as költségvetési ciklusban kockázatitőke-befektetések számára rendelkezésre álló források (*Portfolio* [2016b], *Halaska* [2016]). A kormányzati tervek szerint a Hiventures Zrt. kezelésébe kerülő 50 milliárd forintos, kizárólagosan állami és a nem állami alapkezelőknek 2017-ben meghirdetni tervezett, előbb említett 100 milliárd forintos hibrid kockázatitőke-program⁵¹ egymásra épülne: az első a kisebb és a kockázatosabb cégekre koncentrálna, erősebb inkubációs szemlélettel, a második a nagyobb, már érettebb szakaszban lévő és kisebb üzleti kockázattal járó vállalkozásokra (*Halaska* [2015]).

2017 nyarától ismét változik az MFB kormányzaton belüli pozíciója. A kormány 2017 márciusában hozott döntésével ugyanis megszüntette a Miniszterelnökségen a nemzeti pénzügyi szolgáltatásokért – így az MFB felügyeletét ellátó – felelős államtitkársági tisztséget, s a feladatok átvételére kijelölt új kormánybiztos munkáját segítő szervezetet a Nemzeti Fejlesztési Minisztériumhoz helyezte át. A kormány által az MFB-re vonatkozóan elfogadott új, hosszú távú működési stratégiában az szerepel, hogy az MFB fejlesztési banki tevékenységével támogassa az európai uniós és kormányzati fejlesztési célokat, s e feladatot átfogó eszköztárral rendelkező gazdaságfejlesztési központként végezze. A kockázati tőke szempontjából figyelmet érdemel, hogy a kormányzat a bank feladatai közé sorolja, hogy teremtse lehetőséget addig forráshoz nem jutó célcsoportoknak is, továbbá hogy segítse a vállalkozásokat abban, hogy alkalmasak legyenek tőketermékek felhasználására tevékenységük fejlesztéséhez. További feladatként szerepel, hogy a bank fordítson figyelmet az értékesítési csatornák hatékonyabb kihasználására, s vállaljon kiemelt szerepet a nemzetgazdasági szempontból jelentős beruházási programok támogatásában (*Portfolio* [2017a]).

A visszatérítendő uniós források elosztási központjaként működő MFB-hez a 2007–2014-es tervezési ciklusban csak áttételesen kapcsolódott egy

⁵¹ A Jeremie utódát jelentő, 100 milliárdos új program újdonsága lesz, hogy a nem állami tőke hozzájárulása az alapok típusa szerint is változni fog, azaz a nem állami tőke korábban egységesen előírt 30 százalékos aránya a magvető alapoknál 10 százalékra mérséklődne, míg a nagyobb befektetéseknél 50 százalékra is felmehtene. Ezen létrehozandó új hibrid alapok kapcsán olyan kormányzati terv is felmerült, hogy a már piacon lévő állami tőkealap-kezelők előnyt élveznének, vagy esetleg csak ők nyernék el az alapkezelői megbízásokat (*Halaska* [2015]).

másik állami kockázatitőkealap-kezelő, a Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. tevékenysége. E tőkealap-kezelő ugyanis nem az MFB, hanem közvetlenül az érintett operatív program végrehajtásáért felelős irányító hatóság fennhatósága alá tartozott, esetében az uniós forrásokat és az alapot kezelő intézmény azonos – a Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. – volt. Az általa kezelt alap, a Széchenyi Tőkebefektetési Alap (SZTA) a Jeremie-alapokhoz hasonlóan ugyancsak részt vett a 2007–2013 között az Európai Unióból gazdaságfejlesztésre igénybe vehető források kockázatitőke-konstrukciójú kihelyezésében.⁵² Az SZTA-t 2011-ben – a Regionális Operatív Program (ROP) Regionális Tőkebefektetési Alapprogramja keretében – kifejezetten a helyi foglalkoztatást elősegítő kockázatitőke-alapként hozták létre. A tervek szerint az SZTA jól kiegészítette volna a Jeremie-alapok működését, ugyanis ez utóbbiak célja a tőkepiac ösztönzése és a kockázatitőkepiac beindítása, az előbbié pedig a helyileg fontos foglalkoztatók forráshiányának enyhítése volt (NFÜ [2012]). Az e célra igénybe vehető, az ország hét régiójában arányosan befektetni tervezett 14 milliárd forint állami forrást, amelynek 85 százaléka az Európai Unióból, 15 százaléka pedig a magyar állami költségvetésből származott, egyetlen nagy alapon gyűjtötték össze (eltérően a nagyszámú hibrid Jeremie-alaptól). Az alapon privát befektetők nem vettek részt, csupán a befektetések végrehajtásakor társultak az EU által előírt módon az állami befektetővel.⁵³

A Széchenyi Tőkebefektetési Alap által befektethető kockázati tőke megsokszorozódását vetíti előre az, hogy 2016 végén a kormány úgy

⁵² Az SZTA elődje a Regionális Fejlesztési Programok irányító hatósága által létrehozott Regionális Tőkebefektetési Alap és kezelője, a Regionális Tőkealap-kezelő Zrt. volt, amely a pénzügyi válság miatt kedvezőtlen helyzetben lévő kis- és középvállalkozásoknak nyújtott pótlólagos tőkejuttatást (NGM [2010]).

⁵³ A Széchenyi Tőkebefektetési Alap 2013-tól már nemcsak az addig az EU által engedélyezett, csekély összegű befektetések nyújtására volt jogosult, hanem az EU-tól kapott speciális hozzájárulás birtokában egy új konstrukcióban is nyújthatott tőkét, amelynél az Európai Bizottság Versenyjogi Főigazgatósága 750 ezer eurós felső tőkebefektetési korlátot szabott meg számára. Ez az EU-engedély nemzetközileg is újdonságot jelentett. Nemcsak a korábbinál magasabb összegű, de ügyletenként a korábbi 70 százaléknál nagyobb arányú állami források befektetését tette lehetővé az SZTA számára (a magyarországi privát befektetőkkel keretmegállapodás vagy egyedi társbefektetés formájában társulva). Az új konstrukcióban az SZTA azt vállalta, hogy befektetései mellé legalább a kihelyezett összeg 10 százalékát elérő privát forrást biztosít úgy, hogy befektetéseit előzetesen nyilvánosan meghirdeti a saját és az NFÜ honlapján (SZTA [2016]).

határozott, hogy további nyolcmilliárd forinttal tőkésíti fel, s befektetési időszakát 2025 végéig meghosszabbítja. Továbbá a Széchenyi Tőkealap-kezelő az általa eddig kezelt alaphoz képest is sokkal több állami tőke kezelésére kapott megbízást olyan más alapok révén, amelyek tőkáját a 2014–2020 közötti operatív programok és a 2007–2013-as költségvetési ciklus keretében befektetett pénzeszközökből *visszaforgó* összegek fogják fedezni. Így a Széchenyi Tőkealap-kezelő a 2014–2020-as költségvetési ciklusra megbízást kapott az Irinyi Kockázati Tőkealap I. és Irinyi Kockázati Tőkealap II. néven 8-8 milliárd forint tőkével létrehozandó, továbbá Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap néven 20 milliárd forint tőkével felállítandó, valamint Kárpát-medencei Vállalkozásfejlesztési Alap néven ugyancsak 20 milliárd forinttal működtetendő, összesen négy új állami tőkealap kezelésére (*Portfolio* [2016d], [2016e]).

2015-ben új kockázati tőke-alapok felállítását határozta el az állami tulajdonú Magyar Export-Import Bank Zrt. (Eximbank) is, amely 2006 után még az MFB, majd ezt követően a Nemzetgazdasági Minisztérium (NGM), 2014-től pedig a Külgazdasági és Külügyminisztérium irányítása alá került. Mivel az Eximbank nagyobb súlyt kívánt helyezni a magyarországi fejlesztések támogatására, ennek szellemében pályázatot írt ki nem állami alapkezelők számára két, kizárólagos állami tulajdonú kockázati tőke-alap kezelésére összesen 16 milliárd forint értékben. Mindkét alap – így az Exim Növekedési Magántőke-alap és az Exim Exportösztönző Magántőke-alap – kezelési jogát az a GB & Partners Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. nyerte el, amely a Jeremie-programban időközben már átvette két másik alap kezelését, így összesen 25 milliárd forint értékű négy alap kezelését látja el. Az Eximbank kockázati tőke iránti érdeklődését az is jelzi, hogy már 2015 előtt is befektetett hibrid magántőkealapokba, ezen alapoknak azonban nem ő volt a kizárólagos befektetője.⁵⁴

⁵⁴ Így vált az Eximbank felerészben tulajdonosává az eredetileg az OTP Bank által létrehozott OTP Fordulat Tőkealappal, amelyet a PortfoLion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. kezelt, s amelynek neve az Eximbank befektetése után PortfoLion Regionális Magántőkealapra változott. Emellett az Eximbank beszállt még egy kínai-magyar, China–CEE Fund nevű, 430 millió dolláros regionális alapba is, valamint annak alapkezelőjébe, a China Management S.á.r.l.-be. Eltérően a kizárólag az Eximbank tulajdonában lévő két állami tőkealaptól, az általa csak részben finanszírozott tőkealapok külföldi befektetéseket is végezhetnek (*Csabai* [2016b], *KPMG* [2016]).

A 2016 nyarán befejeződő privatizációja előtt átmenetileg ugyancsak állami tulajdonban lévő MKB Bank Zrt. – amely privatizációja során először maga is két magántőkealap többségi tulajdonába került – szintén létrehozott 2017-ben egy új kockázatitőkealap-kezelőt: az MKB Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.-t. Ez az új alapkezelő nagy valószínűséggel a már említett – 70 milliárd forintos európai uniós forrásból és 30 milliárd forint privát tőkéből –, 2017-ben meghirdetendő, összesen 100 milliárd forintos Jeremie-utódprogram állami forrásaira kíván majd pályázni (*HVG* [2017]). Hasonló céllal jött létre 2016 nyarán a Közép-európai Kockázati és Magán Tőkealap-kezelő Zrt. (*Keller-Alánt* [2016]), valamint 2016 szeptemberében a Smart NRG Ventures Svájci–Magyar Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. is (*CS. K.* [2016]).

Az Európai Unió által a nemzeti gazdaságfejlesztési operatív programok keretében nyújtott források mellett a nemzetközi pénzügyi fejlesztő intézményektől is érkeznek uniós források, amelyek elnyerésére privát kockázatitőke-alapok pályázhatnak. A magyar piacon is aktív, privát forrásokat kihelyező, többségükben kelet-közép-európai régióban tevékenykedő tőkealapok feltőkésítésében kiemelkedő az Európai Beruházási Alap (EIF) és az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (EBRD) szerepe. Hozzájárulásuk jelentőségét jelzi, hogy az általuk kiválasztott privát kockázatitőke-alapok kezelői sok esetben csak a tőlük kapott tőkével együtt képesek összegyűjteni új alapjaik számára a hatékony működéshez szükséges forrásokat, s tudnak egyáltalán eljutni alapjaik lezárásához.⁵⁵ 1996 és 2013 között az Európai Beruházási Alap és az EBRD viszonylag sok kelet-közép-európai alap felállításában vett részt, így az Európai Beruházási Alap 53, az EBRD pedig 39, összesen 83 régióbeli kockázatitőke-alapba fektetett be tőkét, ebből kilenc alapot mindketten finanszíroztak. Ezek közül 25 a magyar piacon is befektetett.⁵⁶ (Az

⁵⁵ Mivel a közösségi forrásokat nyújtó nemzetközi pénzügyi intézmények tulajdonosai között – a nemzetközi állami fejlesztési források mellett – nem állami intézmények is vannak, ezek a gazdaságfejlesztés előmozdításának szándékával, de kifejezetten piaci alapon finanszírozzák a kiválasztott alapokat, a privát befektetőkkel azonos feltételek mellett. Az alapok kiválasztásakor az EBRD és az EIF számára kizárólag olyan jelentkezők jöhetnek szóba, amelyek más, nem állami tőkét is be tudnak vonni, reális hozamigéreteik vannak, s alapkezelőik professzionálisan működnek (*Salesny* [2012], *Pitman* [2012]).

⁵⁶ Az Európai Beruházási Alap (EIF) legfrissebb, az Európai Unió 2014–2020-as költségvetési időszakára szóló COSME-programjának keretében járult hozzá például

EBRD és az EIF által finanszírozott kelet-közép-európai alapok listáját lásd a 4. fejezet *Függelékének F4.2. táblázatában*.)

A leírtakból érzékelhető, hogy Magyarországon a kockázatitőke-ágazat állami forrásokat kihelyező intézményrendszere igen összetett, és folyamatosan változik. Nagyrészt nem a kockázati tőke természetét figyelembe vevő, világos gazdaságpolitikai stratégia alapján formálódik, hanem részben az európai uniós költségvetési időszakok változását, részben pedig a kormányváltásokat, esetenként befolyásos tőkecsoportok erőpozícióinak változását követi.

Az állami kockázatitőke-alapok kezelőinek kiválasztása

Az Európai Unióba történő belépéssel jelentősen meg kellett változtatni az állami kockázatitőke-befektetések gyakorlatát, mivel a tiltott állami támogatások elkerüléséhez elvi követelmény lett a transzparens működés. A transzparencia biztosíthatja, hogy az állami forrásokból származó kockázati tőke befektetésére a legalkalmasabb alapkezelők nyerjenek megbízást, majd az alapkezelők által végrehajtott befektetések azokhoz a vállalkozásokhoz kerüljenek, amelyeknél az állami források a legjobban hasznosulnak. Ugyancsak az átlátható működés a feltétele annak, hogy a projektek kiválasztását az előre meghirdetett kritériumokon kívül sem az állami megbízó, sem pedig a privát tőkebefektetők egyedi érdekei ne téríthessék el a tisztán piaci szempontok érvényesülésétől. A befektetési kultúra része a nyilvánosság, ez csökkentheti a korrupciót, segítheti a forrásokat kereső cégeket, hogy megtalálhassák a valóban professzionális működő alapkezelőket (*Korányi [2016]*).

A transzparencia érvényesítésére az Európai Unió által kiadott irányelvek világos útmutatást adnak (*EU [2006]*, *EB [2014]*). Eszerint az állami tőkeprogramok irányítóinak az alapok privát kezelőit nyílt, átlátható, megkülönböztetésmentes és objektív kiválasztási eljárás során kell kiválasztaniuk. A privát alapkezelőknek be kell mutatniuk, hogy az általuk

a magyarországi irodával is rendelkező ARX Equity Partners nevű alapkezelő negyedik alapjának első lezárásához. Az ARX CEE IV. nevű, 100 millió euróra tervezett alap első zárásakor 54 millió eurót gyűjtött össze. Az alap befektetői között az EIF mellett megtalálható a cseh Ceska Sporitelna kereskedelmi bank, valamint az RSJ Private Equity nevű tőkealap, továbbá számos családi vagyonalap (*EIF [2016b]*).

javasolt befektetési stratégia hogyan járulhat hozzá az állami célok eléréséhez. A kiválasztási eljárásban a lehető legszélesebb választási lehetőséget kell biztosítani. Mindenekelőtt lehetővé kell tenni az alapkezelők és a potenciális privát befektetők közötti tárgyalások eredményeként létrejött feltételek összehasonlíthatóságát annak érdekében, hogy az állami befektetés a lehető legkisebb legyen, és minél kevésbé térjen el egymástól az állami és a nem állami fél érdekeltségi rendszere a nyereségből történő részesedés és a veszteségek viselése tekintetében.

Ha a tőke közvetítésére állami alapkezelő kap megbízást – tehát az alapkezelőt nem a fenti módon választják ki –, akkor a tiltott állami támogatás vádja úgy kerülhető el, ha a kezelői díjat maximalizálják, az alapkezelő teljes díjazása pedig teljesítményen alapul, megfelel a szokásos piaci feltételeknek, vagyis működése üzleti alapon, nyereségorientáltan történik. Emellett természetesen az alapkezelő közvetlen állami ráhatástól függetlenül, a szokásos piaci feltételek mellett hozza meg befektetési döntéseit. Ha az alapoknak nincs privát befektetője, akkor a kizárólag állami alapok kezelőinek ügyletenként kell nyílt, átlátható, megkülönböztetésmentes és objektív kiválasztási eljárás keretében kiválasztania az előírt hányadban a privát befektetőket. Megfelelő mechanizmusokkal ki kell zárni annak a lehetőségét, hogy az állam bármilyen módon beavatkozhatson az állami alap kezelési feladataiba. Ha a program előre meghatározott egyedi alapkezelőkhöz irányítja az állami forrásokat, s ezáltal azok nagyobb árbevételt és vagyonnövekedést érnek el, az közvetett állami támogatásnak minősül.

A 2014-ben életbe lépett előírások (*EB* [2014]) szerint az államnak gondoskodnia kell arról, hogy a nyilvánosság számára interneten egy évtizedig elérhető legyen – havonta frissítve – az állami tőkeprogramokban finanszírozott vállalkozások neve, mérete, szakágazata, a befektetés formája és összege, kivéve a kereskedelmi értékesítést még nem végző cégeket, illetve amelyek csak minimális összegű befektetést kaptak. Ebből azonban alig valami valósult meg.

A rendszerint kis összegű állami kockázatitőke-befektetésre Magyarországon jogosult állami alapkezelők kiválasztásának körülményeiről *hivatalosan* igen keveset lehet tudni. Általában az aktuális kormányzati elképzelések alapján történik a kiválasztás, ami kormányváltáskor többnyire vezetőcserét jelent. A befektetést végző állami szervezetek munkájának értékelése ritkán nyilvános, ahogyan belső érdekeltségi rendszerük sem publikus. Az uniós programok közvetítésében részt vevő

állami alapkezelők esetében a hatóságok rendszerint gondoskodnak az alapkezelés formai követelményeinek betartásáról. Így többek között arról, hogy az alapkezelési díj az engedélyezett maximumot ne haladja meg, érvényesüljön az alapkezelő nyereségérdekeltsége, javadalmazása kötődjön a teljesítményéhez, s hogy az állam képviselői az egyedi befektetési döntésekben ne, illetve formailag csupán ellenőrző szerepkörben vegyenek részt az alapkezelőket képviselő testületekben.

Tekintve, hogy az állami kockázatitőke-programok magyarországi szabályrendszere korábban nem tartalmazta a finanszírozott vállalkozások befektetési adatainak tételes nyilvánosságra hozatalát, ezt az állami alapkezelők többsége nem is tekintette feladatának. A nyilvánosság számára így nehezen ellenőrizhető, hogy az állam képviselői az alapkezelőkre gyakoroltak-e informálisan nyomást befektetési célpontjaik kiválasztásában, illetve hogy az alapkezelők érdekeltségi körének egyedi szempontjai felülírták-e az üzleti szempontokat. Csupán a kormányváltásokat kísérő vezetéváltások és szakembercserék nyomán követésével nyílik mód az államitőke-közvetítő szervezetekre való nyomásgyakorlás feltárására. Ugyanakkor az ilyen „leleplezések” a probléma természetéből adódóan nem voltak mentesek a politikai felhangoktól.⁵⁷

⁵⁷ Az MFB vezetését eddig minden kormányváltás után lecserélték, az új gárda pedig mindig talált kifogásolhatót az előző vezetés döntéseiben. „Ez kétségtelenül így van” – erősítette meg az MFB elnök-vezérigazgatója egy általa adott interjúban. Ugyanakkor azt a megállapítást, hogy az MFB a mindenkori kormányhoz közel álló gazdasági csoportok házi pénztáraként működne, az elnök csak részben osztotta. Nehezen tudta ugyanis értelmezni azt, hogy „ki áll közelebb a kormányhoz, és ki nem, mert a gazdasági élet ennél bonyolultabb, a kapcsolatrendszerek összetettebbek, kevésbé egyértelmű, hogy ki hol áll, ki hova tartozik”. Úgy vélte, hogy az ügyfelek között mindenféle politikai irányultságú van (*Horniák* [2013]).

Az Informatikai Kockázati Tőkealap-kezelő 2004 és 2010 közötti gazdálkodása ügyében például az elszámoltatási kormánybiztos feljelentést tett 2011 tavaszán. A feljelentés szerint a befektetésekről a tulajdonos Regionális Fejlesztési Holding Zrt. tagjaiból összeállított befektetési döntőbizottság határozott, „ismeretlen eljárás keretében”. A vizsgált időszak során átlagosan 200 millió forint összegben 14 szindikátusi szerződést kötött az alapkezelő, holott többször ennyit is köthetett volna, semmilyen garanciát nem kért a cégektől, s a nyertesek működését sem ellenőrizte. Az öt évre kötött szerződések lejártát megelőzően a társaságok jelentős részének a felszámolását kezdeményezték. A finanszírozott cégek többsége egyértelműen pártok holdudvarához volt köthető, s a társaságok nagy része mögött offshore tulajdonú cégek álltak (*Kormány.hu* [2011]).

A 2014–2020-as uniós ciklusban megnyíló állami tőkeforrások állami tulajdonú alapkezelőinek kiválasztásakor a kormány – az előző ciklushoz hasonlóan – abban bízott, hogy megkapja az uniós jóváhagyást az állami tőkealapok kezelésének *kijelöléses*, versenyeztetés nélküli megbízásához, s így ismét korábbi alapkezelőit (Corvinus/Hiventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt., Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt.) bízhatja meg az új állami tőkealapok kezelésével (NGM [2015a]).⁵⁸ A Nemzeti Technológiai és Szellemi Tulajdon kockázati tőkeprogram (GINOP-8.1.3/A-16) termékleírásában például az szerepel, hogy a pénzügyi közvetítő házon belüli (*in-house*) kijelöléssel fog megtörténni, s az 1599/2016-os kormányhatározatnak már a címe is az alapkezelő kijelölésének tényét erősíti meg (Kormány [2016], MFB [2016]).

Más a helyzet akkor, ha az állam az állami tőke kezelését privát alapkezelőkre kívánja bízni: vagy azért, mert az állami források befektetésekor ügyletenként privát társbefektetők jelentkezését szorgalmazza, vagy azért, mert már az alapokat is hibrid módon, privát résztvevőkkel együtt kívánja felállítani. Ilyen esetekben a közbeszerzési eljárásoknál megszokott módon kell meghirdetnie az alapkezelési mandátumokat a nem állami alapkezelők számára, ahogy ez meg is történt a Jeremie-alapok és az Eximbank által felállítani kívánt alapok esetében.

Mindkét konstrukcióval kapcsolatban a sajtóhírek több *visszaélésre utaló* tényről számoltak be. A Jeremie-alapoknál a nem állami alapkezelők által megpályázható összegek meghirdetése számos problémát vetett fel. Ezek részben a konstrukció újszerűségére és a pályázató hatóság tapasztalatlanságára voltak visszavezethetők, ugyanakkor a döntések politikai befolyásolhatóságának lehetőségét is tükrözték. Az előbbire a több körben meghirdetett keretek pályáztatási feltételeinek időközbeni módosítása,⁵⁹ az eredmények meghirdetésének több ízben történő elha-

⁵⁸ 2015 tavaszán az EU-nak sem volt még végleges álláspontja arról, hogy hogyan lehet a kizárólag állami forrásokat kihelyező alapok kezelőit kiválasztani. Azaz kell-e ehhez közbeszerzési eljárás, vagy a kijelölés is elegendő. Az EU képviselője szerint a társfinanszírozás, azaz a pénzügyi közvetítő által bevitt privát tőke az az elem, amely a közbeszerzéses eljárás szükségességét meghatározza (NGM [2015a]).

⁵⁹ A *Századvég* [2016] pénzügyi eszközöket értékelő elemzése szerint a vizsgált időszak elején a benyújtott pályázatok minőségi problémái miatt voltak érvénytelenek a pályázati felhívások. Az anyag szerint ezt jelezte, hogy a közös alapra pályázók 70 százaléka el sem jutott az érdemi bírálati szakaszhoz. A lebonyolító hatóság ebből okulva az ismételt meghirdetéskor már több tekintetben módosított az időközben

lasztása utal, míg az utóbbi lehetőségét a pályázatot elnyerő alapkezelők tulajdonosi körében a kormányhoz közeli tulajdonosi csoportok jelentős súlya veti fel. Az Eximbank esetében a rendkívül rövid beadási határidő és az egy adott (és végül a nyertes) alapkezelőre szabottnak tűnő kiírási feltételek keltettek gyanút (*Zsiborás [2015b]*, *Brückner [2015]*). (A magyarországi Jeremie-alapkezelők pályázati meghirdetésével kapcsolatos eseményeket, valamint a pályázók értékelési rendszerének változását lásd a 4. fejezet *Függelékének* összefoglaló *F4.3. és F4.4. táblázatában*.)

A Jeremie-pályázat keretében meghirdetett alapkezelői pozíciók elnyerésére Magyarországon igen sok pályázó indult. A sajtóban megjelent, valamint az alapkezelőkkel folytatott interjúk során megismert információk alapján kirajzolódó kép szerint nem feltétlenül a szakmai háttér alapján történt a nyertes pályázók kiválasztása. Míg a nyertes pályázók nevét nyilvánosságra hozták, maguk a pályázatok már nem voltak megismerhetők, holott a visszaélések gyanújának eloszlátásához fontos lett volna ezen adatok közlése. A nyertesek ismeretében ugyanis valóban felsejlett, hogy a leg-erősebb politikai kötődésű jelöltek nyerték el a legtöbb forrást. A gazdasági háttérlobbik erős jelenlétére utalt, hogy e pályázaton is nagy összegű mandátumokat szereztek azok a csoportok, amelyek korábban is sűrűn felbukkantak a jelentős uniós támogatású infrastrukturális beruházások pályázatainak nyertesek között (*Brückner [2012]*).

A sajtóban publikált tulajdonosi kör ismeretében a 28 nyertes alap közül 11 esetben lehetett a kormányzati kötődést feltételezni. Ez persze elvileg nem zárta ki, hogy a szóban forgó alapkezelők pályázata ne lett volna szakmailag kiemelkedő, s nyertes pozíciójuk ne ennek lett volna köszönhető. A Figyelő hetilap – 2016-ban végzett vizsgálata során 25 alapkezelő 250 befektetését áttekintve – arra a következtetésre jutott, hogy a Jeremie-programban mandátumot szerzett alapkezelők talán harmada volt professzionális alapkezelő, másik harmadát az induló cégekhez nem értő szakemberek alkották, míg a további egyharmadba olyan alapkezelők tartoztak, akiket nem volt nehéz kapcsolatba hozni a kormánnyal (*Bucsky [2016a]*).

eredménytelennek nyilvánított pályázati kiíráson. Így többek között megkövetelte a valódi végső tulajdonosok bemutatását, előírta két-három tapasztalt befektetési szakember közreműködését, megemelte az innovatív vállalkozások arányát, a nyertes pályázónak pedig a megajánlott privát források 5 százalékának megfelelő összeget pénztétbe kellett helyeznie.

Mivel az alapkezelői pályázatok nem voltak nyilvánosak, nehéz adatokkal alátámasztani az alapkezelők elfogult kiválasztását. Sem az uniós alapok feletti irányítást ellátó nemzeti hatóság, sem pedig a pályázatokat kiíró, a szerződéseket megkötő, azok teljesítését nyomon követő szervezetek nem adtak ki adatot a nyertes pályázatokról. Ezért az esetleges korrupció kiderítése szempontjából új fejleményt jelentett, amikor egy üzleti havilap bírósági feljelentést tett, hogy megszerezhesse a nyertes pályázatok adatait.

A Forbes 2015 májusában indított pert a több körben kiírt Jeremie-programbeli alapkezelői pályázatok nyertes anyagainak megismeréséért. A pályázatok anyagait sem az eredetileg kiíró MV Zrt., sem az őt beolvasztó MFB nem adta ki az újságíróknak, mivel azok megítélésük szerint banktitoknak minősültek.⁶⁰ A bíróság ugyanakkor helyt adott a Forbes kérelmének, és kimondta, hogy nem lehet a képviseleti jog mögé bújva szűkíteni az információszabadság alkotmányos jogát és annak érvényesíthetőségét. Azaz, az MFB és jogelődje, az MV Zrt. nem hivatkozhat arra, hogy azért nem ad ki adatokat, mert egy uniós pályázati eljárásban csak mint képviselő vesz részt (*Zsiborás* [2016a]).

A Jeremie-program alapkezelőinek kiválasztási gyakorlatát az uniós hatóságok is kifogásolták, miután 2014-es helyszíni vizsgálatuk során több problémát is tapasztaltak. Egyrészt nehezményezték, hogy a magyar állam a szigorúbb, kötöttebb bírálati szabályokat alkalmazó közbeszerzési eljárás helyett lazább módon, pályáztatással választotta ki a győztes alapkezelőket, s a pályáztatás során a határidők több esetben is túlzottan rövidek voltak. Mindez azt eredményezte, hogy az alkalmazott rendszer *diszkriminálta* azokat az alapkezelő társaságokat, amelyek nem

⁶⁰ A tárgyaláson az MFB már azt nem vitatta, hogy közérdekű adatról van szó, viszont arra hivatkozott, hogy az adatoknak nem kezelője, csak feldolgozója, így a korábban még meglévő NFÜ megbízásából csak képviselőként vesz részt a pályázati folyamatban. A szerződéseket a győztes alapkezelőkkel a megszüntetett NFÜ képviselőjeként az MV Zrt. írta alá, ő pályáztatott és bírálta el a beérkezett anyagokat, majd kötött szerződéseket. Mivel azonban ennek a megkülönböztetésnek a közérdekű adatoknál nincs jelentősége, ezt követően az MFB a Nemzetgazdasági Minisztériumot (NGM) vélte adatkezelőnek, ugyanis uniós alapokból lehívott forrásokra vonatkozott az adatkérés. Az NGM is elutasította az adatok kiadását, mert a nyertes pályázati dokumentációk olyan konkrét és számszerű adatokat tartalmaztak, amelyek nyilvánosságra hozatala az érintett alapkezelők pénzügyi-gazdasági, illetve piaci érdekeit jelentősen sértené, illetve veszélyeztetné (*Zsiborás* [2016a]).

bizonyos befektetői csoportok tulajdonában álltak, vagy nem kapcsolódtak szorosan azokhoz (Szabó [2017b]).

A személyi és politikai összefonódások, valamint a szándékos visszaélések előfordulásának gyanúját az MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézetében 2015 nyarán a hazai kockázattőke-alap-kezelők körében végzett felmérés is alátámasztotta. A válaszadók 80 százaléka vélte úgy, hogy a Jeremie kockázattőke-program visszaélésekre adott lehetőséget, s hogy annak sikerét politikai összefonódások veszélyeztették. Ugyancsak a korrupció lehetőségére utalt, hogy a program jövőbeni folytatásakor a válaszadó alapkezelők a legfontosabb tényezőknek – az ösztönzéssel holtversenyben – az alapkezelők kiválasztásánál az átláthatóság növelését tartották (Karsai [2016]).

Hasonlóképpen belengte a lehetséges összefonódások szele azt a kiválasztási gyakorlatot, amelynek keretében az Eximbank 2015 végén rendkívül rövid beadási határidővel és különös személyi feltételekkel írt ki két alap kezelésére egy összesen 16 milliárd forintos pályázatot. A mézőny megrostálására igazán a személyi feltételek teljesítése volt alkalmas. A szakma és a sajtó azt vélelmezte, hogy egyetlen tőke-alap-kezelő felel meg a kiírásnak, és az erőteljesen kormányzati kötődésű. A pályázóknak itt önerőt sem kellett felmutatniuk, miközben a Jeremie-pályázaton induló alapok esetében a nem állami befektetőkkel szemben 30 százalékos önerő volt a követelmény (Zsiborás [2016a]). A pályázati anyagok dokumentációját azonban a sajtó nem ismerhette meg, ezért a Forbes bírósághoz fordult, s első fokon meg is nyerte a dokumentumok kiadása érdekében indított pert. Mivel az Eximbank közfeladatot lát el, a pályázati dokumentumok nem minősülnek üzleti titoknak (Zsiborás [2017]).

Ugyancsak sok találgatásra adott okot, hogy a még 2014-ben állami tulajdonba került Magyar Külkereskedelmi Bank Zrt. (MKB) 2016-ban lezajlott eladásakor az állam két – egy külföldi és egy hazai, egészen frissen létrehozott – magántőke-alapnak adta el a bank részvényeinek 45-45 százalékat, míg a maradék 10 százalék egy hazai nyugdíjpénztárhoz került. (Az MKB kapcsán az állam tehát nem privát alapkezelőket bízott meg állami tőke kezelésével, hanem egy kereskedelmi bankbeli tulajdonjogát adta el privát alapkezelők kezelésében lévő privát alapoknak.) Az MKB megvásárlásában részt vevő, a Minerva Tőke-alap-kezelő Zrt. által kezelt, addigi legnagyobb hazai magántőke-alap, a Metis Magántőke-alap 31 milliárd forintos tőkéjét a nyilvánosságra hozott ada-

tok szerint magyar szakmai befektetők adták össze, fejenként legalább 100 ezer eurós alsó limittel. Az alap különösen azért keltett szakmai körökben nagy feltűnést, mert felállítása, engedélyezése és a privatizáció között rendkívül rövid idő telt el, miközben az alap egy hazai méretekben jelentős kereskedelmi bank résztulajdonosává vált (*Brückner* [2016a], [2016b], *Portfolio* [2016c], *Gyenis* [2016], *Fekete* [2016]).⁶¹ Újabb változást eredményezett az MKB tulajdonosi körében, hogy a bankot részben megvásárló külföldi magántőkealap, a Blue Robin Investments alap a birtokában lévő részvények 10 százalékát viszonylag rövid időn belül eladta a bank saját munkavállalóit tömörítő (MRP) szervezetnek, majd 2017 áprilisában a bank vezérigazgatója és egy másik hazai nagyvállalkozó vette meg a külföldi magántőkealap fennmaradó tulajdonosi hányadát az alap külföldi tulajdonosának kivásárlása útján (*Portfolio* [2017a]). Végül az MKB tulajdonosi körének átrendeződése tovább folytatódott, amikor a Konzum Befektetési Alapkezelő Zrt. megállapodást kötött a Minerva Tőkealap-kezelő Zrt.-vel a Metis Magántőkealap kezelésének átvételéről, s ezzel a bank tulajdonosi jogainak 45 százalékos gyakorlója lett (*Brückner* [2017a]).

A tőkealapokat kezelő cégek tulajdonosainak ismeretéből nem lehet arra következtetni, hogy ki és milyen feltételekkel szállt be az általuk kezelt tőkealapokba. A kockázati- és magántőkealapok kezelői ugyanis nem kötelesek nyilvánosságra hozni alapjaik befektetőinek a nevét. Amikor egy tőkealap megvásárol egy céget, akkor a befektetők pontos kiléte a nyilvánosság elől rejtve maradhat. Ha viszont a befektetők erre engedélyt adnak, akkor nincs akadálya, hogy az alapkezelők nyilvánosságra hozzák az alapjaikba befektető intézmények nevét és befektetéseik összegét. Sok ismert, jelentős amerikai és európai magántőkealap-kezelő gyakran él is ezzel a publicitási lehetőséggel, hiszen jó nevű befektetők sikeres megnyerése az általuk indított alapokhoz hozzájárulhat az alapkezelők hírnevének javításához, s megkönnyítheti számukra újabb

⁶¹ A kockázati- és magántőke-ágazatban a kivásárlásokat végző magántőkealapok hazai kedveltségének növekedését jelzi egy másik, 2016 nyarán bejegyzett magyarországi privát magántőkealap létrehozása Konzum PE Magántőkealap néven, amely a Konzum Befektetési Alapkezelő Zrt. kezelésében áll. Az új magántőkealap tulajdonosa a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett Konzum Nyrt. elnöke. E magántőkealap az üzleti sajtó hírei szerint elsősorban a legnagyobb magyar szállodalánc feletti irányítás megszerzése céljából jött létre (*Csabai* [2016d]).

alapok sikeres létrehozását. Az alapkezelők által nyújtott tájékoztatáson kívül saját transzparens működésük jelzésére – a magántőkealapok tőkésének a fejlett piacgazdaságú országokban legnagyobb hányadát kitevő – nyugdíjpénztárak is gyakran nyilvánosságra hozzák, hogy mely alapkezelőkre bízzák az általuk összegyűjtött vagyontömeg bizonyos hányadát. Az alapok tulajdonosi körét a fejlett magántőkepiacú országokban tehát nem tilos, de nem is kötelező nyilvánosságra hozni. Magyarországon azonban kifejezetten nem szokás az alapok tulajdonosi köréről hírt adni a nyilvánosság számára, ami jelentősen rontja a piac működésének áttekinthetőségét.

A Jeremie-alapok tulajdonosi körének pontos adatai sem publikusak, az alapok tőkésének az előírások szerint minimálisan 30 százalékát biztosító nem állami befektetőkről csupán az üzleti sajtóban megjelent híradások nyújtanak támpontot. A sajtóinformációk feldolgozása alapján a Jeremie-pályázat négy fordulójában létrehozott, összesen 28 alap közül 18-ban szerepelt a befektetők között a 100 leggazdagabb magyar közé sorolt 13 személy (egy ember több alapban is képviselve lehetett). Különösen banki vezetők figyelmét keltette fel ez a konstrukció, közülük hárman több alap tulajdonosi körében is szerepeltek. A sajtóhírek alapján magyarországi intézményi finanszírozók – így bankok, biztosítók, nyugdíjalapok – részvétele viszont meglehetősen csekély volt a Jeremie-alapok tulajdonosi körében. Nagyobb gyakorisággal fordultak elő pénzügyi befektetéssel foglalkozó befektetői csoportok, ugyanakkor külföldi befektetők nem érdeklődtek a konstrukció iránt. Az alapokba befektető magánszemélyek főként vállalatok tulajdonosai vagy felső vezetői voltak. Mivel az alapkezelők pályázatánál a kockázatitőke-piaci tapasztalat megléte kifejezetten előírás volt, ugyanakkor a korai fázisú befektetésekben jártas befektetési szakértők száma rendkívül alacsony volt, az egyes pályázati fordulók előtt az indulni kívánó befektetők között szabályos verseny alakult ki a gyakorlott és jelentősebb múltbeli teljesítménnyel rendelkező senior alapkezelők megszerzéséért.

A Magyar Nemzeti Bank 2014-ben készített felméréséből az is kiderül, hogy a 2008 és 2014. június 30. közötti időszakban létrehozott, hazai bejegyzésű kockázati- és magántőkealapok tulajdonosi körét alkotó intézmények egyes típusai milyen arányban járultak hozzá az itteni alapok tőkéséhez. Az összes magyarországi alapra vonatkozó adat szerint a kormányzati szervek a források közel 60 százalékát adták, míg a bankoktól

– ezen belül állami tulajdonban lévő bankoktól érkezett – a tőke közel 20 százaléka, a vállalati befektetők és különféle vagyongazdálkodók hozzájárulása 3-4 százalékos volt, a nyugdíjpénztárak részvétele pedig alig haladta meg az 1 százalékot, míg a magánszemélyek forrásainak aránya 10 százalék feletti volt. A Jeremie-konstrukció keretében létrehozott alapok esetében a kormányzati szervek részaránya némileg meghaladta a – konstrukció által előírt – 70 százalékot, míg a magánszemélyek hozzájárulása 14 százalékos arányt ért el. A vállalati befektetők közel 6, a vagyongazdálkodók 5, a bankok részvétele 2 százalék feletti volt (*MNB* [2015]).

A kockázati- és magántőkepiacok megismerését lehetővé tevő információk közül Magyarországon jórészt hiányoznak azok az adatok is, amelyek a már működő alapok kezelőinek tulajdonosi körében bekövetkező változásokról tudósítanának. Így a korábban állami forrásokhoz jutó alapkezelők tulajdonosváltásáról sincs hivatalos információ. E kérdés fontosságát tükrözi, hogy a Jeremie-program keretében működő alapkezelők esetében a tulajdonosok megváltozása egyáltalán nem volt ritka jelenség: összesen tíz alapot érintett.⁶² A változások háttérben legtöbbször az alapkezelők alapjai mögött álló befektetői kör érdekmúlása, nehéz helyzetbe kerülése, csődje,⁶³ illetve szabálytalan működése⁶⁴ állt. Az alapok kezelőinek és befektetői körének változását egyes esetekben csupán az alapkezelők névváltozása jelezte a nyilvánosság számára, a háttérben zajló okokra azonban csak közvetett adatok alapján lehetett következtetni.⁶⁵

Mivel a magyarországi Jeremie-programban az állami források mellé megkövetelt nem állami hozzájárulást az alapkezelők rend-

⁶² Az egyes pályázati fordulókban részt vevő Jeremie-alapok kezelőinek névváltozását lásd *Zsembéry* [2016a].

⁶³ Az egyik alapkezelő mérlegbeszámolójának mellékletéből derült ki például, hogy két tulajdonosa többszöri felszólításra sem teljesítette a korábban megígért további vagyoni hozzájárulását, ezért az alapkezelő igazgatósága új privát befektető keresésébe kezdett (*Rácz* [2015]).

⁶⁴ Az egyik alapkezelő eladásához például az vezetett, hogy az állami forrásokat kezelő holdingalap és a Jeremie-alap kezelője között nézeteltérés támadt a magyar kezdő vállalkozások külföldi terjeszkedésének állami tőkével történő finanszírozhatósága jogszerűségét illetően (*Zsiborás* [2016b]).

⁶⁵ A 2010 utáni időszakban a Jeremie-program kiírási feltételei némileg lazultak, így például az alapkezelők által beígért önerőt nem kellett előre letenni. Ezzel lehetővé vált, hogy az állami pénzt az alapkezelők lehívják a működésükre, majd a pénz hiánya miatt az alapokat eladják (*Bucsky* [2016c]).

szerint egyetlen befektetői intézményi körtől vagy magánszemélytől kapták, így – a társbefektetői formában működő Jeremie-alaptól eltekintve – a „foglyul ejtett” (*captive*) alapkezelők befektetőiktől függve végezték tevékenységüket, sőt rendszerint már maga az alapkezelő is az érintett befektetői kör tulajdonában volt. Az alapkezelők cseréje tehát egyúttal a mögöttük álló befektetői csoport cseréjét is jelentette. A magyarországi tapasztalatok szerint a befektetési célpontok kiválasztásában elsősorban nem az alapkezelők professzionalitása, hanem a befektetők érdekérvényesítése volt fontosabb. Ez vezetett ahhoz, hogy nemritkán – akár a program szabályainak megsértése árán is – a befektetők saját érdekeltségeinek feltőkésítésére került sor (*Zsiborás* [2016b], *Bucsky* [2016c]).

Az újabb uniós ciklusban indítandó állami tőkeprogramok privát alapkezelőinek kiválasztásakor célszerű figyelembe venni, hogy valójában mind a Jeremie-konstrukció, mind pedig az Eximbank esetében a sajtóhírek több, visszaélés lehetőségére utaló jelről számoltak be, amelyek a döntések politikai befolyásolhatóságának lehetőségét is tükrözték. A fenti összkép alapján az látszik, hogy az állami tőkeprogramok kezelőinek kiválasztása Magyarországon nem transzparens módon zajlott, s ez okot adott annak gyanújára, hogy az egész folyamatot a befolyásos befektetői csoportok és az állam közötti összefonódás jellemezte.

A vállalkozásokhoz kerülő állami tőke mérete

Miközben a kockázati- és magántőkepiac egészének befektetéseiről – a befektetők önkéntes adatközlése alapján – a kockázati- és magántőkebefektetők európai (Invest Europe/EVCA) és magyarországi egyesülete (MKME/HVCA) külön-külön évente bocsát ki adatokat, a befektetett tőke forrás szerinti alakulása egyik statisztikából sem olvasható ki. Ezért az állami tőkét befektető intézmények tevékenységéről kizárólag a hazai felügyeleti szervek, a kockázati-tőke-programokat irányító hatóságok, illetve maguk az érintett alapok tudnának tájékoztatni. A gyakorlatban azonban mindezen intézmények csak nagyon korlátozottan nyújtanak adatokat az állami források befektetésének alakulásáról.

A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület megbízásából 2011-ben készült felmérés a hazai kockázati-tőke-piac összes állami és nem állami

szereplőjének egyedi megkérdése, valamint a nyilvánosságra hozott ügyletek adatai alapján vette számba az 1989 és 2010 közötti tranzakciókat, ezen belül az állami befektetők súlyát. A több mint húszéves periódusban lényegében minden második ügylet az állami háttérű befektetőkhez kötődött. Ugyanakkor mivel az állami háttérű szervezetek kizárólag a klasszikus kockázatitőke-befektetéseket finanszírozták, s e tranzakciók a hitellel megvalósított kivásárlásokhoz képest eleve sokkal kevesebb tőkét mozgattak meg, az állami tőkét befektető szervezetek az összes magyarországi tranzakció értékének csak mintegy 18 százalékát képviselték. A húszéves időszakon belül a 2002 és 2010 közötti periódusban a kisszámú, ám egyenként nagy értékű kivásárlási ügylet miatt az állami tőkeügyletek 60 százalékos számbeli túlsúlyuk ellenére értékben mindössze 10 százalékát képviselték a magyarországi cégeknek nyújtott befektetéseknek (*Karsai [2011]*).

A kockázatitőke-alapok és kezelőik megalakítását megelőző időszakban az MFB-csoporthoz tartozó állami befektetési társaságok tevékenységének nagysága a Gazdasági és Közlekedési Minisztérium (GKM) 2007-ben – uniós elvárás nyomán – készített összefoglalásából derül ki. Az MFB Zrt., ezen belül leányvállalata, a Corvinus Zrt. vezetése alatt álló Corvinus-csoport,⁶⁶ valamint az Informatikai Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. a 2004 és 2006 között eltelt három év alatt 73 befektetést hajtott végre 15,5 milliárd forint értékben úgy, hogy befektetéseikhez nem kapcsolódott privát tőke. A kockázatitőke-befektetési céllal létrehozott állami tőketársaságok az alapítói szándéktól eltérően inkább kockázatkerülők voltak, s a gyakorlatban jóformán csak fedezetalapú finanszírozást kínáltak (*GKM [2007]*).

A Nemzetgazdasági Minisztérium (NGM) 2010-ben megjelentetett anyagában a Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Zrt.-n kívül már csak a kockázatitőke-alapok tevékenységét vizsgálta, azaz az Informatikai Kockázati Tőkealapot, a Corvinus Első Innovációs Tőkealapot, valamint az MFB Fejlesztési Tőkealapot sorolta az állam kockázati tőkét befektető szervezetei közé. (A kimaradt, korábban tőkebefektetéssel foglalkozó szervezetek időközben feltehetően vagy megszűntek, vagy beolvadtak a

⁶⁶ A Corvinus-csoport tagjai közé a Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt., a Beszállítói Befektető Zrt., a Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Zrt. és a Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. tartozott (*GKM [2007]*).

fenti szervezetekbe.)⁶⁷ Az NGM adatai szerint az állami tőkét befektető szervezeteket az állam összesen 26,6 milliárd forint tőkével látta el a 2002 és 2006 közötti időszakban. Létrehozásuktól kezdve 2009 végéig – azaz a Jeremie-program indításának időpontjáig – e szervezetek 106 befektetést hajtottak végre 21 milliárd forint értékben (NGM [2010]).

A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület 2010-es évvel véget érő felméréséből már nem látható, hogy a válság hatására a nagy értékű kivásárlások több évig hiányoztak a magyar piacról, miközben a Jeremie-program keretében egyre több, viszonylag kis méretű ügyletre került sor. A 2009-ben meghirdetett – az elnyert állami forrásokat 2010 és 2016 májusa között kihelyező – Jeremie-program keretében nyújtott állami források növekedését a programot felügyelő MV Zrt., illetve az MFB adataiból lehetett nagy vonalakban nyomon követni. Az MV Zrt. többnyire vezetőinek konferenciaszerepléseit használta fel adatok közzlésére, míg a program számai az MFB időszakában főként a sajtóból váltak ismertté.⁶⁸ A kockázati-tőke-programok keretében meghirdetett források pontos nagyságát csak 2016-ban a *Deloitte* [2016], az *Equinox* [2016] és a *Századvég* [2016] felmérésekből lehetett megismerni: az uniós keretösszeg 90 milliárd forintot tett ki, amit privát befektetők 41,5 milliárd forintos befektetéssel egészítettek ki a közös alapokba, így a Jeremie-program keretében összesen 131,5 milliárd forint állt rendelkezésre. (A Jeremie-alapok által elnyert állami és a privát források értékének alakulását az alapok típusa és az egyes pályázati fordulók szerint a 4.2. táblázat mutatja be.)

A Jeremie-program befektetési adatait a hatóságok még a keretszámok kialakulásánál is jobban őrizték. Így a program 2009. évi indulását követően egészen a 2016. május 31-i lezárásáig a befektetések alakulását az illetékes hatóságok (NGM, MV Zrt., MFB) a számtalan erre irányuló érdeklődés ellenére sem kívánták nyilvánosságra hozni. Így az évente kihelyezett tőkebefektetések számát és a végrehajtott

⁶⁷ Az NGM 2015-ben kiadott évkönyve, amely a magyarországi kis- és középvállalkozások 2014. évi finanszírozási lehetőségeit értékelte, az állami kockázati tőkét befektető intézmények közé már csak a Jeremie-alapokat és a Széchenyi Tőkebefektetési Alapot sorolta be, mondván, hogy az eltelt bő egy évtizedben a kockázati-tőkebefektetési tevékenységet folytató több kisebb társaság teljesítménye 2013–2014-re teljesen marginális lett, vagy meg is szűnt (NGM [2015b]).

⁶⁸ Lásd például *Vingelman* [2010], [2012], *Garamvölgyi* [2011], [2014], [2015], *Halaska* [2015], *Bucsky* [2016c], *Csabai* [2015], [2016a], [2016c].

4.2. táblázat

A Jeremie-alapok által elnyert állami és nem állami források értéke az alapok típusa és az egyes pályázati fordulók szerint, 2009–2014 (milliárd forint)

Jeremie-forduló	Az alap típusa	Az indítás éve	Az alapok száma	Állami forrás	Nem állami forrás	Források összesen
I.	növekedési	2009	8	31,5	16,50	48,00
II.	magvető	2011	4	6,00	2,56	8,56
II.	növekedési	2011	6	22,50	9,60	32,10
III–IV.	növekedési	2013	8 + 2	24,00	10,24	34,24
IV.	növekedési	2013	2	6,00	2,56	8,56
Összesen	–	–	28	90,00	41,46	131,46

Forrás: Deloitte [2016] 269. o. alapján saját szerkesztés.

befektetések értékét, ezen belül az állami és privát források nagyságát legelőször 2016 őszén, illetve 2017 tavaszán lehetett a már említett tanulmányokból (*Deloitte [2016]*, *Equinox [2016]*, *Századvég [2016]*) pontosan megismerni. Mint az az alábbiakból kitűnik, az egyes források összességében hasonló, bár a számbavétel eltérő időintervalluma miatt némileg ellentmondónak látszó adatokat közöltek.

A *Deloitte [2016]* által készített összesítés szerint a Jeremie-alapok 2015 végéig 252 befektetést hajtottak végre (269. o.), ez a szám az *Equinox [2016]* közlése szerint 2016 októberéig 382-re emelkedett (102. o.), míg a *Századvég [2016]* 353 céget érintő, 117 milliárd forintos befektetésről írt (25. és 46. o.).⁶⁹ Az alapoknak az érintett vállalkozásokkal leszerződött befektetési értéke a *Deloitte*-tanulmány szerint 2015 végéig közel 99 milliárd forintot ért el, amiből az állami források 65 milliárd forintot, a privát források pedig 34 milliárd forint tettek ki, azaz a befektetésekhez a privát tőke hozzájárulása 43 százalékot képviselt (269. o.). Az *Equinox*-tanulmány 2016. októberi adatai szerint 104 milliárd forint értékű tőke befektetéséről született szerződés 382 vállalatba, a privát hozzájárulás nagysága az adatokból nem derül ki (8. o.). A *Századvég [2016]* szerint a szerződéses állomány összesen 127 milliárd forint volt (46. o.). Az alapokban „megmoz-

⁶⁹ Mindhárom elemzés a Jeremie-alapok szerződéssel fedezett és ténylegesen a végfelhasználóknak átutalt kifizetési adatait tartalmazó, a nyilvánosság előtt ismeretlen felépítésű *Fontium-adatbázist* használta, amelynek létezéséről az állami megrendelésre készült elemző anyagok hivatkozásai tanúskodnak.

gatott” privát tőke értékét az elemzés közel 40 milliárd forintban jelölte meg. A Figyelő című hetilap 2016. őszi adatai szerint 353 céltársaságban 118,1 milliárd forint összegű befektetésre került sor, amelyből az állami források 78,1 milliárd forintot képviseltek (Bucsky [2016c]).⁷⁰

Az MFB megbízásából a Deloitte tanácsadó cégnek a Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Program 3. tematikus célkitűzéséhez kapcsolódóan elkészített *ex ante* tanulmánya utólag lehetővé tette a Jeremie-program évenkénti adatainak megismerését is (Deloitte [2016]). A Jeremie-alapok által évente végrehajtott befektetések számának és értékének 2010–2015 közötti alakulását a 4.3. táblázat tartalmazza.

4.3. táblázat

A Jeremie-alapok által évente végrehajtott befektetések száma és értéke, 2010–2015

Év	A befektetések száma	Befektetett források* (milliárd forint)
2010	17	6,7
2011	27	13,3
2012	29	11,4
2013	35	8,1
2014	100	24,4
2015	44	11,1
Összesen	252	75,0

* Állami és nem állami forrás együtt.

Forrás: Fontium-adatbázis, 2015. december 4-i zárás adatai alapján (Deloitte [2016] 270. o.).

Az NGM 2016. májusi tájékoztatása szerint „szinte teljesült” a Jeremie-alapkezelőktől várt befektetési összeg. Ehhez a 28 alap által kezelt 131,5 milliárd forint kockázati tőkének legalább 80 százalékát, azaz 105 milliárd forintot hazai kis- és középvállalatokba kellett 2016. május 31-ig úgy befektetni, hogy a kezelt tőkében lévő közel 90 milliárd forintos állami rész 80 százalékát, azaz 72 milliárd forintot finanszírozásra kellett költeni. Ha ennél kevesebbet fektettek (volna) be, akkor a különbséget vissza kellett volna utalni az EU számára. Az NGM szerint a befektetésben részesített cégek száma 2016. április végéig elérte a 280-at (Csabai [2016a]). A magyarországi Jeremie-program egyes for-

⁷⁰ Az adatok eltérését lényegében az eltérő időintervallum okozza.

dulóiban részt vevő alapok kezelőinek nevét, számát, a kezelt és befektetésre leszerződött tőkét a források összetétele szerint, valamint befektetési ügyleteinek számát 2009 és 2015 között lásd a 4. fejezet *Függelékének* összefoglaló *F4.5. táblázatában*.

Amint arról már volt szó a fejezet elején, a Jeremie-alapok mellett 2011-től működik a magyar kockázatitőke-piacon a Széchenyi Tőkebefektetési Alap. Ez egy olyan állami kockázatitőke-alap, amelyet területfejlesztési céllal, privát tőke bevonása nélkül tőkésített fel az állam. Az alap tevékenységéről az alap kezelőjének rendszeres nyilatkozatai nyomán viszonylag gyakran írt a sajtó, 2016 végén pedig az alapkezelő külön könyvet is összeállított a tevékenységéről (*SZTA* [2016]). E kiadványból megtudható, hogy a tevékenységét 2011 nyarán megkezdő alap 14 milliárd forint tőkéjéből 12 milliárd forintot lehetett befektetni, amelyet az alap az engedélyezett határidőig teljes egészében be is fektetett. 2016. június 30-ig az alap 96 befektetéséhez kapcsolódó szerződésállománya 12,8 milliárd forintot tett ki, s a cégeladásokból befolyt tőkével meg is növekedett a befektetésre eredetileg rendelkezésre álló összeg. A Jeremie-alapoktól eltérően a Széchenyi Tőkebefektetési Alap kizárólag állami forrásokat kezelt, s az Európai Unió engedélye alapján az állami források befektetésekor nem kellett minden befektetési konstrukciójában magántőkét társítania. Összességében azonban 4,5 milliárd forint magántőke kapcsolódott az alap állami forrásból fedezett befektetéseihez, s így összesen 17,3 milliárd forint befektetésére került sor. Az Equinox-tanulmány 2016. júniusi adatai szerint a 12 milliárd forintos befektetési kerettel gazdálkodó SZTA 83 vállalkozással kötött szerződést, amelynek keretében közel 10 milliárd forint összegű tőkét fektetett be (*SZTA* [2016] 8. o.) (*4.4. táblázat*). A pénzügyi eszközök értékelése kapcsán a *Századvég* [2016] 12,5 milliárd forint befektetéséről tudósított 97 cégbe (47., 67. o.).

Az MFB-csoporthoz tartozó, a Jeremie-alapok, valamint a Széchenyi Tőkebefektetési Alap, továbbá a 2016-ban létrehozott, illetve bejelentett új állami tőkealapok adatait összesítve lehet képet alkotni az állami részvétel teljes nagyságrendjéről a hazai kockázatitőke-piacon. A *4.5. táblázat* mutatja be az állami forrásokból származó tőke befektetésre rendelkezésre álló kínálatának és a ténylegesen befektetett tőke nagyságának 2007 és 2016 közötti alakulását.

Az adatok összességében az állam kockázatitőke-piaci részvételének igen jelentős nagyságrendjét tükrözik, annak ellenére, hogy az MFB

4.4. táblázat

A Széchenyi Tőkebefektető Alap éves befektetéseinek száma, a befektetések állami és privát forrásból származó összege, 2012–2016 első félév

Év	Befektetések száma	Állami	Nem állami	Állami és nem állami
		befektetés (milliárd forint)		
2012	13	0,9	0,01	0,91
2013	17	1,6	0,69	2,29
2014	30	4,7	1,97	6,67
2015	25	3,7	1,43	5,13
2016. június 30.	11	1,9	0,40	2,30
2012–2016	96	12,8	4,50	17,30

Forrás: SZTA [2016] alapján saját számítás.

keretén belül létrehozott állami kockázati tőke-alapok befektetéseiről nincs nyilvánosan elérhető pontos adat.

Az MFB-csoport kockázati tőke-befektető társaságai és alapjai 2007 és 2013 között a rendelkezésükre álló 26,6 milliárd forint tőkéből 21 milliárd forintot fektettek be 106 ügylet keretében. Az MFB-csoport 2014-es átalakulását követően felállított kockázati tőke-alapok 19,4 milliárd forint összegű tőkét kezelnek, ezen állami alapok a bankcsoport átalakítását követően, azaz 2014 óta végrehajtott befektetéseik nagyságát nem hozták nyilvánosságra. A 28 Jeremie kockázati tőke-alap, valamint a Széchenyi Tőkebefektetési Alap a 2007–2013-as uniós forrásokból és az ezt kiegészítő költségvetési, illetve privát forrásokból együttesen 146 milliárd forint összegű tőke felett rendelkezett, s ebből 2015 végéig 116 milliárd forintot helyezett ki 352 ügylet keretében. Befektetési szerződéseiket részben a 78 milliárd forintos állami forrásból, részben pedig a 38 milliárd forintos privát forrásból finanszírozták. Az Eximbank két tőkealapja összesen 16 milliárd forint állami tőke felett rendelkezik, eddigi három befektetése 2,4 milliárd forint értékű volt (*Brückner [2017b]*).

Össességében a fenti adatok alapján úgy becsülhető, hogy a kétezres évek elejétől a kockázati tőke-befektetésekre szánt állami és az államihoz kapcsolódó privát források nagyságrendileg 200 milliárd forintot tettek ki, s ebből a keretből megközelítően 500-600 hazai vállalkozás jutott kockázati tőkéhez.

A 2009-től elindult Jeremie-alapok és a 2011-től működő Széchenyi Tőkealap befektetéseinek a magyarországi (állami és privát) kockázati tőke-

4.5. táblázat

Állami forrásokat is felhasználó, kockázati tőkét befektető szervezetek jellemzői, 2002–2015

Állami tőkét befektető szervezet neve	Létrehozás éve	Kezelt források értéke	Állami forrásból befektetett tőke értéke	Nem állami forrásból befektetett tőke értéke	Összes befektetett forrás	Befektetések száma
1. Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Zrt.	2002	4	4	0	4	63
2. Informatikai Kockázati Tőkealap	2002	3	3	0	3	13
3. Corvinus Első Innovációs Tőkealap	2005	5	2	0	2	5
4. MFB Fejlesztési Tőkealap	2006	15	13	0	13	25
<i>1–4. MFB-csoport összesen</i>	2002–2006	27	21	0	21	106
5. MFB Innovációs Tőkealap (Corvinus Innovációs Tőkealap utóda)	2014	5	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
6. MFB Növekedési Tőkealap (MFB Fejlesztési Tőkealap utóda)	2014	9	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
7. MFB Zöldgazdaság Tőkealap (Informatikai Kockázati Tőkealap és ELAN European Tőkealap utóda)	2014	6	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
<i>5–7. MFB-csoport összesen*</i>	2014	20	n. a.	n. a.	n. a.	24

A 4.5. táblázat folytatása

Állami tőkét befektető szervezet neve	Létrehozás éve	Kezelt források értéke	Állami forrásból befektetett tőke értéke	Nem állami forrásból befektetett tőke értéke	Összes befektetett forrás	Befektetések száma
8. 28 Jeremie-tőkealap	2009	132	65	34	99 (104)**	256 (382)**
9. Széchenyi Tőkebefektetési Alap	2010	14	13	4	17 (10)**	96 (83)**
10. 2 Eximbank tőkealapjai	2015	16	n. a.	n. a.	2,4***	3***
8–10. Jeremie- és Széchenyi Tőkealap és Exim-alapok összesen	2009–2015	162	78	35	118 (116)*	355 (468)*
1–10. MFB-csoport, Jeremie alapok, Széchenyi Tőkebefektetési Alap, Eximbank alapjai összesen	2002–2015	209	99	35	139 (137)**	485 (598)**

Megjegyzés: a források az alapkezelés díját és költségét is tartalmazzák.

* Az MFB az Innovációs, Növekedési és Zöldgazdasági Tőkealapját időközben összevonta egy 20 milliárd forintos alapba, amelyet az MFB tulajdonában lévő, Hiventures névre átkeresztelt Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő kezel.

** Equinox [2016] adatai alapján.

*** Brückner [2017b] adatai alapján.

Forrás: saját összeállítás MFB [2014a], [2014b], [2015], NGM [2010], Deloitte [2016], Equinox [2016], SZTA [2016], MFB [2016] és az üzleti sajtó adatai alapján.

piacon betöltött nagyon jelentős súlyát érzékelteti, hogy – az Invest Europe által 2007 és 2016 között regisztrált összes magyarországi kockázati- és magántőke-befektetés több mint 500 milliárd forintos értékét, ezen belül a kockázatitőke-befektetések kivásárlások nélkül számolt közel 150 milliárd forintos értékét alapul véve – a két állami konstrukció nagyságrendileg az összes hazai kockázati- és magántőke-befektetés értékének közel negyedét képviselte, ezen belül a kockázatitőke-befektetések értékének pedig háromnegyedét adta. Látható tehát, hogy az állami konstrukciók meghatározók a magyarországi kockázatitőke-piacon. Az eddig kihelyezett és kihelyezni tervezett hatalmas összeg valójában arra hívja fel a figyelmet, hogy a pénz útjának átláthatatlansága hatalmas kockázat, mivel nagy visszaélésekre ad lehetőséget.⁷¹

Az állam a 2014–2020-as időszakban lehívható – uniós és ezt kiegészítő magyarországi – költségvetési forrásokból újabb, 230-240 milliárd forint összegű forrás kihelyezését tervezi, amihez várakozásai szerint további közel 20 milliárd forint összegű privát befektetői hozzájárulás fog társulni. (A 2014 és 2023 között felhasználható állami tőkeprogramok forrásait a 4.6. táblázat foglalja össze.) Így a 2014–2020 közötti ciklusban az állami részvételű kockázatitőke-alapok várhatóan összesen 250-260 milliárd forint értékű tőkét fognak kezelni. Ez azt jelenti, hogy az EU új költségvetési időszakában az állami és privát forrásokból felállítandó új kockázatitőke-alapok számára rendelkezésre álló forrás közel ötödével lesz több az állam által korábban e célra szánt tőke összegénél.

Az állami tőke meghatározó jelenléte miatt az állami tőkét befektetők kiválasztásának és befektetések tapasztalatainak megismerése különösen sok tanulsággal szolgálhat, amikor a kormányzat újabb jelentős összegű állami források nyújtását tervezi. Ugyanakkor a 2007–2013-as költségvetési időszak tapasztalatait 2016 második felében összegző és 2017 tavaszán nyilvánosságra hozó értékelések már csak nagyon kevés hatást tudnak gyakorolni a 2014–2020-as költségvetési

⁷¹ A legfrissebb, 2016 végére vonatkozó MNB-statisztika szerint Magyarországon 31 kockázatitőke-alap-kezelő összesen 42 alapot kezel, fajtáját tekintve ebből 37 kockázatitőke-alap, 5 pedig magántőke-alap volt. Az MNB által regisztrált kockázatitőke-alapok által kezelt források 2016 végére meghaladták a 132 milliárd forintot, 2015-höz képest közel 7 milliárd forinttal megemelkedve (<https://www.mnb.hu/felugyelet/idosorok/ii-tokepiaci-szervezetek> – ezen belül a befektetési alapok idősorai).

4.6. táblázat

A 2014–2020 közötti években lehívható uniós és magyarországi állami források befektetését lehetővé tevő kockázati tőke-programok tervezett kerete és a forrásokat közvetítő alapok jellemzői

Program/alap	Keret (milliárd forint)	Alapok típusa	Alapok száma	Privát részvétel	Célvállalatok tervezett száma
1. Nemzeti Technológiai és Szellemi Tulajdon	30	társbefektetői	1	nincs	780–900
2. Specializált pre-seed és seed IKT	6,5	társbefektetői	1	nincs	120–160
3. Irinyi I, II.	8; 8	társbefektetői	2	tervbe vett	32
4. Nemzeti Tőkealap	50	társbefektetői	3	nincs	315
5. Intelligens Szakosodási (GINOP; VEKOP)	70; 5,5	társbefektetői	5–7; 1	tervbe vett	140; 10
6. Digitalizáció	10	közös alap	1	tervbe vett	40
7. Nemzeti Tőzsdéfejlesztési	20	n. a.	1	tervbe vett	n. a.
8. Kárpát-medencei Vállalkozásfejlesztési	20	n. a.	1	n. a.	n. a.
9. Széchenyi Tőkebefektető Alap	8	társbefektetői	1	tervbe vett	n. a.
10. MFB összevont tőkealapja	20	társbefektetői	3	nincs	n. a.
1–10. Összesen	256	–	20–22	–	–

Forrás: Nemzeti Technológiai és Szellemi Tulajdon kockázati tőkeprogram (GINOP-8.1.3/A-16); Specializált seed és pre-seed befektetési tőkealap induló IKT vállalkozások számára új ötletekhez, új piacra lépéshez kockázati tőkeprogram (GINOP-8.2.3-17); Irinyi kockázati tőkeprogram (GINOP-8.3.3-17); Nemzeti Tőkealap (GINOP-8.6.3-17); Intelligens Szakosodási kockázati tőkeprogram (GINOP-8.1.3/B-17 és VEKOP-2.1.2-17); Digitalizáció tőkeprogram (GINOP-8.2.5-17); *Kormány* [2016], *Portfólio* [2016b], [2016d], [2017] alapján saját összeállítás.

ciklusra szóló, nagyrészt már konkrétan is meghirdetett tőkeprogramok kialakítására. E problémát a *Századvég* [2016] értékelésének készítői is érzékelték, ám úgy vélték, hogy a keresletet meghatározó eredmények a költségvetési időszak során még becsatornázhatók, a szükséges „finomhangolások” elvégezhetők (15. o.).

Az állami tőke befektetésére vonatkozó szabályok betartása

Mivel az állami források kockázatitőke-felhasználását konkrét gazdaságfejlesztési célok indokolják, ezért a forrásokat biztosító Európai Unió, illetve az uniós forrásokat felhasználni kívánó nemzeti kormányok prioritásokat is megfogalmaznak arra vonatkozóan, hogy mely vállalati kör vagy gazdasági régió finanszírozási helyzetén kívánnak az aktuálisan rendelkezésre bocsátott állami forrásokból a kockázati tőke segítségével javítani. Mivel a 2007–2013-as programozási időszakban a pénzügyi eszközök, ezen belül a kockázati tőke finanszírozása az uniós forrásokat felhasználó operatív programokon keresztül történt, így e tőketermékeket is az operatív programok céljaival és szabályozásával összhangban kellett felhasználni. A kockázatitőke-befektetések szempontjából ezeknek az előírásoknak a betartása elsősorban a finanszírozásra kiválasztható cégek földrajzi helyét,⁷² valamint a befektetésre rendelkezésre álló időtartamot⁷³ szabályozta

⁷² A kockázati tőke szempontjából ennek azért volt kiemelkedő jelentősége, mert az EU strukturális alapjaiból, ezen belül a Regionális Fejlesztési Alapjából finanszírozott Gazdaságfejlesztési Operatív Program keretéből a 27 érintett Jeremie-alaphoz került tőkét csak az e programba sorolt hat magyarországi konvergenciaregiónban lehetett befektetni, s csupán egyetlen a Közép-Magyarország Operatív Programból feltőkésített Jeremie-alap volt jogosult e régióbeli cégeket finanszírozni. A nem Jeremie-alapként létrehozott és a Regionális Operatív Program keretéből állami forráshoz jutó Széchenyi Tőkealaphoz hét régióra felosztva kellett arányosan a forrásait felhasználni, azaz zömmel szintén a hat konvergenciaregiónban zajló ügyletekre kellett koncentrálnia. Ugyanakkor a Magyar Fejlesztési Bank kockázatitőke-alapjai minden területi megkötés nélkül válogathattak a befektetési ajánlatok között. (A Jeremie-alapok és az SZTA befektetései régiókénti alakulását lásd *Equinox* [2016] 42–44. o.)

⁷³ A 2007–2013-as költségvetési időszakban a strukturális alapokból pénzügyi eszköz céljára lehívott tőke befektetésére 2015. december végéig volt lehetőség, amit az európai bizottsági iránymutatásnak megfelelő módosítással 2015-ben

olyan módon, ami a kockázati tőke-befektetések természetével nehezen volt összeegyeztethető.⁷⁴

Emellett az EU-csatlakozást követően az állami kockázati tőke befektetőinek, függetlenül attól, hogy uniós forrásból vagy nemzeti költségvetési forrásból kapták a befektethető tőkét, automatikusan be kellett tartaniuk a tiltott állami támogatásra vonatkozó – rendkívül aprólékos – európai szabályozást is. Mivel az EU kockázati tőke-befektetésekre vonatkozó szabályozását időről időre hozzáigazítják a piaci változásokhoz,⁷⁵ a tevékenysége megkezdésére más-más időpontban mandátumot kapó állami kockázati tőke-alapoknak e feltételrendszer aktuális előírásainak kell megfelelniük.

Mivel elsősorban a korai fázisú, valamint az innoválni kívánó és az elmaradott régióban működő cégek azok, amelyek megfelelő vagyoni fedezet és nehezen prognosztizálható piaci kereslet híján jelentős nehézségekkel küzdenek a szükséges források megszerzésénél, a kormányzati törekvések elsősorban e vállalati kör helyzetén kívántak javítani. Az uniós előírások is elsősorban e vállalati kör tőkehelyzetének javítása érdekében követelték meg az általánosnál kedvezőbb feltételek betartását. Így az állami támogatások felhasználási előírásai ezt a megközelítést tükrözték, amikor e vállalati kör esetében az EU – bizonyos feltételek mellett – az állami támogatások tilalmával összeegyeztethetőnek tartotta az állami támogatásokat. Az összeegyeztethetőség feltételeit részben a csekély összegű támogatásokra vonatkozó *de minimis* rendelet, részben pedig a kockázati tőke-befektetésekre és az induló vállalkozásokra vonatkozó általános csoportmentességi rendelet tartalmazta.⁷⁶ Annak

sikerült meghosszabbítani 2016. május 31-ig. Ez különösen azon alapkezelők számára jelentett megkönnyebbülést, amelyek csak 2012-t követően kapcsolódtak be a Jeremie-programba.

⁷⁴ A sokféle előírásnak történő egyidejű megfelelés még az e téren sokkal több korábbi tapasztalattal rendelkező országokban sem ment könnyen (*EC* [2016] 261. o.).

⁷⁵ Az Európai Bizottság 2006-ban fogadta el a speciálisan a kockázati tőke-befektetésekre kialakított iránymutatását, amely szabályozta az állami tőkebefektetések állami támogatásnak nem minősülő eseteit. Az iránymutatást a pénzügyi válságot követően 2010-ben módosították, majd az érzékelt piaci hiányosságok miatt 2014-ben ismét átdolgozták (*MNB* [2015]).

⁷⁶ Az általános csoportmentességi rendelet kockázati tőke-befektetésekre és induló vállalkozásokra vonatkozó rendelkezései azokat a feltételeket foglalják össze, amelyek betartása a tőkeprogramok automatikus engedélyezését teszik lehetővé.

érdekében, hogy a tőke célzottan a felkarolni kívánt vállalkozásokhoz kerüljön, az előírások az állami forrásból származó tőkét befektető szervezetek befektetéseit számos tekintetben korlátozzák. E szabályok korlátokat szabnak a befektetés mikéntjének, a befektethető tőke összegének, a finanszírozásban részesíthető vállalkozások életkorának, árbevételének, foglalkoztatotti számának, szakágzatának, a befektetésre rendelkezésre álló időtartamnak, a kilépés módozatainak, valamint a befektetéstől várható hozamoknak.

A tőkét kereső vállalkozások számára így korántsem egyszerű feladat, hogy a piacon lévő, egymástól jelentősen eltérő feltételrendszerben működő alapok közül kiválasszák a számukra legelőnyösebb befektetőket. Az állami tőkét befektető alapoknak szem előtt kellett tartaniuk a tiltott állami támogatások elkerülésére hozott szabályokat, arra is ügyelve, hogy a tőke többféle uniós keretből érkezett, valamint hogy a hazai tőkeprogramokat különböző céllal indították. Mindezek együttes hatása rendkívül változatos és nagyon kiterjedt szabályozó-rendszert teremtett.⁷⁷ Ráadásul nemcsak az egyes programok induló feltételei tértek el, hanem a programok befektetésekre vonatkozó előírásai még menet közben is megváltoztak,⁷⁸ igaz, a jogszabályi változások az állami program résztvevői számára a tőkebefektetések könnyítését hozták. Így növekedett a kihelyezhető összeg egy 12 hónapos időszakban, többszörösére emelkedett a végső kedvezményezett számára odaítélhető tőke nagysága, illetve finanszírozhatóvá váltak idősebb vállalkozások is. Mindennek eredményeként a kockázatitőke-alapok kezelői a korábbinál több befektetési lehetőséget találhattak forrásaik kihelyezésére. (Az állami kockázatitőke-társaságok és állami tőkével részben vagy teljesen finanszírozott kockázatitőke-alapok be-

⁷⁷ Minden uniós finanszírozású alap számára tiltott volt a hitelkiváltás, a kereskedelmi célú ingatlanfejlesztés, a meglévő cégben való részesedésszerzés, illetve kapcsolt és más érdekkonfliktusban lévő társaság akvizíciója. Tilos volt nehéz helyzetű portfóliócégbe fektetni, illetve hajógyártó, szén- és acélipari, exporthoz kapcsolódó tevékenységet végző, továbbá pénzügyi és agrárvállalkozásokba.

⁷⁸ Például 2014 januárjától a Jeremie-program befektetői által egy 12 hónapos időszakban maximálisan befektethető összeg a korábbinál egymillió euróval nagyobb lehetett, s a tőkeemelés mellett engedélyezetté vált a cégekben már meglévő részesedések megvásárlása is, 3,5 millió forinttal emelkedett a finanszírozható cégek árbevételi korlátja is, s immár be lehetett fektetni a Magyarországon csak fiókteleppel rendelkező cégekbe is.

fektetéseire vonatkozó előírásokat összefoglaló táblázatokat lásd a 4. fejezet *Függelékének F4.6–F4.9. táblázataiban.*)

Az elsősorban a kiemelt fejlesztési célokat szem előtt tartó EU-szabályozás rendkívül sokrétű és időben is változó feltételrendszerében az állami tőkebefektetők tényleges befektetései kevésbé voltak a nyilvánosság számára áttekinthetők. Különösen nehezítette a helyzetet a befektetésialap-kezelők és a forrást nyújtó hatóságok közötti szerződési feltételek titkossága, valamint a végrehajtott ügyletek nyilvánosságra hozatalának hatósági tilalma. Így a közvélemény informálása a befektetők önkéntességére volt bízva. Az EU valójában egyáltalán nem követelte meg a titkosságot, igaz, e tekintetben ekkor még nem is írta elő a nyilvánosságot.

Az EU-programok keretében jelentősen megnövekedett állami források piacra kerülésekor a nyilvánosság hiánya a befektetők megrohamozásához vezetett, mégpedig olyan ajánlatokkal, amelyek valójában a kockázati tőke működésének alapvető félreértelmezéséről, illetve ismeretének hiányáról tanúskodtak. Ezt nemcsak a hazai kockázati tőke-piac fejletlensége magyarázta, hanem az is, hogy míg korábban az állami befektetési szervezetek lényegében a halasztott fizetésű hitelekhez hasonló feltételeket szabtak meg a befektetést kereső vállalkozások számára, addig az EU-csatlakozás után az állami tőkét (is) befektető alapok merőben eltérő (piaci) követelményeket fogalmaztak meg. A zavart csak fokozta, hogy a befektetésekre vonatkozó előírások sok tekintetben nem harmonizáltak a kockázati tőke funkciójával sem, ami az alapkezelők körében is kétkedést okozott. Különösen azok az előírások okoztak a befektetők számára sok fejtörést, amelyek nem vagy csak ügyeskedéssel tették lehetővé számukra, hogy épp a legtöbb ígéretes üzleti ajánlattal rendelkező – Közép-Magyarország – régióban hajtsanak végre ügyleteket, továbbá amelyek alapján nem vehettek meg üzletrészeket a portfóliócégek többi tulajdonosától, csak tőkét emelhettek, illetve ami nem tette lehetővé, hogy a sikeresnek tűnő cégekbe több körben is befektethessenek. Valójában tehát ütközött a piaci hozam és a gazdaságfejlesztési cél egyidejű elérésének kívánalma. Ugyanakkor a piac áttekinthetlensége segítette az alapok egyes privát tulajdonosait abban, hogy állami forrásokat használjanak saját befektetéseik burkolt finanszírozására. A transzparencia hiánya természetesen ahhoz is hozzájárult, hogy a szabálytalanul végrehajtott ügyletek csak ritkán kerüljenek napvilágra.

A teljesen állami tulajdonban lévő befektetési társaságok és az állami alapkezelők által kezelt, kizárólag állami tőkét befektető alapok tevékenységét – ha a befektetési társaságok vagy az alapok kezelői önként nem tették közzé – a nyilvánosság *egyáltalán nem* ismerhette meg. Miután a fejlesztési célok elérése érdekében a befektetések hozamkövetelménye a piacinál eleve alacsonyabb volt, tág tér nyílt a befektetések szubjektív kiválasztására a – hivatalos szóhasználat szerint – „piacképes, de nem bankképes”, illetve „hagyományos szakágazatokban működő”, valamint „elmaradott régióban a foglalkoztatás növelését ígérő” cégek nagy száma miatt.

Az uniós forrásokat befektető hibrid alapok – amelyek piaci követelményeket támasztottak portfóliócégekkel szemben – sokszor azért kerültek meg a szabályokat,⁷⁹ mert azok sok tekintetben ellentmondtak a kockázati tőke kiválasztási szempontjainak. Előfordult, hogy a források eleve más célú felhasználása motiválta pályázatukat. Mivel az állami és nem állami tőkével létrehozott alapok kezelőinek többsége maga is az alapok nem állami befektetőinek tulajdonában volt, a tulajdonosok szándéka – akár az alapkezelő szakemberek szakmai meggyőződésével szemben is – könnyen érvényesíthető volt. A szabályok megsértése megnyilvánult a vidékinek álcázott fővárosi befektetésekből,⁸⁰ a befektetők portfóliócégekre gyakorolt nyomásában – hogy azok számukra hátrányos beszállítókkal szerződjenek, és az odaítélt befektetéseket „csorgassák vissza” –, illetve a közvetetten saját érdekeltségekbe való befektetésekből. A hatóság, amennyiben észlelte a szabálytalanságot, a kifizetések megszakításával vagy pénzügyi kompenzációra kötelezéssel élhetett.⁸¹

A leggyakoribb probléma a cégek bejegyzésének helye volt. Az alapkezelők olyan cégekbe fektettek be, amelyek papíron ugyan vidékiként

⁷⁹ A befektetésre kizemelt cég életkorára vonatkozó előírás például könnyen megkerülhető volt, ha a befektetés fogadására egy új projektceget alapítottak (Lovas–Rába [2013]).

⁸⁰ Az egyik internetes lap az általa 2013-ban megvizsgált 39 befektetésből – a cégadatokból kiindulva – 19 esetben legalábbis megkérdőjelezhetőnek találta, hogy valóban vidéken működik-e a pénzt elnyerő vállalkozás (Torontáli [2013]).

⁸¹ Voltak, akik lényegében a nem állami befektető hitelének tekintették az uniós támogatást, amit majd 2,5 százalékos kamatozással egy összegben, az alap lejártakor kell visszafizetni. Ezek az alapok nem arra koncentráltak, hogy ígéretes ötleteket kutassanak fel, hanem a nem állami befektető holdudvarában már meglévő vagy előkészített projekteket finanszírozták (Sebők [2015]).

működtek, az operatív tevékenységet azonban a fővárosban végezték. A magyar alapkezelők már kezdettől fogva értelmetlennek találták azt az uniós szabályt, amely a leszakadó régiók felzárkóztatása érdekében jóformán csak a Közép-Magyarország régió kivül támogatta a kockázatitőke-befektetéseket. Úgy tapasztalták ugyanis, hogy nagy növekedésre képes, a Jeremie-alapok befektetéseinek befogadására alkalmas kis- és középvállalkozásokat csak elvétve lehet a fővároson kívül találni (*Zsiborás* [2015a]).

A visszaélések bemutatásában élen járt a Forbes magazin, amely 2015 májusában pert indított, hogy megismerhesse a több körben kiírt Jeremie-alapkezelői pályázatok nyertes anyagait. A Forbes részletesen bemutatta, hogyan sértették meg az alapkezelők a szabályokat: például bizonyos alapkezelők portfóliócégeik figyelmébe „erősen ajánlották” az alap tulajdonosának érdekeltségébe tartozó szolgáltatókat. Így a portfóliócégektől beszédett különböző díjak útján lehetővé vált számukra, hogy bevételeiket úgy egészítsék ki, hogy közben formailag betartsák a működési költségekre vonatkozó szigorú szabályozást. Volt olyan alapkezelő is, amelyik csak akkor volt hajlandó megegyezni a befektetésről, ha a cég „visszaoszt” számára a Jeremie-pénzből. Volt, amikor az alap, illetve az alapkezelő tulajdonosaihoz köthető cégek saját befektetéseikhez használták fel a finanszírozási forrásokat, illetve olyan szakterületen működő vállalkozásokhoz került a tőke, amelyek ágazata eleve ki volt zárva a meghirdetett pályázatok forrásaiból (például ingatlanhoz kapcsolódó tevékenységeket végző cégekbe fektettek, majd ezeken keresztül ingatlant vásároltak). Az sem volt megengedett, hogy az alapok hosszú ideig holdingstruktúrában tartsák a lehívott pénzeket, azaz speciális célú társaságok⁸² közbeiktatásával hajtsák végre a befektetéseket (*Privátbankár* [2015], [2016], *HírTV* [2016], *Halaska* [2015], *Zsiborás* [2015a]). Ugyanis a közbeékelte vállalkozásokhoz került tőke csak akkor volt szabályosan elszámolható, ha onnan a befektetés már átkerült a végső céltársasághoz (*Századvég* [2016]).

A sajtó tudósításaiból kiderült, hogy az Európai Bizottság 2014 októberében nagyszabású vizsgálatot tartott az MV-Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt.-nél, ahol kifejezetten a kockázatitőke-konstrukcióban

⁸² Ezt a finanszírozási modellt a külföldi székhelyű társaságok támogatására használták (*Századvég* [2016]).

végrehajtott befektetések szabálytalanságait ellenőrizte. Az uniós forrásokat kezelő – már – említett állami holdingalap kezelését végző MV Zrt. mellett az uniós vizsgálat kiterjedt a finanszírozott cégek székhely–telephely, illetve a tevékenység helyének ellenőrzésére is. Mivel egyetlen alapkezelő kivételével minden más Jeremie-alap számára tiltott befektetési terület volt Közép-Magyarország, ezért az ellenőrzés nemcsak az érintett cégek székhelyére terjedt ki, hanem a céltársaság tevékenységének földrajzi elhelyezkedését is vizsgálta. A vizsgálat idején a már száznál is több befektetés közül jó néhány a fővárosra és környékére összpontosított. 2015 nyarán az NGM képviselője visszaélésekről számolt be a sajtónak: a beruházások nem a jogosult régiókban valósultak meg, Magyarországon kívüli vállalkozás is kapott támogatást, a befektetések nem voltak megfelelően elhatároltak, és tiltott ágazatokba is irányultak (*Portfolio* [2015]).

A *Századvég* [2016] elemzése is megerősítette, hogy a programterületi (régiós) korlátok miatt sokszor a formailag megfelelő, ugyanakkor fejlesztéspolitikai hatását tekintve kétes értékű projektek szerezhettek támogatást. A Jeremie-program fenti szabálytalanságait a Deloitte tanácsadó cég által – a 2016–2020-as GINOP tematikus célkitűzéseikhez kapcsolódóan – készített tanulmány is feltárta. Az anyag szerint – melynek készítői állami megbízójuk, az MFB Zrt. jóvoltából már hivatalból megismerhették az erre vonatkozó ellenőrző vizsgálatok eredményeit – e szabálytalanságok csak „elszigetelt esetekben” fordultak elő, s így e „buktatók” nem minősítették a program egészét, illetve „nem jelentettek rendszerszintű kockázatot” (*Deloitte* [2016] 145. o.). A *Forbes* magazin 2017. márciusi számából ugyanakkor az derül ki, hogy az Európai Bizottság rendszerszintű szabálytalanságot talált ellenőrzése során, s ennek következtében büntetés kiszabására is sor került. A Bizottság képviselője úgy vélte, hogy „súlyos hiányosság tapasztalható” a magyar hatóságok munkájában, s nehezményezte, hogy a magyar hatóságok nem tárták fel e szabálytalanságokat (*Szabó* [2017a]). Az Európai Bizottság kifogásolta, hogy a magyar hatóságok nem ellenőrizték kellő hatékonysággal a források felhasználását, és olyan cégek is kaphattak támogatást, amelyek a működési helyük alapján nem részesülhettek volna belőle. A programot a kormányzat részéről felügyelő NGM a kritika nagy részét elfogadva a Bizottság kifogásainak megfelelően fejlesztette az ellenőrzési rendszert (*Szabó*

[2017b]). A hatóság szemszögéből nézve többletteleherként jelentkezett, hogy a pénzügyi eszközök értékelése szerint a Jeremie-program zárásával párhuzamosan folyó auditok, bizottsági ellenőrzések újabb értelmezésekkel is „gazdagították” az egyébként is szűkre szabott eljárásrendi kereteket (*Századvég* [2016]).⁸³

A sajtóhírek alapján arra lehet következtetni, hogy a tőkealapok kezelői között volt néhány olyan, amelyik kevésbé tartotta be a szabályokat, míg a túlnyomó többség esetében ez csak ritkán fordult elő (*Zsiborás* [2015b], [2016c], *Bucsky* [2016b]). Közgazdaságilag azonban lényeges különbséget tenni a szabályszerűségeket, nem mindig mereven elváló típusa között: az egyik, amely a kockázati tőke üzleti logikájának megfelelően átírta a szabályozás életidegenségét, a másik viszont az állami kockázattőke-támogatás során elkövetett súlyos visszaéléseket jelenti.

Az állami befektetésekről készült értékelések

A kockázattőke-ágazatot érintő állami programok átfogó értékelésére Magyarországon eddig nem került sor. Holott választ kellene adni azokra a kérdésekre, hogy az állami tőkeprogramok eddigi működése növelte-e az ország versenyképességét, elősegítette-e az ország innovációs képességének kihasználását, hozzájárult-e a foglalkoztatottság javulásához, s előmozdította-e a gazdasági növekedést. Kérdések sora vár válaszra: hatékonyan végezte-e feladatát az állami források közvetítését végrehajtó intézményrendszer, szakmai szempontok figyelembevételével történt-e az alapkezelők kiválasztása (azon közvetítőké, amelyek a végfelhasználókhoz eljuttatják az állami forrásokat), sikerült-e az összes rendelkezésre álló forrást az előírt időszak alatt lehívni, s alkalmas volt-e az ösztönzési rendszer arra, hogy a tőkeprogramok az állami támogatásokra vonatkozó előírásokat betartva, hatékonyan és szabályszerűen működhessenek.

⁸³ A tőkeprogramok ellenőrzésekor az európai auditorok nem minden esetben látták bizonyítottnak, hogy az alapok forrásait valóságosan is a megjelölt régiókban használták fel a finanszírozott cégek. Az engedélyezett programterületnek való megfelelést – a finanszírozott cégek székhely szerinti vizsgálata mellett – olyan „újabb szempontok” szerint is vizsgálták, amelyek a programok notifikációjában nem merültek fel (*Századvég* [2016] 88. o.).

Az értékelésekkel lemérhetővé válna, hogy az állami tőkét befektető szervezetek tevékenysége milyen hatást gyakorolt a kockázatitőke-piac mind kínálati, mind keresleti oldalára. Kiemelt figyelmet érdemel, hogy az állami tőkeprogramok az elmúlt évtizedekben növelték-e az állam által támogatni kívánt vállalkozások és térségek tőkéhez jutási lehetőségeit, hozzájárultak-e a korai fázisú, innovatív, gyors növekedési lehetőségekkel kecsegtető cégek tőkehiányának enyhüléséhez, illetve az elmaradott régiókban a tőke kínálatának növelésével elősegítették-e innovatív projektek születését.

Elemzési szempont lehet a befektetések katalizátorhatásának vizsgálata, azaz hogy sikerült-e a programokba beépített ösztönzőkkel megnyerni a kockázatitőke-piac privát szereplőit is a tőkekínálat növeléséhez, vagy nem járt-e az állami részvétel kizorító hatással (amikor az állami finanszírozók a piacon működő privát szereplők tevékenységét átvéve léptek a piacra). Szakmailag hozzájárultak-e portfóliócégeik sikeréhez az állami források befektető tőkealap-kezelők, így például átütően sikeres új termékek vagy szolgáltatások létrehozásához, nemzetközi piacra kilépéséhez, s ha a finanszírozott cégeknek további forrásokra volt szükségük, akkor ezt sikerült-e az állami alapkezelők kilépését követően is megoldaniuk, avagy az állami tőke befektetői csupán passzív módon, „csendestársként” ellenőrizték tőkéjük felhasználását.⁸⁴

A fenti szempontok szerinti értékelések elvégzése természetesen azt feltételezi, hogy a gazdaságirányítás, illetve az állami programokat vezérlő és lebonyolító hatóságok maguk is kíváncsiak legyenek a közösségi források hasznosulásának mikéntjére, szakmailag felkészült szervezeteknek megbízást adjanak az értékelések elvégzésére, s ehhez rendelkezésükre bocsássák a szükséges adatokat.⁸⁵ Az állami kockázati tőkéről Magyarországon eddig kizárólag az Európai Unió által előírt szerkezetben és tartalommal készültek elemzések, amelyek a különböző európai támogatási programok keretei és eszközrendszere szerinti struktúrát követve, így szükségképpen töredezetten készültek, nem pedig a hazai gazdaságirányítás szemszögéből. Az elkészült anyagok

⁸⁴ A fejlett piacgazdaságok állami tőkeprogramjainak elemzéséről lásd például *Brander és szerzőtársai* [2014], *Grilli–Murtinu* [2014b], *Luukkonen és szerzőtársai* [2013].

⁸⁵ Ilyen átfogó értékelés készült például Dániában, illetve Kanadában (*DAMVAD* [2014], *Cumming–Johan* [2014]).

nem elemezték a hazai kockázatitőke-piac egészét, csupán annak egyes konkrét szeleteit. Nem vizsgálták az egyidejűleg állami kockázati tőkét kezelő szervezetek egymáshoz viszonyított helyzetét, esetleges versenyét a piac nem állami szereplőinek tevékenysége tükrében, különös tekintettel a potenciális külföldi szereplőkre.

2016-ban e téren jelentős változást hozott, hogy az EU a 2007–2013-as költségvetési időszakának lejárta után egyaránt előírta a kockázatitőke-programok *ex post*, valamint az új, 2014–2020-as periódus megalapozásához ugyanezen programok *ex ante* tematikus értékelését, sőt a 2007–2013-as időszakban alkalmazott pénzügyi eszközök előírt értékelése keretében is hangsúlyos szerepet kapott a kockázati tőke. Ennek megfelelően készült el 2016 áprilisában a Deloitte tanácsadó cég tanulmánya (*Deloitte* [2016]) az úgynevezett 3. tematikus célkitűzéshez, az Equinox Consulting 2016. novemberi tanulmánya (*Equinox* [2016]) a kockázatitőke-programok addigi eredményeinek értékelésével, valamint a *Századvég* [2016] ugyancsak 2016. novemberi értékelése a pénzügyi eszközökről. Olyan átfogó elemzés azonban nem született, amely a magyarországi kockázati- és magántőke-piac fejlődésének tükrében egyidejűleg vizsgálta volna a Magyar Fejlesztési Bank fennhatósága alá tartozó, költségvetési forrásokkal feltőkésített állami tőketársaságokat és kockázatitőke-alapokat, a gazdaságfejlesztést és a területi felzárkóztatást szolgáló uniós forrásokat és a privát befektetők tőkéjét is bevonó Jeremie-alapokat, a főként hagyományos iparágakat és elmaradott területek fejlesztését szolgáló uniós forrásokkal gazdálkodó Széchenyi Tőkebefektetési Alap tevékenységét, valamint a piac privát külföldi és hazai szereplőit.

Az állami megrendelésre elkészült anyagok többnyire az EU által előírt értékelések voltak, amelyek a kormányzati kockázatitőke-befektetéseket előmozdító újabb és újabb állami programokat igyekeztek megalapozni: egyrészt keresetelemzésekkel, azaz úgynevezett hiányelemzésekkel (*gap analysis*), másrészt a pénzügyi eszközökről szóló, kötelezően előírt elemzésekkel. Ennek megfelelően e dokumentumok a különböző jogcímenek érkező EU-források felhasználását külön-külön elemezték, a hangsúlyt a felhasználás szabályosságára, a határidő betartását akadályozó tényezőkre, valamint a jogszabályban előírt összevont mutatók alakulására helyezve. Az elemzések nagyrészt a programok előrehaladását írták le, s inkább csak burkoltan bírálták a korábbi programokat, például amikor az újabb tőkeprogramok szükségessége mellett érveltek, illetve amikor

megindokolták, hogy a korábbiakhoz képest az új programozási szakaszokban mit és miért kellene változtatni.

A 2007–2013-as időszakra szóló uniós források felhasználására épülő Jeremie-programot megalapozó hiányelemzés például a korábbi (tisztán költségvetési forrásokat befektető) kockázatitőke-társaságok tevékenységéhez képest jelentős elmozdulást várt az új (állami és nem állami forrásokkal dolgozó) hibrid alapok működésétől. A korábbi időszakban ugyanis a széttagolt rendszerben, párhuzamosan működő állami tőketársaságok tevékenysége nem volt összehangolt, s a költségvetésből kockázatitőke-befektetésre elkülönített források felhasználása nem volt átlátható és hatékony. A kereslet elemzése kimutatta, hogy a privát tőke jóformán alig vett részt a kis összegű befektetést igénylő cégek finanszírozásában, így az egymillió euró alatti ügyleteket kizárólag, az 1–2,5 millió euró közötti befektetéseket pedig döntő mértékben az állam finanszírozta. A 2007-ben készült elemzés igen jelentős, hétmilliárd eurós finanszírozási szakadék létezésére következtetett a hazai piacon (GKM [2007]).

A Széchenyi Tőkebefektetési Alap új befektetési konstrukciójának az EU-val való elfogadtatásához a KPMG által 2012 nyarán készített újabb hiányelemzése idején már működtek a piacon a Jeremie első körében az állam közvetítésével feltőkésített alapok. Az elemzés szerint a Jeremie-projektrel ugyan megtöbbszöröződtek a befektetések a korai szakaszban lévő vállalatokba, de változatlanul problémát okozott, hogy a már működő Jeremie-alapok – a hivatalos befektetési politikájukban esetleg szereplő kisebb alsó értékhatár ellenére – mérethatékonysági okokból elsősorban a 150 millió forint feletti befektetéseket célozták meg. Így továbbra is finanszírozó nélkül maradtak az 50–150 millió forintos befektetési tartományban lévő vállalkozások, mivel ezek az üzleti angyalok számára túl nagyok, a kockázati tőkések számára pedig túl kicsinek bizonyultak, a Széchenyi Tőkebefektetési Alap pedig a rá korábban vonatkozó 200 ezer eurós értékhatár miatt nem tudta vállalni e vállalati kör finanszírozását. Ráadásul a Jeremie-program ekkor már tervbe vett folytatása sem ígért e téren megoldást, mert a Jeremie magvető alapok a 150 ezer eurónál kisebb befektetési kínálatot, míg az új Jeremie növekedési alapok még a meglévőknél is nagyobb méretkategóriát kívánták bővíteni. A KPMG elemzése szerint így finanszírozó nélkül maradtak a két-három éve működő, de még korai növekedési fázisban lévő, továbbá a 25–200 millió forint közötti befektetéseket kereső cégek (KPMG [2012]).

A KPMG-nek az EU számára a 2007–2013 közötti GOP-ot elvileg lezáró évben – amikor az uniós szabályok értelmében a Jeremie-alapok befektési időszakából két év volt hátra – készített tanulmánya a Jeremie-alapok működésének javára írta, hogy segítségükkel részben sikerült ellensúlyozni a válság kockázatitőke-piacra gyakorolt hatását, s hogy a források korábban nem tapasztalt mértékben támogatták a korai fázisú befektetéseket. Ugyanakkor a befektetések innovatív jellegét, amelyet a program a célzott vállalati kör 60 százalékánál követelte meg, nem lehetett egyértelműen definiálni. Ez az elemzés ismét rámutatott, hogy a növekedési alapokat nem érdekelték a kisebb, 20–40 millió forintos projektek, jellemzően a 100 millió forint feletti üzleteket vették célba. Megállapítása szerint a kockázati tőke sajátosságai miatt a programok teljesülése elhúzódott, és a befektetések regionálisan egyenetlenül helyezkedtek el. Az elemzés úgy találta, hogy a magyar *piac túl kicsi* volt a kockázatitőke-befektetésekre allokkált forrásokhoz képest. Az innovatív kis- és középvállalkozások alacsony száma már maga is kérdésessé tette az állami tőke támogatásával megvalósult befektetések innovatív jellegét (KPMG [2013]).

Az eddigi legtöbb adattal alátámasztott, ám változatlanul a megrendelő szempontjait tükröző, így szükségképp nem objektív értékelést a hazai kockázatitőke-piacról, ezen belül az állami kockázatitőke-programokról a Deloitte tanácsadó cég készítette: a hiányelemzést azért rendelte meg tőle az uniós források elosztásáért felelős MFB, hogy megalapozza a 2014–2020-as költségvetési időszak idején igényelt uniós forrásokat. Mivel a Deloitte hozzáférhetett az összes hivatalos adatbázishoz, s ismerte az állami szervek jövőbeli terveit, az értékelés egyúttal lehetővé teszi, hogy megismerjük az állami szféra meghatározó képviselőinek véleményét is az eddigi tőkeprogramokról. A tanulmány a jövőbeli állami kockázatitőke-programok számára számos olyan változtatást javasolt, amely biztosíthatja az újonnan beérkező források eredményesebb felhasználását. Nyíltan nem bírálta a korábbi programokat, de a javaslatok közvetve a korábbi programok gyengeségeire is rámutatnak.

E tanulmányhoz viszonyítva a kockázatitőke-programok eredményeit *ex post* értékelő *Equinox* [2016] tanulmány és a pénzügyi eszközöket értékelő *Századvég* [2016] tanulmány kevésbé volt kritikus. A Jeremie-programot és a Széchenyi Tőkebefektetési Alap tevékenységét együtt számba vevő mindkét anyag – amellet, hogy részletesen ismerteti e kétfajta kockázatitőke-program eredményeit, azaz részletes áttekintést

nyújt az említett állami befektetők portfóliószerkezetéről – összesített adatokat is közöl a kockázatitőke-befektetésben részesített vállalkozások gazdálkodásának alakulását jelző adatokról is. Az *Equinox* [2016] új elemként becslést is ad – a vállalatértékelés iparági szorzószámokon alapuló módszerével – a cégek értékére és annak változására. Mindkét felmérés a programok fő pozitívumának a kockázatitőke-piac megerősítését és a kapcsolódó állami és piaci intézményrendszer létrehozását, szereplőinek tapasztalatszerzését és a kockázati tőke megismertetését tekintette. Bemutatnak néhány olyan sikertörténetet is, amelyek szereplői jelentős növekedést értek el a nemzetközi piacokon is. Végül eredményként könyvelik el azt is, hogy az állami részvétellel sikerült a privát befektetők kockázatát annyira csökkenteni, hogy az növelje befektetési hajlandóságukat, s így hozzájáruljon a piacon elérhető tőke mennyiségének növekedéséhez. Az *Equinox* [2016] elemzés – a *Deloitte* [2016] megállapításához hasonlóan – kitért a kockázati tőke iránti kereslet szűkösségére, amikor megállapította, hogy „a piac mérete a határait feszegeti”, ezért a szerzők felhívták a figyelmet az igényeket felmérő *ex ante* elemzés elvégzésének fontosságára.

Az *Equinox* [2016] hangsúlyozza, hogy mind a Jeremie-alapok, mind az SZTA befektetési politikája eltért a klasszikus piaci kockázatitőke-alapokétól, azaz a Jeremie-alapok a privát befektetőkhez képest jobban törekedtek portfóliójuk kockázati diverzifikációjára, tekintve, hogy nagy számban támogattak olyan céltársaságokat, amelyek nem növekedési, hanem biztos *cash flow* termelő képességük révén kecsegtettek megfelelő hozammal – sőt az SZTA deklaráltan a nagyobb és nem feltétlenül innovatív vállalkozásokat is finanszírozta.

A *Századvég* [2016] szerint, mivel az SZTA nem kívánt versenyezni a már futó Jeremie-program alapjaival, ezért az általa megcélzott vállalati kör és befektetési mérettartomány kialakításakor az volt a cél, hogy az alap kiegészítse a Jeremie-alapok tevékenységét, s egyben elősegítse a regionális operatív programok céljainak teljesülését. Így az SZTA elsősorban a hagyományos iparágakban működő, főleg gyártócégeket célozta meg kisebb összegekkel. Az SZTA 2013-tól alkalmazott egyedi tőketermékei esetében is kisebb volt a tőke összege, mint a Jeremie-alapok által adható befektetés.

Az állami támogatások szabályrendszerének 2014-es felülvizsgálatát követően azonban a kétféle program befektetései már hasonló mére-

tűekké válhattak. Ennek ellenére a kizárólagosan állami és a hibrid tőkealapok között a *Deloitte* [2016] elemzés sem talált kizorító hatást.

Míg az állami tőkealapok a hagyományos iparágakban működő cégeket is finanszíroztak, s a Közép-Magyarország régióban is tevékenykedtek, a Jeremie-alapok inkább a nagy növekedésre képes, innovatív *startup* cégeket keresték, és a vidéki régiókra koncentráltak. S miután a kizárólagos állami alapok önmagukban egyébként sem tudták volna a piacot tőkével ellátni, az anyag készítői szerint mindkét csoport létjogosultsága indokolt volt.

A kockázati- és magántőke-befektetések sikerességét *Deloitte* [2016] három dimenzióban ragadta meg: a kockázatitőke-alapok által elért hozam nagyságát, az abszorpció gyorsaságát, illetve a nemzetgazdaságra gyakorolt hatást tekintette a siker fokmérőjének. A Jeremie-alapok által elért éves átlagos hozam nagysága azonban az anyag szerint nem volt meghatározható, mert ezt a tőkealapok teljes futamidejére kell kiszámolni, ám az alapok még nem érték a futamidejük végére. Az abszorpció gyorsaságát vizsgálva a tanulmány megállapította, hogy 2010 és 2015 között az alapok rendelkezésére álló 135 milliárd forint körülbelül 70 százalékát szerződték le, összesen mintegy 250 kedvezményezett cégnél. Az érvényes ösztönzési rendszer nem tudta kezelni a befektetések megfelelő időzítését. A tőkeprogramokat a befektetési időszak lezárultával, azaz a meghosszabbított befektetési időtartamot követően elemző másik két tanulmány szerint végül sikerült a befektetések volumenére vonatkozó terveket teljesíteni. A végső egyenleg azonban csak akkor lesz megvonható, ha az ügyletek elszámolhatóságát az illetékes auditáló európai hatóság is jóváhagyja. Végül a nemzetgazdaságra gyakorolt hatást illetően a *Deloitte*-elemzés a befektetések révén kialakuló „*startup* ökoszisztéma” pozitív hatásait és nemzetgazdasági jelentőségét emelte ki. A program katalizátorhatását elemezve azt állapította meg, hogy a privát forráskihelyezés aktivitásának emelkedése időben egybeesett a Jeremie-alapok megjelenésével, s a programok elindulásának hiányában a privát tőke jelentős része valószínűsíthetően nem vagy csak korlátozottan jelent volna meg a kínálati oldalon.

A *Deloitte* [2016] értékelése az ösztönzés kérdésre is kitért, s megállapította, hogy az alapkezelői díjaknak a jegyzett tőke maximum három százalékában való rögzítése nem ösztönözte eléggé a kihelyezéseket. Alkalmasabb lett volna, ha a ki nem helyezett források után alacsonyabb, a

kihelyezettek után pedig magasabb a díjazás. Az ösztönzés másik eleme a sikerdíj, amely csak akkor jár, ha az alapok befektetői által előírt hozamkövetelmény már teljesült. Az állam a privát befektetők ösztönzése érdekében teljes egészében átengedte az előre meghatározott elvárt hozam feletti részt, amelyből az alapkezelők 10–30 százalékos arányban részesedtek. Az ösztönzés harmadik összetevője az volt, hogy az esetleges veszteséget az alapok privát befektetőinek nem kellett tőkájuk arányában fedezniük. Ennek tapasztalatait a Deloitte vizsgálata nem mutatta be, s nem tért ki arra, hogy előnyös vagy hátrányos volt-e a program sikere szempontjából, hogy a privát befektetőknek a nemzetközi gyakorlathoz képest számottevően kevésbé kellett viselniük a veszteségeket.⁸⁶

Az *Equinox* [2016] azt állapította meg, hogy az uniós források hazai kezelője nem állított fel kiemelt hozamkövetelményeket a Jeremie-alapok kezelői számára, amikor a költségeken és díjakon felül csupán az érvényes alapkamatlábnak megfelelő hozamra tartott igényt. Az SZTA esetében – ahol a forráskezelő és az alap kezelője nem vált külön – a forráskezelő igényei lényegesen alacsonyabbak voltak, mint a hasonló piaci alapú befektetések esetében, hozzávetőlegesen 10-12 százalékos tőkearányos megtérülés volt az előírás. Az alap azon ügyleteinél, ahol privát befektetők is társultak a befektetésekhez, az EU által Magyarországra meghatározott referenciakamat feletti 400 bázispont volt az állam hozamkövetelménye. Ennek eléréseig a befektetők arányosan részesülhettek a hozamokból, az e feletti rész 30 százaléka volt jogosult az SZTA. (Az elvárt hozam + 300 bázispont feletti részből az SZTA 15 százalékban kívánt részesedni.) Az SZTA esetében az állam hozamkövetelményét összességében minősíti, hogy az *Equinox* szerint az alap a kihelyezett tőke nominális visszatérülésén túl nem számol lényeges nyereséggel.

Az alapok méretét illetően egybecseng mindhárom értékelő anyag véleménye. Az *Equinox* javaslatai között szerepelt a korábbiaknál valamivel nagyobb alapok létrehozása a méretgazdaságossági és diverzi-

⁸⁶ Az anyagban közölt adatokból az látszik, hogy a Jeremie-program első és későbbi forduló között eltelt időben 5 százalékról 10 százalékra emelkedett az első veszteségek állami átvállalása, azaz nőtt a privát befektetők kedvezményezése, a további veszteségek fedezése viszont már egyaránt tőkearányosan történt. A magvető alapok esetében a – relatíve sokkal kockázatosabb ügyleteknél – a keletkező első veszteségek 15 százalékát vállalta át az állam, s az alapok többi befektetőjének csak ezt követően kellett viselnie a rossz döntések kockázatát (*Deloitte* [2016]).

fikálási szempontok érdekében. A *Deloitte* [2016] megállapította, hogy az előző költségvetési időszakban a 25 alapkezelő által kezelt 28 alap némileg elaprózott struktúrának bizonyult. Az alapkezelői csapatok túlságosan kicsik voltak ahhoz, hogy megfelelően diverzifikálják kockázataikat. Ennek alapján az értékelés arra a következtetésre jutott, hogy az új alapok méretét a jövőben a mérethatékonyság kihasználása érdekében érdemes lenne növelni. A javasolt minimális méret a nem állami hozzájárulással együtt 8-10 milliárd forint, a magvető alapoknál pedig 4 milliárd forint felett lenne.

Az anyag szerint a magvető finanszírozás esetén a korábbiaknál nagyobb arányú uniós forrásokra és jelentős szektorális szaktudásra lenne szükség. Növelni kellene a magvető alapok által befektethető összegeket, és a befektetésre vonatkozó időbeli korlátokat meg kellene szüntetni. Az ilyen alapok kezelőinek díját célszerű lenne növelni, s a portfóliócégek kiválasztásakor az életkor helyett az elért árbevételt kellene alapul venni. A hagyományos iparágakban a nem hitelképes, forráshiányos kis- és középvállalkozások részére a hitelt és saját tőkét kombináló *mezzanine* finanszírozás lenne a megoldás. A *Deloitte* – az uniós szabályok változási irányával egyezően – azt javasolta, hogy a nem állami források mértékét célszerű lenne a finanszírozás jellegével összhangba hozni, s a magvető alapok (és befektetési ügyleteik) számára alacsonyabb privát hozzájárulási arányt megállapítani. Minél korábbi életciklusban lévő vállalkozást finanszíroz egy alap, annál nagyobb állami részesedés nyújtására kellene lehetőséget adni. Növekedési alap esetében a nem állami hozzájárulás 40-50 százalék, magvető alapokéban 10 százalék lehetne.

A hazai piac felszívóképességének határait már amúgy is feszegető állami tőkekínálat ellenére a *Deloitte* [2016] szerint a magvető fázis kockázatosságából adódó kisebb befektetési hajlandóság ellensúlyozásához az új költségvetési időszakban felmerülhet az állami szerepvállalás mértékének növelése, ami a tanulmány megrendelőjének korábban napvilágra került terveit látszik alátámasztani. Az elemzés a következő hétéves költségvetési periódusban 140–165 milliárd forint közötti tőkehiánnyal számolt.

A *Deloitte* szerint a keresleti oldalon a 2007–2013 közötti időszakban a vállalatok életciklusának és az alapokból elérhető támogatások összhangjának hiánya keresletkorlátozó tényezőt jelentett, a források elköltésének

földrajzi megkötése pedig rontott a lehetőségeken. A jövőre vonatkozóan e tanulmány arra az álláspontra helyezkedett, hogy a teljes keretösszeget nem célszerű egyszerre kihelyezni, érdemes egyidejűleg elindítani a magvető és a növekedési fázisú cégek támogatását.

Mindhárom értékelő tanulmány egyetértett abban, hogy a kockázati-tőke-befektetések szempontjából nem volt előnyös Magyarország regionális felosztása s a támogatások ilyen módon történő kezelése. A potenciális végső felhasználói kör erőteljesen Budapestre és agglomerációs körzetére korlátozódik, ami nem volt összhangban az uniós regionális kihelyezési előírásokkal. Ezért az állami megrendelésre készült elemzések szerint a központi költségvetés aktívabb szerepvállalására lenne szükség ahhoz, hogy a közép-magyarországi *startup* cégek támogathatók és a szektorban rejlő lehetőségek kiaknázhatók legyenek. A *Századvég* [2016] elemzése szerint a 2007–2013-as tervezési időszakban alkalmazott pénzügyi eszközökkel kapcsolatos egyik legfontosabb tapasztalat az volt, hogy az alapkezelők oldalán hiányoztak vagy alig jelentek meg a mentori, inkubációs funkciók.

Mivel az állami források befektetésére vonatkozó adatok a hazai gyakorlatban banktitoknak minősülnek, az elemzéseket csak a hatóságok (illetve megbízottaik) végez(tet)hetik el. Amennyiben ilyen elemzések nem készülnek vagy nem kerülnek nyilvánosságra, akkor csak korlátozott vélemény alkotható az állami tőkeprogramok gazdaságfejlesztő szerepének eredményességéről.⁸⁷ A 2016 előtti időszakban – kormányzati értékelések vagy ezek nyilvánossága hiányában – több kísérlet született mind a sajtó,

⁸⁷ A GINOP Monitoring Bizottság 2016. májusi ülésének emlékeztetője részletes értékelést helyezett kilátásba a 2007–2013-as időszakban alkalmazott kockázati-tőke-termékekről, s tervbe vette a Széchenyi Tőkealap forrásainak vizsgálatát is. Az ígéret szerint az egyik elemzés kifejezetten a kis- és középvállalatokra vonatkozó hatásértékelés lenne a vissza nem térítendő és a visszatérítendő támogatások hasznosulásáról. A jegyzőkönyv szerint az értékelések nyilvánosak lennének. A kockázati tőkéről készülő értékelés azt vizsgálná, hogy hogyan hatottak a támogatások a kedvezményezett vállalkozások helyzetére, illetve hogy milyen eredményességet tudnak a befektetők a kockázati-tőke-befektetéseikkel kapcsolatban realizálni. Az első kérdésre a legalább egy üzleti évet lezárt és támogatott vállalkozások vállalati eredményességét jelző (pénzügyi és foglalkoztatási) adatok változása alapján vár választ a kormány. A második kérdésre a várható sikeres kivásárlások száma és a realizált hozamok alapján adna választ azzal, hogy az alapkezelők eredményessége hogyan viszonyul a befektetési politikában előre rögzített elvárásokhoz (*Emlékeztető* [2016]).

mind pedig a tudományos élet képviselői részéről, hogy a tőkebefektetésben részesült vállalkozásokról nyilvánosan elérhető cégbírósági adatok, illetve mérlegadatok alapján képet alkossanak az állami forrásokból származó tőke hasznosulásáról. Közvetett módon ugyancsak hozzájárulnak az összkép kialakításához a kockázati és magántőkével sikerre vitt azon cégek történeteiről tudósító esettanulmányok is, amelyek állami alapkezelőtől kapták a tőkét. Ezek az „alulnézetből” készített és szükségképp nem teljes körű adatokon alapuló elemzések sok esetben nem számolnak a befektetések beéréséhez szükséges időtartammal, s mindenképpen csak részben pótolják a hiányzó értékeléseket.

Az elkészült anyagok közül kiemelkedik egy, a Figyelőben 2016-ban megjelent részletes elemzés (*Bucsky* [2016c]), amely nyilvános cégnyilvántartási adatokat áttekintve vizsgálta a Jeremie-alapkezelők által finanszírozott cégek mérlegadatait. A cikk következtetése szerint nagyon rosszul teljesítettek a befektetésben részesült cégek. Visszafogott növekedés, valamint veszteség jellemezte az alapok által finanszírozott cégeket. Az írás az alapkezelők harmadára becsülte a profi alapkezelők arányát, ők valóban tanácsokkal, kapcsolatrendszerrel is segítették társaságaikat a növekedésben, a nemzetközi piacra való kilépésben. Az adatok szerint a cégeladások, a nemzetközi terjeszkedés jól beazonosíthatóan csupán négy-öt alap portfóliótársaságaira volt jellemző, míg a többi portfóliócég nem volt képes nagyfokú növekedésre. Az elemzés következtetése szerint célszerűbb lett volna jóval kevesebb, de valóban magas szintű szakmai ismeretekkel rendelkező alapkezelőt állami tőkével megfinanszírozni, s akkor nem veszett volna kárba ilyen sok közpénz.

A Debreceni Egyetemen jelenleg is folyó empirikus kutatás a Figyelő által alkalmazott módszerhez hasonlóan, cégnyilvántartási adatokon alapuló elemzés útján igyekezett a Jeremie-alapok tevékenységének hatását értékelni (*Becsky-Nagy-Fazekas* [2017]). A vizsgálat 310 Jeremie-befektetésben részesült vállalkozás éves beszámolóját alapul véve tekintette át e cégek pénzügyi helyzetét 2015 végéig. Az elemzés szerint a cégek összességében jelentős veszteséget halmoztak fel, ami – tekintettel a magvető és korai szakaszban végrehajtott befektetésekre – egyfajta „életkori sajátosságként” is felfogható. Ezzel szemben az életkor előrehaladtával a profitot termelő vállalkozások stagnálása már kevésbé menthető. Az árbevételek csekély mértékű növekedése miatt a tanulmány elsősorban a piaci expanzió hiányát tartja problematikusnak. Az adatok azt is jelzik, hogy

miközben a vállalkozások többsége nem képes sikeres piaci növekedésre, elkülönül a vállalkozásoknak egy kimagasló teljesítményt nyújtó kisebb köre. Ugyanez a kép rajzolódik ki a foglalkoztatottak számának alakulásából, amely a vállalkozások többségénél az első két-három év enyhe emelkedése után megreked, sőt visszaesik, míg a cégek egy jól elkülönülő kis csoportjánál fokozatosan tovább emelkedik.

Az anyag végkövetkeztetése szerint olyan vállalkozások is tőkéhez jutottak, melyek üzletileg kevésbé voltak perspektivikusak. A tanulmány ezt részben a „mesterségesen gerjesztett kínálati oldali felélénkülés” kapcsán a tőke átmeneti túlkínálatával, részben pedig a szabályozás miatti erős kihelyezési kényszerrel magyarázza.

A fenti tanulmánynál pozitívabb képet fest az állami megrendelésre 2016 novemberében a finanszírozott cégek gazdálkodási mutatóit elemző *Equinox* [2016] elemzése, amely a legalább hároméves befektetési múltú vállalatok helyzetének változását a gazdálkodási adatokon és a vállalatértékelés iparági szorzószámokon alapuló módszerével becsülte meg. Szerinte a vállalkozások helyzete a szerződéskötés óta a vállalkozásméretet jelző létszám és árbevétel szempontjából mérsékelten, de egyértelműen javult. Az üzemi eredmény befektetés utáni csökkenő trendje ugyan megváltozott, és növekedésnek indult, de továbbra sem került pozitív tartományba. Az árbevételi adatokon alapuló szorzószámossal vállalatértékelés segítségével nyert portfólióértékek pozitív tendenciát mutattak (*Equinox* [2016]).

A pénzügyi eszközöket értékelő *Századvég* [2016] a finanszírozott vállalkozások gazdálkodási mutatóinak alakulása mellett kitér a befektetést végző alapok eredményességére is. Ennek fő mérőszáma a nettó eszközérték, azaz hogy mennyit érnek az egyes alapok befektetési eszközei. E mutató alapján az alapok működésének eredményességét csak az alapok megszüntetésekor lehet megítélni, azaz amikor végleg megtörténik a portfóliócégekből a kiszállás. Ezt megelőzően azonban a nettó eszközérték nem alkalmas az összehasonlításra. A tanulmány utal rá, hogy a programok indulása óta eltelt idő még nem elég hosszú robusztus megállapításokhoz – a vizsgálatot később megismételve, különösen a befektetők kilépésekor, illetve az alapok zárásakor, már hasznos információk szülehetnek. A teljes portfólióhoz viszonyítva ugyanis 2016 végén még igen alacsony volt a kilépések aránya, ami azonban a tanulmány szerint megfelel a korábbi várakozásoknak és a hasonló programok azonos fázisában jellemző kiszállási aránynak.

A befektetések értékeléséhez valóban reális alapot nyújt, hogy a befektetők ki tudnak-e szállni a részben vagy teljesen állami tőkével finanszírozott vállalkozásokból, azaz az állami tőkét befektető alapok el tudják-e adni részesedésüket más privát vagy hibrid, esetleg tisztán állami befektetőknek, s a befektetéseik összegéhez viszonyítva milyen árfolyamon tudják ezt megtenni. Egy piaci alapon működő befektetői csapat szakmai alkalmasságát és rátermettségét csak vonzó hozamokkal végrehajtott kilépésekkel tudja bizonyítani. Az állami kockázatitőke-programokban részt vevő alapok sikeres szereplése az állam szempontjából azt jelenti, hogy az alapok a befektetéseikhez eredetileg kapott állami forrásokat – a portfólióikba választott korai fázisú, innovatív, kevésbé fejlett régiókban található cégekből való – kiszálláskor az elvárt hozammal növelt értéken visszafizetik a forráskezelőnek. A hibrid alapoknak emellett privát befektetőik hozamkövetelményeit is teljesíteniük kell, azaz olyan kiugró növekedésre képes innovatív cégekből is magas hozammal kell kilépniük, amelyek finanszírozásának kockázatát az alapok privát tulajdonosai az állami hozzájárulás nélkül nem vállalták volna.

A *Deloitte* [2016] felmérése mindössze négy nyereséget felmutató, sikeres Jeremie-kiszállást talált. *Becsky-Nagy–Fazekas* [2017] adatai szerint a Jeremie-alapok esetében 24 kiszállásra került sor, ebből az eladás 8 esetben veszteséggel történt, 5 esetben az érintett cégek menedzserei vették meg a befektetők részesedését részlegesen vagy teljesen, s a befektető alapoknak 11 alkalommal sikerült stratégiai befektetőknek továbbadni a részesedésüket. Az *Equinox* [2016] a Jeremie-alapoknál 7 teljes, az SZTA-nál pedig 18 teljes és 3 részleges kilépésről számolt be. A pénzügyi eszközöket értékelő *Századvég* [2016] az állami Fontium-adatbázis alapján 25 kilépésről tudósít, s úgy véli, 4 kivételével a legtöbb esetben vagy leírás történt, vagy a kilépés csak nominális megtérülést hozott. 2016 végéig – a végrehajtott több mint 380 befektetési ügyletből a sajtóban 10 kiszállásról jelent meg nyilvános információ, míg a kizárólag állami forrásokat kihelyező Széchenyi Tőkebefektető Alap szerint az általa finanszírozott, 90-et meghaladó befektetésből a részleges és teljes kiszállások száma 21 volt.⁸⁸ A kilépéseinél a tulajdo-

⁸⁸ Az MNB által 2015 elején készített hivatalos felmérés szerint, amely nemcsak az állami tőkét kezelő, hanem az összes magyarországi bejegyzésű – állami, hibrid és privát – kockázati- és magántőkealap által közölt adaton alapult, a 2010 és 2014

nosi visszavásárlást elsődleges megoldásnak tartó SZTA a *Századvég* [2016] értékelése szerint az alapkezelési díját, a kihelyezett források volumenét, valamint az ügyletek számát alapul véve a Jeremie-alapoknál hatékonyabban működött, s működése értékes tapasztalatokkal járult hozzá az állami tőkeprogramokhoz.

Az állami tőkeprogramok eredményességét közvetetten minősíti az innovatív befektetések megvalósulása, hiszen az állam a gazdaság fejlődéséhez ezen cégek létrejöttét és megerősödését különösen fontosnak tartja. Az *Equinox* [2016] adatai szerint összességében a Jeremie-alapok által finanszírozott vállalkozások kétharmada minősült innovatívnak, bár a program előrehaladtával e követelmény puhult. Mivel a programok keretében finanszírozott vállalkozások aránya rendkívül alacsony az összes hazai cégen belül, így nem meglepő, hogy az állami tőkeprogramoknak nem volt országosan érzékelhető hatása, azaz a 2007–2013-as költségvetési időszakban a kis- és középvállalkozásoknak juttatott jelentős források ellenére a cégek versenyképessége érdemben nem változott (*Szerb* [2015]). Sőt az innovatív vállalkozások aránya a magyar gazdaságban – a KSH adatai szerint – a 2008–2010. évi 30,6 százalékról a 2012–2014-es idősakra 25,6 százalékra még vissza is esett (*Varga* [2016]). Mivel a finanszírozási gondok nem okai, hanem kísérőjelenségei a más területen tapasztalható problémáknak, e problémák megoldása sem lehetséges csak a finanszírozási források bővítésével, így többek között az igénybe vehető kockázati tőke állami forrásokkal történő jelentős bővítésével. A magyar társadalom pedig változatlanul idegenkedik a versenytől, s a gazdaság egyik fontos hajtóereje, a verseny korlátozott. Ez érződik az ország innovációs teljesítményét jelző mutatókban, a vállalkozói magatartás torzulásaiban (járadékvadászat) és az üzleti világ erkölcsi és bizalmi értékrendszerének leépülésében (*Varga* [2016]).

Az állami kockázati tőke-programoknak a finanszírozott vállalkozásokra gyakorolt hatása mellett az értékelések további vonulatát adják a kockázati tőke-alapok kezelőinek és az érintett vállalkozások képviselőinek megkérdezésén alapuló felmérések. Ezek sorába tartozik a Széchenyi

első feléve közötti időszakban 50 kiszállás valósult meg. Ebből 30 esetben került sor eladásra, amiből 2 céget a Jeremie-alapok adtak el, míg 10 befektetés kudarcot vallott, azaz könyvleírással végződött (*MNB* [2015]).

Tőkebefektetési Alap 2015-ben készített felmérése, amely száz fő bevonásával azt vizsgálta, hogy a befektetői szakma, a tőkebevonásban gondolkodó cégek, illetve az SZTA által korábban finanszírozott vállalkozások hogyan vélekedtek az alap tevékenységéről. A megkérdezettek – akiknek egy része nyilván nem elfogultságmentesen válaszolt – az alap működési elvét egyértelműen pozitívnak ítélték, 85 százalékuk szerint hiánypótló és szükséges volt a tevékenysége, különösen mivel egy „elhanyagolt” piaci szegmenst finanszírozott. A válaszadók közel 90 százaléka úgy nyilatkozott, hogy a célpontok kiválasztása szakmai szempontok szerint történt, s azon válaszadók 83 százalékának, akik az alaptól forrásokhoz jutottak, az volt a véleménye, hogy az alap tevékenysége segítette növekedésüket, és javította piaci kilátásaikat (SZTA [2016]).

Az MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézetében 2015 nyarán végzett kérdőíves felmérés ugyancsak az alapkezelők véleményét vizsgálta a Jeremie-program hasznosságáról és feltételrendszeréről. A válaszadók több mint 80 százaléka egyetértett azzal a megállapítással, hogy az állami kockázati tőke, beleértve a Jeremie-programot, igen pozitív szerepet játszott a gazdaság fejlesztésében, s ezért több mint 60 százalékuk a jövőben is szükségesnek látta az állami részvétel folytatását. Az alapkezelők egyöntetűen úgy gondolták, hogy a program sikerét a kockázati-tőke-ágazatban megszokott módon csak több év után lehet majd lemérni, amikor a befektetésekből kiszállnak a kockázati tőkések. Az alapkezelők háromnegyede úgy vélte, hogy a Jeremie-program keretében túl sok tőke ömlött egyszerre a piacra, amit nagyon rövid idő alatt kellett kihelyezni. Mivel a Jeremie-program kapcsán először fordult elő, hogy az állam a hazai privát szféra bevonásával igyekezett a kockázati-tőke-piac működését fellenlíteni, az állami és nem állami befektetők együttműködésének kérdése is hangsúlyosan szerepelt a felmérésben. Ennek problematikus voltát a válaszadók igen magas, 80 százalék feletti arányban jelezték, miután úgy találták, hogy a program visszaélésekre adott lehetőséget, s a sikerét politikai összefonódások veszélyeztették (Karsai [2016]).

Ugyancsak az alapkezelői szakma véleményét tolmácsolta a kockázati- és magántőke-ágazat elmúlt 25 éves tevékenységének értékelése kapcsán a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület elnöke (Zsembery [2016b]). Az elnök a Jeremie-program újdonságaként kiemelte, hogy privát tőkét is bevontak az állami források mellé, valamint hogy korábban még nem volt példa ekkora mértékű kockázati-tőke-bevonásra

Magyarországon. Úgy vélte, hogy bár a kockázati tőke már évtizedekkel korábban is jelen volt az országban, de az alapok többsége a kelet-közép-európai régió egészére koncentrált. Az intézményi rendszer korábban Magyarországon nem tudott elegendő forrást nyújtani,⁸⁹ s a privát befektetők sem szándékoztak a magyarországi keresletet teljes egészében kielégíteni. A Jeremie-programmal ez a helyzet változott meg. Az elnök véleményét alátámasztja, hogy 25 európai ország rangsorában Magyarország 5–6. helyezést ért el a 2011 és 2015 közötti évek átlagát tekintve a kockázati tőke-befektetések értékének GDP-ben mért aránya alapján. (A 4. fejezet *Függelékének* összefoglaló *F4.10. táblázata* közli az európai országoknak a kockázati tőke-befektetések GDP százalékaiban mért értéke alapján kialakult rangsorát.)

A szakma pozitívan értékelt, hogy a Jeremie-program beindította a magyar *startup* ökoszisztéma felépülését, új alapkezelők jöttek létre, befektetési szakemberek képezték ki magukat, és keresték az ígéretes befektetési lehetőségeket. Az uniós támogatás, a hozamkorlátozás és a veszteségminimalizálás mind nagyon jó hírvoszavak voltak, így a befektetés még úgy is vonzó maradt, hogy sok alapkezelő jelent meg a piacon. Az olcsó pénz lehetősége és az egyértelműen túlzó forrásbőség azonban magával hozta a kérdéses alapkezelői megoldásokat is. Így a Jeremie-program, miközben hozzájárult a piac (és részben az alapkezelői szakma) megerősítéséhez, egyúttal lehetőséget adott az uniós pénzek elpazarlására is. A pályázat vonzó keretrendszere sok befektetőt megmozgatott, azonban csak kevés alap esetében maradt a tulajdonos a háttérben, s delegálta a befektetések végzését szakemberekre. Csak néhány alapkezelő tudott piaci forrásokat gyűjteni. A problémák és a sajátos megoldások egy része is épp ebből a szereptévesztésből adódott (*Zsiborás* [2015a]). A szakmát megosztotta az alapok indításának gyors egymásutánja, egyre többen vetették fel, hogy a forrásbőség a program sikerét veszélyezteti. Többen tartottak attól, hogy a tőke túlkínálata és az alapokat terhelő befektetési kényszer ahhoz vezet, hogy sok, valódi növekedésre nem képes vállalkozás is tőkéhez jut (*Zsembery* [2016a]).

Néhány imponáló sikertörténet ellenére az igazi áttörés elmaradt, mivel az induló, magvető cégeknél nem bizonyult hatékonynak a támo-

⁸⁹ *Szerb* [2009] becslése alapján 2009-ben a magyarországi vállalkozások töredéke, mintegy 400-600 vállalkozás lehetett alkalmas kockázati tőke bevonására.

gatás, miközben a programba sok, eleve életképtelen vagy érdemtelen vállalkozás került, részben azért, mert a befektetések szűkre szabott háttárideje sürgette az allokációt, részben pedig az igényekhez képest túl sok forrás állt rendelkezésre (24.hu [2016], *Becsky-Nagy-Fazekas* [2017], *Kállay* [2017]). A legnagyobb problémát az okozta, hogy Magyarországon fordított sorrendben épültek fel az innovatív cégeket támogató finanszírozási rendszer elemei: először a klasszikus kockázatitőke-alapok álltak fel, majd három évre rá a magvetőtőke-alapok, a 2014. évi pályázat nyertes inkubátorai pedig 2015-ben indultak el. Emiatt előfordult, hogy egyes cégek finanszírozása nem volt folyamatos a teljes életciklusuk alatt, így volt, amikor forrásbőséggel, volt, amikor ennek fordítottjával szembesültek. A magyar piacon szereplő, Jeremie-forrásban részesült cégek egyszerűen nem érték el azt a méretet, amit a nemzetközi alapok elvárnak, amelyek jellemzően 10–20 millió euró értékű üzleteket keresnek (*Dzindzisz* [2015]).

A magyarországi kockázatitőke-piacról adott fenti értékeléssel egyetértve az állami tőkeprogramok eddigi gyakorlatából az látszik, hogy a befektetők túlnyomó többsége újabb uniós forrásokra vár, s intenzív kapcsolatokat épít ki azokkal az állami szereplőkkel, akiktől a költségvetési források elosztását reméli. A befektetők meghatározó része nem a versenyhátrányok kiküszöbölése érdekében és az alaptevékenység kiegészítéseként pályázik állami forrásokra, hanem valós piaci működés nélkül végzi folytatólagosan az állami tőkéből a kihelyezési tevékenységet (*Oszkó* [2016]). E negatív öszkép ellenére az is világosan érzékelhető, hogy a *startup* világ némi lendületet kapott.

Következtetések

Az állami kockázatitőke-programok áttekintése az EU 2007–2013 közötti ciklusával indult, amikor Magyarországon először nyílt lehetőség nagyobb összegű forrás igénybevételére kockázati tőke formájában, s a 2014–2020. évi ciklusban felhasználható forrásokból működő állami tőkealapok tervével ér véget. Mivel az új állami tőkeprogramok többségét már meghirdették, inkább csak elvileg van mód arra, hogy az első ciklusbeli tapasztalatok figyelembevételével történjen a kockázatitőke-piac fejlesztésére szánt új eszközök megtervezése.

A kockázatitőke-piacon fellépő forrásbőség Magyarországon egyértelműen az EU-transzfereknek köszönhető. A problémák egy része abból adódik, hogy rendkívül bürokratikus és a kockázati tőke befektetési logikájával számos ponton ütköző az uniós szabályrendszer, ami rányomja bélyegét a forráskihelyezések ellenőrzési mechanizmusára, továbbá a forrásfelhasználás beszámolási rendszerének a tartalmára.

A problémák másik köre abból származik, hogy a kormányzat folyamatosan átszervezte az állami tőkét kihelyező intézményrendszert, s a széttagolt, a gazdasági erőviszonyok szerint változó struktúra nem kedvezett a piaci követelményeknek. Miközben az állam a megszerezhető források minél teljesebb lehívhatósága érdekében minden EU-követelménynek igyekezett betű szerint eleget tenni, a versenypárti szemléletet, különösen annak szellemét nem vette át. Minden lehetséges módon került a nyilvánosságot. Így a kockázati tőke működési módját még kevésbé ismerő államigazgatási szakemberek és politikusok számára kevés visszajelzés érkezett, s a források kihelyezésében részt vevő közvetítő szervezetek, valamint a tőkét igénylő vállalkozók számára sem könnyítette meg a rendszer átlátását, a lehetőségek közötti eligazodást. Tág teret nyújtott viszont a szubjektivitásnak, a visszaéléseknek.

Az EU által előírt és a hazai gazdasági erőviszonyok változásai szerint folyamatosan változó feltételrendszer közepette a kormányzat figyelmen kívül hagyta a kockázatitőke-piac hazai fejlettségét. Túlbecsülte a piac felszívóképességét, mert nem vizsgálta meg a kockázati tőke iránti valódi keresletet, s így nem szembesült azzal, hogy a hazai cégeknek előbb inkubációs és üzleti angyali segítségre lett volna szüksége ahhoz, hogy a kockázatitőke-piac befektetői számára üzleti szempontból életképes ajánlatokat tudjanak kidolgozni.⁹⁰ Nem mérte fel azt sem, hogy az alapkezelői piacon még nem áll rendelkezésre annyi szakértelem, amennyi

⁹⁰ „A lassú ütemben történő tőkekihelyezés is jelzi, hogy nincsenek vagy nem elérhetők a befektetők számára kellő számban innovatív vállalkozások, vagy nem készek a kockázatitőke-befektetés fogadására. (...) Nem pusztán piaci tökéletlenségek vezettek az innovatív fiatal vállalkozások számára elérhető források szűküléséhez, hanem az adott vállalati kör fejletlensége és hiányosságai is hozzájárultak ahhoz, hogy nem jelentek meg magasabb számban befektetők a hazai kockázatitőke-piacon. Ebben az értelemben finanszírozási résről sem beszélhetünk, hiszen a finanszírozási rések piacképes, finanszírozásra alkalmas vállalkozások létét feltételezik.” (*Becsky-Nagy–Fazekas* [2015] 250. o.)

külföldi alapkezelők igénybevétele nélkül is biztosíthatná a tervezett összegű tőke hatékony befektetését. Az alapkezelők kiválasztásakor pedig nem gondoskodott arról, hogy a verseny tisztasága érvényesülhessen a járadékvadászattal szemben. A hibrid alapok meghirdetése előtt nem mérte fel, hogy van-e elegendő olyan – kisebb összegek befektetésére vállalkozó – intézményi befektető a magyarországi piacon, amely a piac beható ismeretében vállalni tudta volna az itteni befektetéssel együtt járó, rendkívül magas kockázatot, s amely ennek alapján kapcsolódhatott volna be az állam privát partnereként a tőkealapokba.

Az állami tőkeprogramok előrehaladásának és hatékony működésének értékelésekor a kormányzat nem a rendszer egészét elemezte, hanem egymástól elkülönülten, az EU-források eredete szerint vizsgálta a gazdaságfejlesztési programokra szabott keretek végrehajtását. Kevésbé érdeklődött a párhuzamosan alkalmazott programok kölcsönhatása, a hasonló funkciót más-más forrásból ellátó tőkebefektetők egymásnak teremtett versenye, illetve a forrásokhoz nem jutó cégek finanszírozási gondjainak megoldatlansága iránt.

Megfelelően kialakított információs rendszerben a kormány olyan adatokra alapozhatná a kockázati tőke állami támogatására irányuló döntéseit, amelyek a forradalmi innovációt megvalósító, a nemzetközi piacokat meghódító, a kiugró exportot felmutató cégek arányáról tudósítanának, amelyek bemutatnák, hogyan változott a kockázati tőkében részesült vállalkozások aránya az innovatív cégek körében, valamint amelyek tájékoztatást adnának a befektetéseken elért hozamokról. Kérdés persze, hogy ez egyáltalán célja-e a kormányzatnak. Az alkalmazott módszerek csak a tapasztalatlanság következményei-e, vagy a sajátos, sok tekintetben piacidegen magyar modell velejárói. A nyilvánosság hiánya ugyanis természetes következménye az államközpontú, lojális gazdasági csoportokra, nem pedig a versenyre építő gazdasági rendszernek.

A már meghirdetett új tőkeprogramok és a napvilágra került jövőbeli elképzelések arra utalnak, hogy az állam továbbra sem kívánja a legkorszerűbb állami részvételi megoldásokat alkalmazni a kockázati tőke-piac támogatásakor. A verseny erősítése helyett inkább annak kiküszöbölésére való törekvés látszik az alapkezelők kijelöléses rendszeréből, valamint a kizárólag állami forrásokból finanszírozott, rendkívül nagy méretű, új állami tőkealapok tervéből. Tekintettel arra, hogy a kockázati tőke

mint gazdaságfejlesztési eszköz az intézményrendszer kialakításának és működtetésének magas költségei miatt igen drága megoldás a gazdaság fejlesztését szolgáló másfajta pénzügyi eszközökhöz képest, nagy pazarlást jelent, ha az állami tőkealapok kockázati tőke fedőnéven, halasztott fizetésű hitel formájában nyújtják a forrásokat előre meghatározott időben történő, fix hozam melletti kiszállási megállapodással.

Hasonlóképpen nem biztató a külföldi befektetők szerepének figyelmen kívül hagyása, amelyek megjelenése elengedhetetlen lenne a kiugró lehetőségű vállalkozások számára a külföldi piacokon történő érvényesüléshez. Az államnak ösztönöznie kellene a külföldi tőke megjelenését a korábbi állami alapok által kezelt sikeres cégek további finanszírozása, külföldi piacra jutásuk elősegítése érdekében. A külföldi tőke megjelenése a többlettudás és többletforrások mellett azért is szükséges, mert csak az uniós forrásokkal vonzott külföldi és hazai intézményes privát források képesek kikényszeríteni a tiszta játékszabályokat, a haveri kapitalizmus eszközeinek háttérbe szorítását és a valós teljesítményt (*Oszkó [2016]*).

A kockázati tőke esetében akkor van lehetőség a versenyképesség növelésére, ha erősödik az autonóm döntéshozatal, azaz ha az állami tőkét kihelyező alapkezelők és az általuk finanszírozott cégek kiválasztása piaci szempontok szerint történik, s a kockázati tőkével megerősített vállalkozások valódi versenykörnyezetben fejlődnek. Az ilyen rendszerben nem az alapkezelők nemzeti hovatartozása, kormányzati kapcsolatai, illetve a finanszírozott cégek székhelye dönt az állami források piacának és a cégekbe történő befektetéseknek a kiválasztásánál, hanem a tőkekihelyezést és a kiválasztott cégek fejlődését elősegíteni képes tudás és szakmai kapcsolati háló, illetve azon képességek és lehetőségek megléte, amelyekkel a vállalkozások nemzetközi szinten mérhető versenyképessége kibontakozhat.

Mivel a kockázati tőke-finanszírozás természetéből adódóan rendkívül kockázatos tevékenység, végzése különösen erőteljesen igényli a szabályozás és döntéshozatal átláthatóságát, a biztonságot, a bizalmat és a kiszámíthatóságot. Amennyiben a versenyt torzító beavatkozások miatt nem a legversenyképesebb piaci szereplők nyernek, akkor a privát forrásokat befektető hazai és külföldi intézményes finanszírozók távol maradnak a magyarországi piactól, és nem teszik lehetővé az eddigi állami tőkeprogramok által már megteremtett lehetőségek kiaknázását.

F4. Függelék

F4.1. táblázat

A Magyarországon is aktív állami és privát kockázati- és magántőkealapok jellemzői, 2007–2016

Az alap kezelője	Az alap neve	Kezelt tőke	Alapítás éve	Az alap fajtája	Befektetési régió	Az alap tulajdonosa
ARX Equity Partners	ARX CEE IV.	54 millió euró (15,2 milliárd forint)	2016	kivásárlási	KKE	privát
Buran Venture Capital	Buran Venture Capital II.	16 millió dollár (4,5 milliárd forint)	2015	klasszikus	KKE, FÁK	privát
CEE-Equity Partners	China-CEE Fund	500 millió dollár (116,3 milliárd forint)	2014	kivásárlási	KKE	hibrid
Central Fund	Central Fund	5,2 milliárd forint	2008	kivásárlási	Mo.	privát
Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő	MFB Innovációs Tőkealap	5 milliárd forint	2014	klasszikus, növekedési	Mo.	állami
Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő	MFB Növekedési Tőkealap	8,9 milliárd forint	2014	klasszikus, növekedési	Mo.	állami
Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő	MFB Zöldgazdaság Tőkealap	5,5 milliárd forint	2014	klasszikus, növekedési	Mo.	állami
DayOne Capital	OTP-DayOne Magvető Tőkealap	1 milliárd forint	2013	klasszikus	Mo.	privát
Enterprise Investors	PEF VII.	314 millió euró (93,2 milliárd forint)	2013	növekedési	KKE	privát
iEurope Capital Kft.	iEurope Fund II.	n. a.	n. a.	klasszikus, növekedési	KKE	privát

Az F4.1. táblázat folytatása

Az alap kezelője	Az alap neve	Kezelt tőke	Alapítás éve	Az alap fajtája	Befektetési régió	Az alap tulajdonosa
3TS Capital Partners	TCEE Growth Fund	103 millió euró (30,6 milliárd forint)	2013	növekedési	KKE	privát
Jeremie-alapkezelők (28 darab)	Jeremie-alapok	132 milliárd forint	2009– 2014	klasszikus, növekedési	Mo.	hibrid*
Mid Europa Partners	Mid Europa Fund IV.	800 millió euró (247 milliárd forint)	2014	kivásárlási	KKE	privát
Oriens	Danube Fund Sicar	20 millió dollár (4 milliárd forint)	2009	kivásárlási	Dél-Európa, Mo.	privát
Portfolion Kockázati Tőkealap-kezelő	Regionális Magántőkealap (Fordulat Tőkealap)	10 milliárd forint	2014	kivásárlási	KKE	privát
Riverside Europe	Riverside Europe Fund III.	315 millió euró (79,2 milliárd forint)	2007	kivásárlási	EU	privát
Széchenyi Tőkealap-kezelő	Széchenyi Tőkebefektetési Alap	14 milliárd forint	2010	klasszikus	Mo.	állami

* Egy társbefektető alap kivételével.

Forrás: saját összeállítás az alapok honlapja és az üzleti sajtó információi alapján.

F4.2. táblázat

Az EBRD és az EIF által finanszírozott kelet-közép-európai kockázati-
és magántőkealapok, 1996–2013

Alap neve	EBRD	EIF
Accession Mezzanine Capital II.	+	
<i>Accession Mezzanine Capital III.</i>	+	+
Accession Mezzanine Capital LP	+	
ADM CEECAT Recovery Fund	+	
Advent Central & Eastern Europe II. Regional Fund	+	
Advent Central & Eastern Europe IV.	+	
Advent Central Eastern Europe Successor Fund	+	
AIG Silk Road Fund	+	
Alpha CEE II. LP	+	
<i>ARGUS Capital Partners II.</i>	+	+
ARX III.		+
ARX PE Fund	+	
Avallon	+	
Avallon MBO Fund	+	
Avallon MBO Fund II.		+
BaltCap Latvia Private Equity		+
<i>BaltCap Private Equity Fund</i>	+	+
BaltCap PEF	+	
Baltic Investment Fund III.	+	
Baltic Small Equity Fund	+	
Baltic SME Fund CV		+
Bancroft 3 LP	+	
Baring Central Europe Fund		+
BPM Capital		+
CEE Private Equity LP		+
CEE Special Situations Fund	+	
Central European Growth IV. Beteiligung-Invest AG, Románia, Ausztria, Luxemburg		+
Conor Technology Fund II.		+
Czech PEF	+	
<i>Darby Converging Europe Fund III.</i>	+	+
DBG Osteuropa Holding GmbH.	+	
DBG Osteuropa Holding II.	+	
Earlybird Digital East Fund	+	
Earlybird IV.		+

Az F4.2. táblázat folytatása

Alap neve	EBRD	EIF
Eleven Fund		+
<i>Emerging Europe Accession Fund</i>	+	+
Emerging Europe Capital Investors LDC	+	
Emerging Europe Convergence Fund	+	
Eqvitec Technology Fund I. LP		+
<i>Euroventures III.</i>	+	+
GED Eastern Fund II.	+	
Genesis Private Equity Fund		+
Gilde Healthcare II.		+
Global Finance SEE Fund	+	
<i>21 Concordia</i>	+	+
3TS TCEE Fund	+	
<i>3TS TCEE Growth Fund III.</i>	+	+
HBM BioCapital II.		+
Hungarian Equity Partners	+	
Imprimatur Capital Seed Fund		+
Imprimatur Capital Start Up Fund		+
Innova III. LP		+
Innova/98 LP	+	
LAUNCHub		+
LitCapital Fund		+
Lithuania SME Fund		+
Mangrove II.		+
Mid Europa Fund IV.	+	
Nova Polonia Natexis II.	+	
Nova Polonia PEF	+	
PineBridge New Europe Partners (AIG New Europe Fund)	+	
PineBridge New Europe Partners II. (AIG New Europe Fund II.)	+	
Poland Emerging Growth Fund	+	
Polish Enterprise Fund	+	
Polish Enterprise Fund IV.	+	
<i>Polish Enterprise Fund V.</i>	+	+
Polish Enterprise Fund VI. LP		+
Polish Enterprise Fund VII.	+	
Polish Pre-IPO LP	+	
Pontis Growth Capital Fund II.		+

Az F4.2. táblázat folytatása

Alap neve	EBRD	EIF
Practica Seed Capital KUB		+
Practica Venture Capital KUB		+
Resource Eastern European Equity Partners		+
Royalton Capital Investor II.		+
Royalton Partners	+	
Sigma Bleyzer Southeast European Fund IV. CV	+	
Southeast Europe Equity Fund II.	+	
Syntaxis Mezzanine Fund	+	
<i>Syntaxis Mezzanine Fund II.</i>	+	+
V4C Eastern Europe (SG AM Eastern Europe)	+	
Value Growth Fund	+	
Verslo Angelu Fondas I.		+
Finanszírozott alapok száma	53	39

Megjegyzés: dőlt betűvel szerepelnek a mindkét pénzügyi intézet által finanszírozott alapok.
Forrás: EBRD [2014] és http://www.eif.org/what_we_do/equity/eif-equity-portfolio.pdf alapján saját összeállítás.

F4.3. táblázat

A kockázati tőke-alapok magyarországi Jeremie-pályázatának meghirdetésével kapcsolatos események

	Jeremie-pályázat			
	I. forduló	II. forduló	III. forduló	IV. forduló
A program meghirdetésének időpontja	2009. június 15.	2012. június 11.	2013. április 9.	2013. július 17.
Az eredmény kihirdetésének időpontja	2009. október 9.	2012. október 29.	2013. július 29.	2013. július 30.
A pályázat meghirdetésével kapcsolatos problémák	– a kiírási feltételek módosítása – az eredményhirdetés elhalasztása – eredménytelenné nyilvánítás	– a szóbeli prezen- tációt bíráló zsűri tagjainak cseréje – a szóbeli prezentáció előző fordulóhoz képest megemelt súlya az értékelési pontrendszerben	– az eredeti keret megemlése – az eredményhirdetés határidejének meghosszabbítása	– rövid meghirdetési határidő

Forrás: saját összeállítás az üzleti sajtó információi alapján.

F4.4. táblázat

A magyarországi Jeremie-programra pályázó kockázati tőkealap-kezelők értékelési rendszerének változása a maximálisan elérhető pontszámok arányai alapján (százalék)

Értékelés szempontjai	Co-Investment Alap (2009)	Közös Alap (2009)	Növekedési Alap (2012, 2013)	Magvető Alap (2012)
Befektetői tevékenység, szakmai tapasztalat	45	35	30	32
Üzleti feltételek	24	35	30	28
Üzleti terv konzisztenciája és megalapozottsága	20	19	20	20
Üzleti terv értékelése a szakmai prezentáció alapján	11	11	20	20
Összesen elérhető pontszám	100	100	100	100

Forrás: az MV Zrt. Új Magyarország Kockázati Tőkeprogram és Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogram 2009. június és 2013. július közötti pályázati felhívásai alapján saját összeállítás.

F4.5. táblázat

A Jeremie-program egyes fordulóiban részt vevő kockázati tőke-alapok kezelőinek neve, száma, a kezelt és befektetésre leszerződött tőkéje a források összetétele szerint, valamint a befektetési ügyletek száma, 2009–2015

Forduló/az indulás éve/alapok fajtája/ száma	Alapkezelő neve*	forrás (milliárd forint)					Szerződött összes	Befektetések száma
		Állami	Privát	Összes	Szerződött állami	Szerződött privát		
I.	Biggeorgé's (X-Ventures Alpha) Central Fund							
2009	DBH Investment	34,59	13,38	47,97	31,12	19,18	50,30	108
7 közös és	Euroventures							
1 társbefektető	Finext Startup Morando							
	Portfolion							
	Primus Capital							
	Core Venture (Carion Ventures)							
	Első Magyar	6,0	2,59	8,59	1,74	0,76	2,50	49
	Kairos (Kareous) Prosperitas (GB & Partners)							
II.	New York							
2012	(X-Ventures Béta)							
4 magvető és	X-Tech							
6 közös növekedési	(Finatech)							
	Venturio							
	Bonitás	22,50	9,86	32,36	12,80	5,60	18,40	36
	Kairos							
	Prosperitas (Kaerous) Prosperitas (GB & Partners)							

Az F4.5. táblázat folytatása

Forduló/az indulás éve/alapok fajtája/ száma	Alapkezelő neve*	Állami	Privát	Összes forrás (milliárd forint)	Szerződött állami	Szerződött privát	Szerződött összes	Befektetések száma
III. 2013 8 közös növekedési	Alliance Jura-Hongrie Perion							
	Tőkepartner							
	Dinamo Ventures							
	Hemispher(ABC) PBG FMC Valor Capital Core Venture (Carion)	24,0	10,46	34,46	15,39	6,67	22,06	44
IV. 2013 2 közös növekedési	Gran Private Equity	6,00	2,60	8,60	3,87	1,67	5,54	19
	Garangold Investment							
I-IV. 2009-2016 28 alap		93,09	38,89	131,98	64,92	33,88	98,80	256

* Zárójelben az alapok új neve szerepel.

Forrás: MV Zrt. 2014. március 31-i adatai és Fontium-adatbázis 2015. december 4-i adatai (lásd: Deloitte [2016] 269. o.) alapján saját összeállítás.

Az állami tőketársaságok és kockázatitőke-alapok befektetéseire vonatkozó szabályok

(F4.6–F4.9. táblázat)

F4.6. táblázat

Az MFB-csoporthoz tartozó állami tőketársaságok befektetési szabályai, 2002–2009

	KvfP	RFH Zrt./rft-k	IKTA	CKTA/MFB
Céltársaság székhelye	Magyarország			
Céltársaság életkora (év)	minimum 2	nincs korlát	nincs korlát	nincs korlát
Befektetés mérete (millió forint)	10–60	150	50–450	> 450 ezer euró < befektető saját tőkéjének 25 százaléka
Maximálisan megvehető részesedés (százalék)	49	25–50	25–49	25–50
Befektetés időtartama (év)	3–5	3–5	3–6	5
Elvárt hozam (százalék)	Bubor + 0,25–4,5	referencia- alapkamat + 1 százalék	ötéves ÁKK + 3–16 százalék	állampapír hozamát meghaladó, piaci
Kiszállás	fedezetalapú (szerződés kori időpontban, biztosítékkal fedezve)	fedezetalapú	n. a.	eladás, tőzsde, tőkekivonás

Rövidítések: KvfP: Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Zrt.; RFH Zrt./rft-k Regionális Fejlesztési Holding Zrt./regionális fejlesztési társaság; IKTA: Informatikai Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.; CKTA: Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő.

Forrás: NGM [2010], MFB Invest Zrt. korábbi honlapja alapján saját szerkesztés.

F4.7. táblázat

Az MFB-csoponthoz tartozó állami kockázatitőke-alapok befektetési szabályai, 2014–2016

	Innovációs Tőkealap	Növekedési Tőkealap	Zöldgazdaság Tőkealap
A céltársaság székhelye		Magyarország	
A céltársaság életkora	< 5	> 3	–
A befektetés mérete	10–300 millió forint < alap jegyzett tőkéjének 20 százaléka	50–1000 millió forint < alap jegyzett tőkéjének 20 százaléka	50–1000 millió forint < alap jegyzett tőkéjének 20 százaléka
Maximálisan megvehető részesezés (százalék)	< 50	< 50	< 50
A befektetés időtartama (év)	4–7	5–10	5–10
Elvárt hozam	piaci	piaci	piaci
Kiszállás	eladás, tőzsde, tőke kivonás	eladás, tőzsde, tőke kivonás	eladás, tőzsde, tőke kivonás

Forrás: CKTA korábbi honlapja alapján saját szerkesztés.

F4.8. táblázat

A Jeremie kockázatitőke-alapok befektetési szabályai, 2009–2014

	Co-Investment Alap Jeremie I.	Közös Alap Jeremie I.	Közös Magvető Alap Jeremie II.	Közös Növekedési Alap Jeremie II–IV.
Előírt privát tőke min. (%)	30 (külső befektetőtől)	30 (az alap tőkéjéből)	30 (alap tőkéjéből)	30 (alap tőkéjéből)
Céltársaság székhelye, fióktelepe	Magyarország	Magyarország, de csak Közép-Magyarország régió kívüli	Európai Unió, de csak Közép-Magyarország régió kívüli	Európai Unió, de csak Közép-Magyarország régió kívüli
Céltársaság életkora	5 évnél fiatalabb		3 évnél fiatalabb	5 évnél fiatalabb
Céltársaság árbevétele	< 1,5 milliárd forint (később 5 milliárd forint)		< 200 millió forint	< 5 milliárd forint
Befektetés mérete (alap maximum 20 százaléka)	maximum 1,5 millió euró, 12 hónap alatt, maximum 3 egymást követő évben; maximum 4,5 millió euró, később maximum 2,5 millió euró		maximum 150 ezer euró, 12 hónap alatt maximum még egyszer 150 ezer euró kölcsön	maximum 2,5 millió euró, 12 hónap alatt, amely többször ismétlődő
Befektetés időtartama (év)			5–7	
Elvárt hozam (százalék)			20	

Forrás: saját szerkesztés üzleti sajtó anyagai alapján.

F4.9. táblázat

A Széchenyi Tőkebefektetési Alap befektetési szabályai, 2011–2014

	Csekély összegű befektetés	Egyedi társbefektetés	Keret- szerződéses társbefektetés	Magvető tőke befektetése
Az előírt privát tőke minimális hányada (százalék)	0	10 + 20 portfóliócég saját forrása (független befektetési bizottság jóváhagyásával)	30	0–30 (nyilvános meghirdetéssel)
A céltársaság székhelye		Magyarország hét régiója		
A céltársaság életkora	2	2	2	0
A céltársaság létszáma (fő)	5	25	25	0
A céltársaság árbevétele (millió euró)	maximum 6	nincs korlát	nincs korlát	nincs korlát
A befektetés maximális mérete (ezer euró)	200	750	750	800
A befektetés időtartama (év)		3–5 < 7		
Elvárt hozam (százalék)		10		

Forrás: saját szerkesztés üzleti sajtó anyagai alapján.

F4.10. táblázat

Az európai országok rangsora a kockázati tőke-befektetések értékének GDP százalékában mért aránya alapján, 2011–2015 közötti évek átlaga

Rangsor	Ország	Százalék
1.	Svédország	0,054
2.	Finnország	0,052
3.	Írország	0,046
4.	Svájc	0,037
5–6.	Egyesült Királyság	0,035
5–6.	Magyarország	0,035
7.	Dánia	0,034
8.	Franciaország	0,030
9.	Hollandia	0,028
10–11.	Németország	0,025
10–11.	Norvégia	0,025
12–13.	Ausztria	0,023
12–13.	Belgium	0,023
14–15.	Portugália	0,020
14–15.	Balti államok	0,020
16.	Luxemburg	0,014
17.	Spanyolország	0,012
17.	Lengyelország	0,005
19–21.	Egyéb KKE*	0,004
19–21.	Olaszország	0,004
19–21.	Bulgária	0,004
22.	Cseh Köztársaság	0,003
23–25.	Ukrajna	0,002
23–25.	Románia	0,002
23–25.	Görögország	0,002
	Európa összesen	0,024

* Jugoszlávia utódállamai, Szlovákia.

Forrás: Mueller [2016] 23. o. alapján saját összeállítás.

Hivatkozások

- ALPEROVYCH, Y.–HUBNER, G.–LOBET, F. [2015]: How does governmental versus private venture capital backing affect a firm's efficiency? Evidence from Belgium, Vol. 30. No. 4. 508–525. o. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusvent.2014.11.001>.
- AMCHAM [2013]: Glossary of Corporate Governance & Business Integrity Terms 2010/2011. The American Chamber of Commerce in Hungary, Budapest, <https://www.amcham.hu/download/002/988/Glossary.pdf>.
- ARMOUR, J.–CUMMING, D. J. [2006]: The Legislative Road to Silicon Valley. Oxford Economic Papers, Vol. 58. No. 4. 596–635. o. <https://doi.org/10.1093/oep/gpl007>.
- AUBREY, T.–THILLAYE, R.–REED, A. [2015]: Supporting investors and growth firms: A bottom-up approach to a Capital Markets Union. Policy Network, Rowman and Littlefield, London, <http://www.policy-network.net/publications/4916/Supporting-Investors-and-Growth-Firms>.
- AVNIMELECH, G.–TEUBAL, M. [2006]: Creating venture capital industries that co-evolve with high-tech: Insights from an extended industry life cycle perspective of the Israeli experience. Research Policy, Vol. 35. No. 10. 1466–1498. o. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2006.09.017>.
- AVNIMELECH, G.–TEUBAL, M. [2008]: From direct support of business sector R&D/Innovation to targeting venture capital/private equity: A catching-up innovation and technology policy life cycle perspective. Economics of Innovation and New Technology, Vol. 17. No. 1. 153–172. o. <https://doi.org/10.1080/10438590701279417>.
- AVOTS, K.–STRENGA, K.–PAALZOW, A. [2013]: Public venture capital in Latvia. Baltic Journal of Economics, Vol. 13. No. 1. 3–30. o. <http://dx.doi.org/10.1080/1406099x.2013.10840523>.
- AXELSON, U.–MARTINOVIC, M. [2012]: European venture capital: Myths and facts. Report to the British Venture Capital Association. BVCA, London.
- BALBOA, M.–MARTI, J.–ZIELING, N. [2007]: Is the Spanish public sector effective in backing venture capital? Megjelent: *Gregoriou, G. N.–Koolo, M.–*

- Kraussl, R.* (szerk.): *Venture Capital in Europe*. Butterworth-Heinemann, 115–128. o.
- BALDOCK, R. [2016]: An assessment of the business impacts of the UK's Enterprise Capital Funds. *Environment and Planning C: Government and Policy*, Vol. 34. No. 8. 1556–1581. o. <https://doi.org/10.1177/0263774x15625995>.
- BALDOCK, R.–MASON, C. [2014]: Government intervention in the entrepreneurial finance market: The case of UK's Angel Co-Fund. Paper to the international small business and entrepreneurship conference, Manchester, november 5.
- BALDOCK, R.–MASON, C. [2015]: Establishing a new UK finance escalator for innovative SMEs: The roles of the Enterprise Capital Funds and Angel Co-Investment Fund. *Venture Capital*, Vol. 17. No. 1–2. 59–86. o. <https://doi.org/10.1080/13691066.2015.1021025>.
- BALDOCK, R.–MASON, C. [2016]: The role of government co-investment funds in the supply of entrepreneurial finance: An assessment of the early operation of the UK Angel Co-investment Fund. *Environment and Planning C: Politics and Space*, Vol. 5. No. 3. 434–456. o. <https://doi.org/10.1177/0263774x16667072>.
- BALDOCK, R.–NORTH, D. [2016]: The role of UK government hybrid venture capital funds in addressing the finance gap facing innovative SMEs in the post 2007 financial crisis era. Megjelent: *Hussain, J. G.–Scott, J.* (szerk.): *Handbook on Entrepreneurial finance*. Edward Elgar, Cheltenham, 125–146. o. <https://doi.org/10.4337/9781783478798.00014>.
- BDO [2017a]: BDO Perspective Eighth Annual Private Equity Study. BDO, <https://www.bdo.com/insights/industries/private-equity/bdo-perspective-seventh-annual-private-equity-stud>.
- BDO [2017b]: Private equity fund managers expect a better 2017 after volatile 2016, says BDO study, <http://www.privateequitywire.co.uk/2017/02/16/248719/private-equity-fund-managers-expect-better-2017-after-volatile-2016-says-bdo-study>.
- BECKER, R. M.–HELLMANN, T. F. [2003]: The Genesis of Venture Capital: Lessons from the German Experience. CESifo Working Paper, No. 883. http://econpapers.repec.org/paper/cesceswps/_5f883.htm.
- BESKY-NAGY PATRÍCIA–FAZEKAS BALÁZS [2015]: Befektetés vagy tanuló pénz? Az uniós állami források hatása a magyarországi kockázati tőke-piac fejlődésére. *Pénzügyi Szemle*, 60. évf. 2. sz. 243–253. o.
- BESKY-NAGY PATRÍCIA–FAZEKAS BALÁZS [2017]: Résen van-e az állam? Az állami szerepvállalás hatása a kockázati tőke keresleti oldalára. *Közgazdasági Szemle*, 64. évf. 5. sz. 507–527. o. <https://doi.org/10.18414/ksz.2017.5.507>.

- BERTONI, F.–TYKVOVÁ, T. [2012]: Which form of venture capital is most supportive of innovation? ZEW Discussion papers, No. 12-018. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2018770>.
- BERTONI, F.–TYKVOVÁ, T. [2015]: Does government venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies. *Research Policy*, Vol. 44. No. 4. 925–935. o. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2015.02.002>.
- BINDER ISTVÁN [2009]: Kockajáték. Interjú Erős Jánossal, az MFB vezérigazgatójával. *Üzlet és Siker*, február, 24–26. o.
- BLOCK, J. H.–COLOMBO, M. G.–CUMMING, D. J.–VISMARA, S. [2017]: New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics*, <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9826-6>.
- BRANDER, J. A.–EGAN, E.–HELLMANN, T. [2008]: Government sponsored versus private venture capital: Canadian evidence. Megjelent: *Lerner, J.–Schoar, A.* (szerk.): *International differences in entrepreneurship*. 10. fejezet. University of Chicago Press, Chicago, <http://dx.doi.org/10.3386/w14029>.
- BRANDER, J.–DU, Q.–HELLMANN, T. [2014]: The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence. *Review of Finance*, Vol. 19. No. 2. 571–618. o. <https://doi.org/10.1093/rof/rfu009>.
- BRÜCKNER GERGELY [2012]: Töröcskeiek taroltak. Eredményhirdetés a Jeremie II. pályázaton. *Figyelő*, 56. évf. 45. sz. november 8.
- BRÜCKNER GERGELY [2015]: „Reméljük, nem lesz igazunk”. *Exim-tender*. *Figyelő*, 13. sz. 60–62. o.
- BRÜCKNER GERGELY [2016a]: MKB: keleti nyitás. *Figyelő*, 13. sz. 61. o.
- BRÜCKNER GERGELY [2016b]: 20 pont az MKB eladásáról. *Figyelő*, 14. sz. 8–16. o.
- BRÜCKNER GERGELY [2017a]: Az MKB még eggyel közelebb került Orbán Viktorhoz. *Index.hu*, június 1. http://index.hu/gazdasag/2017/06/01/az_mkb_meg_eggyel_kozelebb_kerult_orban_viktorhoz.
- BRÜCKNER GERGELY [2017b]: És akkor véletlenül összefutottam Orbán Viktorral. *Index.hu*, május 31. http://index.hu/gazdasag/2017/05/31/gubicza_agoston_es_az_eximbank_16_milliardja.
- BRÜCKNER GERGELY–HALASKA GÁBOR [2008]: Állami magánszám. *Figyelő*, augusztus 28. 60–63. o.
- BUCSKY PÉTER [2016a]: Nem kockáztatnak. *Figyelő*, 36. sz. 20–24. o.
- BUCSKY PÉTER [2016b]: Önmagába fektető rendszer. A Tőkepartner Jeremie-s cég. *Figyelő*, 48. sz. 59–61. o.
- BUCSKY PÉTER [2016c]: Sok mutyi, pár profi. Állami pénzköltés. *Figyelő*, 36. sz. 16–19. o.
- BUZZACCHI, L.–SCELLATO, G.–UGHETTO, E. [2013]: The investment strategies of publicly sponsored venture capital funds. *Journal of Banking*

- and Finance, Vol. 37. No. 3. 707–716. o. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.10.018>.
- CEEDR [2012]: Early assessment of the UK innovation investment fund. Centre for Enterprise and Economic Development Research (CEEDR), Department for Business, Innovation and Skills, London.
- COLOMBO, M. G.–CUMMING, D. J.–VISMARA, S. [2014]: Governmental venture capital for innovative young firms. *Journal of Technology Transfer*, Vol. 41. No. 1. 10–24. o. <https://doi.org/10.1007/s10961-014-9380-9>.
- COLOMBO, M. G.–MURTINU, S. [2016]: Venture capital investments in Europe and portfolio firms' economic performance: Independent versus corporate investors. *Journal of Economics and Management Strategy*, Vol. 26. No. 1. 35–66. o. <https://doi.org/10.1111/jems.12170>.
- 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.
- CS. K. [2016]: Svájci–magyar alapkezelő alakult. *Világgazdaság*, szeptember 20.
- CSABAI KÁROLY [2015]: Májusig jöhetnek a Jeremie-pénzek. *Világgazdaság*, október 20. 3. o.
- CSABAI KÁROLY [2016a]: Leintés előtt a Jeremie. *Világgazdaság*, május 18. 3. o.
- CSABAI KÁROLY [2016b]: Itthon hasított tavaly az Eximbank. *Világgazdaság*, május 31.
- CSABAI KÁROLY [2016c]: Kiürült a Jeremie-keret. *Világgazdaság*, augusztus 23. 8. o.
- CSABAI KÁROLY [2016d]: Kilóttak a Konzum-részvények. *Világgazdaság*, október 5. 3. o.
- CUMMING, D. J. [2007]: Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds. *Journal of Business Venturing*, Vol. 22. No. 2. 193–235. o. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2005.12.002>.
- CUMMING, D. J. [2011a]: Public policy and the creation of active venture capital markets. *Venture Capital*, Vol. 13. No. 1. 75–94. o. <https://doi.org/10.1080/13691066.2010.492989>.
- CUMMING, D. J. [2011b]: Misinforming the public about policy towards venture capital. *Venture Capital*, Vol. 13. No. 1. 99–102. o. <https://doi.org/10.1080/13691066.2010.543541>.
- CUMMING, D. J. [2014]: Public economics gone wild: Lessons from venture capital. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 36. 251–260. o. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.10.005>.
- CUMMING, D. J.–GRILLI, L.–MURTINU, S. [2014]: Governmental and independent venture capital investors in Europe: A firm-level performance

- analysis. *Journal of Corporate Finance* (megjelenés alatt), <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.016>.
- CUMMING, D. J.–JOHAN, S. A. [2008]: Information asymmetries, agency costs, and venture capital exit outcomes. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10. 197–231. o. <http://dx.doi.org/10.1080/13691060802151788>.
- CUMMING, D. J.–JOHAN, S. A. [2009]: Pre-seed government venture capital funds. *Journal of International Entrepreneurship*, Vol. 7. No. 1. 26–56. o. <http://dx.doi.org/10.1007/s10843-008-0030-x>.
- CUMMING, D. J.–JOHAN, S. [2010]: Venture capital investment duration. *Journal of Small Business Management*, Vol. 48. No. 2. 228–257. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-627x.2010.00293.x>.
- CUMMING, D. J.–JOHAN, S. [2013]: *Venture Capital and Private Equity Contracting*. Második kiadás, Elsevier Science Academic Press.
- CUMMING, D. J.–JOHAN, S. [2014]: Venture's Economic Impact in Australia. *Journal of Technology Transfer*, Vol. 41. No. 1. 25–59. o. <https://doi.org/10.1007/s10961-014-9378-3>.
- CUMMING, D.–MACINTOSH, J. G. [2006]: Crowding out private equity: Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, Vol. 21. No. 5. 569–609. o. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2005.06.002>.
- DA RIN, M.–NICODANO, G.–SEMBENELLI, A. [2006]: Public policy and the creation of active venture capital markets. *Journal of Public Economics*, Vol. 90. No. 8–9. 1699–1723. o. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2005.09.013>.
- DAMVAD [2014]: Evaluation of the Danish Growth Fund. DAMVAD, Oslo, <http://www.vf.dk/~media/files/analyser/evalueringer%20og%20effektanalyser/evalueringer%202014.pdf>.
- DELOITTE [2016]: MFB Zrt. részére a 3-as tematikus célkitűzéshez kapcsolódó ex-ante tanulmány. Deloitte Zrt., Budapest, <https://www.palyazat.gov.hu/download.php?objectId=62207>.
- DEL-PALACIO, I.–ZHANG, X. T.–SOLE, F. [2012]: The capital gap for small technology companies: Public venture capital to rescue? *Small Business Economics*, Vol. 38. No. 3. 283–301. o. <https://doi.org/10.1007/s11187-010-9275-6>.
- DIACONU, M. [2012]: Characteristics and drivers of venture capital investment activity in Romania. *Theoretical and Applied Economics*, Vol. 19. No. 7. 111–132. o.
- DIMOV, D.–MURRAY, G. [2007]: The Determinants of the Incidence and Scale of Seed Capital Investments by Venture Capital Firms. *Small Business Economics*, Vol. 30. No. 2. 127–152. o. <http://dx.doi.org/10.1007/s11187-006-9008-z>.

- DURUFLÉ, G. [2010]: Government involvement in the venture capital industry: International comparisons. Canadian Venture Capital & Private Equity Association, CVCA, 4–12. o.
- DURUFLÉ, G.–HELLMANN, T.–WILSON, K. [2016]: From Start-up to Scale-up: Examining Public Policies for the Financing of High-Growth Ventures. Prepared for the CEPR/assonime Programme on „Restarting European Long Term Investment Finance”. Preliminary Draft, <http://cepr.org/sites/default/files/Wilson%2C%20Karen%20paper.pdf>.
- DZINDZISZ SZTEFAN [2015]: Jelentős engedmények jönnek a Jeremie-programban. VS.hu, november 20. <http://vs.hu/gazdasag/osszes/jelentos-engedmenyek-jonnek-a-jeremie-programban>.
- EB [2006]: A Bizottság közleménye. A Közösség lisszaboni programjának végrehajtása: A kis- és középvállalkozások gazdasági növekedésének finanszírozása – Európai többletérték. Brüsszel, június 29. COM(2006) 349 végleges, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:52006DC0349&from=HU>.
- EB [2008]: A Bizottság 800/2008/EK-rendelete a Szerződés 87. és 88. cikke alkalmazásában a támogatások bizonyos fajtáinak a közös piaccal összeegyeztethetők nyilvánításáról (általános csoportmentességi rendelet). Hivatalos Lap, L 214/3. augusztus 8. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:214:0003:0047:hu:PDF>.
- EB [2011]: A Bizottság közleménye. A finanszírozási lehetőségek elérésének támogatására irányuló állami támogatási intézkedésekhez a jelenlegi pénzügyi és gazdasági válságban alkalmazott ideiglenes közösségi keretszabály. HL, C6/5. január 11. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2011.006.01.0005.01.HUN.
- EB [2014]: A Bizottság közleménye. Iránymutatás a kockázatfinanszírozási célú befektetések előmozdítása érdekében nyújtott állami támogatási intézkedésekre vonatkozóan. HL, C19/4. január 22. [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX:52014XC0122\(04\)](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX:52014XC0122(04)).
- EBRD [2014]: EBRD Private Equity Funds Portfolio to 31 December 2012. European Bank for Reconstruction and Development, <http://www.ebrd.com/downloads/equity/2012-private-equity.pdf>.
- EC [2006]: Report of the Alternative Investment Expert Group: Developing European Private Equity. European Communities. Brüsszel, http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/equity_en.pdf.
- EC [2008]: State aid N 355/2008. Hungary. Hungarian Jeremie risk capital measure. European Commission, Brüsszel, december 10.
- EC [2009]: Financing innovation and SMEs. Commission Staff Working Document. European Commission, Brüsszel.

- EC [2011a]: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Venture Capital Funds. European Commission, Brüsszel, december 7.
- EC [2011b]: Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. A framework for the next generation of innovative financial instruments – the EU equity and debt platforms European Commission, COM (2011) 662 final. European Commission, Brüsszel, október 19. http://ec.europa.eu/economy_finance/financial_operations/investment/europe_2020/documents/com2011_662_en.pdf.
- EC [2012a]: State aid SA.34087 (2012/N) Hungary. New Széchenyi Risk Capital Programme. Modification of the Hungarian Jeremie risk capital measure. European Commission, Brüsszel, május 30.
- EC [2012b]: Revised guidance note on financial engineering instruments under Article 44 of Council Regulation (EC) No. 1083/2006. European Commission, http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/thefunds/doc/instruments/jeremie/guidance2012.pdf.
- EC [2013a]: Summary of data on the progress made in financing and implementing financial engineering instruments co-financed by Structural Funds. European Commission, Brüsszel, szeptember.
- EC [2013b]: State Aid SA.36856 (2013/N) – Hungary. New Széchenyi Risk Capital Programme – Second modification of the Hungarian Jeremie risk capital measure. European Commission, Brüsszel, július 22.
- EC [2015a]: Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds. European Commission Oxford Research; Centre for Strategy and Evaluation Services, <https://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/en/news/assessing-potential-eu-investment-venturecapital-and-other-risk-capital-fund-funds>.
- EC [2015b]: 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 2014. European Commission, Brüsszel, http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/thefunds/instruments/doc/summary_data_fei_2013.pdf.
- EC [2016]: Financial Instruments for enterprise support. Final Report. Work Package 3. február. European Commission, Brüsszel.
- E&Y [2010]: Back to basics. Venture capital insights and trends report. Ernst and Young, <http://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2012/07/Global-venture-capital-insights-and-trends-report-2010.pdf>.
- E&Y [2012]: Game-changing regulation? The perceived impact of the AIFM Directive on private equity in Europe. Ernst and Young, <http://www>.

ey.com/Publication/vwLUAssets/The_perceived_impact_of_the_AIFM_Directive_on_private_equity_in_Europe/\$FILE/AIFMD_European_impact_survey.pdf.

EIF [2010]: Towards successful implementation. Jeremie – State of Play. Conference on Jeremie and JESSICA. European Commission, EIF, Brüsszel, november 29–30. http://ec.europa.eu/regional_policy/archive/funds/2007/jjj/jeremie_jessica_29102010.htm.

EIF [2016a]: EIF and European Commission launch Pan-European Venture Capital Fund(s)-of-Funds programme. European Investment Fund, Brüsszel, http://www.eif.org/what_we_do/equity/news/2016/efsi_pan-european_venture_capital_funds_of_funds.htm.

EIF [2016b]: ARX CEE IV holds first close towards EUR 100 million target, supported by the EU COSME programme. European Investment Fund, http://www.eif.org/what_we_do/equity/news/2016/cosme_arx.htm.

EMLÉKEZTETŐ [2016]: Emlékeztető prezentáció a Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Program Monitoring Bizottság, Szolnok, 2016. május 10. és Kaposvár, 2016. október 12-én tartott üléséről, <https://mb.palyazat.gov.hu/dok/8037/308418037>.

EQUINOX [2016]: Kockázatitőke-programok eddigi eredményeinek értékelése. Equinox Consulting, Miniszterelnökség, Budapest, november 30. http://equinoxconsulting.hu/referenciak/fejlesztéspolitikai_tanacsadas_referenciak.

EU [2006]: Közösségi iránymutatás a kis- és középvállalkozásokba történő kockázatitőke-befektetések előmozdítását célzó állami támogatásokról. HL, C 194/02. augusztus 18. [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/HTML/?uri=CELEX:52006XC0818\(01\)&from=HU](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/HTML/?uri=CELEX:52006XC0818(01)&from=HU).

EU [2011]: Az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelve (2011. június 8.) az alternatív befektetési alap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról. HL, L 174/1. július 1. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX:32011L0061>.

EU [2013]: Az Európai Parlament és a 345/2013/EU-rendelete (2013. április 17.) az európai kockázatitőke-alapokról. (EGT-vonatkozású szöveg). HL L 115/1 április 25. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013R0345&from=HU>.

EUROPEAN COURT OF AUDITORS [2012]: Financial Instruments for SMEs. Co-Financed by the European Regional Development Fund. European Court of Auditors, Special Report, No. 2. Luxembourg, http://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR12_02/SR12_02_EN.PDF.

EVCA [2010]: Closing gaps and moving up a gear: The next stage of venture capital's evolution in Europe. EVCA Venture Capital White Paper, Euro-

- pean Private Equity & Venture Capital Association, március 2. Brüsszel, 20 o. <https://www.investeurope.eu/media/27397/evca-venture-capital-white-paper.pdf>.
- EVCA [2012]: The long and the short of it. EVCA Briefing, <https://www.investeurope.eu/media/25275/Briefing-3.pdf>.
- EVCA YEARBOOK [2014]: 2014 European Private Equity Activity Statistics on Fundraising, Investments & Divestments. EVCA Yearbook 2014. EVCA, Belgium, Zaventem, <https://www.investeurope.eu/media/385581/2014-european-private-equity-activity-final-v2.pdf>.
- FEKETE EMESE [2016]: Nem garázsdiszkont. Interjú Jaksa Jánossal, a Minerva Tőkealap-kezelő Zrt. tulajdonos-vezérigazgatójával. Forbes, április 4. 110. o.
- FLORIDA, R.–SMITH, D. F. [1993]: Keep the Government out of Venture Capital. *Issues in Science and Technology*, 9. 61–69. o. http://www.creativeclass.com/rfcgdb/articles/1993-Issues_In_Science_And_Technology-Keep_The_Government_Out_Of_Venture_Capital.pdf.
- GADUS, V. [2012]: Government Venture Capital Funds. Master Thesis. International Business Law Master Program, Universiteit Van Tilburg, <http://amo.uvt.nl/show.cgi?fid=128478>.
- GARAMVÖLGYI BALÁZS [2011]: Az MV-Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. és a Jeremie Program. Budapest, június 2.
- GARAMVÖLGYI BALÁZS [2014]: Új Jeremie alapok a kockázati tőkepiacon. Budapest, február 27.
- GARAMVÖLGYI BALÁZS [2015]: MV-Venture Finance Hungary Plc. and the Jeremie Program. European Investment Bank, Brüsszel, január 19–20.
- GILL, D. E. [2015]: Consolidating the gains: Government intervention in risk capital. *Venture Capital*, Vol. 17. No. 1–2. 43–58. o. <https://doi.org/10.1080/13691066.2015.1021029>.
- GILLIGAN, J.–WRIGHT, M. [2014]: Private Equity Demystified: An explanatory guide. CIAEW Corporate Finance Faculty, London, https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/corporate-finance/financing-change/tecplm12976_privateequityiii_full-edition.ashx?la=en.
- GILSON, R. J. [2003]: Engineering a Venture Capital Market. Replicating the U.S. Template. Megjelent: *Milhaupt, C. J.* (szerk.): *Global Markets, Domestic Institutions. Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals*. Columbia University Press, 507–542. o. <https://doi.org/10.7312/milh12712-017>.
- GKM [2007]: A kis- és középvállalkozások finanszírozási forrásokhoz való hozzáférése, piaci elégtelenségek vizsgálata. A Gazdaságfejlesztési Operatív Program pénzügyi intézkedéseinek megalapozása. Gazdasági és Közlekedési Minisztérium, május, <http://old.ektf.hu/~demeterl/pdf/gop.pdf>.

- GLAVANITS JUDIT [2012]: A kockázati tőkebefektetések egyes jogi aspektusai. Doktori értekezés. Széchenyi István Egyetem, Győr, 245 o.
- GLAVANITS JUDIT [2015]: A kockázati tőkebefektetések egyes jogi kérdései. Univeritas-Győr Nonprofit Kft., Győr.
- GOMPERS, P.–KOVNER, A.–LERNER, J.–SCHARFSTEIN, D. [2010]: Performance persistence in entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*, Vol. 96. No. 1. 18–32. o. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.11.001>.
- GOTTSCHALG, O. [2007]: Executive summary. European Parliament: Private Equity and Leveraged Buy-outs, Study, Policy Department Economic and Scientific Policy, IP/A/ECON/IC/2007-25.
- GRILLI, L.–MURTINU, S. [2014a]: Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms. *Research Policy*, Vol. 43. No. 9. 1523–1543. o. <http://dxdoi.org/10.1016/j.respol.2014.04.002>.
- GRILLI, L.–MURTINU, S. [2014b]: New Technology-based Firms in Europe: Market Penetration, Public Venture Capital and Timing of Investment. *Industrial and Corporate Change*, Vol. 24. No. 5. 1109–1148. o. <https://doi.org/10.1093/icc/dtu025>.
- GYENIS ÁGNES [2016]: Mesés Kelet. Az MKB Bank titokzatos vevői. HVG, április 9.
- HALASKA GÁBOR [2015]: Milliárdos rétestészta. *Figyelő*, 24. sz. 42–46. o.
- HALASKA GÁBOR [2016]: Szuperalap ezer startupnak. *Figyelő*, 42. sz. 64–66. o.
- HÍRTV [2016]: Jogsértő trükkel osztogatta a támogatást a kormányközeli alap. November 13. <http://hirtv.hu/ahirtvhirei/jogserto-trukkel-osztogatta-a-tamogatast-a-kormanykozeli-alap-1371152>.
- HMT [2011]: The Magenta Book: Guidance for evaluation. HM Treasury. Government Social Research Unit. London, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/220542/magenta_book_combined.pdf.
- HORNIÁK BALÁZS [2013]: Tudni kell nemet mondani. Interjú Baranyay Lászlóval, az MFB elnök-vezérigazgatójával. *Népszabadság*, február 28. https://adtpplus.arcanum.hu/hu/view/Nepszabadsag_2013_02/?query=horni%C3%A1k%20bal%C3%A1zs&pg=516&layout=s.
- 24.HU [2016]: Aranyeső után, aszály előtt? 24.hu, október 18. <http://24.hu/fn/uzleti-tippek/2016/10/18/aranyeso-utan-aszaly-elott>.
- HVCA [2016a]: Venture Capital and Private Equity overview. Hungary, 2015. HVCA, Budapest, http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2014/10/investment-monitoring-report-fy15_0301.pdf.
- HVCA [2016b]: Tőkebevonási Kalauz. HVCA, Budapest, http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2012/03/tbkalauz_2016_net.pdf.

- HVCA [2017a]: Venture Capital and Private Equity overview. Hungary, 2016. HVCA, Budapest, http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2014/10/Investment-monitoring-report-FY16_0314.pdf.
- HVCA [2017b]: Szakkifejezések. HVCA, Budapest, <https://www.hvca.hu/hu/szakkifejez%C3%A9sek>.
- HVG [2015a]: MFB Invest: tőkefogyasztás. HVG, június 20.
- HVG [2015b]: Kenyértörés. HVG, augusztus 15. 50. o.
- HVG [2016]: Erste Bank: beszáll az állam. HVG, június 22. 70. o.
- HVG [2017]: MKB-bank: kockázatitőke-alap. HVG, január 5. 62. o.
- INVEST EUROPE [2016a]: Public Affairs Overview. Invest Europe, Brüsszel, szeptember. 85 o.
- INVEST EUROPE [2016b]: 2015 European Private Equity Activity. Statistics on Fundraising, Investments and Divestments. Invest Europe, Brüsszel, <https://www.investeurope.eu/media/476271/2015-european-private-equity-activity.pdf>.
- INVEST EUROPE [2016c]: Central and Eastern European Private Equity Statistics 2015. Invest Europe, Brüsszel, <https://www.investeurope.eu/media/504370/invest-europe-cee-statistics-2015.pdf>.
- INVEST EUROPE [2017a]: 2016 European Private Equity Activity. Invest Europe, Brüsszel, <https://www.investeurope.eu/media/651727/invest-europe-2016-european-private-equity-activity-final.pdf>.
- INVEST EUROPE [2017b]: Glossary, <https://www.investeurope.eu/research/about-research/glossary>.
- ITB [2015]: Hatalmas lehetőség, nagy kihívások. IT-Business, január 2. http://www.itbusiness.hu/Fooldal/hirek/Infoter_2014/Hatalmas_lehetoseg_nagy_kihivasok.html.
- JAASKELAINEN, M.–MAULA, M.–MURRAY, G. [2007]: Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid venture capital funds. *Research Policy*, Vol. 36. No. 7. 913–929. o. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2007.02.021>.
- JENG, L. A.–WELLS, P. C. [2008]: The determinants of venture capital funding: Evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6. No. 3. 241–289. o. [https://doi.org/10.1016/s0929-1199\(00\)00003-1](https://doi.org/10.1016/s0929-1199(00)00003-1).
- KÁLLAY LÁSZLÓ [2017]: Körkérdés a magyar gazdaság helyzetét jellemző kettősségről és a világpolitikai változások lehetséges hatásáról. *Külgazdaság*, 61. évf. 1–2. sz. 30–35. o.
- KARSAI JUDIT [2002]: Mit keres az állam a kockázatitőke-piacon? A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 49. évf. 11. sz. 928–942. o.
- 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 [2007]: Az intézményes kockázati tőke-piac szerepe az innovatív cégek finanszírozásában. Megjelent: *Makra Zsolt* (szerk.): *A technológiaorientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 101–124. o.
- KARSAI JUDIT [2011]: A kockázati- és magántőke-ipar két évtizedes fejlődése Magyarországon. HVCA 20 éves jubileumi évkönyv. Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület, Budapest, 22–44. o. http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2017/02/hvc-evkonyv_210x200_hu_lapozos.pdf.
- KARSAI JUDIT [2012]: A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a kelet-közép-európai régióban. *Közgazdasági Szemle Alapítvány–MTA KRTK KTI*, Budapest.
- KARSAI JUDIT [2013]: Válság után: változó állami szerep a kockázati tőke-ágazatban. *Külgazdaság*, 57. évf. 5–6 sz. 12–34. o.
- KARSAI JUDIT [2014]: Fából vaskarika? Az állam mint kockázati tőke-befektető. *Külgazdaság*, 58. évf. 9–10 sz. 3–34. o.
- KARSAI JUDIT [2016]: A magyarországi kockázati tőke-alapkezelők véleménye a Jeremie kockázati tőke-programról. *Marketing & Menedzsment*, 3–4 sz. (Megjelenés alatt.)
- KELLER-ALÁNT ÁKOS [2016]: Semmi sem elég. *Magyar Narancs*, november 17. 16–17. o.
- KENNEY, M.–HAN, K.–TANAKA, S. [2004]: *The Globalization of Venture Capital: The Cases of Taiwan and Japan*. Megjelent: *Bartzokas, A.–Mani, S.* (szerk.): *Financial Systems, Corporate Investment in Innovation and Venture Capital*. Edward Elgar, Cheltenham, UK–Northampton, MA, 52–83. o.
- KEUTSCHNIGG, C.–NIELSEN, S. B. [2001]: Public policy for venture capital. *International Tax and Public Finance*, 8. 557–572. o. <http://dx.doi.org/10.1023/a:1011251920041>.
- KFK [2011]: Investment policy. Favouring of private investors. *Krajowy Fundusz Kapitałowy*, Varsó, <http://www.kfk.org.pl/en/how-we-invest/investment-policy>.
- KING, A. [2013]: EIF terms come under fire. *Unquote*, november 11.
- KISS GERGELY [2016]: Másképp osztanák az uniós pénzt – folytatják, de változtatnak. *Napi.hu*, január 5. http://www.napi.hu/magyar_vallalatok/maskepp_osztanak_az_unios_penz_t_folytatjak_de_valtoztatnak.608086.html.
- KITSING, M. [2013]: Government as a Venture Capitalist: Evidence from Estonia. Kézirat, submitted to Industry Studies Association Annual Conference, május 28–31. Tallin.

- KLONOWSKI, D. [2010]: The effectiveness of government-sponsored programmes in supporting the SME sector in Poland. *Post-Communist Economies*, Vol. 22. No. 2. 229–245. o. <http://dx.doi.org/10.1080/14631371003740738>.
- KLONOWSKI, D. [2012]: Liquidity gaps in financing the SME sector in an emerging market: Evidence from Poland. *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 7. No. 3. 335–355. o. <http://dx.doi.org/10.1108/17468801211237072>.
- KORÁNYI LÁSZLÓ [2016]: Jó kockázatitőke-befektető-e az állam? *Figyelő*, 10. sz. 58–59. o.
- KORMÁNY [2016]: 1599/2016. (XI. 8.) kormányhatározat a Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. kezelésébe tartozó, egyes kiemelt gazdaságfejlesztési, iparpolitikai és versenyképességi célokat szolgáló tőkealapok létrehozásáról, https://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy_doc.cgi?docid=A16H1599.KOR×hift=ffffff4&xtreferer=00000001.TXT.
- KORMÁNY.HU [2011]: Feljelentést tett Budai Gyula az Informatikai Kockázati Tőkealap-kezelő ügyében. Május 18. <http://2010-2014.kormany.hu/hu/miniszterelnokseg/hirek/feljelentest-tett-budai-gyula-az-informatikai-kockazati-tokealap-kezele-ugyeben>.
- KPMG [2011]: EU Funds in Central and Eastern Europe. Progress Report 2007–2010, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2011/11/eu-funds-in-cee-progress-report-2007-10.pdf>.
- KPMG [2012]: A Magyar KKV szektor finanszírozási helyzetének áttekintése, különös tekintettel az induló és korai fázisú kockázati tőke finanszírozás keresleti és kínálati feltételeire. KPMG Tanácsadó Kft., Budapest, június 25.
- KPMG [2013]: Értékelés a Gazdaságfejlesztési Operatív Program pénzügyi eszközeiről. KPMG Tanácsadó Kft., Budapest, április 30. <https://www.palyazat.gov.hu/download.php?objectId=48260>.
- KPMG [2016]: Kiegészítő melléklet a Magyar Export-Import Bank Zrt. 2015. évi beszámolójához. Eximbank, 20. o. <https://exim.hu/rolunk/kozerdeku-adatok/eves-jelentesek/eximbank/1080-alairt-beszamololo-uzleti-jelentes-nelkul-audit-jelentessel-2015-12-31-2/file>.
- KRÄMER-EIS, H.–LANG, F. [2011]: European Small Business Finance Outlook, 2/2011. Working Paper 2011/12. EIF Research and Market Analysis, European Investment Fund, Luxembourg, http://www.eif.org/news_centre/publications/eif_wp_2011_12.pdf.
- KRÄMER-EIS, H.–LANG, F.–GVETADZE, S. [2014]: European Small Business Finance Outlook. Working Paper 2014/24. EIF Research and Market Analysis, European Investment Fund, Luxembourg, http://www.eif.org/news_centre/publications/eif_wp_24.pdf.

- KRÄMER-EIS, H.–SIGNORE, S.–PRENCIPE, D. [2016a]: The European venture capital landscape: An EIF perspective. Vol. 1. The impact of EIF on the VC ecosystem. Working Paper 2016/34. European Investment Fund, Luxembourg, június, http://www.eif.org/news_centre/publications/eif_wp_34.pdf.
- KRÄMER-EIS, H.–LANG, F.–TÖRFES, W. –GVETADZE, S. [2016b]: European Small Business Finance Outlook. Working Paper, 2016/3. EIF Research and Market Analysis, European Investment Fund, Luxembourg, december, www.eif.org/news_centre/publications/eif_wp_35.pdf.
- LELEUX, B.–SURLEMONT, B. [2003]: Public versus private venture capital: Seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, Vol. 18. No. 1. 81–104. o. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(01\)00078-7](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(01)00078-7).
- LELEUX, B.–SURLEMONT, B.–WACQUIER, H. [1998]: State versus Private venture capital: Cross Spawning or Crowding out? A Pan-European Analysis. Paper presented at the Babson College Kauffman Entrepreneurship Research Centre.
- LERNER, J. [1999]: The Government as Venture Capitalist: The Long-run Effects of the SBIR Program. *Journal of Business*, Vol. 72. No. 3. 285–318. o. <https://doi.org/10.1086/209616>.
- LERNER, J. [2002]: When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective “Public Venture Capital” Programmes. *The Economic Journal*, Vol. 112. No. 477. F73–F84. o. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00684>.
- LERNER, J. [2009]: Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed and What to Do About it. Princeton University Press, Princeton, NJ, <http://dx.doi.org/10.1515/9781400831630>.
- LERNER, J. [2010]: The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital. *Small Business Economics*, Vol. 35. No. 3. 255–264. o. <https://doi.org/10.1007/s11187-010-9298-z>.
- LERNER, J. [2011]: The boulevard of broken dreams. Innovation policy and entrepreneurship. Paper presented to London School of Economics. Growth Commission, Institute for Government, London University, London, http://www.lse.ac.uk/researchAndExpertise/units/growthCommission/documents/pdf/contributions/lseGC_lerner_boulevard.pdf.
- LERNER, J. [2014]: Entrepreneurship, Public Policy, and Cities. Policy Research Working Paper, No. 6880. The World Bank, Sustainable Development Network, Urban and Disaster Risk Management Department, május, <https://doi.org/10.1596/1813-9450-6880>.
- LERNER, J.–MOORE, D.–SHEPHERD, S. [2005]: A study of New Zealand’s venture capital market and implications for public policy. Report to Ministry

- of Research Science and Technology, Auckland, LECG Ltd. <https://pdfs.semanticscholar.org/5ed8/580c2f1e003da67f9c400354a51cd8b01fcb.pdf>.
- LERNER, J.–SØRENSEN, M.–STRÖMBERG, P. [2011]: Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation. *The Journal of Finance*, Vol. 66. No. 2. 445–477. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01639.x>.
- LI, X.–WU, Z. [2008]: Reputation entrenchment or risk minimization? Early stop and investor-manager agency conflict in fund management. *Journal of Risk Finance*, Vol. 9. No. 2. 125–150. o. <https://doi.org/10.1108/15265940810853904>.
- LOVAS ANITA–RÁBA VIKTÓRIA [2013]: Állami szerepvállalás a start-up vállalatok finanszírozásában. *Hitelintézet*i Szemle, 12. évf. 5. sz. 353–370. o.
- LUUKKONEN, T.–DESCHRYVERE, M.–BERTONI, F. [2013]: The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds. *Technovation*, Vol. 33. No. 4–5. 154–162. o. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2012.11.007>.
- MANIGART, S.–BAUSELICK, CH. [2001]: Supply of Venture Capital by European Governments. Working Paper, 2001/111. Gent University, http://wps-feb.ugent.be/Papers/wp_01_111.pdf.
- MANIOKAS, K.–MISELIŪNIENĖ, A. [2012]: Expert evaluation network delivering policy analysis on the performance of Cohesion policy 2007–2013. Year 2 – 2012. Task 1. Financial engineering. Lithuania. Report to the European Commission Directorate-General Regional Policy, http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docgener/evaluation/pdf/eval2007/expert_innovation/2012_synt_rep_lt.pdf.
- MANNICK, K. [2007]: Latvia: developing early-stage venture capital to sustain long-term economic growth. Technopolis Group, EC, http://ec.europa.eu/regional_policy/en/projects/best-practices/latvia/1460/download.
- MARTIN, R.–BERNDT, C.–KLAGGE, B.–SUNLEY, P.–HERTEN, S. [2003]: Regional Venture Capital Policy: UK and Germany Compared. Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society, London–Berlin.
- MASON, C. M. [2013]: Access to finance. A “thought piece” for the North East LEP Independent Economic Review. University of Glasgow, Adam Smith Business School, március 11.
- MASON, C. M.–HARRISON, R. T. [2003]: Closing the Regional Equity Gap? A Critique of Department of Trade and Industry’s Regional Venture Capital Funds Initiative. *Regional Studies*, Vol. 37. No. 8. 855–868. o. <https://doi.org/10.1080/0034340032000128767>.
- MASON, C. M.–KWOK, K. [2010]: Investment Readiness Programmes and Access to Finance: A Critical review of Design Issues. *Local Economy*, Vol. 25. No. 4. 269–292. o. <http://dx.doi.org/10.1080/02690942.2010.504570>.

- McKENNA, F. [2015]: KKR fine signals heightened SEC focus on private equity. MarketWatch, június 30. <http://www.marketwatch.com/story/kkr-fine-signals-stronger-sec-focus-on-private-equity-2015-06-29>.
- MÉRŐ KATALIN [2012]: A bankszabályozás kihívásai és változásai a pénzügyi-gazdasági válság hatására. Megjelent: *Valentiny Pál–Kiss Ferenc László–Nagy Csongor István* (szerk.): *Verseny és szabályozás*, 2011. Budapest, MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézet, 129–166. o. <http://www.econ.core.hu/file/download/vesz2011/bankszabalyozas.pdf>.
- MEYER, T. [2007]: The Public Sector's Role in the Promotion of Venture Capital Markets. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1019988>.
- MFB [2014a]: MFB éves jelentés, 2013. MFB Magyar Fejlesztési Bank Zrt., szeptember 29. https://www.mfb.hu/sites/default/files/mfb_eves_jelentes_2013_hun.pdf.
- MFB [2014b]: Új stratégia a Magyar Fejlesztési Banknál. Sajtóközlemény. MFB Magyar Fejlesztési Bank Zrt., november 25. <https://www.mfb.hu/aktualis/sajtokozlemenyek/uj-strategia-magyar-fejlesztési-banknal>.
- MFB [2015]: Az MFB Magyar Fejlesztési Bank Zártkörűen Működő Részvénytársaság 2015. évi gazdálkodására vonatkozó összevont (konzolidált) éves beszámolóról szóló jelentés, https://www.mfb.hu/sites/default/files/2015_keb_nsz_penzugyi_kimutatas.pdf.
- MFB [2016]: Nemzeti Technológiai és Szellemi Tulajdon kockázati tőkeprogram. Azonosító jel: GINOP-8.1.3/A-16. Termékleírás. <https://www.palyazat.gov.hu/ginop-813-a-16-nemzeti-technologiai-s-szellemi-tulajdon-kockazati-tkeprogram>.
- MICHIE, R.–WISHLADE, F. [2012]: Between Scylla and Charybdis: Navigating Financial Engineering Instruments Through Structural Funds and State Aid Requirements. IQ-Net. Thematic Paper, Vol. 29. No. 2. European Policies Research Centre, [http://www.eprc.strath.ac.uk/iqnet/downloads/IQ-Net_Reports\(Public\)/ThematicPaper29\(2\)Final.pdf](http://www.eprc.strath.ac.uk/iqnet/downloads/IQ-Net_Reports(Public)/ThematicPaper29(2)Final.pdf).
- MNB [2015]: Elemzés a hazai kockázati tőkealap-kezelők és alapok működéséről. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, február 2. <http://www.mnb.hu/letoltes/elemzes-a-kovkazati-tokealapkezeloi-szektorrol-0202.pdf>.
- MUELLER, C. [2016]: A kockázati tőke 5 éve európai szemmel. Megjelent: 25 éves Jubileumi Évkönyv. Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület, Budapest, 18–27. o. http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2017/02/hvc-evkonyv_210x200_hu_lapozos.pdf.
- MULCAHY, D. [2013]: Six myths about venture capitalists. Harvard Business Review, Vol. 91. No. 5. 80–83. o.
- MUNARI, F.–TOSCHI, L. [2015]: Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom: Do regional characteristics mat-

- ter? *Journal of Business Venturing*, Vol. 30. No. 2. 205–226. o. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2014.07.009>.
- MURRAY, G. C. [1998]: A Policy Response to Regional Disparities in Supply of Risk Capital to New Technology-based Firms in the European Union: The European Seed Capital Fund Scheme. *Regional Studies*, Vol. 32. No. 5. 405–419. o. <http://dx.doi.org/10.1080/00343409850116817>.
- MURRAY, G. C. [1999] Early-stage venture capital funds, scale economies and public support. *Venture Capital*, Vol. 1. No. 4. 351–384. o. <https://doi.org/10.1080/136910699295857>.
- MURRAY, G. C. [2007]: *Venture Capital and Government Policy*. Megjelent: *Landstrom, H.* (szerk.): *Handbook of Research on Venture Capital*. 4. fejezet, Edward Elgar, Cheltenham, <http://dx.doi.org/10.4337/9781847208781.00011>.
- MURRAY, G.–HYYTINEN, A.–MAULA, M. [2009]: Growth entrepreneurship and finance. Megjelent: *Evaluation of the Finnish National Innovation System: Full report*. 147–201. o. https://www.etla.fi/wp-content/uploads/InnoEvalFi_FULL_Report_28-Oct-2009.pdf.
- MURRAY, G.–COWLING, M.–LIU, W.–KALINOWSKA-BESZCZYNSKA, K. [2012]: Government co-financed 'Hybrid' Venture Capital programmes: Generalizing developed economy experience and its relevance to emerging nations. Kauffman International and Policy Roundtable, Liverpool, március 11–12. http://www.kauffman.org/~media/kauffman_org/z_archive/resource/2012/5/irpr_2012_murray.pdf.
- MURRAY, G.–LINGELBACH, D. [2009]: Twelve Meditations on Venture Capital: Some Heretical Observations on the Dissonance between Theory and Practice When Applied to Public/Private Collaborations on Entrepreneurial Finance Policy, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1502643>.
- NAO [2009]: *Venture capital support to small businesses*. The Department for Business, Innovation and Skills. Report by the Comptroller and Auditor General, HC 23, Session 2009–2010. December 10. Supplementary Appendices One to Three, Appendix Two, 6–13. o.
- NCBIR [2014]: *Launch of the largest high-tech venture capital fund in Poland*. National Centre for Research and Development, Varsó, február 20. <http://www.ncbr.gov.pl/en/news/art,2928,-launch-of-the-largest-high-tech-venture-capital-fund-in-poland.html>.
- NFÜ [2012]: *Nemzeti Stratégiai Jelentés a 1083/2006/EK 29. alapján*. Magyarország, http://ec.europa.eu/regional_policy/how/policy/doc/strategic_report/2012/hu_strat_report_2012.pdf.
- NGM [2010]: *A kis- és középvállalkozások helyzete, 2009*. Nemzetgazdasági Minisztérium, Budapest.

- NGM [2015a]: Emlékeztető a Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Program Monitoring Bizottságának 2015. április 22-én tartott üléséről. Nemzetgazdasági Minisztérium, Budapest, <https://www.palyazat.gov.hu/download.php?objectId=54051>.
- NGM [2015b]: KKV Évkönyv 2014. A kis- és középvállalkozások helyzete Magyarországon. Nemzetgazdasági Minisztérium, Budapest.
- NICOLAIDES, P. [2013]: Financial Engineering Instruments and their Assessment under EU State Aid Rules. Bruges European Economic Policy Briefings, No. 26. <http://aei.pitt.edu/58464/1/beep26.pdf>.
- NIGHTINGALE, P.–BADEN-FULLER, G.–COWLING, M.–SIEPEL, J.–HOPKINS, J.–TIDD, J.–DANNREUTHER, C. [2009]: Government Support for Enterprenurial Finance in the UK: From “Market Failures” to “Thin Markets”. http://emma.polimi.it/emma/events/vicoconference/attachments/026%20nightingale%20siepel2_x.pdf.
- NOL [2012]: Idén több pénzt fektet be az állam. Nol.hu, április 12. http://nol.hu/gazdasag/iden_tobb_penzt_fektet_be_az_allam-1305881.
- OECD [2004]: Venture Capital: Trends and Policy Recommendations. Organisation for Economic Co-operation and Development, Párizs.
- OSZKÓ PÉTER [2016]: Piaci tőkealapok és piaci befektetők. Kézirat, november 1. <https://www.linkedin.com/pulse/piaci-t%C5%91kealapok-%C3%A9s-befektet%C5%91k-mikor-v%C3%A1lik-alap%C3%BAv%C3%A1-hazai-peter-oszk%C3%B3>.
- PALKÓ ISTVÁN [2014]: Új kormány, régi bank. Mire készül az MFB? Interjú Nagy Csabával, az MFB vezérigazgatójával. Portfolio.hu, május 27. http://www.portfolio.hu/vallalatok/penzugy/uj_kormany_regi_bank_mire_keszul_az_mfb.199374.html.
- PELLY, R.–KRÄMER-EIS, H. [2011]: Creating a Better Business Environment for Financing Business, Innovation and Green Growth. OECD Journal, Financial Market Trends, Vol. 22. No. 1.
- PIERRAKIS, Y. [2010]: Venture capital: Now and after the Dotcom crash. NESTA Research Report, VC/57. London, július.
- PIERRAKIS, Y.–MASON, C. [2008]: Shifting sands: The changing nature of the early-stage venture capital market in the UK. NESTA, London.
- PITMAN, V. [2012]: Development Finance Institutions. Private Equity Spotlight, december, https://www.preqin.com/docs/newsletters/pe/Preqin_PESL_Dec_2012_DFI.pdf.
- PORTFOLIO [2010]: Szavaztak a képviselők a fedezeti és kockázati tőke alapokról. Portfolio.hu, november 11. <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?2&i=141267>.

- PORTFOLIO [2015]: Szabálytalanságok a kockázati tőke-kihelyezéseknél! Portfolio.hu, június 3. http://www.portfolio.hu/finanszirozas/m_and_a/szabalytalansagok_a_kockazatitoke-kihelyezeseknel.215004.html.
- PORTFOLIO [2016a]: Gigantikus kockázati tőkealap indul Európában. Portfolio.hu, november 8. <http://www.portfolio.hu/tool/print.php?i=239810&k=58>.
- PORTFOLIO [2016b]: 150 milliárdos kockázati-tőkeprogram indul Magyarországon. Portfolio.hu, szeptember 8.
- PORTFOLIO [2016c]: MKB-eladás: ez a rejtélyes cég lenne az összekötő kapocs? Portfolio.hu, április 8.
- PORTFOLIO [2016d]: 56 milliárd forintnyi visszacsorgó EU-pénzt osztott el a kormány. Portfolio.hu, november 9.
- PORTFOLIO [2016e]: Milliárdokat és új feladatot is kap a kormánytól a Széchenyi Tőkealap. Portfolio.hu, december 15.
- PORTFOLIO [2016f]: MFB: rövidesen jönnek a visszatérítendő források egy jobb rendszerben. Portfolio.hu, március 10. http://www.portfolio.hu/unios_forrasok/uzletfejlesztes/mfb_rovidesen_jonnek_a_visszateritendo_forrasok_egy_jobb_rendszerben.228524.html.
- PORTFOLIO [2017a]: Elkészült az MFB stratégiája. Portfolio.hu, március 7. http://www.portfolio.hu/finanszirozas/bankok/elkeszult_az_mfb_strategiaja.245165.html.
- PORTFOLIO [2017b]: Tulajdonosváltás az MKB-nál: Balogh és Szemerey is beszáll a bankba. Portfolio.hu, április 26. http://www.portfolio.hu/finanszirozas/bankok/tulajdonosvaltas_az_mkb-nal_balog_es_szemerey_is_beszall_a_bankba.248815.html.
- PORTFOLIO [2017c]: Még 1000 milliárdra ugorhatnak rá a cégek. Portfolio.hu, március 31. http://www.portfolio.hu/unios_forrasok/gazdasagfejlesztes/meg_1000_milliardra_ugorhatnak_ra_a_cegek.4.246378.html.
- PREQIN [2012a]: Preqin Special Report: Banks as Investors in private equity. Preqin, https://www.preqin.com/docs/reports/Preqin_Special_Report_Banks_as_Investors_in_Private_Equity.pdf.
- PREQIN [2012b]: Preqin Special Report: Insurance Companies Investing in Private Equity. Preqin, https://www.preqin.com/docs/reports/Preqin_Special_Report_Insurance_Companies_Investing_in_Private_Equity.pdf.
- PRIVATE EQUITY FINDINGS [2010]: Great intervention? Private Equity Findings, No. 2. 8–10. o.
- PRIVÁTBANKÁR [2015]: Hova folynak a Jeremie-pénzek? Amiről senki sem beszél. Privatbankar.hu, július 1. <http://privatbankar.hu/vallalat/amirolo-a-jeremie-penzek-kapcsan-senki-sem-beszal-283111>.

- PRIVÁTBANKÁR [2016]: Hová mentek az uniós milliárdok? Furcsaságok a Jeremie-pályázat körül. Privatbankar.hu, szeptember 6. <http://privatbankar.hu/kkv/hova-mentek-az-unios-milliardok-furcsasagok-a-jeremie-palyazat-korul-297729>.
- PROHOROV, A. [2014]: The Volume of Venture Capital Funds of Latvia and Their Financing Sources. *China-USA Business Review*, Vol. 13. No. 4. 217–234. o. <http://dx.doi.org/10.17265/1537-1514/2014.04.001>.
- PTACEK, O. [2014]: Equity Gap on the Venture Capital Market in the Czech Republic. *International Journal of Business and Management*, Vol. 2. No. 1. 59–75. o. http://www.iises.net/download/Soubory/soubory-puvodni/pp059-075_ijobm_2014V2N1.pdf.
- PWC [2012]: AIFMD: How it will impact the Private Equity manager. PricewaterhouseCoopers LLP. <http://www.pwc.co.uk/industries/financial-services/regulation/aifmd/private-equity-managers-must-make-changes-to-comply-with-the-alternative-investment-fund-managers-directive-aifmd.html>.
- RÁCZ TIBOR [2015]: Szigorúan bizalmasak. Kié lesz a Questor cége? HVG, augusztus 15. 59–60. o.
- REGENERIS [2013]: Mid-Term Review of the English JEREMIE funds. Executive Summary, Conclusions and Recommendations. Regeneris Consulting Ltd. <http://british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2013/10/Northern-JEREMIEs-Review-Final-Executive-Summary-Conclusions-and-Recommendations.pdf>.
- RIGOS, S. [2011]: The UK equity gap: Why is there no Facebook or Google in the UK? Policy Paper, Greater London Authority, London.
- RUDNICKA, B.–DIETL, M. [2013]: Public Support for Venture Capital in Emerging Markets: An Overview of Selected Countries. Megjelent: *Klonowski, D.* (szerk.): *Private Equity in Emerging Markets. The New Frontiers of International Finance*. Palgrave Macmillan, New York, 173–180. o. <http://dx.doi.org/10.1057/9781137309433.0024>.
- RYAN, N. [1990]: Policy evaluation and Australian support for innovation. *Technovation*, Vol. 10. No. 4. 265–272. o. [https://doi.org/10.1016/0166-4972\(90\)90057-q](https://doi.org/10.1016/0166-4972(90)90057-q).
- SALESNY, P. [2012]: Private Equity in Central and Eastern Europe. Opportunities in an Emerged Market: The Practitioner’s Perspective. Megjelent: *Klonowski, D.* (szerk.): *Private Equity in Emerging Markets*. Palgrave Macmillan, New York, 121–134. o.
- SCHOPP ATTILA [2017]: Állami a pénz, piaci a szakértelem. Itbusiness.hu, február 13. http://www.itbusiness.hu/Fooldal/hirek/Technology/Allami_a_penz_piaci_a_szakertelem.html.

- SEBŐK ORSOLYA [2015]: Elfogynak a pénzek, de ez még nem siker. Piacessprofit.hu, szeptember 1. http://www.piacessprofit.hu/kkv_cegblog/elfogynak-a-penzek-de-ez-meg-nem-siker.
- ŠIMIĆ, M. [2015]: The Attractiveness of Croatia in term of Attracting VC Investors. *Ekonomiska Misao Praksa DBK*, Vol. 24. No. 1. <http://www.unidu.hr/datoteke/500izb/EMIP-1-2015.pdf>.
- STRÖMBERG, P. [2009]: The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of research findings. Kézirat, http://www.fvca.fi/files/30/EVCA_DOC_RP_ECONIMPACT_0909.pdf.
- SZABÓ ANDRÁS [2017a]: Jeremie-akták: Feltárul, hogy üzletel Hernádi és Garanci az Unió pénzével. *Forbes*, március, 74–78. o.
- SZABÓ ANDRÁS [2017b]: Hernádi szexpartner-keresős üzletén kiakadt az EU, Tomborék befektetését vizsgálja a NAV. *Direkt36.hu*, április 12. <http://www.direkt36.hu/2017/04/12/ujabb-jeremie-aktak-hernadi-szexpartner-keresos-uzleten-kiakadt-az-eu-tomborek-befekteteset-vizsgalja-a-nav>.
- SZAKONYI PÉTER [2011]: Megszűnik a nagy Elan. *Napi.hu*, október 20. www.napi.hu/belfold/megszunik_a_nagy_elan.499244.html.
- SZÁZADVÉG [2016]: Pénzügyi eszközök értékelése. Századvég Gazdaságkutató Zrt., Budapest, november 30. <https://www.palyazat.gov.hu/gazdasagfejlesztasi-expost-rtkelsek>.
- SZÉCHENYI SZAKKOLLÉGIUM [2013]: Hozamrafting. Esettanulmányok a magyarországi kockázatitőke-befektetések vad vizeiről. Corvinus Egyetem–L'Harmattan Könyvkiadó, Budapest, ISBN 978-963-236-643-2.
- SZÉKELY ANITA [2012]: A válságra tett szabályozói válaszlépések az Egyesült Államokban. *Hitelintézeti Szemle*, 11. évf. 3. sz. 231–253. o. <http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2012/10/230-253-szekely1.pdf>.
- SZERB LÁSZLÓ [2006]: Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. Megjelent: *Makra Zsolt* (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula Kiadó Kft., Budapest, 95–122. o.
- SZERB LÁSZLÓ [2009]: A magyarországi kis- és közepes méretű vállalatok kockázatitőke-finanszírozási lehetőségei. Megjelent: *Ulbert József* (szerk.): *Az iskolateremtő Tanulmányok* Bélyácz Iván 60. születésnapjára. PTE, Pécs, 247–258. o.
- SZERB LÁSZLÓ [2015]: A lélegeztető készüléktől az önálló légzés képességéig. *Világgazdaság*, március 10.
- SZERB LÁSZLÓ–RAPPAI GÁBOR–MAKRA ZSOLT–TERJESEN, SIRI [2007]: Informal Investment in Transition Economies: Individual Characteristics and Clusters. *Small Business Economics*, Vol. 28. No. 257–271. o. 2. <http://dx.doi.org/10.1007/s11187-006-9019-9>.

- SZTA [2016]: 100 befektetés / 5 év. Befektetés a jövőbe. Széchenyi Tőkebefektető Alap, Budapest, december.
- TECHNOPOLIS GROUP [2011]: The role of different funding models in stimulating the creation of innovative new companies: What is the most appropriate model for Europe? Final report to the European Research Area Board, https://ec.europa.eu/research/erab/pdf/erab-study-venture-capital-2011_en.pdf.
- THOMADAKIS, A. [2016]: Nothing ventured nothing gained: How the EU can boost growth in small business and start-ups. ECMI Research Report, No. 10.
- TILLVÄXTVERKET [2011]: Mid-term evaluation of regional venture capital funds: Implementation and lessons learnt. Tillväxtverket, szeptember, http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docgener/evaluation/library/sweden/1111_sweden_venture_eval_en.pdf.
- TORONTÁLI ZOLTÁN [2013]: Pestieknek jut a vidéki vagányok pénze. Origo.hu, június 9. <http://www.origo.hu/gazdasag/20130527-trukkoznek-az-unios-forrasok-kihelyezesevel-a-jeremie-kockazati-tokealapok.html>.
- TYKVOVÁ, T.–BORELL, M.–KROENCKE, T.-A. [2012]: Potential of Venture Capital in the European Union. Directorate General for International Policies. Policy Department A: Economic and Scientific Policy Industry, Research and Energy, február, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2012/475088/IPOL-ITRE_ET\(2012\)475088_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2012/475088/IPOL-ITRE_ET(2012)475088_EN.pdf).
- UNQUOTE [2012]: Governments' contribution to VC up six-fold. Unquote, <http://www.unquote.com/unquote/research/73138/governments-contribution-to-vc-up-six-fold>.
- VARGA GYÖRGY [2016]: Ami a magyar gazdasági modellből kimaradt. Élet és Irodalom, december 9.
- VENCKUVIENE, V.–SNIESKA, V. [2014]: Government sponsored venture capital funds and their relation to innovations in Lithuanian SMEs. Economics and Management, Vol. 19. No. 1. 54–62. o. <http://dx.doi.org/10.5755/j01.em.19.1.5802>.
- VICO [2011]: Venture Capital: Policy lessons from the VICO project, https://www.vlerick.com/~media/Corporate/Pdf-knowledge/Venture%20Capital_VICO/Venture%20Capital_VICO.pdf.
- VINGELMAN JÓZSEF [2010]: Views from a national holding fund on the JEREMIE implementation – The case of Hungary: challenges, achievements and perspectives. European Investment Fund–European Commission, Brüsszel, november 29–30.
- VINGELMAN JÓZSEF [2012]: A Jeremie Program előrehaladása 2011-ben. Budapest, február 1.
- VITÉZ F. IBOLYA [2015]: Közművesítés. HVG, május 16. 66–67. o.

- WEF [2010]: Globalization of Alternative Investments. Working Papers, Vol. 3. The Global Economic Impact of Private Equity. Report 2010. Governments as venture capitalists: Striking the right balance. 25–38. o. World Economic Forum, http://www3.weforum.org/docs/WEF_IV_PrivateEquity_Report_2010.pdf.
- WEF [2015a]: Alternative Investments 2020. Regulatory Reform and Alternative Investments. World Economic Forum, http://www3.weforum.org/docs/WEF_Alternative_Investments_2020_Regulatory_Reform.pdf.
- WEF [2015b]: Alternative Investments 2020: An Introduction to Alternative Investments. World Economic Forum, http://www3.weforum.org/docs/WEF_Alternative_Investments_2020_An_Introduction_to_AI.pdf.
- WILSON, K. [2015]: How to unleash the financing of high growth firms in Europe. 10 recommendations for catalysing growth. Bruegel blog, május 27. <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1636-how-to-unleash-the-financing-of-high-growth-firms-in-europe>.
- 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, Párizs, <http://dx.doi.org/10.1787/5k3xqsf00j33-en>.
- ZARUTSKIE, R. [2010]: The role of top management team human capital in venture capital markets: Evidence from first-time funds. Journal of Business Venturing, Vol. 25. No. 1. 155–172. o. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2008.05.008>.
- ZSEMBERY LEVENTE [2016a]: A magyar kockázati tőke iparág 2011–2016 között. 25 éves Gála évkönyv, HVCA, Budapest.
- ZSEMBERY LEVENTE [2016b]: Csak nyitott, növekedésre képes cégek lehetnek igazán sikeresek. Szerdahelyi Csaba interjúja Zsembery Leventével, a HVCA elnökével. Kamaraonline.hu, november 14. <http://kamaraonline.hu/cikk/zsembery-levente-csak-nyitott-novekedesre-kepes-cegek-lehetnek-igazan-sikeresekek>.
- ZSIBORÁS GERGŐ [2015a]: Ha ezt a klubban elmesélem. Forbes, 7. sz. 57–61. o.
- ZSIBORÁS GERGŐ [2015b]: Egy nap alatt eldöntik, ki vigye a 16 milliárdot. Forbes.blog.hu, december 10. http://forbes.blog.hu/2015/12/10/gyorsan_kiosztanak_16_milliardot_a_szalak_roghanhoz_vezetnek.
- ZSIBORÁS GERGŐ [2015c]: Questor-alapok: Tarsolyék vagy az állam nem fizetett? Forbes.blog.hu, július 8. http://forbes.blog.hu/2015/07/08/quaestor-alapok_nem_biztos_hogy_tarsolyek_nem_fizettek.
- ZSIBORÁS GERGŐ [2016a]: Tényleg a Rogán-közeli alappal kötött botrányos szerződést az Eximbank. Forbes.blog.hu, március 11. <http://forbes>.

blog.hu/2016/03/11/tenyleg_a_rogan-kozeli_alappal_kotott_botranyos_szerzodest_az_eximbank.

ZSIBORÁS GERGŐ [2016b]: Kinyitjuk a Jeremie-aktákat. *Morando*. Forbes, 9. sz. 90–99. o. https://transparency.hu/wp-content/uploads/2017/01/Zsibor%C3%A1s-Gerg%C5%91_Kinyitjuk-a-Jeremy-akt%C3%A1kat.pdf.

ZSIBORÁS GERGŐ [2017]: Ki kell adnia az alapkezelői pályázatokat az Eximbanknak. *Forbes.blog.hu*, április 13. <http://forbes.hu/uzlet/ki-kell-adnia-az-alapkezeloi-palyazatokat-az-eximbanknak>.

Gyakran használt szakkifejezések a kockázati- és magántőke-ágazatban*

Alap lezárása (fund closing) • a kockázati- és magántőkealap lezárása akkor történik meg, amikor a befektetők egy előre meghatározott mennyiségű pénzt visszavonhatatlanul felajánlanak az alapba. Mielőtt az alapot véglegesen lezárják, több közbenső zárásra is sor kerülhet.

Alapítás éve (inception) • az a kezdő időpont, ahonnan a belső megtérülési rátát számolják, megegyezik az első tőkelehívás évével.

Alapkezelési mód (hands-on, hands-off) • a kockázati- és magántőkealapoknál kétféle alapkezelési mód ismert. Az egyik szerint az alapkezelő a tőke mellett szakértelmével, tapasztalatával, kapcsolatrendszerével is közreműködik a portfóliótársaság sikerre vitelében, a másik szerint csak a szerződésben foglaltak teljesülését ellenőrzi.

Alapkezelő (general partner) • az alapkezelő irányítja a kockázati- és magántőkealapot a befektetőkkel kötött megállapodás szerint. Tevékenységéért díjazásban részesül, és jogosult a profit egy részére is. Korlátlan felelősséggel tartozik az alap által vállalt kötelezettségekért, míg az alap befektetői tőkeígervényük mértékéig felelősek az alap kötelezettségvállalásaiért.

Alapkezelői díj (management fee) • a kockázati- és magántőkealapok kezelőinek az alapkezelésért járó díj, amely az alap általános költségeinek fedezésére szolgál. Rendszerint az alapba befizetett összeg bizonyos százalékában határozzák meg.

Alapok alapja, esernyőalap (Fund of Funds, FoF) • olyan alap, amely más kockázati- vagy magántőkealapokba fekteti tőkét. Az újonnan létrejövő alapok részvényeibe fektető esernyőalap az úgynevezett elsődleges alapok alapja. A már meglévő alapokba fektető esernyőalap az úgynevezett másodlagos alapok alapja.

Alapok tőkenövekménye (incremental funds) • a kockázati- és magántőkealapokba egy adott évben befektetett többlettőke értéke.

* Saját összeállítás, melynek forrásául a következő publikációk szolgáltak: *AmCham* [2013], *EC* [2015a], *Gilligan–Wright* [2014], *Glavanits* [2015], *HVCA* [2016b], [2017b], *Karsai* [2012], *Krämer-Eis és szerzőtársai* [2016b], *Regeneris* [2013], *Széchenyi Szakkollégium* [2013].

Állami támogatás Európában (state aid) • az Európai Unió működéséről szóló szerződés szerint az Európai Bizottság által a belső piaccal nem összeegyeztethetőnek tekintett, egyes gazdasági tevékenységek fejlődését előmozdító olyan állami támogatás, amely a közös érdekekkel ellentétesen, hátrányosan befolyásolja a kereskedelmi feltételeket. Ez alól kivételt képezhet a kockázati-tőke-piac fejlesztése, valamint a kis- és középvállalkozások, továbbá az innovatív (közepes tőkeértékű) vállalatok kockázati-tőke-finanszírozáshoz való hozzáféréseinek javítása érdekében nyújtott állami támogatás, amennyiben arra az EU iránymutatása szerint kerül sor.

Általános csoportmentességi rendelet, ÁCSR (General Block Exemption Regulation, GBER) • az Európai Bizottság 2008-ban a csoportos tőkeprogramok számára külön szabályrendszerben (GBER) rögzítette a teljesítendő előírásokat, illetve az eljárás rendjét. (2014-ben ezt a 651/2014/EU rendelettel módosította.) A csoportmentességi rendelet lehetővé teszi, hogy amennyiben egy támogatási intézkedés megfelel a rendeletben foglaltaknak, akkor mentesül az előzetes engedélyeztetési eljárás alól, csak bejelentési kötelezettséggel jár, és nemzeti hatáskörben végrehajtható. A szabályozás előírásokat tartalmaz a kockázati-tőke-alapokra, ezek kezelőire, valamint a tőkebefektetésben részesülő cégekre (EB [2008]).

Alternatív befektetési alapkezelőkről szóló irányelv, ABAK-irányelv (Directive on Alternative Investment Fund Managers, AIFMD) • az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelve az alternatív befektetési alapkezelőkről. Ezek az alapkezelők olyan alternatív befektetési alapokat kezelnek, amelyekre nem terjed ki a 2009/65/EK számú ÁÉKBV-irányelv (EU [2011]). Az irányelv hatálya alá csak az 500 millió euró értékűnél nagyobb alapok kezelői tartoznak. A rendelkezés érinti az alapkezelők működését, az általuk igénybe vett szolgáltatások nyújtóival kialakítandó kapcsolatokat, a letétkezelői (őrzési/felügyeleti) kereteket, a cégértékelési eljárásokat, azaz a vagyoni eszközökre vonatkozó független értékelés rendszerét, a kockázat- és likviditáskezelési gyakorlatot, a hitelfelvételi korlátozásokat, a javadalmazási politikát és az alapok által alkalmazott marketingmódszereket. Az alapkezelőkre jelentéstételi kötelezettséget ró a befektetők, a szabályozó hatóság, valamint többségi tulajdonosi pozíció esetén a felvásárolt cégek számára is. A kockázati- és magántőkealapok kezelői alternatív befektetési alapkezelőnek minősülnek.

Átlátható finanszírozás (bridge financing) • tőzsdéi bevezetés előtt álló, nem nyilvánosan jegyzett cég számára nyújtott finanszírozás a nyilvános jegyzéséig tartó átmeneti időszakra.

Átlátható adózás (tax transparency) • a pénzügyi közvetítést végző kockázati- és magántőkealapok esetében a transzparens adózás elve szerint nem az

alapok, hanem tulajdonosaik számára jelentkezik adófizetési kötelezettség a keletkező bevételek, illetve tőkejövedelmek után.

Átruházható értékpapírokkal foglalkozó, kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó irányelv (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives, UCITS) • az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendeletek összehangolásáról szóló 2009/65/EK számú ÁÉKBV-irányelv. Az Európai Parlament és a Tanács alternatív befektetési alapkezelőkről szóló 2011/61/EU irányelve szerint az alternatív befektetési alapok kezelőire, így a kockázati- és magántőkealapok kezelőire nem vonatkozik a 2009/65/EK irányelv.

Átvilágítás (due diligence) • a befektetési döntést előkészítő, a céltársaság jogi, pénzügyi és szakmai tevékenységének ellenőrzésére irányuló szakértői tevékenység, amelynek célja a befektetési döntéssel kapcsolatos kockázatok feltárása. Az átvilágítás vonatkozhat a céltársaság működésének egészére vagy csak egyes részfolyamatok ellenőrzésére. A cél a befektetés vonzerejének, kockázatának és a tranzakció egyéb részleteinek feltárása. Az átvilágítás megkönnyíti a befektetők hatékony döntéshozatalát és a kedvező szerződési feltételek kialakítását.

Ázsiós tőkeemelés • a tőkeemelés azon formája, amikor a jegyzett tőke emelésével egyidejűleg a befektetés meghatározott részét a tőketartalékban helyezik el. *Bázel–III szabályrendszer előírásainak megfelelő tőkemegfelelési irányelv (Capital Requirements Directive IV, CRD IV)* • a Bázel–III és a hozzá kapcsolódó, a megvalósításra vonatkozó CRD IV néven ismert jogi előírás a bankrendszer számára olyan standardokat vezet be, amelyek elsősorban a tőkehelyzetre, a likviditásra, a fedezettségre, a jelentéstételi kötelezettségekre, valamint a kompenzáció nyújtására vonatkoznak.

Befektetésből visszakapott összeg felosztása (distribution) • a kockázati- és magántőkealap befektetéseiből befolyó tőke felosztása az alap tulajdonosai között.

Befektetési ajánlatok (deal flow) • a kockázati- és magántőkealapokhoz érkező befektetési ajánlatok.

Befektetési összeg kifizetése (disbursement) • a befektetési szerződés keretében megállapodott összeg átutalása a kockázati- és magántőkealapok által a kiválasztott cégnek.

Befektetésiteljesítmény-mutatók (realisation ratios) • a befektetett tőke megtérülésének olyan mutatói, amelyek nem veszik számításba a pénz értékének időbeli változását. Ilyen mutató például: a befizetett tőkére vetített jövedelem (*distributions to paid-in capital, D/PI*), a befizetett tőkére vetített maradványérték (*residual value to paid-in, RV/PI*), a befizetett tőkére vetített teljes érték (*total value to paid-in, TV/PI*).

Befizetett tőke (paid-in capital) • a befektető által a kockázati- és magántőkealap számára odaigért összes tőkéből az alapba ténylegesen átutalt rész.

Befizetett tőkére vetített jövedelem (distributions to paid-in capital, D/PI) • a kockázati- és magántőkealapokból a befektetők részére a befizetett tőkerészesedések arányában teljesített összes kifizetés. A DPI a költségek és jutalékok levonása után fennmaradó nettó érték. Gyakori elnevezése: „cash-on-cash” hozam. Az alap egyes befektetéseken realizált hozamának relatív mérőszáma.

Befizetett tőkére vetített maradványérték (residual value to paid-in, RV/PI) • a befizetett tőkerészesedés arányában a befektetőknek járó, a kockázati- és magántőkealapban maradó összeget jelenti. Az RVPI a költségek és jutalékok levonása után fennmaradó nettó érték. Ez az alap által „nem realizált” haszon.

Befizetett tőkére vetített teljes érték (total value to paid-in, TV/PI) • a befizetett tőkére vetített osztalék (*distributions to paid-in capital, D/PI*) és a befizetett tőkére vetített maradványérték (*residual value to paid-in, RV/PI*) összege: a költségek és jutalékok levonása utáni nettó érték.

Befolyásmentesség (arm's-length) • magánszemélyek vagy cégek közötti, tisztán gazdasági megfontolásokon alapuló együttműködés. Minden más tényező hatása (például közös tulajdonos, anya- és leányvállalati kapcsolat a cégek között, családi kapcsolatok vagy magánszemélyek közötti üzleti kapcsolatok) ki van zárva.

Bekerülési áron számított portfólió (portfolio at cost) • a vizsgált időszak végéig megtörtént összes olyan magán- és kockázati-tőke-befektetés bekerülési áron számított összege, amely még nem került visszaváltásra.

Belső megtérülési ráta (internal rate of return, IRR) • a befektetések hozamának meghatározásához általánosan használt jövedelmezőségi mutató. Azt mutatja, hogy a jövőbeli hozamok jelenértéke hogyan viszonyul a befektetett összeghez (az a diszkontráta, amely mellett a nettó jelenérték nulla). Éves tényleges összesített megtérülési rátaként számolják ki, a befektetőknek történt havi utalások, valamint a maradványérték mint a befektetőknek járó utolsó kifizetés figyelembevételével. A belső megtérülési ráta az összes költség és jutalék levonása utáni nettó mutató.

Céltársaság (target company) • a kockázati- vagy magántőke-befektetés célpontja. Az a társaság, amelyben a befektető részesedést kíván szerezni. A befektetés megvalósulását követően a céltársaság a befektető portfóliójának részévé válik.

Családívagyon-kezelő (family office) • egy vagy több család számára befektetési vagyonkezelést és egyéb pénzügyi szolgáltatásokat nyújtó szervezet.

De minimis rendelet csekély összegű támogatásokra • az EU által engedélyezett bruttó támogatástartalom, melynek felső határa 200 ezer euró, három üzleti évre vonatkoztatva.

Dodd–Frank-törvény (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) • az Egyesült Államokban a pénzügyi tevékenység rendszerkockázati jellegét kezelő törvény. A szabályozás a hagyományos pénzügyi rendszerre készült, s olyan előírásokat tartalmaz, amelyek a tőkepiacot, a bankrendszert, a fogyasztók finanszírozását és a befektetéseket szabályozzák.

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) • a társaság nyereségességét tükröző pénzügyi mutató, amely az eredmény kiszámítása során figyelmen kívül hagyja a kamatfizetést, az adófizetési kötelezettséget, valamint a társaság eszközeivel kapcsolatos számviteli elszámolásokat (értékcsökkenés, értékvesztés, céltartalék). Az EBITDA-t gyakran alkalmazzák a cégértékelésben, mivel lehetővé teszi a társaságok tőkeszerkezetéről, eszközállománytól független összehasonlítását.

Előszerződés, szándéknyilatkozat (term sheet) • a javasolt kockázati- és magántőke-befektetés alapvető pénzügyi és egyéb feltételeit összefoglaló, rövid dokumentum. Általában nem kötelező érvényű, de tartalmazhat a befektetőre és a cégre vonatkozó kötelezettségeket is.

Első alap (debut fund, maiden fund) • egy kockázati- vagy magántőkealapok kezelésével foglalkozó alapkezelő által elsőként létrehozott alap.

Első körös befektetés (first round investment) • egy cég által az indulását követően első ízben kapott olyan tőkebefektetés, amelyben kockázati-tőke-alap vesz részt.

Első nyilvános részvénykibocsátás (initial public offering, IPO) • a kockázati- és magántőke-befektető tőzsdén keresztüli kilépése, azaz a portfóliótársaságban fennálló részesedés nyilvános forgalomba hozatal útján történő értékesítése.

Elvárt hozam (hurdle rate) • az a belső megtérülési ráta, amelyet az alapkezelőnek a kockázati- és magántőkealap befektetői számára biztosítania kell ahhoz, hogy a sikerdíjat (nyereségből való részesedést) megkaphassa.

Employee Retirement Income Security Act 1978 (ERISA) • az 1970-es évek végén a nyugdíjalapokra az Egyesült Államokban bevezetett szabályozás. A prudens befektetést feltételező szabályozás lehetővé tette, hogy a nyugdíjalapok is vállalkozhassanak nagy kockázatú befektetésekre, azaz finanszírozhassanak kockázati- és magántőkealapokat.

Értékesítés szakmai befektetőnek (trade sale) • a kockázati- és magántőkealap kilépése a portfóliótársaságból szakmai vagy stratégiai befektetőnek történő eladással.

Európai Értékpapír-piaci Hatóság (European Securities and Markets Authority, ESMA) • az Európai Unió pénzügyi szabályozó és ellenőrző intézménye, székhelye Párizs.

Európai kockázati-tőke-alapok szabályozása (European Venture Capital Funds Regulation, EuVECA) • az 500 millió eurónál kisebb európai kockázati-tőke-

alapokra vonatkozó jogi szabályozás, amely anélkül teszi lehetővé a határon átnyúló forrásgyűjtést a kockázati-tőke-alapok számára, hogy vállalniuk kellene az ABAK-irányelv terheit. Azon alapok számára nyújt könnyített feltételeket, amelyek tőkéjük 70 százalékát kis- és középvállalatokba fektetik, s nem alkalmaznak befektetéseiknél tőkeáttételt.

Fejlesztő tőke, terjeszkedési tőke (development capital, expansion capital) • a cégek fejlődésének későbbi szakaszát finanszírozó kockázati-tőke-befektetések gyakran használt, nem hivatalos elnevezése. Egy cég növekedéséhez, terjeszkedéséhez szükséges finanszírozás, felhasználhatják a termelési kapacitások bővítésére, piac- vagy termékfejlesztésre vagy a forgótőke pótlására.

Fejlesztőtőke-alap (development fund) • olyan kockázati-tőke-alap, amely életciklusuk kezdeti szakaszán túlnövő, a terjeszkedéséhez tőkét kereső cégeket finanszíroz.

Független alap, ellenőrzött alap (noncaptive fund, captive fund) • a kockázati- és magántőkealap tulajdonosi körének szórtságát jelölő kategóriák. A független alap kezelője szélesebb tulajdonosi körből száramazó tőkelapot kezel, míg az ellenőrzött, azaz nem független alap esetén a tőke túlnyomó része egyetlen befektetőtől származik.

Gazella cég (gazelle) • olyan cég elnevezése, amelynek forgalma három egymást követő évben legalább évi 20 százalékkal képes nőni.

Három F (family, friends, fools) • az úgynevezett három F (család, barátok és bolondok) azt a kört jelöli, amelyből egy induló vállalkozásnak – az alapítók saját tőkéjén kívül – általában lehetősége van a forrásbevonásra.

Helyettesítő tőke (replacement capital) • egy cég meglévő részvényeinek megvásárlása egy másik magántőke-befektetőtől vagy más típusú részvényesektől.

Hibrid alap (hybrid fund) • olyan kockázati- vagy magántőkealap, amelynek befektetői között állami és nem állami (privát) befektetők egyaránt szerepelnek.

Horizont belső megtérülési ráta (horizon IRR) • olyan jövedelmezőségi mutató, amely a kockázati- és magántőkealap induláskori nettó eszközállományát tekinti kezdeti befizetésnek, s az időszak végi maradványértéket végső kifizetésnek. A belső megtérülési rátát e két érték, valamint az adott időszakban a befektetők által befizetett vagy részükre kifizetett összegek alapján számítják ki.

Hozamszorozók • a hozamszorozók az eredetileg befektetett tőke hányadában, azaz egy egyszerű szorzószámmal fejezik ki a hozammal növelt bevételt.

Intézményi befektető (institutional investor) • jelentős összegű tőkével és befektetési tapasztalattal rendelkező, professzionális befektető szervezet.

Így például bank, befektetési társaság, befektetési alap, biztosítótársaság, nyugdíjalap vagy alapítvány.

Invest Europe (EVCA)/Európai Kockázati és Magántőke Egyesület • az európai kockázati- és magántőkeszektor befektetőinek és alapkezelőinek szakmai szervezete.

Jeremie (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises), Közös európai források mikro-, kis- és középvállalkozások számára • az Európai Bizottságnak az Európai Beruházási Alappal (EIF) közös kezdeményezése olyan pénzügyi eszközök felhasználásának ösztönzésére, amelyek javítják a mikro-, kis- és középvállalkozások finanszírozási forrásokhoz való hozzáférését. A kezdeményezés nyomán az EU-tagállamok az európai strukturális alapokból a számukra kijelölt keretek egy részét felhasználhatják visszatérítendő forrásként kölcsön, garancia, illetve kockázati tőke nyújtására. A kockázati tőkeként befektetett állami források nem állami (privát) befektetők által is finanszírozott közös (*joint*) kockázati tőke-alapokba kerülnek, vagy privat befektető nélküli társbefektető (*co-finance*) kockázati tőke-alapokhoz, amelyek csak privat befektetőkkel együtt hajthatnak végre befektetéseket.

Karvalytőkés (vulture capitalist) • negatív jelző az olyan befektetőre, akit csak a gyorsan megszerezhető haszon motivál, azaz befektetésével nem növelni akarja a cégértéket, csak részesedni belőle, ezért nem fektet be hosszú távú növekedést ígérő cégekbe.

Későbbi körös befektetés (follow-on investment) • egy kockázati tőke-befektetésben már korábban részesült cégnek nyújtott újabb tőkebefektetés, ugyanazon vagy másik kockázati tőke-alap által.

Kezelt tőke (asset under management) • a kockázati- és magántőke-alapok további befektetések céljára rendelkezésre álló pénzeszközeinek és a már korábban befektetett, de még nem értékesített vagyonának (bekerülési áron számolt) összege.

Kis- és középvállalkozások, kkv (small and medium-sized enterprise, SME) • a vállalkozások méret szerinti vagylagos csoportosítása a következő kategóriákba: mikrovállalkozás, kisvállalkozás és közepes méretű vállalkozás. E cégeket leegyszerűsítve gyakran kis- és középvállalkozásoknak nevezik. A csoportosítás az alkalmazotti létszám, árbevétel, illetve mérlegfőösszeg alapján történik, a tulajdonosi kör szerinti speciális szabályok figyelembevételével.

Kiszállás, kilépés (exit, divestment) • a kockázati- és magántőke-befektető meglévő részesedésének megszüntetése a befektetett összeg kivétele céljából. A kilépés többféle módon is megvalósítható. Ilyen lehetőség a szakmai befektetőnek vagy egy másik pénzügyi befektetőnek történő értékesítés,

a többi tulajdonostárs, illetve a menedzsment által történő kivásárlás, a tőzsdei bevezetés, kedvezőtlen esetben pedig a befektetés leírása.

Kivásárlás (buyout) • egy vállalat teljes vagy többségi hányadának magántőkealap által végrehajtott felvásárlása a korábbi tulajdonos(ok) részesedésének átvételével, azaz nem tőkeemelés útján.

Kivásárlási alap (buyout fund) • olyan magántőkealap, melynek stratégiája más cégek felvásárlására irányul.

Kockázati tőke (venture capital) • tőzsdén nem jegyzett, fiatal vállalkozásokba történő tőkebefektetés, amelyet a vállalkozás értékének növelése céljából nyújtanak tulajdoni részesedés fejében. Elsősorban a cégek fejlődésének korai (magvető és induló szakasz) és expanzív szakaszát finanszírozza. A kockázati tőkét elsősorban új termékek kifejlesztésére, új technológiák bevezetésére, forgótőke bővítésére nyújtják úgy, hogy a befektetés a tulajdonosi viszonyokat (s gyakran a cég vezetését) is átrendezi. A befektetés nagy kockázatát az átlagnál magasabb hozamelvárás kompenzálja. A kockázati tőke csak rész-halmaza a magántőkének, amely a fejlett cégek felvásárlásához nyújtott tőkebefektetést is tartalmazza. Európától eltérően az Egyesült Államokban a kockázati tőke nem tartozik a magántőke kategóriájába.

Kockázati tőke-alap (venture capital fund) • kockázati tőke-befektetések nyújtására létrehozott, zárt végű befektetési alap, amely összesített tőke-hozzájárulásának és le nem hívott tőkéjének legalább 70 százalékát a vállalati fejlődés kezdeti szakaszában tartó kisvállalkozásokba fekteti.

Kockázati tőke-irányelvek, kockázati finanszírozási irányelvek (Risk Capital Guidelines, RCG; Risk Finance Guidelines, RFG) • az Európai Bizottság 2006-ban közösségi iránymutatást készített a kis- és középvállalkozásokba történő kockázati tőke-befektetések előmozdítását célzó állami támogatásokról kockázati tőke-irányelvek (RCG) néven. Az irányelvek a kockázati tőke-alapokra, ezek kezelőire, valamint a tőkebefektetésben részesülő cégekre vonatkozó követelményeket tartalmazzák. 2014-ben új kockázati finanszírozási irányelvek (RFG) váltották fel a 2006 óta érvényben lévő, 2011-ben módosított korábbi szabályozást. Ez kiterjesztette az állami támogatásban részesíthető vállalkozások körét, növelte a számukra juttatható támogatás mennyiségét, megszüntette a támogatott és nem támogatott területek közötti különbségtételt, a cégek fejlődési fázisaihoz rugalmasan hozzáigazította a megkövetelt privát hozzájárulás mértékét, elfogadta a tőke helyettesítésére szolgáló befektetéseket, valamint megszüntette a finanszírozásra használandó eszközök fajtái közötti megkülönböztetést (EU [2006], EB [2008], [2014]).

Korai fázist finanszírozó alap (early stage fund) • olyan kockázati tőke-alap, mely életciklusuk korai fázisában (magvető és induló fázisában) tartó cégekbe történő befektetésekre specializálódott.

Korlátozott felelősségű társaság (limited partnership, LP) • az angolszász jogban jogi személyiség nélküli, szerződéses keretben, meghatározott időre létrehozott személyegyestő társaság. A Limited Partner (LP) a vagyoni hozzájárulás megfizetésére kötelezett fél, míg a General Partner (GP) a társaság működtetéséért felelős fél. (A korlátozott felelősségű társaság nem azonos a magyarországi gazdasági társaságok egyik típusát képviselő korlátolt felelősségű társasággal, a kft.-vel.)

Kötelezettségvállalás (commitment) • az alap befektetőjének előzetes kötelezettségvállalása arra, hogy meghatározott időtartamra meghatározott összegű tőkét bocsát a kockázati- és magántőkealap rendelkezésére.

Lehívás (drawdown) • amikor a befektetők elkötelezik magukat, hogy finanszíroznak egy kockázati- vagy magántőkealapot, akkor általában nincs szükség az odaígért teljes összeg azonnali befizetésére. Az összeg egy részét az alapkezelő csak később hívja le. A lehívott összeg a befektető hozzájárulása az alaphoz.

Letétkelző (custodian) • egy szervezet, gyakran hitelintézet, amely számlavezetőként működik, és értékpapírőrzési szolgáltatást nyújt a tőle szolgáltatást vásárlók számára, azaz harmadik fél tulajdonában lévő értékpapírok őrzését és adminisztrációját vállalja.

Magáncég, nem nyilvánosan jegyzett cég (private company) • olyan cég, amelynek részvényei/üzletrészei magánszemélyek vagy társaságok birtokában vannak, kivülállók számára általában nem hozzáférhetők, azaz nyilvános tőzsdéi vagy tőzsdén kívüli (OTC) kereskedelemben nem szerepelnek.

Magántőke (private equity) • a tőzsdén nem jegyzett cégek számára profeszzióális kockázati- és magántőkealapok által nyújtott tőke. A magántőkét új termékek kifejlesztésére, új technológiák bevezetésére, forgótőke bővítésére, felvásárlásokra vagy mérleg javítására nyújtják úgy, hogy a befektetés a tulajdonosi viszonyokat (s gyakran a cég vezetését) is átrendezi. A kockázati tőke csak egy részhalmaza a magántőkének, amely a fejlett cégek felvásárlásához nyújtott tőkebefektetést is tartalmazza. Európától eltérően az Egyesült Államokban a kockázati tőke nem tartozik a magántőke kategóriájába.

Magvető fázis (seed stage) • kutatáshoz, tervezéshez, új elgondolás kialakításához egy jövődő vállalkozásnak az induló fázisát megelőzően folyósított finanszírozás.

Másodlagos befektetés (secondary investment) • olyan kockázati- és magántőke-befektetés, amikor egy alap felvásárol egy meglévő kockázati- vagy magántőkealap tulajdonában lévő befektetési portfóliót vagy egy befektetőnek ezekben az alapokban már meglévő pozícióit (nem azonos a második körös befektetéssel).

- Másodlagos kivásárlás (secondary buyout)* • a vállalati részvények kockázati- vagy magántőkealap általi eladása egy másik kockázati- vagy magántőkealap számára. Egy befektető kilépésekor a portfóliótársaságban lévő részesedését egy másik pénzügyi befektető vásárolja meg.
- Megfordító finanszírozás (turnaround financing)* • üzleti nehézségekkel küzdő cég részére a növekedési pályára történő visszaállítás céljából folyósított magántőke-befektetés.
- Mezzanine alap (mezzanine fund)* • mezzanine finanszírozásra specializálódott magántőkealap, amely a kivásárlások végrehajtásához nyújt (rendszerint alárendelt) hitelt, miközben a tőkenövekmény egy részére is jogot formál. Olyan kölcsönfinanszírozás, amely félúton van a saját tőke és a biztosított hitel között.
- Munkáltatói nyugdíjalapokra vonatkozó irányelv (Institutions for Occupation Retirement Provision, IORP)* • az Európai Unióban foglalkoztatói nyugellátást szolgáltató intézményekre vonatkozó irányelv. A munkáltatói nyugdíjalapok eszközeinek befektetését szabályozó előírás, amely érinti a tőkemegfelelést, a kockázatkezelést, az irányítást, az ellenőrzést és a közvételteli kötelezettséget, valamint az átláthatóság követelményét.
- Nagy növekedési képességű cégek (high growth firms)* • olyan, gyorsan növekvő cégek, amelyek három éven keresztül legalább évi 50 százalékkal képesek növelni a forgalmukat.
- Növekedési alap (growth fund)* • olyan kockázati-tőke-alap, amely befektetési stratégiája alapján kisebbségi befektetésre vállalkozik viszonylag érettebb cégekbe. E cégek a tőkét terjeszkedésre vagy tevékenységük átstrukturálására használják fel.
- Nyilvánosan jegyzett cégből magáncéggé válás (public to private)* • olyan tranzakció, amikor egy kifejezetten a felvásárlás lebonyolítására létrehozott új cég egy tőzsdén jegyzett cég összes részvényének felvásárlására tesz ajánlatot, majd ezt követően az addig tőzsdén jegyzett céget magáncéggé újra nyilvántartásba veszik. Rendszerint az új cég részvényesei között ott vannak a felvásárolt cég vezetői és a magántőke-befektetők. Az ajánlattételhez szükséges további tőkét általában hitelezők biztosítják.
- Örökzöld alap (evergreen fund)* • olyan alap, amely a befektetésekből visszafolyó jövedelmet ismételtelen befekteti, azaz nem osztja fel az alap tulajdonosai között.
- Összekapcsolt felvásárlás (bolt-on acquisition)* • az összekapcsolt felvásárlás olyan cégekre vonatkozik, amelyeket a magántőkealapok kezelői meglévő portfóliócégeikhez kívánják hozzákapcsolni. A felvásárlásra kerülő cég platformot biztosíthat a piacon való terjeszkedéshez, ezáltal téve lehetővé az eredetileg a portfólióban lévő cégek organikus vagy akvizíciós növekedését.

Összevont belső megtérülési ráta (pooled IRR) • olyan jövedelmezőségi mutató, amelynek kiszámítása úgy történik, hogy először minden alapra külön összeadják a kezdettől a maradványértékig az összes pénzmozgást, majd ezen adatokat úgy egyesítik, mintha egyetlen alapról lenne szó. Ez pontosabb eredményt ad az átlagolásnál, amelyet könnyen eltorzíthat egy viszonylag kis befektetés magas hozama. Előnyösebb a tőkével súlyozott belső megtérülési rátánál is, amelyben minden belső megtérülési rátát a hozzá tartozó tőkével súlyoznak, s amely csak akkor lenne pontos, ha minden befektetésre egyszerre, az alap indulásakor kerülne sor.

Ötéves gördülő belső megtérülési ráta (5 year rolling IRR) • az ötéves görgetett belső megtérülési ráta minden év végén az utolsó ötéves időhorizont belső megtérülési rátájának alakulását mutatja.

Pénzügyi eszközökre fordítható EU-források (financial engineering instruments) • az operatív programok megvalósítása során EU-források felhasználásával a vállalatok finanszírozásának javítására használt, visszatérítendő pénzügyi eszközök, amelyek közé például a hitel, a garancia és a kockázati tőke nyújtása, valamint ezek kombinációja tartozik. (A pénzügyi eszközök szabályozására vonatkozó, 2012-ben átdolgozott rendelkezéseket lásd EC [2012b].)

Pénzügyi közvetítő (financial intermediary) • a pénzügyi termékeket nyújtó hatóság és az azokat végfelhasználóként igénybe vevők között a pénzügyi termékek közvetítését végző szervezet. E közvetítő szervezetek közé sorolhatók például a kockázati tőke-alapok.

Portfólió (portfolio) • azon társaságok összessége, amelyekbe a kockázati- és magántőkealap közvetlenül befektet.

Portfólióban tartási idő (holding period) • az az időtartam, amíg a befektetést kapó céget a befektetést végző kockázati- és magántőkealap a portfóliójában tartja. A befektetés kezdetétől a kiszállásig eltelt idő.

Portfólióvállalat (investee company) • az a vállalkozás, amelybe a kockázati- és magántőkealap befektet.

Rendszerszerű kockázat (systemic risk) • az egész pénzügyi rendszer vagy az egész piac összeomlásának kockázata, ellentétben bármely egyedi elemhez, csoporthoz vagy rendszerhez kapcsolódó olyan kockázattal, amely nem a teljes rendszerre jelent veszélyt. Azon kockázatokra vonatkozik, amelyeket egy rendszeren vagy piacon belül a kölcsönkapcsolatok és kölcsönös függőségek okoznak, ahol egy egyedi elem vagy klaszter tönkremenetele olyan dominóhatású lehet, hogy potenciálisan csődbe viheti az egész rendszert vagy piacot.

Saját tőke (equity) • tulajdoni részesedés egy vállalkozásban.

Sikerdíj (carried interest) • az alapkezelői juttatásoknak az alap által elért hozamához kapcsolt része, azaz a nyereségből számított részesedés. Kifi-

zetése és mértéke az elvárt hozam feletti eredménytől függ. Kifizetése általában az eredetileg befektetett összeg visszafizetése után, egy minimálisan elvárt hozam teljesítését követően történik.

Startup, induló cég • általában olyan fiatal, gyorsan növekvő, rendszerint innovatív cégekre használt kifejezés, amelyek várhatóan nagy jövő előtt állnak, de még nincsen teljesen kialakult, cégszerű működésük, üzleti modelljük, termékeik még nem kerültek kereskedelmi forgalomba.

Szakmai tapasztalat, előélet (track record) • egy kockázati- és magántőkealap kezelőjének szakmai tapasztalata, története és múltbeli teljesítménye.

Száraz puskapor, tőkepotenciál (dry powder, overhang) • a kockázati- és magántőkealapban befektetésre rendelkezésre álló, szerződéssel még nem odaigért, még nem befektetett tőke.

Szindikálás (syndicated investment) • több kockázati- és magántőke-befektető együttes befektetése egy céltársaságba, amit gyakran az erőforrások jobb kihasználása és a kockázatok megosztása indokol.

Szindikátusi szerződés (syndicated agreement) • egy társaság tulajdonosai közötti megállapodás, amely szabályozza a társaság szervezetének és működésének fő kérdéseit, valamint a felek együttműködésének feltételeit. Az angolszász szakirodalomban az ugyanazon célvállalatba egyidejűleg befektetők között létrehozott szerződés, amelyben a többségi részesedést szerző vezető partnernek többletjogosítványai vannak.

Szolvenca II. irányelv (Solvency II. Directive) • a biztosítási piac résztvevőinek működését kodifikáló és harmonizáló EU-irányelv, különös tekintettel az EU-beli biztosítótársaságok tőkekövetelményeire – azaz az általuk tartandó tőke összegének nagyságára – az esetleges fizetéseképtelenség kockázatának csökkentése érdekében.

Szuverén állami vagyonalap (sovereign wealth fund, SWF) • közvetlen nemzeti ellenőrzés alatt álló, az állami devizatartalékoktól elkülönülten és nem nyilvánosan kezelt, állami tulajdonban lévő alap. Az ilyen alapban kezelt vagyont tartós megtakarítási többlettel rendelkező országok kormányai fektetik be külföldön. A szuverén állami vagyonalapok befektetései között alternatív befektetés, így magántőkealapokba történő befektetés is szerepelhet.

Tőkeáttételes kivásárlás (leveraged buyout) • olyan befektetés, amikor a magántőke-befektető a kivásárlás vételárát saját forrásai mellett jelentős részben hiteltől finanszírozza, s a hitel biztosítékául rendszerint a kivásárolt cég vagyona szolgál. A tőkeáttétel alkalmazása növeli a befektető várható hozamát.

Tőkegyűjtés (fundraising) • az a folyamat, amelyben a kockázati- és magántőke-befektetésre készülő alapkezelők tőkét gyűjtenek egy új alap létrehozá-

sához. Az alapok finanszírozói egyaránt lehetnek intézmények, vállalatok és magánszemélyek. Az alapokba befektető intézmények közé tartozhatnak nyugdíjalapok, biztosítók, bankok, vagyonkezelők, szuverén állami alapok és kormányzati intézmények.

Tőkerés felmérése, hiányelemzés (gap analysis) • piaci felmérés a potenciális pénzügyi eszközök számára a piaci elégtelenségek beazonosíthatósága érdekében.

Tömegfinanszírozás (crowdfunding) • online platformon keresztül megvalósított finanszírozás, amelyre startup vállalkozók feltöltik projektjeiket, meghatározva a számukra szükséges összeget. A projekteket online platformon keresztül sok befektető finanszírozza kis összegekkel, amelyért cserébe részesedést vagy kedvezményt várnak el, de előfordulhat, hogy a befektetést adományként nyújtják.

Tőzsdéi kivezetés (delisting) • egy tőzsdén jegyzett nyilvános cég zárt céggé válása egy magántőkealap általi felvásárlással.

Tőzsdéi részvények hozamát magántőkealapok hozamához viszonyító index (public market equivalent, PME) • a magántőkealapok teljesítményének mérésére szolgáló elemzési eszköz. Olyan nyilvános tőkepiaci befektetések hozamával összehasonlítva méri a zárt magántőkealapok teljesítményét, amelyeknek az adott időszakban mért kockázat/hozam jellemzői relevánsak a magántőke-befektetési stratégiák szempontjából.

Újratőkésítés, rekapitalizáció (recapitalization) • a portfóliótársaság forrásszerkezetét megváltoztató magántőke-befektetés. Lehetővé teszi a finanszírozás optimalizálását, illetve a magántőke-befektető által rendelkezésre bocsátott összeg más forrásból történő refinanszírozásával a befektető kilépését.

Unikornis (unicorn) • legalább egymilliárd dollárra értékelt, főként technológiai startupok elnevezése.

Üzleti angyal (business angel) • olyan magánszemély, aki saját vagyonának befektetésével szerez részesedést jellemzően induló vállalkozásokban. A tőkejuttatás mellett tanácsokkal segíti a finanszírozott társaságokat, különösen nagy szerepe van az üzleti ötletek vállalkozássá alakításában.

Vagyon szétbontása, lecsupaszítás (asset stripping) • a magántőkealap által felvásárolt cég szétbontása működési és/vagy pénzügyi eszközök eladása útján.

Vállalatfelvásárlás (acquisition) • egy vállalkozás feletti ellenőrzési jog megszerzése.

Vállalati befektető (corporate investor) • nem pénzügyi termékeket és szolgáltatást nyújtó cégek, amelyek befektetnek kockázati- és magántőkealapba.

Vállalati fejlesztő tőke, vállalatközi fejlesztő tőke (corporate venturing) • vállalatok által másik, nem nyilvános vállalatnak fejlesztési céllal kockázati tőkeként nyújtott tőkebefektetés.

Valós érték (fair value) • az az érték, amennyit elméletben egy befektetés ér a fundamentális, azaz a befektetés reálgazdasági körülményeit figyelembe vevő elemzés alapján.

Vezetői kivásárlás, vezetői bevásárlás (management buyout, MBO; management buyin, MBI) • a vezetői kivásárlás során a céltársaság vezető tisztségviselői maguk is tulajdoni részesedést szereznek a céltársaságban a magántőkealap nyújtotta tőkéből. A vezetői bevásárlás során kívülről érkező vezetők szereznek részesedést a kivásárolt cégben a magántőkealap által rendelkezésre bocsátott tőke segítségével.

Zárt végű alap (closed-end fund) • olyan alap, amelyben meghatározott számú részvény/tőkejegyet van, melyeket a bevezető szakaszban ajánlanak ki a befektetők számára. A zárt végű alap a futamidő alatt nem bocsát ki és nem vált vissza részvényeket. A zárt végű alap a kockázati- és magántőkealapok leggyakoribb típusa.

ISBN 978-963-89769-2-5
<http://dx.doi.org/10.26447/KARSAI.2017>

Kiadja a Közgazdasági Szemle Alapítvány
és az MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi
Kutatóközpont Közgazdaság-tudományi Intézet
A kiadásért felel: Halm Tamás és Fazekas Károly
Felelős szerkesztő: Patkós Anna
A tipográfia és a borítóterv: Kempfner Zsófia
A nyomdai előkészítés: Pető Ildikó
Szöveggondázás: Fedor Sára
A nyomdai kivitelezés: Mondat Kft.
Felelős vezető: Nagy László

A kelet-közép-európai kockázati tőke-piacon az állami szerepvállalás erősítése főként az európai uniós gazdaságfejlesztési programok keretében nyújtott források felhasználásának volt köszönhető.

A könyv által részletesen bemutatott állami kockázati tőke-konstrukciók egy speciális új vonása a kelet-közép-európai régió számára az állami és a nem állami piaci szereplők együttműködése, ami határozottan eltér a korábbi, kizárólag állami forrásokat állami alapkezelőkön keresztül befektető szervezetek kockázati tőke-piaci részvételétől. Az európai uniós programok kínálta, jelentős összegű tőkét csak az érintett állami intézmények szervezeti és szemléleti változásával, a jogszabályi környezet megújításával lehetett igénybe venni. A szerző széles nemzetközi kitekintéssel arra a kérdésre keresi a választ, hogy milyen sikerrel zajlott le ez a folyamat.

Közgazdasági Szemle Alapítvány /
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet

Karsai Judit Furcsa pár Az állam szerepe a kockázati tőke-piacon Kelet-Európában

Karsai Judit

Furcsa pár

Az állam szerepe a kockázati tőke-piacon Kelet-Európában





Karsai Judit az MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Közgazdaság-tudományi Intézetének tudományos főmunkatársa, a közgazdaság-tudomány kandidátusa. Fő kutatási területe a kis- és a középvállalatok és az innováció finanszírozása, ezen belül kiemelten a kockázati-tőke-finanszírozás, valamint a vezetői kivásárlás és a vállalatok tulajdonosi ellenőrzése. Számos nemzetközi és hazai kutatási projekt társkoordinátora, illetve résztvevője, a kutatásokból született szakkönyvek és tanulmányok szerzője/társ szerzője.

Önálló könyvei: A kockázati tőkéről befektetőknek és vállalkozóknak (1998) • Private Equity in Central and Eastern Europe (2010) • A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban (2012)

A kelet-közép-európai kockázati-tőke-piacon az állami szerepvállalás erősítése főként az európai uniós gazdaságfejlesztési programok keretében nyújtott források felhasználásának volt köszönhető.

A könyv által részletesen bemutatott állami kockázati-tőke-konstrukciók egy speciális új vonása a kelet-közép-európai régió számára az állami és a nem állami piaci szereplők együttműködése, ami határozottan eltér a korábbi, kizárólag állami forrásokat állami alapkezelőkön keresztül befektető szervezetek kockázati-tőke-piaci részvételétől. Az európai uniós programok kínálta, jelentős összegű tőkét csak az érintett állami intézmények szervezeti és szemléleti változásával, a jogszabályi környezet megújításával lehetett igénybe venni. A szerző széles nemzetközi kitekintéssel arra a kérdésre keresi a választ, hogy milyen sikerrel zajlott le ez a folyamat.

Közigazgatási Szemle Alapítvány /
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet



Karsai Judit **Furcsa pár** Az állam szerepe a kockázati-tőke-piacon Kelet-Európában

Karsai Judit

Furcsa pár

Az állam szerepe a kockázati-tőke-piacon Kelet-Európában



A *kapitalizmus új királyai* című, öt évvel ezelőtt megjelent könyvében a szerző a kockázati- és magántőkepar kelet-közép-európai, ezen belül magyarországi jellemzőit igyekezett feltárni. Mostani könyve témája szűkebb, középpontjában az állam kockázati-tőke-piaci szerepvállalásának bemutatása áll. Első hallásra meglepő lehet, hogy az állam kockázati tőkesként lép fel, hiszen a kockázati-tőke-alapok állami és nem állami (privát) tulajdonosai igen furcsa párt alkotnak. Míg a privát befektetőket kizárólag a profit mozgatja, addig a kormányzatot gazdaságpolitikai szempontok vezérik.

A szerző gazdag adatbázisra, nemzetközi szakirodalomra támaszkodva, a magyarországi folyamatok elemzésén keresztül mutatja be az állam szerepének változásait a kelet-közép-európai régió – ezen belül kiemelten Magyarország – kockázati-tőke-piacán.