

KARSAI JUDIT

## Az állam kockázatitőke-piaci részvételének átláthatósága Magyarországon

A cikk nyilvánosan hozzáférhető adatok alapján mutatja be a magyarországi állami kockázatitőke-programok volumenét és működési feltételeit. Ennek során különös figyelmet szentel annak, hogy az állam képes-e és akarja-e érvényesíteni az uniós előírások betartását az állami tőkét befektető alapkezelők és a portfóliócégek kiválasztásánál. Az uniós alapokból érkező források jelentősen növelték az állami kockázati tőke mennyiségét, ugyanakkor korlátozták annak térbeli és időbeli felhasználhatóságát. Ez nehezen volt összeegyeztethető a kockázatitőke-befektetések természetével és időigényével. A kockázati tőkét a finanszírozást kereső vállalkozásokhoz közvetítő alapkezelők mozgásterét az állami támogatások tiltását biztosító kiterjedt szabályrendszer is jelentősen szűkítette. A visszaélések felderítését azonban akadályozta, hogy a befektetők kiválasztásához kiírt pályázatok mindvégig, a nyertes alapok befektetései pedig a programok lezárultáig nem voltak megismerhetők. Mivel a kockázatitőke-finanszírozás természetéből adódóan rendkívül kockázatos tevékenység, végzése különösen igényli a szabályozás és a döntéshozatal átláthatóságát.\*  
Journal of Economic Literature (JEL) kód: G23, G24, G28, M13.

2016-ban rendkívül megszorodtak Magyarországon a kockázati tőkéről szóló híradások. Az év közepén járt le ugyanis az uniós és költségvetési forrásokból privát, azaz nem állami befektetők részvételével létrehozott 28 Jeremie-alap meghosszabbított befektetési időszaka. Ráadásul 2016 végén a kormány már meghirdette a 2014–2020. évi uniós költségvetési időszakban létrehozandó új állami kockázatitőke-programjainak tervét, amelyekre készülve új, privát kockázati- és magántőkealapkezelők 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. Egyrészt a 2014–2020-as időszakban a kis- és középvállalatok

\* Az elemzés az OTKA K105581 számú pályázatának támogatásával készült.

veresenyképességének növelése tematikus célhoz kapcsolódó *ex ante* elemzés (Deloitte [2016]), másrészt a 2007–2013-as fejlesztéspolitikai időszakban végrehajtott kockázatitőke-programok eredményeit értékelő tanulmány (Equinox [2016]), harmadrészt a 2007–2013-as időszak pénzügyi eszközeinek értékelése (Századvég [2016]). E három – az Európai Unió által előírt tartalommal és az EU által elvárt módon egyaránt nyilvánosságra hozott – elemzés ellenére is igen nehéz teljes képet alkotni arról, hogy az állam valójában 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 körűek. 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.<sup>1</sup> Míg a titkolódzás a privát befektetők esetében érthető, az állami forrásokból érkező tőke befektetéséről szóló adatok közzétevése *közérdekel* lenne.

E cikk a nyilvánosan hozzáférhető adatok alapján tekinti át a magyarországi állami kockázatitőke-programokat, mutatja be működési feltételeiket, különös tekintettel e piac átláthatóságára. Először a magyarországi kockázatitőke-piacról rendelkezésre álló információk jellegzetességeit veszi számba, majd a piac legfontosabb állami szereplőit sorra véve, feltérképezi az állami tőkeprogramok keretében rendelkezésre álló kockázati tőke nagyságát. Megvizsgálja az e forrásokhoz hozzájutó kockázatitőke-alapok kezelőinek kiválasztási mechanizmusát, különös hangsúlyt helyezve az átláthatóságra. Majd azt elemzi, hogy sikerült-e az állami tőke befektetésekor a kormányzati szempontokat érvényesíteni, azaz betartatni az Európai Uniónak részben a tőkeforrások felhasználására, részben a tiltott állami támogatások elkerülésére vonatkozó előírásait. A cikk az állam kockázatitőke-piaci részvételét érintő tanulságok összegzésével zárul.<sup>2</sup>

## A magyarországi kockázati- és magántőkepiac információs rendszere

Nincs könnyű dolga annak, aki a kockázati- és magántőke-ágazatra vonatkozó adatok között szeretne eligazodni. Különösen igaz ez a megállapítás az állam kockázatitőke-piacot fejlesztő intézményeire – beleértve a nyújtott források és az elért eredmények adatait. Nem csak azért, mert már magának a kockázati tőkének az elnevezése is sokféle. Így aszerint, hogy a kockázati tőke a cégek mely életszakaszát finanszírozza, hívhatják magvető tőkének, korai és késői stádiumú tőkének, növekedési tőkének, áthidaló finanszírozásnak vagy kivásárlásnak. Esetenként keverednek egymással az alapkezelők és a tőkealapok nevei, amelyek ha eladásra kerülnek, a nevük is megváltozik. Az is megnehezíti a kockázatitőke-ágazatban folyó tevékenységre vonatkozó

<sup>1</sup> A nyilvánosságra hozott adatok nem fedik le a piac összes állami szereplőjét, illetve nem teszik lehetővé a befektetések által érintett cégek megismerését.

<sup>2</sup> Az állami kockázatitőke-befektetések vállalatokra gyakorolt hatására a cikk nem tér ki. Ennek elemzéséről lásd Equinox [2016], továbbá Becsky-Nagy–Fazekas [2017].

adatok áttekintését, hogy mivel a befektetésben részesülő cégek *nem nyilvános* vállalkozások, mérlegbeszámolóik közzétételén túl nem kötelesek magukról rendszeresen információt közzétenni. Hasonlóképpen a befektetők sem kötelesek nyilvánosságra hozni a befektetéseiket, s ha ezt önként megteszik, akkor sem ellenőrizhető a nyilvánosságra hozott adatok pontossága és teljeskörűsége.

Különösen nehéz áttekinteni a kockázati tőke *származás* szerinti volumenét. A kockázati tőke-alapokon keresztül befektetni kívánt tőke egyaránt származhat közösségi/állami és nem állami, vagyis privát 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 szánt források eltérő programok (például GOP, KMOP, ROP, GINOP, VEKOP)<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup>

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 a privát tőke számára előírt kritériumok: az egyes alapokban vagy az egyes ügyletekben minimálisan kötelező részvételi arányra, valamint a finanszírozható cégek székhelyére, életkorára, az egy cégbe egy döntéssel befektethető tőke volumenére, a befektetésre rendelkezésre álló időtartamra és a befektetések formájára vonatkozó előírások.

A kezelt tőke forrása szerint osztályozva az állami forrásokat *kezelő* cégeket, a magyar piacon egyidejűleg vannak jelen *kizárólagos állami* tulajdonban lévő alapkezelők (Corvinus/Hiventures, Széchenyi) és *privát* tulajdonban lévő alapkezelők (Jeremie-alapkezelők). Az állami tulajdonú alapkezelők csak állami tőkealapokat kezelnek, míg a nem állami tulajdonú alapkezelők elnyerhetik *hibrid* (azaz állami és nem állami) közös alapok és (állami) társbefektető alapok kezelésének a jogát, de értelemszerűen kezelhetnek kizárólag nem állami forrásokból összegyűjtött tőkealapokat is. Az állami tőkét befektető hibrid közös alapok esetében a nem állami befektető az alap létrehozásakor előre kötelezettséget vállal, míg a kizárólag állami *társbefektető* alapok csak az egyes befektetési ügyletek végrehajtásakor társulnak a privát befektetőkkal. A finanszírozandó cégek fejlettségi stádiuma dönti el, hogy a nem állami befektetőknek minimálisan mekkora részarányt kell a közös alapokban képviselniük, s ugyanez igaz a társbefektető alapok esetében a portfóliócégekbe történő egyedi privát befektetési hozzájárulás előírt arányára. Az egy-egy (hibrid vagy privát) alaphoz érkező privát forrás származhat egyetlen befektetői körtől az így „foglyul ejtett” (*captive*) alaphoz, s érkezhethet egyidejűleg sokféle befektetőtől, ami az alapkezelők befektetési döntéseinek függetlenségét inkább biztosítja. A kedvezőbb jogi konstrukciók igénybevételi lehetősége miatt a kizárólag nem állami forrásokból származó tőkealapokat sokszor külföldön jegyzik be, míg az állami alapok bejegyzése csak Magyarországon lehetséges.

<sup>3</sup> GOP: Gazdaságfejlesztési Operatív Program, KMOP: Közép-Magyarország Operatív Program, ROP: Regionális Operatív Programok, GINOP: Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Program, VEKOP: Versenyképes Közép-Magyarország Operatív Program.

<sup>4</sup> Az állami kockázati tőke-programok egyes típusainak részletes leírását lásd *Karsai* [2015].

A kockázatitőke-ágazat állami tőkét érintő adatainak áttekintését tovább nehezíti, hogy *sokféle intézmény* vesz (vett) részt az állami tőkeprogramok irányításában, lebonyolításában és ellenőrzésében (NFÜ, NGM, MAG Zrt., MV Zrt., MFB Zrt., MNB, SZTA).<sup>5</sup> Ráadásul ezen intézmények struktúrája rendszeresen átalakult, részben a európai uniós költségvetési időszakok változásához kapcsolódóan, részben a kormányváltások kapcsán, esetenként befolyásos tőkecsoportok erőpozícióinak változásai miatt. Problémát jelent az is, hogy a kockázatitőke-ágazatot állami forrásokkal finanszírozó intézmények *nem tekintik feladatuknak* a közösségi/állami források nyújtásáról és felhasználásáról szóló információk nyilvánosságra hozását, csupán saját főhatóságait, illetve az EU intézményeit tájékoztatják.

Mivel az Európai Unió által kötelezően előírt, nyilvánosan is közzéteendő értékelések csak a költségvetési időszakokat követően készülnek, így az európai uniós hétéves ciklusok ideje alatt a nyilvánosság csak *esetlegesen* értesül arról, hogy az állami források aktuálisan milyen tulajdonosi háttérű befektetőkhez, mekkora összegben, milyen feltételekkel kerülnek, illetve e befektetők az állami forrásokból mikor, mennyit és hová fektetnek be. A közbenső időszakban arról sincs híradás, hogy az állami tőkét befektető intézmények tevékenysége mennyire eredményes. Míg a privat forrásokból származó tőke befektetésének feltételrendszerét a privat 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 *ellenőrizhető* kellene lenniük. Az ezen adatokat gyűjtő hatóságok azonban rendszerint *üzleti titokra* hivatkozva csak összesítve, a tervezési időszakok lezárultát követően hozzák nyilvánosságra az általuk folyamatosan bekért adatokat.

A fentiek alapján az a paradox helyzet áll elő, hogy a programok ideje alatt 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 [2015]) vagy a magyar hatóságok vezetőinek brüsszeli előadásai révén. Ez a helyzet jól tükrözi, hogy az EU számára nem kérdéses, hogy a befektetői szinten felhasznált és kihelyezett források adatai a nyilvánosságra tartoznak. Ugyanakkor az EU-ban összesített statisztikák hasznosíthatóságát számottevően rontja, hogy sok hibát tartalmaznak az érintett nemzeti hatóságok adatközléseinek pontatlansága és hiányos volta, valamint a mutatók tartalmának helytelen értelmezése miatt.

Az EU saját értékelése szerint is a 2007–2013-as költségvetési időszakban alkalmazott pénzügyi eszközökre vonatkozó adatok minősége egyenetlen és szegényes volt. Az adatok értékelését egyrészt megnehezítette, hogy a nemzeti hatóságok 2011-ig eleve nem voltak kötelesek információt nyújtani a felhasznált pénzügyi eszközökről. Ezt követően, amikor

<sup>5</sup> NFÜ: Nemzeti Fejlesztési Ügynökség, NGM: Nemzetgazdasági Minisztérium, MAG Zrt.: MAG–Magyar Gazdaságfejlesztési Központ Zrt., MV Zrt.: MV–Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt., MFB Zrt.: Magyar Fejlesztési Bank Zrt., MNB: Magyar Nemzeti Bank, SZTA: Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt.

az adatszolgáltatás már kötelezővé vált, a jelentéstételi kötelezettségek tartalmának egy részét a nemzeti hatóságok félreértelmezték, illetve az adatokat hiányosan nyújtották be. A teljesítmények számbavételéhez továbbra is hiányoztak alapvető információk. Esetenként nem lehetett eldönteni, hogy például egy hiányzó adat a befektetések hiányát vagy csak az adatközlés hiányát takarja. Nehezen volt értelmezhető például, amikor az odaítélt állami hozzájárulás kumulált összege a második évben alacsonyabb volt, mint az elsőben, illetve amikor az állami hozzájárulás terhére a végső felhasználóval szerződött összeg meghaladta az állami hozzájárulás nagyságát (EC [2016] iii. o.).

Elvileg a magyarországi kockázati-tőke-ipar állami és nem állami szereplőit egyaránt képviselő szakmai szervezet, a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (*Hungarian Venture Capital and Private Equity Association, HVCA*)<sup>6</sup> a legalkalmasabb intézmény arra, hogy az ágazat egészére kiterjedően gyűjtsön és tegyen közzé adatokat. A gyakorlatban a HVCA 2014 első negyedétől kezdődően közöl rendszeresen negyedéves összefoglaló jelentést az ágazatban végrehajtott befektetések számáról és értékéről, az érintett portfóliócégek életciklusa és szakágazata szerinti bontásban. Ugyanakkor a HVCA adatbázisa sem teszi lehetővé az állami és a nem állami forrásból származó befektetések elkülönítését. Miközben az egyesület által készített statisztika képviseli a magyar kockázati-tőke-ágazatban folyó tevékenységről a leggyakrabban nyilvánosságra kerülő adatokat – s a gazdaságfejlesztésért felelős hazai hatóságok is e szervezet adataira 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 teljeskörűségét.

A HVCA adatgyűjtésével párhuzamosan, európai uniós szinten is történik egy hasonló mélységű adatgyűjtés a kockázati- és magántőke-ágazatról. Ennek gazdája a kockázati- és magántőke-befektetők európai érdekképviseletét ellátó Invest Europe (korábbi nevén EVCA, Európai Kockázati és Magántőke Egyesület). Az Invest Europe adatbázisában 2007-től szerepelnek adatok az évente létrehozott kockázati- és magántőkealapokról, ezek befektetéseiről és kiszállásairól a portfóliócégek székhelye szerinti országbontásban.

Bár az Invest Europe által készített adatbázisból Európa egészére vonatkozóan kiolvashatók az alapok forrásait nyújtó intézmények típusai, ezen belül a kockázati-tőke-ágazat finanszírozásában a kormányzati részvétel nagyságrendje, ám a befektetések adatai már nem kapcsolhatók össze a forrásokkal. A rendszerbe bekerülő adatokat az alapok kezelői önkéntesen 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 a nemzeti hatóságok, az Invest Europe és a HVCA adatgyűjtése egymástól függetlenül folyik, s nincs olyan hatékony mechanizmus, amely biztosítaná a különböző intézmények által a magyarországi kockázati-tőke-piacra bekerülő tőkéről közzétett információk összehangolását.

A magyarországi bejegyzésű kockázati-tőke-alapok és -kezelők felügyeletét ellátó Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2015-től közöl adatot az alapok és alapkezelők

<sup>6</sup> Az egyesület Magyarországon is az angol nevének rövidítését (HVCA) használja.

számáról, valamint az általuk kezelt kockázati tőke összegének negyedéves változásáról. Az alapok tevékenységének tartalma és eredményessége azonban az MNB adatbázisából nem követhető nyomon. Az MNB nem tesz különbséget az alapok által kezelt tőke forrásai között, mivel csupán összesített adatokat jelentet meg.

## A vállalkozásokhoz kerülő állami tőke volumene

Mivel a HVCA és az Invest Europe nyilvános adatbázisai nem tartalmazzák az állami tőkét Magyarországon befektető intézmények befektetési tevékenységének részletes adatait, erről kizárólag a hazai felügyeleti szervek, a kockázati tőke-programokat irányító hatóságok, illetve maguk az érintett alapok tudnak tájékoztatni. A gyakorlatban azonban mindezen intézmények csak nagyon korlátozottan tesznek közzé adatokat az állami források befektetésének alakulásáról, így a kockázati tőke-piac privát szereplői nehezen tudják a piacon érvényesülő folyamatokat feltérképezni és értékelni.

A Nemzetgazdasági Minisztérium (NGM) 2010-ben megjelentetett anyagában az állami kockázati tőke kapcsán egy kockázati tőke-társaság (a Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Zrt.) és több kockázati tőke-alap tevékenységét vizsgálta. Ez utóbbiak közé tartozott az Informatikai Kockázati Tőkealap, valamint két, a Magyar Fejlesztési Bank Zrt. (MFB) tulajdonában lévő tőkealap: a Corvinus Első Innovációs Tőkealap és az MFB Fejlesztési Tőkealap.<sup>7</sup> Az NGM adatai szerint az állami tőkét befektető fenti szervezeteket a 2002 és 2006 közötti időszakban az állam összesen 26,6 milliárd forint tőkével látta el. Létrehozásuktól kezdve, 2009 végéig – azaz a Jeremie-program indításának időpontjáig – e szervezetek 106 befektetést hajtottak végre 21 milliárd forint értékben (NGM [2010]). Az MFB 2014-ben megújult stratégiáját követően módosult az MFB-ben kezelt állami alapok neve, száma és kihelyezhető tőkéje. Az MFB Invest honlapja (MFB [2015]) szerint az MFB tulajdonában lévő Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. ekkortól három, kizárólag állami forrásokból felállított kockázati tőke-alapot kezel: az Innovációs Tőkealapot (5 milliárd forint), a Növekedési Tőkealapot (8,9 milliárd forint) és a Zöldgazdasági Tőkealapot (5,5 milliárd forint). E három állami tőkealap befektetéseinek adatait az MFB nem hozta nyilvánosságra, s mivel az alapok feltőkésítésére nem uniós forrásokból került sor, így ezen alapok tevékenységéről az Európai Unió számára készített és nyilvánosságra hozott jelentésekből sem lehet tájékozódni.

Az EU-ba történt belépéssel megnyílt a lehetősége annak, hogy a magyarországi állami tőkeprogramok jelentős hányadát EU-forrásokból is finanszírozzák. Mivel a programok keretében befektethető tőkéhez az alapkezelők többnyire nyilvános pályázatok útján jutottak hozzá, így ezek keretösszegéről a nyilvánosság is értesült. Az alapkezelők által ténylegesen befektetett összegekről azonban sem maguk az alapkezelők, sem pedig az államiforrás-kezelő hatóság nem kívánt nyilatkozni. Így

<sup>7</sup> Az NGM 2015-ben kiadott évkönyve, amely a hazai 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 tőke-befektetési tevékenységet folytató több kisebb társaság teljesítménye 2013–2014-re teljesen marginális lett vagy meg is szűnt (NGM [2015a]).

fordulhatott elő, hogy egészen a programok befejeződéséig üzleti titoknak minősült a befektetések értéke. Az uniós programok közül kiemelkedik a 2009-ben meghirdetett *Jeremie*-kezdeménnyezés,<sup>8</sup> amelynek keretében négy pályázati ciklus során 25 alapkezelő kapott jogosultságot 28 tőkealap kezelésére.

Az állami források 2010 és 2016 májusa közötti alakulását a program végrehajtásának ideje alatt a *Jeremie*-programot felügyelő Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (MV Zrt.), illetve a Magyar Fejlesztési Bank Zrt. (MFB) adataiból lehetett nyomon követni. A kockázatitőke-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 nem állami befektetők 41,5 milliárd forintos befektetéssel egészítettek ki a közös alapok esetében, így a *Jeremie*-program keretében összesen 131,5 milliárd forint állt rendelkezésre. (A *Jeremie*-alapot által elnyert állami és a nem állami források értékének alakulását az alapok típusa és az egyes pályázati fordulók szerint az 1. táblázat mutatja be.)

### 1. táblázat

A *Jeremie*-alapot által elnyert állami és a 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	31,50	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.	növekedési	2013	8	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.

A *Jeremie*-program befektetési adatait a hatóságok még a keretszámok kialakulásánál is jobban őrizték. Így a program 2009. évi indulását követően egészen annak 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 befektetések értékét, ezen belül az állami és nem állami források nagyságát legelőször 2016 őszén, illetve 2017 tavaszán lehetett a már említett tanulmányokból (*Deloitte* [2016], *Equinox*

<sup>8</sup> A Közös Európai Források Mikro-, Kis- és Középvállalkozások számára elnevezésű kezdeményezés az angol elnevezés (*Joint European Resources for Micro and Medium Enterprises*) kezdőbetűi alapján *Jeremie* néven vált ismertté. A kezdeményezés nyomán az EU-tagállamok az európai strukturális alapokból a számukra kijelölt keretek egy részét visszatérítendő forrásként használhatták fel kölcsön, garancia, illetve kockázati tőke nyújtására. A *Jeremie* magyar holdingalapjának forrásaira privát alapkezelők pályázhattak úgy, hogy az állami források mellé 30 százalékban privát tőkét vontak be – egy kivétellel – a hibrid kockázatitőke-alapokba, amelyek közép-magyarországi régió kívüli cégeket finanszírozhattak.

[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.).<sup>9</sup> 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 nem állami források pedig 34 milliárd forint tettek ki, azaz a befektetésekhez a nem állami tőke hozzájárulása 43 százalékot képviselt (269. o.). Az *Equinox*-tanulmány 2016. októberi adatai szerint 104 milliárd forintot értékű tőke befektetéséről született szerződés 382 vállalatba, a nem állami 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 „megmozgatott” nem állami tőke értékét az elemzés közel 40 milliárd forintban jelölte meg.

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 2. táblázat tartalmazza.

## 2. 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-alapkezelők számára előírt befektetési összeg. Ehhez elvileg a 28 alap által kezelt közel 132 milliárd forint

<sup>9</sup> 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 tanúsodnak.



kockázati tőke legalább 80 százalékát, azaz 105 milliárd forintot kellett befektetni hazai kis- és középvállalatokba 2016. május 31-ig úgy, hogy a kezelt tőkében lévő több mint 90 milliárd forint állami résznél is legalább 80 százalékos, azaz 72 milliárd forint értékű befektetési szerződést kellett kötni. Ha ennél kevesebbet fektettek (volna) be, akkor a különbséget vissza kellett volna utalni az EU számára (Csabai [2016a]).

A Jeremie-alapok mellett 2011-től a magyar kockázati tőke-piacon működött egy olyan állami kockázati tőke-alap, a Széchenyi Tőkebefektetési Alap (SZTA) is, amelyet területfejlesztési céllal tőkésített fel az állam úgy, hogy az alap nem vont be privát tőkét. Az alap kezelőjének rendszeres nyilatkozatai alapján az SZTA tevékenységéről viszonylag gyakran írt a sajtó, 2016 végén az alapkezelő külön könyvet is összeállított a tevékenységéről (SZTA [2016]). Ebből megtudható, hogy a tevékenységét 2011 nyarán megkezdő alap 14 milliárd forintos 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, ami az időközben bekövetkezett cégeladásokból befolyt tőkével némileg meg is haladta a befektetésre eredetileg rendelkezésre álló összeget (3. táblázat). Összességében 4,5 milliárd forint privát tőke befektetése kapcsolódott az alap állami forrásból fedezett befektetéseihez, s az SZTA működése nyomán összesen 17,3 milliárd forint befektetésére került sor (SZTA [2016] 8. o.). Az *Equinox* [2016] tanulmányának 2016. júniusi adatai szerint az SZTA 83 vállalkozással kötött szerződést, amelynek keretében közel 10 milliárd forint összegű tőkét fektetett be (8. o.). A pénzügyi eszközök értékelése kapcsán a *Századvég* [2016] az SZTA 12,5 milliárd forint értékű befektetéséről tudósított 97 cégbe (47., 67. o.).

### 3. táblázat

A Széchenyi Tőkebefektetési Alap éves befektetéseiinek száma, a befektetések állami és nem állami forrásból származó összege, 2012–2016. első félév

Év	Befektetések száma	Befektetés (milliárd forint)		
		Állami	Nem állami	Állami és nem állami
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 összeállítás.

2015-ben új kockázati tőke-alapok felállítását határozta el az állami tulajdonú Magyar Export-Import Bank Zrt. (Eximbank) is. Mivel az Eximbank nagyobb hangsúlyt kívánt helyezni a hazai fejlesztési elképzelések támogatására, pályázatot írt ki privát alapkezelők számára két, összesen 16 milliárd forintos, kizárólagos állami tulajdonú kockázati tőke-alap kezelésére. Mindkét létrehozni kívánt alap, így az Exim Növekedési Magántőkealap

és az Exim Exportosztönző Magántőkealap kezelési jogát a GB & Partners Tőkealap-kezelő Zrt. nyerte el.<sup>10</sup> Az Eximbank két alapjának befektetéseiről 2017 nyarán hozott nyilvánosságra adatokat. Eszerint az Exim Növekedési Magántőkealap két befektetést hajtott végre 934 millió forint értékben, az Exim Exportosztönző Magántőkealap pedig egy 1,5 milliárdos befektetéssel rendelkezik (*Brückner* [2017]).

Amennyiben az állami kockázatitőke-források és -befektetések egészéről kívánunk képet kapni, akkor célszerű összesíteni az MFB-csoporthoz tartozó kockázatitőke-társaságok és kockázatitőke-alapok, a Jeremie-alapok, a Széchenyi Tőkebefektetési Alap, valamint az Eximbank alapjainak adatait. (Az állami forrásokból származó tőke befektetésére rendelkezésre álló kínálat és a ténylegesen befektetett tőke nagyságának 2007 és 2016 közötti alakulását az 4. táblázat mutatja be.)

Az adatok összességében az állam kockázatitőke-piaci részvételének igen jelentős nagyságrendjét tükrözik – annak ellenére, hogy az MFB keretében létrehozott állami kockázatitőke-alapok befektetéseiről nincs nyilvánosan elérhető pontos adat. Az MFB-csoport kockázatitőke-befektető társaságai és alapjai 2002 és 2013 között a rendelkezésükre álló 26,6 milliárd forintos tőkéből 21 milliárd forintot fektettek be 106 ügylet keretében. Az MFB-csoport 2014. évi átalakulását követően felállított kockázatitőke-alapok 19,4 milliárd forint összegű tőkét kezelnek. Az átalakítást követően azonban már nem hozták nyilvánosságra ezen állami alapok 24 befektetésének nagyságát. A 28 Jeremie-alap, valamint a Széchenyi Tőkebefektetési Alap a 2007–2013-as európai uniós forrásokból és az ezt kiegészítő költségvetési, illetve privát forrásokból együttesen 146 milliárd összegű tőke felett rendelkezett, s ebből 2015 végéig 116 milliárd forintot helyezett ki 352 ügylet keretében.<sup>11</sup> Befektetési szerződéseiket részben 78 milliárd forintos állami forrásból, részben pedig 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.

Ezen adatok alapján úgy becsülhető, hogy összességében a kétezres évek elejétől a kockázatitőke-befektetésekre szánt állami források nagyságrendileg 200 milliárd forintot tettek ki, s ebből a keretből megközelítőleg 500-600 hazai vállalkozás jutott kockázati tőkéhez.

A 2009-től elindult Jeremie-alapok és a 2011-től működő Széchenyi Tőkealap befektetéseinek a hazai (állami és nem állami) kockázatitőke-piacon betöltött nagyon jelentős súlyát érzékelteti, hogy – az Invest Europe által 2007 és 2016 között

<sup>10</sup> Az Eximbank kockázati tőke iránti érdeklődését az is jelzi, hogy már 2015 előtt is befektetett privát magántőke-alapokba, igaz, akkor nem ő volt az alapok kizárólagos befektetője. Így vált az Eximbank felerészben tulajdonosává az eredetileg az OTP Bank által létrehozott OTP Fordulat Tőke-alapnak, 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 véggezhetnek (*Csabai* [2016b], *KPMG* [2016]).

<sup>11</sup> Az *Equinox* [2016] adatai szerint a két, egyaránt uniós forrásból finanszírozott program keretében 113,75 milliárd forint befektetésére került sor 465 cégnél.

## 4. táblázat

Állami források 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
1–4. MFB-csoport összesen	2002–2006	27	21	0	21	106
5. MFB Innovációs Tőkealap (Corvinus Első Innovációs Tőkealap utóda)	2014	5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6. MFB Növekedési Tőkealap	2014	9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. MFB Zöldgazdasági Tőkealap (Informatikai Kockázati Tőkealap és ELAN European Tőkealap utóda)	2014	6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5–7. MFB-csoport összesen**	2014	20	n.a.	n.a.	n.a.	24
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. Eximbank 2 tőkealapja	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 költségeit is tartalmazzák. \* Zárójelben az *Equinox* [2016] adatai szerepelnek.

\*\* Az MFB az Innovációs, Növekedési és Zöldgazdasági Tőkealapját időközben összevonta egy 20 milliárd forintos alapba, amelyet az MFB tulajdonában lévő, Hiventures névre átnevezett Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő kezel. *Forrás:* saját összeállítás *Brückner* [2017], *MFB* [2014], [2015], [2017], *NGM* [2010], *Deloitte* [2016], *SZTA* [2016], *GINOP* [2016] és üzleti sajtó adatai alapján.

regisztrált összes magyarországi kockázati- és magántőke-befektetés több mint 500 milliárd forintos értékét, ezen belül a kockázati-tőke-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 kockázati-tőke-befektetések értékének háromnegyedét adta. Látható tehát, hogy az állami konstrukciók meghatározók a magyarországi kockázati-tőke-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.<sup>12</sup>

Az állam a 2014–2020-as uniós költségvetési időszakban befektetésre – uniós és ezt kiegészítő hazai – költségvetési forrásokból *lehívható* újabb, 230–240 milliárd forint összegű forrás kihelyezését tervezi, amihez várakozásai szerint további közel 20 milliárd forint összegű nem állami befektetői hozzájárulás fog társulni. (A 2014 és 2020 közötti állami tőkeprogramok befektethető forrásait az 5. táblázat foglalja össze.) Így a 2014–2020 közötti ciklusban az állami részvételű kockázati-tőke-alapok várhatóan összesen 250–260 milliárd forint értékű tőkét fognak kezelni. Ez azt jelenti, hogy az EU új költségvetési időszakában az állami és nem állami forrásokból felállítandó új kockázati-tőke-alapok számára rendelkezésre álló forrás közel ötödével lesz több a korábban e célra nyújtott tőke összegénél.

Az állami tőke meghatározó jelenléte miatt az állami tőkét befektetők kiválasztásának és befektetéseik 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 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” megtehetőek (15. o.).

## Az állami kockázati-tőke-alapok kezelőinek kiválasztása

Az Európai Unióba történő belépéssel jelentősen meg kellett változtatni az állami kockázati-tőke-befektetések gyakorlatát, mivel a tiltott állami támogatások elkerüléséhez elvi követelmény lett a transzparens működés. Ez biztosíthatja, hogy az állami forrásokból származó kockázati tőke befektetésére a legalkalmasabb alapkezelők nyerjenek megbízást, majd az alapkezelők által végrehajtott befektetések azon vállalkozásokhoz kerüljenek, amelyeknél az állami források a legjobban hasznosulhatnak.

<sup>12</sup> A legfrissebb, 2016 végére vonatkozó MNB-statisztika szerint Magyarországon 31 kockázati-tőke-alap-kezelő összesen 42 alapot kezel, fajtáját tekintve ebből 37 kockázati-tőke-alap, öt pedig magántőke-alap volt. Az MNB által regisztrált kockázati-tőke-alapok által kezelt források 2016 végére meghaladták a 132 milliárd forintot, 2015-höz képest közel hétmilliárd forinttal megemelkedve (<https://www.mnb.hu/felugyelet/idosorok/ii-tokepiaci-szervezetek>).

## 5. táblázat

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

Program/alap	Keret (milliárd forint)	Alapok típusa	Alapok száma	Privát részvétel	A 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 Tőzsdefejlesztési	20	n. a.	1	tervbe vett	n. a.
8. Kárpát-medencei Vállalkozásfejlesztési	20	n. a.	1	n. a.	n. a.
9. Széchenyi Tőkebefektetési 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) – GINOP [2016]; 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); 1599/2016. (XI. 8.) kormányhatározat a Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. kezelésébe tartozó, egyes kiemelt gazdaságfejlesztési, iparpolitikai és versenyképességi célokat szolgáló tőkealapok létrehozásáról; *Portfolio* [2016a], [2016b], [2017] alapján saját összeállítás.

Ugyancsak az átlátható működés a feltétele annak, hogy a projektek kiválasztását az előre meghirdetett kritériumokon kívül sem az állami megbízó, sem pedig a nem állami tőkebefektetők egyedi szempontjai ne téríthessék el a tisztán piaci szempontok érvényesülésétől. A befektetési kultúra része a nyilvánosság, ez csökkentheti a korrupciót, és segítheti a finanszírozást kereső cégeket, hogy megtalálhassák a valóban professzionálisan működő alapkezelőket (*Korányi* [2016]).

A transzparencia érvényesítésére az Európai Unió által kiadott irányelvek világos útmutatást adnak (*EB* [2006], [2014]). Ezek szerint az állami tőkeprogramok irányítóinak az alapok nem állami kezelőit nyílt, átlátható, megkülönböztetésmentes és objektív kiválasztási eljárás során kell kiválasztania. A kiválasztási eljárásban a lehető

legszelebb választási lehetőséget kell biztosítani. Ha a program előre meghatározott egyedi alapkezelőkhöz irányítaná az állami forrásokat, s ezáltal azok nagyobb árbevételt és vagyonnövekedést érnének el, az közvetett állami támogatásnak minősülne. Mindenekelőtt lehetővé kell tenni az alapkezelők és a potenciális nem állami 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, azaz az alapkezelőt nem pályázat útján választják ki, akkor úgy kerülhető el a tiltott állami támogatás vádja, ha a kezelői díjat maximalizálják, az alapkezelő teljes díjazása pedig teljesítményen alapul, s 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 tőkét befektető alapok kezelőinek ügyletenként kell nyílt, átlátható, megkülönböztetésmentes és objektív kiválasztási eljárás keretében kiválasztania az előírt hányadban a nem állami befektetőket.

A 2014–2020. évi európai uniós költségvetési 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*, versenyztetés 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 [2015b]).<sup>13</sup> A Nemzeti Technológiai és Szellemi Tulajdon kockázatitőke-program (GINOP-8.1.3/A-16) termékleírásában az szerepel, hogy a pénzügyi közvetítő in-house kijelöléssel fog megtörténni (GINOP [2016]), s az Irinyi, a Nemzeti Tőzsdefejlesztési, valamint a Kárpát-medencei Vállalkozásfejlesztési alapok létrehozásáról tudósító kormányhatározatoknak már a címe is az alapkezelők állam általi kijelölésének tényét erősítette meg (Kormány [2016]). Ugyanakkor a kormányzati elképzelések időközbeni változását jelzi, hogy 2017 októberében nyilvános pályázati felhívás jelent meg a Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap kezelőjének kiválasztására (NGM [2017]).

Az állam képviselőjének a közbeszerzési eljárásoknál megszokott módon kell meghirdetnie az alapkezelési megbízásokat a nem állami alapkezelők számára, amennyiben az állami tőke kezelését nem állami alapkezelőkre kívánja bízni. Erre vagy azért kerül sor, mert az állam jelentős összeggel privát társbefektetők jelentkezését szorgalmazza, vagy pedig azért, mert már az alapokat is hibrid módon, privát részvétellel kívánja felállítani, ahogy ez a Jeremie-alapok és az Eximbank által felállítani kívánt alapoknál meg is történt.

<sup>13</sup> 2015 tavaszán az EU-nak azonban nem volt még végleges álláspontja arról, hogy miként 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 [2015b]).

Az állami tőkeprogramok kezelőinek kiválasztása kapcsán a sajtóhírek több visszaélésre utaló tényről számoltak be. Így a Jeremie-alapok esetében 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,<sup>14</sup> az eredmények meghirdetésének többszöri elhalasztása utal, míg az utóbbi lehetőségét a pályázatot elnyerő alapkezelők tulajdonosi körében a kormányhoz közeli tulajdonosi csoportok jelentős súlya veti fel. (A Jeremie-pályázat egyes fordulójának meghirdetésével kapcsolatos váratlan eseményeket a 6. táblázat foglalja össze.) Az Eximbank esetében a rendkívül rövid beadási határidő és az egy adott (és végül a nyertes) alapkezelőre szabtottak tűnő kiírási feltételek keltettek gyanút (Zsiborás [2015b], Brückner [2015]).

#### 6. táblázat

A magyarországi kockázatitőke-alapok Jeremie-pályázatainak meghirdetése során tapasztalt váratlan események

I. forduló	II. forduló	III. forduló	IV. forduló
A kiírási feltételek módosítása	A szóbeli prezentációt bíráló zsűri tagjainak lecserélése	Az eredeti keret megemlése	Rövid jelentkezési határidő
Az eredményhirdetés elhalasztása, majd eredménytelené nyilvánítása	A bírálati pontszámok között a szóbeli prezentáció súlyának növelése a szakmai tapasztalattal szemben	Az eredményhirdetés határidejének meghosszabbítása	

*Forrás:* saját összeállítás az üzleti sajtó információi alapján.

A Jeremie-pályázat keretében meghirdetett alapkezelői pozíciók elnyerésére Magyarországon igen sok pályázó indult. A sajtóban megjelent, valamint az alapkezelőkkel készített 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 eloszlathatásához ez fontos lett volna. A nyertesek ismeretében ugyanis valóban felsejlett, hogy a legerősebb politikai kötődésű jelöltek nyerték el a legtöbb forrást. A gazdasági háttérlobbik erős jelenlétére utalt, hogy e pályázaton is nagy összegű megbízásokat szereztek a jelentős uniós támogatású infrastrukturális

<sup>14</sup> A Századvég [2016] pénzügyi eszközöket értékelő elemzése szerint a vizsgált időszak elején a benyújtott pályázatok minőségi problémái miatt voltak érvénytelenek a pályázati felhívások. 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 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 pénzügyi kellett helyeznie a megajánlott privát források 5 százalékának megfelelő összeget.

beruházások pályázatainak nyertesei között korábban is sűrűn felbukkanó csoportok (*Brückner* [2012]). A sajtóban publikált, azaz nem hivatalosan közölt 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 nyertes alapkezelők talán harmada volt profi 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]).

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 a Forbes üzleti havilap bíróságon próbálta meg kiperelni a nyertes pályázatok adatait. A pályázatok anyagait ugyanis banktitokra hivatkozva sem az eredetileg kiíró MV Zrt., sem az öt beolvasztó MFB Zrt. nem adta ki az újságíróknak. 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], [2016b]).

A Jeremie-program alapkezelőinek kiválasztási gyakorlatát az uniós hatóságok is kifogásolták, miután 2014. évi helyszíni vizsgálatuk során több problémát is tapasztaltak. Egyrészt nehezményezték, hogy a magyar állam a szigorúbb, kötöttebb bírálati szabályokat alkalmazó közbeszerzési eljárás helyett lazább módon, pályázatással választotta ki a győztes alapkezelőket, s a pályázat során a határidők több esetben is túlzottan rövidek voltak. Emiatt az alkalmazott rendszer diszkriminálta azokat az alapkezelő társaságokat, amelyek nem bizonyos befektetői csoportok tulajdonában álltak, vagy nem kapcsolódtak szorosan azokhoz (*Szabó* [2017b]).

Alátámasztotta a személyi és politikai összefonódások, valamint a szándékos visszaélések előfordulásának gyanúját az MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézetben 2015 nyarán a hazai kockázati tőkealapok kezelőinek körében végzett reprezentatív felmérés is. A válaszadók 80 százaléka vélte úgy, hogy a Jeremie kockázati tőke-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 tényezőnek – az ösztönzéssel holtversenyben – az alapkezelők kiválasztásánál az átláthatóság növelését tartották (*Karsai* [2016]).

Hasonlóképpen a lehetséges összefonódásokra utalt az a kiválasztási gyakorlat, amelynek keretében az Eximbank 2015 végén rendkívül furcsa személyi feltételekkel írt ki két alap kezelésére egy, összesen 16 milliárd forintos pályázatot. A szakma és a sajtó azt vélelmezte, hogy egyetlen, erőteljes kormányzati kötődésű tőkealapkezelő felel meg a kiírásában szereplő személyi feltételeknek (*Zsiborás* [2015a], [2015b], *Brückner* [2016a], [2016b]). 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]). Az Eximbank esetében a rendkívül rövid beadási határidő és az egy meghatározott alapkezelőre szabottnak tűnő kiírási feltételek egyaránt gyanút keltettek, amit a sejtésekben szereplő alapkezelő nyertesként történő kihirdetése tovább erősített.

A tőkealapokat kezelő cégek tulajdonosainak ismeretéből nem lehet arra következtetni, hogy az általuk kezelt tőkealapokba ki és milyen feltételekkel szállt be. A kockázati és magántőkealapok kezelői ugyanis nem kötelesek nyilvánosságra hozni kezelt alapjaik befektetőinek a nevét. Amikor egy tőkealap megvásárol egy céget, akkor a befektetők pontos kiléte rejtve maradhat a nyilvánosság elől. Amennyiben 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 kockázati- és 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 számukra a jövőben megkönnyítheti újabb alapok sikeres létrehozását.<sup>15</sup> A fejlett magántőkepiacú országokban az alapok tulajdonosi körét tehát nem tilos, de nem is kötelező nyilvánosságra hozni. Magyarországon azonban kifejezetten nem szokás az alapok tulajdonosi köréről hírt adni, ami jelentősen rontja a piac működésének áttekinthetőségét.<sup>16</sup>

A Jeremie-alapok tulajdonosi körének pontos adatai sem publikusak, a hibrid közös alapok tőkéjének az előírások szerint minimálisan 30 százalékát biztosító privát befektetők kilétéről csupán az üzleti sajtóban megjelent híradások nyújtanak támpontot. 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 tőkéjéhez. 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 vagyonkezelők 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 vagyonkezelők 5, a bankok részvétele 2 százalék feletti volt (*MNB* [2015]).

A sajtóinformációk feldolgozása alapján a Jeremie-pályázat négy fordulójában létrehozott, összesen 27 hibrid közös alap közül 18-ban szerepelt a befektetők között a

<sup>15</sup> A tájékozódást elősegíti, hogy az alapkezelők által nyújtott tájékoztatáson kívül saját transzparens működésük jelzésére a – magántőkealapok tőkéjének a fejlett piacgazdaságú országokban legnagyobb hányadát adó – nyugdíjpénztárak is gyakran nyilvánosságra hozzák, hogy mely alapkezelőkre bízzák a náluk összegyűlt vagyontömeg bizonyos hányadát.

<sup>16</sup> A felügyelő hatóság az alapkezelőket engedélyezi, illetve ellenőrzi, az alapokat azonban csak regisztrálja, s az alapok gazdálkodásáról a felügyeletnek évente benyújtandó beszámoló sem nyilvános (*Gyenis* [2017]).

100 leggazdagabb magyar közé sorolt 13 személy. (A 28 Jeremie alapból egyetlen alap jött létre kizárólag állami tőkével, úgynevezett társbefektetői konstrukcióban.) 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. Gyakrabban fordultak elő pénzügyi befektetéssel foglalkozó befektetői csoportok, ugyanakkor külföldi befektetők nem érdeklődtek az alapok befektetőjeként a konstrukció iránt. Az alapokba befektető magánszemélyek főként vállalatok tulajdonosai vagy felső vezetői voltak. Mivel az alapkezelők pályázatánál a kockázatitőke-piaci tapasztalat meglete kifejezetten előírás volt, ugyanakkor alig akadt korai fázisú befektetésekben jártas befektetési szakértő, az egyes pályázati fordulók előtt az indulni kívánó befektetők között szabályos verseny alakult ki a gyakorlott és jelentősebb múltbeli teljesítményt felmutató szenior alapkezelők megszerzéséért.

Magyarországon jórészt a már működő alapok kezelőinek tulajdonosi körében bekövetkező *változásokról* szóló adatok is hiányoznak. Így a korábban állami forrásokhoz jutó alapkezelők tulajdonosváltásáról sincs nyilvános információ. Pedig a Jeremie-program keretében működő alapkezelők esetében a tulajdonosok megváltozása egyáltalán nem volt ritka jelenség: összesen tíz alapot érintett.<sup>17</sup> A változások hátterében legtöbbször az alapkezelők alapjai mögött álló befektetői kör érdekmulása,<sup>18</sup> nehéz helyzetbe kerülése, illetve csődje,<sup>19</sup> továbbá szabálytalan működése állt.<sup>20</sup> Az alapok kezelőinek és befektetőik körének változását egyes esetekben csupán az alapkezelők névváltozása jelezte a nyilvánosság számára, a háttérben zajló okokra azonban csak közvetett adatok alapján lehetett következtetni.<sup>21</sup>

Mivel a magyarországi Jeremie-programban – a társbefektető formában működő egyetlen Jeremie-alaptól eltekintve – az állami források mellé megkövetelt nem állami hozzájárulást az alapkezelők rendszerint egyetlen befektetői intézményi kortól vagy magánszemélytől kapták, azaz a befektetőiktől függő helyzetben végezték a 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. Tapasztalatok szerint Magyarországon a befektetési célpontok kiválasztásában a befektetőktől függő (*captive*) alapkezelők esetében

<sup>17</sup> Az egyes pályázati fordulóknak részt vevő Jeremie-alapok kezelőinek névváltozását lásd Zsembery [2016].

<sup>18</sup> A 2013-ban megbízást nyert Dinamo Ventures KTK Zrt. közvetítői szerződésének felbontásáról első ízben egy 2016 novemberében megjelenő tanulmányból lehetett hivatalosan értesülni (Equinox [2016] 37. o.).

<sup>19</sup> Az egyik alapkezelő mérlegbeszámolójának mellékletéből derült ki például, hogy két tulajdonosa többszöri felszólításra sem teljesítette a korábban ígért további vagyoni hozzájárulását, ezért az alapkezelő igazgatósága új privát befektető keresésébe kezdett (Rácz [2015]).

<sup>20</sup> Például az egyik alapkezelő eladásához vezetett az állami holdingalap és a Jeremie-alap kezelője között kialakult nézeteltérés, amely érintette a magyar kezdő vállalkozások külföldi terjeszkedésének állami tőkével történő finanszírozhatóságának jogszerűségét (HVG [2015]).

<sup>21</sup> A 2010 utáni időszakban a Jeremie-program kiírási feltételei némileg lazultak, így például az alapkezelők által megígért önerőt nem kellett előre letenni (Bucsky [2016a]).

nem a professzionalitás, hanem a befektetői csoport érdekérvényesítő képessége volt a fontosabb. Így a profitmotívum nem az egyes alapoknál, hanem a befektetői csoportoknál jelent meg. Ez vezetett ahhoz, hogy nemritkán – akár a program szabályainak megsértése árán is – a befektetők saját érdekeltségeinek feltökésítésére került sor (*Forbes* [2016], *Bucsky* [2016c]).

Az újabb európai uniós költségvetési ciklusban indítandó állami tőkeprogramok nem állami alapkezelőinek kiválasztásakor célszerű figyelembe venni, hogy sajtóhírek szerint mind a Jeremie-konstrukció, mind pedig az Eximbank esetében felmerült a visszaélés – a döntések politikai befolyásolhatóságának – lehetősége. A fenti összkép azt tükrözi, hogy Magyarországon az állami tőkeprogramok kezelőinek kiválasztása nem volt transzparens, s ez adott okot annak gyanújára, hogy az egész folyamatot a befolyásos befektetői csoportok és az állam közötti összefonódás jellemezte.

## Az állami tőke befektetésére vonatkozó szabályok betartása

Mivel az állami források kockázati tőke-célú felhasználását konkrét gazdaságfejlesztési célok indokolják, ezért a forrásokat nyújtó Európai Unió, illetve az azokat felhasználni kívánó nemzeti kormányok prioritásokat is megfogalmaznak arra vonatkozóan, hogy mely vállalati kör vagy gazdasági régió finanszírozási helyzetét kívánják az aktuálisan rendelkezésre bocsátott állami forrásokból a kockázati tőke segítségével javítani. Mivel a 2007–2013-as költségvetési 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 kockázati tőke-befektetések szempontjából ezen előírásoknak a betartása elsősorban a finanszírozásra kiválasztható cégek földrajzi helyét,<sup>22</sup> valamint a befektetésre rendelkezésre álló időtartamot<sup>23</sup> szabályozta, de gyakran úgy, hogy az nehezen volt összeegyeztethető a kockázati tőke-befektetések természetével.

<sup>22</sup> A kockázati tőke szempontjából ennek azért volt kiemelkedő jelentősége, mert az EU strukturális alapjaiból, ezen belül a Regionális Fejlesztési Alapjából (ERDF) finanszírozott Gazdaságfejlesztési Operatív Program keretéből a 27 érintett hibrid (közös) Jeremie-alaphoz került tőkét csak az e programba sorolt hat magyarországi konvergenciaregióban lehetett befektetni, s csupán egyetlen – a Közép-Magyarország Operatív Programból feltökésített társbefektető Jeremie-alap volt jogosult a központi régióbéli cégeket is finanszírozni. A nem Jeremie-alapként létrehozott és a Regionális Operatív Programok keretéből állami forráshoz jutó Széchenyi Tőkealapnak hét régióra felosztva kellett arányosan a forrásait felhasználni, azaz zömmel szintén a hat konvergenciaregió-beli ügyletekre kellett koncentrálnia. Ugyanakkor a Magyar Fejlesztési Bank kockázati tőke-alapjai minden területi megkövetés nélkül válogathattak az ajánlatok között. (A Jeremie-alapok és az SZTA befektetéseinek régiónkénti alakulását lásd *Equinox* [2016] 42–44. o.)

<sup>23</sup> 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 módosítás eredményeként 2015 végén – 2016. május 31-ig – sikerült meghosszabbítani. Ez különösen azon alapkezelők számára jelentett megkönnyebbülést, amelyek csak 2012-t követően kapcsolódtak be a Jeremie-programba.

Emellett az uniós 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,<sup>24</sup> a tevékenysége megkezdését más-más időpontban elindító állami kockázati tőke-alapoknak e feltételrendszer aktuális előírásainak kell megfelelniük.

Elsősorban a fejlődésük igen korai fázisában tartó, valamint az innovációt megvalósítani kívánó és az elmaradott régióban lévő cégek azok, amelyek megfelelő vagyoni fedezet és nehezen prognosztizálható piaci kereslet híján jelentős nehézségekkel küzdenek a fejlődésükhöz szükséges források megszerzésénél. Ezért az uniós előírások is elsősorban e vállalati kör tőkehelyzetének javítása érdekében követelték meg az – általánosanál kedvezőbb – feltételek betartását. Ezt a szemléletet tükrözték az állami támogatások azon felhasználási előírásai, amelyek 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*.<sup>25</sup> E szabályok korlátokat szabtak a befektetések mikéntjének, a befektethető tőke összegének, a finanszírozásban részesíthető vállalkozások életkorának, árbevételének, foglalkoztatotti számának, szakágzatának és a befektetésből való kilépés módzatainak. Emellett előírták az alapkezelők kiválasztásának módját, a befektetéshez megkövetelt nem állami hozzájárulás arányát, a befektetéstől várható hozamok és előforduló veszteségek megosztásának mikéntjét az állami és nem állami befektetők között.

A tőkét kereső vállalkozások számára így korántsem volt egyszerű feladat, hogy a piacon lévő, egymástól jelentősen eltérő feltételrendszerben dolgozó alapok közül kiválasszák a számukra legelőnyösebb befektetőket. Összességében egy rendkívül változatos és nagyon széles előíráshalmazt<sup>26</sup> kellett az állami tőkét befektető egyes alapoknak betartaniuk a tiltott állami támogatások elkerüléséhez, valamint a többféle európai uniós keretből érkező tőke és a különböző céllal indított hazai tőkeprogram egymással is nehezen harmonizáló együttes követelményeinek teljesítéséhez.<sup>27</sup> Ráadásul nemcsak az egyes programok induló feltételei tértek el, hanem a programok befektetésekre vonatkozó előírásai

<sup>24</sup> 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]).

<sup>25</sup> Az általános csoportmentességi rendelet (EU [2008]) kockázati tőke-befektetésekre és induló vállalkozásokra vonatkozó rendelkezései azokat a feltételeket foglalták össze, amelyek betartása mentesít az előzetes bejelentési kötelezettség alól.

<sup>26</sup> 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, hajógyártó, szén- és acélipari, exporthoz kapcsolódó tevékenységet végző cégbe, továbbá pénzügyi és agrárvállalkozásokba fektetni.

<sup>27</sup> A sokféle előírásnak való egyidejű megfelelés még az e téren sokkal több tapasztalattal rendelkező országokban sem ment könnyen (EC [2016] 61. o.).

még menet közben is megváltoztak – igaz, a jogszabályi változások az állami program résztvevői számára idővel a tőkebefektetések könnyítését hozták.<sup>28</sup>

Az állami tőkét befektető alapok tényleges befektetései a programok lezárultáig kevéssé voltak áttekinthetők a – kiemelt fejlesztési célokot szem előtt tartó – EU-szabályozás rendkívül sokrétű és időben is változó feltételrendszerében. Különösen nehezítette a tájékoztatódást az alapkezelők és a forrást nyújtó hatóságok közötti szerződési feltételek titkossága, valamint a végrehajtott ügyletek hatóság általi nyilvánosságra hozatalának tilalma, üzleti titoknak minősítve ezen adatokat. Így a közvélemény informálása a befektetők önkéntességére volt bízva. Az EU valójában egyáltalán nem követelte meg ezt a titkosságot, igaz, e tekintetben 2014 előtt kifejezetten nem is írta elő a nyilvánosságot.

Az EU-programok keretében jelentősen megnöttek az állami források, ami a befektetők megrohamozásához vezetett, de a nyilvánosság hiánya miatt gyakran olyan ajánlatokkal, amelyek valójában a kockázati tőke működési módjának 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 a befektetésben részesülő 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 tulajdonosaitól, 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 saját befektetéseik burkolt finanszírozására használjanak. A transzparencia hiánya természetesen ahhoz is hozzájárult, hogy a szabálytalanul végrehajtott ügyletek csak ritkán kerültek napvilágra.<sup>29</sup>

<sup>28</sup> Például 2014 januárjától a Jeremie-program befektetői által egy 12 hónapos időszak alatt egy cégbe maximálisan befektethető összeg a korábbinál egymillió euróval nagyobb lehetett, s a cégek fejlettségétől függően a tőkeemelés mellett engedélyezetté vált vállalati részesedések megvásárlása is, miközben 3,5 millió forinttal emelkedett a finanszírozható cégek árbevételi korlátja is, s immár be lehetett teltetni a Magyarországon csak fiókteleppel rendelkező cégekbe is.

<sup>29</sup> Tekintve, hogy az állami kockázati tőke-programok hazai szabályrendszere a finanszírozott vállalkozások befektetési adatainak nyilvánosságra hozatalát korábban nem írta szigorúan elő, ezt az állami alapkezelők többsége nem is tekintette feladatának. A nyilvánosság számára így nehezen volt ellenőrizhető, hogy felülírták-e az üzleti szempontokat az állam képviselőinek informális elvárásai az alapkezelőkkel szemben annak érdekében, hogy befolyásolhassák a befektetési célpontok kiválasztását, illetve az alapkezelők érdekeltségi körének egyedi szempontjai. Rendszerint az állami tőkét közvetítő szervezetek esetében csupán a kormányváltásokat kísérő vezetéváltások és szakembercserék vezettek a befolyásolás feltáráshoz. Ugyanakkor az ilyen „leleplezések” – a dolog természetéből adódóan – nem mentesek a politikai felhangoktól (*Kormány.hu* [2011]).

A teljesen állami tulajdonban lévő befektetési társaságok és az állami alapkezelők által kezelt, kizárólag állami tőkét befektető kockázatitőke-alapok tevékenységét – ha a befektetési társaságok vagy az alapok kezelői önként nem tették közzé – a nyilvánosság egyáltalán nem ismerhette meg. A befektetések szubjektív kiválasztására pedig tág tér nyílt, mivel ezen alapok a fejlesztési célok elérése érdekében a piacnál eleve alacsonyabb hozamot követeltek meg, s ezáltal rendkívül sok céget lehetett a hivatalos szóhasználat szerint „piacképes, de nem bankképes”, illetve a „hagyományos szakágazatokban működő”, valamint az „elmaradott régióban a foglalkoztatás növelését ígérő” cégek minősíteni.

Az uniós forrásokat befektető hibrid alapok – amelyek piaci követelményeket támasztottak portfóliócégekkel szemben – sokszor azért kerültek meg a szabályokat,<sup>30</sup> mert azok sok tekintetben ellentmondtak a kockázati tőke kiválasztási szempontjainak. Előfordult azonban az is, hogy a források eleve más célú felhasználása motiválta a privát befektetők pályázatát. Mivel a hibrid alapok kezelőinek többsége maga is az alapok privát befektetőinek tulajdonában volt, a tulajdonosok szándékaikat – akár az alapkezelő szakemberek szakmai meggyőződésével szemben is – könnyen érvényesíthették. A szabályok megsértése megnyilvánult a vidékinek álcázott fővárosi befektetéseikben,<sup>31</sup> a befektetők portfóliócégekre gyakorolt nyomásában – hogy azok a számukra hátrányos szolgáltatókkal szerződjenek, avagy az odaítélt befektetéseket „csorgassák vissza” –, illetve abban, hogy közvetetten saját érdekeltségeikbe fektettek be. A hatóság, amennyiben észlelte a szabálytalanságot, a kifizetések megszakításával vagy pénzügyi kompenzációra kötelezéssel élhetett.<sup>32</sup> A leggyakoribb probléma a cégek bejegyzésének helye volt. Az alapkezelők olyan cégekbe fektettek be, amelyek papíron ugyan vidékiként 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 kivételével támogatta az állami kockázati tőke befektetését. Úgy tapasztalták ugyanis, hogy nagy növekedési potenciállal rendelkező, 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 lap részletesen bemutatta azokat a módszereket, amelyek révén az alapkezelők némelyike megsértette a szabályokat (*Forbes* [2015]). Beszámolt például arról a magatartásról, hogy bizonyos alapkezelők portfóliócégeik figyelmébe „erősen ajánlották” az alap tulajdonosának érdekeltségébe tartozó szolgáltatásokat. Így a pályázatokban egyébként szigorúan megszabott működési költségek formái betartása

<sup>30</sup> A befektetésre kizemelt cég életkorára vonatkozó előírás például könnyen megkerülhető egy új projekt cég alapításával (*Lovas-Rába* [2013]).

<sup>31</sup> Az egyik internetes lap az általa 2013-ban megvizsgálta 39 befektetésből – a cégszövegekből kiindulva – 19-nél legalábbis megkérdőjelezhetőnek találta, hogy valóban vidéken működik-e a pénzt elnyerő vállalkozás (*Torontáli* [2013]).

<sup>32</sup> Azok az alapok, amelyek lényegében a privát befektető hitelének tekintették az uniós támogatást, amelyet majd 2,5 százalékos kamatozással egy összegben, az alap lejártakor kell visszafizetni, nem arra koncentráltak, hogy ígéretes kezdeményezéseket kutassanak fel, hanem hogy a privát befektető holdudvarában már meglévő vagy előkészített projekteket finanszírozzák (*Sebők* [2015]).

mellett a portfóliócégektől beszedett különböző díjak útján az alapkezelők kiegészítették a bevételeiket. Volt olyan alapkezelő is, amelyik csak akkor volt hajlandó meg egyezni a befektetésről, ha a cég „visszaoszt” neki a Jeremie-pénzből. A sajtó beszámolt több olyan esetről is, amikor az alap (illetve az alapkezelő) tulajdonosaihoz köthető cégek jutottak forrásokhoz, illetve olyan szakterületen működő vállalkozásokhoz került a tőke, amelyek ágazata eleve ki volt zárva a lehetséges célpontok közül. Például több cég próbálkozott szabálytalan módon azzal, hogy ingatlantevékenységeket végző cégekbe való befektetéssel vásárolt ingatlant. Az sem volt megengedett, hogy az alapok hosszú ideig holdingstruktúrában tartsák a lehívott pénzeket, azaz speciális célú társaságok közbeiktatásával hajtsák végre a befektetéseiket (*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 *Századvég* [2016] elemzése is megerősítette, hogy a program területi (régiós) korlátai miatt sokszor formailag megfelelő, de 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 – amelynek 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 pénzügyi eszközök értékelése szerint a hatóság szemszögéből nézve többlettheherként jelentkezett, hogy a Jeremie-program zárásával párhuzamosan folyó auditok, bizottsági ellenőrzések újabb értelmezésekkel is „gazdagították” az egyébként is szűkre szabott eljárásrendi kereteket (*Századvég* [2016]).<sup>33</sup>

A sajtóhírek alapján összességében arra lehet következtetni, hogy a tőkealapok kezelői között volt néhány olyan, amelyik kevésbé tartotta be a szabályokat, míg a

<sup>33</sup> 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.).

túlnyomó többség esetében ez csak ritkán fordult elő (*Forbes* [2015], [2016], *Bucsky* [2016b]). Közgazdaságilag azonban lényeges különbséget tenni a szabálysértések két, nem mindig mereven elválo típusa között: az egyik, amely a kockázati tőke üzleti elveinek megfelelően átírta az előírások életidegységét, a másik viszont csak fedőnévként használta a kockázati tőkét a visszaéléséhez.

## Az állam tőkepiaci részvételével kapcsolatos hazai tanulságok

A privát befektetők elenyésző részvétele miatt az állami forrásokból érkező kockázati tőke meghatározó szerepű a magyarországi kockázati tőke-piacon. A kétezres évek elejétől a kockázati tőke-befektetésekre szánt állami források nagyságrendileg 200 milliárd forintot tettek ki, s ebből a keretből megközelítőleg 500-600 hazai vállalkozás jutott kockázati tőkéhez. A 2014–2020 közötti ciklusban az állami részvételű kockázati tőke-alapok várhatóan összesen 250-260 milliárd forint értékű tőkét fognak kezelni. A már meghirdetett új kockázati tőke-programok és a napvilágra került jövőbeli elképzelések arra utalnak, hogy az állam továbbra sem a legkorszerűbb állami részvételi megoldások felé kíván elmozdulni a kockázati tőke-piac támogatásakor. Az alapkezelők kijelöléses rendszeréből, a kizárólag állami forrásokból tervezett, rendkívül nagy méretű új állami tőkealap felállításából a verseny erősítésének ösztönzése helyett inkább annak a kiküszöbölésére való törekvés tükröződik.

Az EU 2007–2013 közötti költségvetési ciklusában Magyarországon először nyílt lehetőség nagyobb összegű uniós forrás igénybevételére kockázati tőke formájában. Az uniós szabályozás azonban jelentősen korlátozta e források térbeli és időbeli felhasználhatóságát, amit nehezen lehetett összeegyeztetni a kockázati tőke-befektetések természetével és időigényével. Továbbá a tiltott állami támogatások elkerülését biztosító kiterjedt szabályrendszer is szűkítette a kockázati tőkét vállalkozásokhoz közvetítő alapkezelők mozgásterét. Mindezen előírások a hazai piacon egyaránt szokatlanok voltak az államigazgatás, a befektetők, valamint a kockázati tőkét kereső vállalkozások számára.

Az EU által megkövetelt, rendkívül sokrétű és időben is változó feltételrendszerben működő állami tőkebefektetők tényleges befektetései a programok lezárultáig kevéssé voltak áttekinthetők. A tapasztalatok szerint az eddigi állami kockázati tőke-programok visszaélésekre adtak lehetőséget, a programok sikerét politikai összefonódások veszélyeztették. A kevéssé áttekinthető piac kedvezett az állami és nem állami tőkét együttesen kezelő alapok azon privát tulajdonosainak, akik az állami források megszerzését elsősorban saját érdekeltségeik burkolt finanszírozására kívánták felhasználni. A transzparencia hiánya ahhoz is hozzájárult, hogy a szabálytalanul végrehajtott ügyletek csak ritkán kerüljenek napvilágra. A szabályok megsértésének fő terepét a vidékiek álcázott fővárosi befektetések, a portfóliócégek „befolyásolása”, hogy számukra hátrányos szolgáltatásokat válasszanak, az odaitélt befektetések elvárt visszacsorgatása, valamint a közvetetten saját érdekeltségekbe történő befektetések végrehajtása jelentette.

Ezért a jövőben az állami tőkeprogramok alapkezelőinek kiválasztásánál és befektetések végrehajtásánál növelni kell az átláthatóságot. Az eddig kihelyezett és a jövőben kihelyezni tervezett hatalmas összeg különösen nagy csábítást jelenthet a visszaélésekre.



*Hivatkozások*

- BECSKY-NAGY PATRÍCIA–FAZEKAS BALÁZS [2017]: Résen van-e az állam? Az állami szerepvál-  
 talás hatása a kockázati tőke keresleti oldalára. *Közgazdasági Szemle*, 64. évf. 5. sz. 507–527. o.  
<https://doi.org/10.18414/ksz.2017.5.507>.
- 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*, 59. évf. 13. sz.  
 60–62. o.
- BRÜCKNER GERGELY [2016a]: MKB: keleti nyitás. *Figyelő*, 60. évf. 13. sz. 61. o.
- BRÜCKNER GERGELY [2016b]: 20 pont az MKB eladásáról. *Figyelő*, 60. évf. 14. sz. 8–16. o.
- BRÜCKNER GERGELY [2017]: És akkor véletlenül összefutottam Orbán Viktorral. *Index.hu*,  
 május 31. [http://index.hu/gazdasag/2017/05/31/gubicza\\_agoston\\_es\\_az\\_eximbank\\_16\\_milliardja](http://index.hu/gazdasag/2017/05/31/gubicza_agoston_es_az_eximbank_16_milliardja).
- BUCKSKY PÉTER [2016a]: Nem kockáztatnak. *Figyelő*, 60. évf. 36. sz. 20–24. o.
- BUCKSKY PÉTER [2016b]: Önmagába fektető rendszer. A tőkepartner Jeremie-s cég. *Figyelő*,  
 60. évf. 48. sz. 59–61. o.
- BUCKSKY PÉTER [2016c]: Sok mutyi pár profi. *Figyelő*, 60. évf. 36. sz. 16–19. o.
- CSABAI KÁROLY [2016a]: Leintés előtt a Jeremie. *Világ-gazdaság*, május 18. 3. o.
- CSABAI KÁROLY [2016b]: Itthon hasított tavaly az Eximbank. *Világ-gazdaság*, május 31.
- DELOITTE [2016]: MFB Zrt. részére a 3-as tematikus célkitűzéshez kapcsolódó ex-ante  
 tanulmány. Deloitte Zrt., Budapest, április 1. <https://www.palyazat.gov.hu/download.php?objectId=62207>.
- EB [2006]: Iránymutatás a kis- és középvállalkozásokba történő kockázatitőke-befektetések  
 előmozdítását célzó állami támogatásokról. Európai Bizottság, HC, C 194. 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).
- 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)).
- EC [2015]: Summary of data on the progress made in financing and implementing financial  
 engineering instruments reported by the authorities in accordance with Article 67(2)(j) of  
 Council Regulation (EC) No. 1083/2006. Programming period 2007-2013. Situation as 31  
 December 2014. European Commission, Brüsszel, szeptember 15.
- EC [2016]: Financial Instruments for enterprise support. Final Report. Executive summaries  
 document. Work Package 3. European Commission, Luxembourg, [http://ec.europa.eu/regional\\_policy/sources/docgener/evaluation/pdf/expost2013/wp3\\_final\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docgener/evaluation/pdf/expost2013/wp3_final_en.pdf).
- EQUINOX CONSULTING [2016]: Kockázatitőke-programok eddigi eredményeinek értékelése.  
 Miniszterelnökség, Budapest, november 30. <https://www.palyazat.gov.hu/download.php?objectId=71217>.
- EU [2008]: A Bizottság 800/2008/EK-rendelete a Szerződés 87. és 88. cikke alkalmazásában  
 a támogatások bizonyos fajtáinak a közös piaccal összeegyeztethetőnek nyilvánításáról  
 (általános csoportmentességi rendelet). HL, L 214/3. augusztus 8. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:214:0003:0047:hu:PDF>.
- FORBES [2015]: Questor-alapok: Tarsolyék vagy az állam nem fizetett? *Forbes Blog*, július 8.  
[http://forbes.blog.hu/2015/07/08/questor-alapok\\_nem\\_bizos\\_hogy\\_tarsolyek\\_nem](http://forbes.blog.hu/2015/07/08/questor-alapok_nem_bizos_hogy_tarsolyek_nem).
- FORBES [2016]: Kinyitjuk a Jeremie-aktákat. *Morando. Forbes*, 9. sz. 90–99. o.

- GINOP [2016]: Nemzeti Technológiai és Szellemi Tulajdon kockázati tőkeprogram. GINOP-8.1.3/A-16. Termékleírás. <https://www.palyazat.gov.hu/ginop-813-a-16-nemzeti-technologiai-s-szellemi-tulajdon-kockazati-tkeprogram>.
- GYENIS ÁGNES [2017]: Törvény által homályosan. HVG, 36. sz. 6–9. o.
- HALASKA GÁBOR [2015]: Milliárdos rétestészta. Figyelő, 24. sz. 42–46. o.
- HÍRTV [2016]: Jogsértő trükkel osztogatta a támogatást a kormányközeli alap. November 13. <http://hirtv.hu/ahirtvhirei/jogserto-trukkel-osztogatta-a-tamogatast-a-akormanykozeli-alap-1371152>.
- HVG [2015]: Kenyértörés. HVG, augusztus 15. 50. o.
- KARSAI JUDIT [2015]: Állami szerepvállalás a kelet-közép-európai kockázati tőke-piacon. Közgazdasági Szemle, 62. évf. 11. sz. 1172–1195. o. <https://doi.org/10.18414/ksz.2015.11.1172>.
- KARSAI JUDIT [2016]: A magyarországi kockázati tőke-alapkezelők véleménye a Jeremie kockázati tőke-programról. Marketing & Menedzsment, 50. évf. 3. sz.
- KORÁNYI LÁSZLÓ [2016]: Jó kockázati tőke-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&timeshift=ffffff4&txrefere=00000001.TXT](https://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy_doc.cgi?docid=A16H1599.KOR&timeshift=ffffff4&txrefere=00000001.TXT).
- KORMÁNY.HU [2011]: Feljelentést tett Budai Gyula az Informatikai Kockázati Tőkealap-kezelő ügyében. Kormányportál, május 18. <http://2010-2014.kormany.hu/hu/miniszterelnokseg/hirek/feljelentest-tett-budai-gyula-az-informatikai-kockazati-tokealap-kezele-ugyeben>.
- 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-beszamolo-uzleti-jelentes-nelkul-audit-jelentes-sel-2015-12-31-2/file>.
- LOVAS ANITA–RÁBA VIKTÓRIA [2013]: Állami szerepvállalás a start-up vállalatok finanszírozásában. Hitelintézeti Szemle, 12. évf. 5. sz. 353–370. o.
- MFB [2014]: MFB éves jelentés, 2013. szeptember 29. [https://www.mfb.hu/sites/default/files/mfb\\_eves\\_jelentes\\_2013\\_hun.pdf](https://www.mfb.hu/sites/default/files/mfb_eves_jelentes_2013_hun.pdf).
- MFB [2015]: Az MFB Magyar Fejlesztési Bank Zártkörűen Működő Részvénytársaság Egyedi pénzügyi kimutatások az Európai Unió által elfogadott Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardokkal összhangban és független könyvvizsgálói jelentés. Budapest, december 31. [https://www.mfb.hu/backend/documents/10-2015\\_eeb\\_nsz\\_penzugyi\\_kimutatas.pdf](https://www.mfb.hu/backend/documents/10-2015_eeb_nsz_penzugyi_kimutatas.pdf).
- MFB [2017]: Az MFB Magyar Fejlesztési Bank Zártkörűen Működő Részvénytársaság 2016. évi gazdálkodására vonatkozó összevont (konszolidált) éves beszámoló jelentés. MFB, Budapest, április 28. [https://www.mfb.hu/backend/documents/3-mfb\\_bank\\_zrt\\_ifrs\\_konszolidalt\\_beszamolo\\_0.pdf](https://www.mfb.hu/backend/documents/3-mfb_bank_zrt_ifrs_konszolidalt_beszamolo_0.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-tokealapkezelei-szektorrol-0202.pdf>.
- NGM [2010]: A kis- és középvállalkozások helyzete, 2009. Nemzetgazdasági Minisztérium, Budapest.
- NGM [2015a]: KKV Évkönyv, 2014. A kis- és középvállalkozások helyzete Magyarországon. Nemzetgazdasági Minisztérium, Budapest.
- NGM [2015b]: 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 [2017]: Pályázati program indul a hazai kis- és középvállalkozások tőzsdei megjelenését elősegítő tőkebefektetéseket megvalósító Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap létrehozására. <http://www.kormany.hu/hu/dok?source=8&type=206#!DocumentBrowse>.
- PORTFOLIO [2016a]: 150 milliárdos kockázati-tőkeprogram indul Magyarországon. Portfolio.hu, szeptember 8.
- PORTFOLIO [2016b]: 56 milliárd forintnyi visszacsorgó EU pénz osztozott el a kormány. Portfolio.hu, november 9.
- PORTFOLIO [2017]: 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](http://www.portfolio.hu/unios_forrasok/gazdasagfejlesztes/meg_1000_milliardra_ugorhatnak_ra_a_cegek.4.246378.html).
- PRIVÁTBANKÁR [2015]: Hova folynak a Jeremie-pénzek? Amiről senki sem beszél. Privatbankar.hu, július 1. <http://privatbankar.hu/vallalat/amirool-a-jeremie-penzek-kapcsan-senki-sem-besz-el-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>.
- RÁCZ TIBOR [2015]: Szigorúan bizalmasak. Kié lesz a Questor cége? HVG, augusztus 15. 59–60. o.
- 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](http://www.piacessprofit.hu/kkv_cegblog/elfogynak-a-penzek-de-ez-meg-nem-siker).
- SZABÓ ANDRÁS [2017a]: Jeremie-akták. Feltárul, hogy üzletel Hernádi és Garancsi az Unió pénzével. Forbes, március, 74–78. o.
- SZABÓ ANDRÁS [2017b]: Újabb Jeremie-akták. 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-vizsgálja-a-nav>.
- SZÁZADVÉG [2016]: Pénzügyi eszközök értékelése. Századvég Gazdaságkutató Zrt., Budapest, november 30. <https://www.palyazat.gov.hu/gazdasagfejlesztasi-expost-rtkelsek>.
- SZTA [2016]: 100 befektetés/5 év. Befektetés a jövőbe. Széchenyi Tőkebefektető Alap, Budapest, december.
- TORONTÁLI ZOLTÁN [2013]: Pestiéknek 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>.
- ZSEMBERY LEVENTE [2016]: A magyar kockázati tőke iparág 2011–2016 között. 25 éves Gála évkönyv. HVCA, Budapest.
- 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. A Forbes magazin blogja, december 10. [http://forbes.blog.hu/2015/12/10/gyorsan\\_kiosztanak\\_16\\_milliardot\\_a\\_szalak\\_roghanhoz\\_vezetnek](http://forbes.blog.hu/2015/12/10/gyorsan_kiosztanak_16_milliardot_a_szalak_roghanhoz_vezetnek).
- ZSIBORÁS GERGŐ [2016a]: Az MFB-nek ki kell adnia a Jeremie-pályázatokat. Forbes.blog.hu, február 16. [http://forbes.blog.hu/2016/02/16/az\\_mfb-nek\\_ki\\_kell\\_adnia\\_a\\_jeremie-palyazatokat\\_vazlat](http://forbes.blog.hu/2016/02/16/az_mfb-nek_ki_kell_adnia_a_jeremie-palyazatokat_vazlat).
- ZSIBORÁS GERGŐ [2016b]: 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\\_botranynos\\_szerzodest\\_az\\_eximbank](http://forbes.blog.hu/2016/03/11/tenyleg_a_rogan-kozeli_alappal_kotott_botranynos_szerzodest_az_eximbank).
- 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>.