

OTDK-DOLGOZAT

2015

**KOCKÁZATI TŐKE A KÖZÉP-KELET EURÓPAI RÉGIÓBAN –
NÉGY ORSZÁG ÖSSZEHAJONLÍTÓ ELEMZÉSE**

**VENTURE CAPITAL IN THE CENTRAL AND EAST-EUROPEAN REGION –
THE COMPARATIVE ANALYSIS OF THE FOUR COUNTRIES**

Kézirat lezárva: 2014. november 11.

TARTALOMJEGYZÉK

1. Bevezetés	1
2. A kockázati tőkéről általában	3
2.1. A kockázati tőke fontossága	3
2.2. A kockázati tőke-befektetők jogi formái	3
2.3. A kockázati tőke tulajdonságai	5
2.4. A kockázati tőke-befektetés műveletei	6
2.5. A kockázati tőke-befektetés gyakorlati megvalósulása	9
3. Állami szerepvállalás a kockázati tőke esetében	12
3.1. A közvetlen és közvetett állami szerepvállalásról	12
3.2. Érvek és ellenérvek a közvetlen állami támogatás mellett és ellen	14
3.3. Az állami szerepvállalás eredményességét befolyásoló tényezők	15
4. JEREMIE-program az Európai Unióban	17
4.1. A JEREMIE-programról általában	17
4.2. A JEREMIE-program előnyei	20
5. Anyag és módszer	21
6. A kockázati tőke Közép-Kelet-Európában	24
6.1. Kockázati tőke-piac európai alakulása	24
7. Befektetések alakulása a közép-kelet-európai régióban	33
7.1. Magántőke-befektetések Magyarországon 2006-2013 között	33
7.2. Bulgária éves befektetéseinek alakulása 2006-2013 között	34
7.3. Lengyelország éves befektetéseinek alakulása 2006-2013 között	36
7.4. A befektetések alakulása Romániában 2006-2013 között	38
8. A kockázati tőke alakulása a közép-kelet-európai régióban	40
8.1. A kockázati tőke fejlődése hazánkban	40
8.1.1. A kockázati tőke a 21. században Magyarországon	42
8.1.2. Magyarország kockázati tőkéje konkrét számokban 2009-től 2013-ig	47
8.2. A kockázati tőke-befektetések alakulása Bulgáriában	49
8.3. A kockázati tőke-befektetések alakulása Lengyelországban	50
8.4. A kockázati tőke-befektetések értékének alakulása Romániában	51
9. JEREMIE-program a vizsgált országokban	53
9.1. JEREMIE-program Magyarországon	53
9.1.1. A JEREMIE magyarországi indulása	53

9.1.2. Új Magyarország Kockázati Tőke Program	54
9.1.3. Új Széchenyi Kockázati Tőke Program.....	59
9.1.4. A JEREMIE-program eredményessége Magyarországon	61
9.2. JEREMIE-program Bulgáriában	64
9.3. JEREMIE-program Lengyelországban.....	66
9.4. JEREMIE-program Romániában.....	67
10. A vizsgált országok befektetéseinek összehasonlítása.....	69
11. A négy ország kockázati tőke-piacának együttes elemzése	72
12. A JEREMIE Kockázati Tőke Program összehasonlítása.....	75
13. Következtetések és javaslatok	77
14. Összefoglalás	79
Irodalomjegyzék.....	81

Táblázat- és ábrajegyzék

1. táblázat: Nyugdíjpénztárak terve a kockázatitőke-alapokba történő befektetésekre	5.
2. táblázat: Befektetések fajtája Közép-és Kelet-Európában.....	8.
3. táblázat: JEREMIE holdingalapok száma és mérete	18.
4. táblázat: Magántőke-befektetések GDP-hez viszonyított aránya százalékban kifejezve a közép-kelet-európai régióban 2002-2013 között.....	25.
5. táblázat: A közép-kelet-európai régió magántőke gyűjtése ezer euróban kifejezve 2002-2003 között.....	26.
6. táblázat: A magyarországi JEREMIE alapok főbb adatai	55.
7. táblázat: A JEREMIE alapok befektetéseinek iparági megoszlása	56.
8. táblázat: A JEREMIE alapok befektetéseinek regionális megoszlása.....	57.
9. táblázat: JEREMIE I. alapok befektetési politikája	58.
10. táblázat: A magyarországi JEREMIE II. alapok főbb adatai.....	60.
11. táblázat: A magyarországi JEREMIE III. és IV. alapok főbb adatai.....	61.
12. táblázat: A JEREMIE kockázatitőke-program tervezett forrásai a befektetők típusa szerint Magyarországon 2009-2015	62.
13. táblázat: Vállalkozások minősítése	66.
14. táblázat: Éves befektetés értéke az egyes országokban 2006-2013.....	71.
15. táblázat: Kockázati tőke értéke 2009-2013 között.....	72.
16. táblázat: Az elemzett négy ország között kialakult sorrend 2009-2013	74.
1. ábra: JEREMIE típusú pénzügyi eszközök működési szerkezete.....	19.
2. ábra: A befektetések értéke a közép-kelet-európai régióban 2003-2010 között.....	28.
3. ábra: A közép-európai Kockázati Tőke Bizalmi Index alakulása2003-2014 között	30.
4. ábra: Tőkegyűjtés és kockázatitőke-befektetések értéke milliárd euróban kifejezve 2000-2011 között Európában	31.
5. ábra: Magántőke-befektetések alakulása a közép-kelet-európai régióban 2006 és 2013 között	34.
6. ábra: A kockázatitőke-befektetések értéke a vizsgált országokban 2009-2013 között	47.
7. ábra: A Jeremie I. alapok befektetéseinek megoszlása a befektetéskori életkor szerint.....	59.

1. BEVEZETÉS

Napjainkban egyre többet hallunk arról, milyen nehéz a kis- és középvállalkozásoknak a kezdeti időszak, amikor számtalan kockázattal kell szembenéznük, hiszen nem rendelkeznek még a szükséges tapasztalattal és forrással. Tovább nehezíti helyzetüket, hogy a hazánkban leginkább elterjedt finanszírozási formát, a hitelt sem tudják sok esetben igénybe venni, hiszen a bankok számára túl nagy kockázatot jelentenek az induló vállalkozások. Ebben a helyzetben léphetnek fel a kockázati tőkések, mint külső forrás nyújtók. Olyan befektetőkről van szó, akik jelentős növekedési potenciállal rendelkező, elsősorban magvető vagy korai, induló illetve érett fázisban lévő vállalkozásokba fektetnek be annak reményében, hogy később a kiszállás során realizálhatják nyereségüket. Ezáltal segítséget nyújtanak azoknak a kis- és középvállalkozásoknak, akik a külső forrás nélkül nem tudnának fennmaradni és továbbműködni. Ez persze nem egy mentőöv programot jelent, hanem a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások számára jelent lehetőséget.

Dolgozatunkban azért döntöttünk a befektetések, ezen belül is a kockázati tőkebefektetések részletesebb vizsgálata mellett, mert az alap képzés keretében tanulmányaink során felületesen már érintettük a témát, ráadásul egyikünk szakdolgozata megírása során részletesebben foglalkozott ezzel a finanszírozási formával. Ezáltal bepillantást nyerhettünk az iparágba és megtapasztalhattuk milyen sokrétű, kiaknázatlan és izgalmas területről van szó. Magyarázatot szeretnénk találni először is arra, hogy hazánkban, valamint a közép-kelet-európai régióban miért nem tartozik a közismert, elterjedt támogatások körébe a kockázati tőke. Keressük a választ továbbá arra is, hogyan teljesít hazánk a szomszédos országokhoz képest, valamint hogyan teljesít a régió egész Európához képest. Igazolni szeretnénk azon állításunk, miszerint az iparág viszonylagos ismeretlenségének és kiaknázatlanságának okai keresleti illetve kínálati oldalon a következők: a vállalkozások félnek az újtól és az ismeretlentől, továbbá attól, hogy egy külső, számukra idegen befektetővel építsenek ki bizalmi kapcsolatot és vonják be minden napi működésükbe, tevékenységükbe. Ugyanakkor a befektetők sokszor túl magasnak ítélik a befektetéssel járó kockázatokat, és ehhez képest, a piac kiszámíthatatlansága miatt, túl alacsonynak a nyereséges kiszállás valószínűségét.

A dolgozat megírása során úgy döntöttünk, összehasonlító elemzést végzünk, melynek során vizsgáltuk a közép-kelet-európai régió szerepét Európában, továbbá Magyarország befektetéseinek alakulására és régióban betöltött szerepére helyeztük a hangsúlyt. Az összehasonlítás elvégzéséhez fontosnak tartottuk olyan országok kiválasztását és elemzését, melyek hazánkkal szomszédosak és működtetik a JEREMIE-programot. Így döntöttünk Bulgária,

Lengyelország és Románia mellett. A téma terjedelme miatt szükség volt arra, hogy a dolgot ketten írjuk, ugyanis csak így tudtunk mélyreható elemzést és logikus következtetéseket levonni.

Dolgozatunk első részében igyekeztünk magáról a kockázati tőkéről egy általános képet adni, melynek segítségével a hétköznapi ember is könnyebben eligazodhat ebben az iparágban. Ennek során kiemeltük a felmerülő alapfogalmakat, fejlődési szakaszokat és a kockázati tőke gyakorlati jelentőségét.

Ezt követően fontosnak tartottuk megvizsgálni az állam szerepvállalását, ugyanis sok esetben ő képes átlátni, hogy mely szektorok vannak lemaradva, esetleg mely ágazatok támogatásával lehetne növelni a versenyképességet. Azonban a túlzott beavatkozás sem jó, hiszen átláthatatlanná teszi az ágazat működését, ráadásul puhább feltételeivel erősen csökkenti a magánszférabeli befektetők versenyképességét, mely negatív hatással van az iparágra.

Az állami szerepvállalást követően a közép-kelet-európai régió bemutatására tértünk ki részletesebben. Vizsgáltuk a tőkegyűjtés és a magántőke befektetések alakulását 2002 és 2013 között, valamint elemeztük a régió hozzájárulását az európai befektetésekhez.

A következő fejezetben Magyarország elemzését végeztük el a befektetések, ezen belül a kockázati tőke-befektetések területén, majd a JEREMIE- program bevezetését és megvalósulását vizsgáltuk. Hazánk mellett a korábban említett környező országok elemzését is elvégeztük azonos szempontok alapján. Ezáltal lehetőségünk nyílt az országok összehasonlítására, ahol feltártuk a hasonlóságokat, esetleges különbségeket és adott évben produkált teljesítményeik alapján rangsoroltuk a vizsgált országokat. Ehhez hasznos információkkal és értékekkel szolgáltak az EVCA (European Private and Equity and Venture Capital Association) által az egyes években kiadott statisztikai elemzések.

Kutatásainkkal és a dolgozat megírásával elsődleges célunk az volt, hogy választ kapjunk arra, hogyan teljesít hazánk a közép-kelet-európai régió országai között a kockázati tőke-befektetések terén. Továbbá arra, hogyan alakultak a befektetések, ezen belül a kockázati tőke-befektetések értékei és milyen fejlődésen ment keresztül a régió az elmúlt években Európa egészéhez képest.

2. A KOCKÁZATI TŐKÉRŐL ÁLTALÁBAN

2.1. A KOCKÁZATI TŐKE FONTOSSÁGA

Az országok sikerességét elsősorban az ott működő vállalkozások határozzák meg. Annak érdekében, hogy egy ország stabilan és egészségesen vegyen részt a nemzetgazdaságok közötti versenyben olyan vállalkozásokra van szüksége, melyek képesek tevékenységüket folyamatosan fejleszteni, bővíteni. A piaci lehetőségekre, változásokra és igényekre megfelelő időben tudnak reagálni úgy, hogy új növekedési pályára állnak, vagy tevékenységet indítanak. Azok a cégek, amelyek rendelkeznek ezekkel a képességekkel, fent tudják tartani és fejleszteni tudják hazájuk jövedelemtermelő képességét, valamint az erre épülő társadalmi viszonyok fenntartását, fejlesztését. Ezeknek a vállalkozásoknak a létrehozása, fejlesztése és fenntartása azonban jelentős kockázati tényezőt hordoz magában, mely sokszor a tulajdonosok kockázatviselési hajlandóságát és képességét is meghaladja. Ennek mérséklése érdekében szükség van a gazdasági életben olyan szereplőkre, melyek ezeket a terheket csökkentik, a kockázat egy részét pedig átvállalják. A fejlett piacgazdaságokban ezt a sajátos üzleti tevékenységet a profithoz jutás reményében vállalják magukra. Ezeket a piaci szereplőket nevezzük kockázati tőkéseknek (Osman, 2006). A kockázattőke-típusú finanszírozás akkor jelent meg először a piacgazdaságban, mikor valaki azért fektetett be pénzt más vállalkozásába, hogy a később ott elért nyereségből részesedést szerezzen. Ez a támogatási forma először az Amerikai Egyesült Államokban jelent meg a XX. század elején, ott jelentek meg az első kockázati tőkébe beruházó vállalkozók, cégek (Osman, 2005).

Ebben a fejezetben a kockázati tőke létrejöttének körülményeit szeretnénk bemutatni, valamint az ehhez kapcsolódó fogalmakat, mechanizmusokat. A piacgazdaságokban a kockázati tőkével kapcsolatos beruházások az elmúlt ötven év során alakultak ki és váltak népszerű finanszírozási formává az egész világon, köztük Magyarországon is.

2.2. A KOCKÁZATTŐKE-BEFEKTETŐK JOGI FORMÁI

Minden olyan nemzetgazdaságban, ahol fejlett a tőkepiac, a kisebb vállalkozások számára elengedhetetlen a szintén fejlett kockázattőke-iparág megléte és működése. Ez az új befektetési forma lehetőséget teremt arra, hogy a jó képességű, innovatív vállalkozások külső forrásból tőke típusú finanszírozáshoz jussanak. Ez a külső forrásgyűjtés akkor igazán hasznos, ha annak megvalósítása magán-megtakarításokból történik. Ez természetesen nemcsak magánemberek pénzét jelenti, hanem a vállalkozások, befektetők által gyűjtött pénzeket, tehát minden olyan forrást, mely nem tartozik a közpénzek közé, nem az államé és a közösségi szektoré.

Ezeknek a forrásoknak a gyűjtését végző szervezetek kétféle jogi formában működhetnek. Vállalkozásokat, vagy a Magyarországon életbe lépett 1998-as kockázatitőke-törvény alapján, kockázatitőke-alapokat hozhatnak létre. (Kosztópulosz, 2006). Az üzleti angyal (business angels) kifejezést azokra a magánszemélyekre használják, akik a saját megtakarításaikat, szabad pénzüket fektetik be azokba az általuk kiválasztott vállalkozásokba, melyek nagy növekedési potenciállal rendelkeznek. Az üzleti angyalok tapasztalt vállalkozók, sikeres üzletemberek, akik a megtakarításaikon kívül tudással, tapasztalattal és akár fejlett kapcsolati rendszerrel is hozzájárulnak a vállalkozás sikerességéhez. Az intézményi befektetőktől eltérően munkájukat szabadon, döntéseiket kötöttségek nélkül hozzák meg. Sokkal inkább fektetnek be korai vagy induló szakaszban lévő vállalkozásba annak ellenére, hogy ezzel nagyobb kockázatot is vállalnak. Az üzleti angyalok a finanszírozni kívánt cégeket saját maguk választják ki, gyakran ők keresik, mint befektetési lehetőséget. Az így megvalósult támogatások mögött egyszerű szerződések állnak, a befektetésnek nincsenek magas költségei, csupán néhány millió forint összegű cégek finanszírozását vállalják az üzleti angyalok (Kosztópulosz, 2006).

A 2006-os kockázatitőke-törvény lehetőséget adott a hazai intézményi befektetők számára, hogy megtakarításaik 5%-át kihelyezhessék magyarországi kockázatitőke-társaságokba. Ebben az esetben a nyugdíjpénztár, mint befektető, fekteti be a mások által megtakarított és összegyűjtött forrást a kockázatitőke-alapokba. Ezek az alapok fogják megvalósítani a tényleges befektetést azáltal, hogy nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat finanszíroznak. Az alapok kezelője a kockázatitőke-társaság. Az önkéntes-és magánnyugdíjpénztárak kockázati tőkéhez való viszonyát 2009-ben az MTA Közgazdaságtudományi Intézete egy átfogó vizsgálat keretében tanulmányozta. A felmérés során 12 kérdőívet töltöttek ki, mely 10 magán- és 9 önkéntes nyugdíjpénztár véleményét tükrözi. Az elemzés során olyan kérdésekre keresték a választ, hogy a pénztárak mennyire informáltak a befektetési lehetőségekről és portfóliójuk kialakítása során mennyire veszik figyelembe a magántőke által kínált diverzifikációs lehetőségeket. Az 1. táblázatban láthatjuk a megkérdezett nyugdíjpénztárak terveit arra vonatkozóan, hogy terveznek-e befektetést kockázatitőke-társaságokba. A megkérdezett 12 társaság közül 2 már megvalósította, 2 tárgyal róla, 4 nyugdíjpénztár pedig tervezi a megvalósítást. Összességében elmondható, hogy a felmérés során a pénztárak 2/3-a valamilyen szinten érdeklődik a kockázati tőke iránt. A kockázatitőke-társaságok kiválasztása során a nyugdíjpénztárak az alapkezelők jártasságát és a korábban elért eredményeket veszik leginkább figyelembe. A felmérés fontos tanulsága, hogy a pénztáraknak a szükséges információk megszerzéséhez még jelentős segítségre van szükségük. A

vezetők a kockázati tőke-befektetések szabályozását megfelelőnek látják, bár némi finomítás megkönnyíti számukra a befektetések megvalósítását (Karsai, 2010).

1. táblázat: Nyugdíjpénztárak terve a kockázati tőke-alapokba történő befektetésekre

A nyugdíjpénztár a kockázati tőke-befektetést	Az adott választ megjelölő válaszadók száma (fő)
<i>már megvalósította</i>	2
<i>jelenleg épp tárgyal róla</i>	2
<i>egy éven belül tervezi</i>	1
<i>három éven belül tervezi</i>	3
<i>nem tervezi</i>	4
<i>Összesen</i>	12

Forrás: Karsai, 2010

2.3. A KOCKÁZATI TŐKE TULAJDONSÁGAI

A kockázati tőke több tulajdonsággal is rendelkezik, melyek jól mutatják azt, miért éri meg az ilyen beruházások megvalósítása. Az első ilyen sajátosság, melyet kiemelnénk, hogy a kockázati tőke pénzügyi közvetítői szerepet tölt be. Ez azt jelenti, hogy a kockázati tőkés nem saját pénzét kockáztatja, hanem a mások által megtakarított forrásokat gyűjti össze és fekteti be a vállalkozásba. A tőke gyűjtése és befektetése szigorú jogi szabályok szerint történik és egy előre meghatározott időtartamra szól. A befektetési célból felhalmozott tőkéből az alapkezelők egy tőkealapot hoznak létre, mellyel vállalják, hogy a futamidő végén a rendelkezésre bocsátott pénzt és annak hozamait visszafizetik a tulajdonosoknak (Karsai, 2012).

A vállalt kockázatért a haszon a jutalom, mely a tőkebefektetés eredménye. Ez azért is egyértelmű, mert sokkal nagyobb veszélyt vállalnak azok a befektetők, akik tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokba fektetnek be, mint akik tőzsdén vásárolnak részesedést. A magasabb kockázat miatt a nyereséget termelő vállalatok nagyobb megtérülési rátával számolhatnak, melyet újrahasznosíthatnak, vagy szétoszthatnak a befektetők között (Karsai, 1998).

A kockázati tőke harmadik jellegzetessége, hogy nem finanszíroz tőzsdére bevezetett cégeket. Emiatt nevezik sokszor magántőkének is, mely utal arra, hogy a vállalkozások nem nyilvánosak, a tulajdoni részesedésekkel nem kereskednek a tőzsdén. Ez persze nem kizáró ok, sokszor előfordul, hogy nyilvánosan működő cégek is kapnak külső támogatást. A tőkéseknek elsősorban azért fontos a nyilvánosság hiánya, mert ebben az esetben olyan hatékonyságnövelő és jövedelmező eszközöket is alkalmazhatnak a vállalkozásokban, melyek nehezen

egyeznek meg a tőzsdei vállalkozások irányítóinak és részvényeseinek érdekeltségeivel (Karsai, 2012).

A negyedik jellemző a kockázati tőke esetében az aktív tulajdonosi részvétel, ugyanis részt vesznek a finanszírozott vállalkozás életében. Ez azt jelenti, hogy nemcsak tőkét fektetnek be, hanem, tudást és általuk kialakított kapcsolatrendszert is biztosítanak. Ez a tevékeny szerep már a kiválasztás fázisától megfigyelhető egészen a kilépés megszervezéséig. A támogatott vállalkozásban a tulajdoni hányad birtoklása illetve az aktív szerep a vezetői testületben azért fontos, hogy az aktív részvétel a cégekben megfelelő módon tudjon érvényesülni. Ez a cselekvő szerep is olyan tulajdonsága a magántőkének, mely megkülönbözteti a tőzsdei befektetőket a kockázati tőkésektől (Karsai, 2012).

Az utolsó, amit kiemelnénk a kockázati tőke jellemzői közül, hogy a kockázati tőkés jelenléte a finanszírozott cég életében átmeneti időre szól. Már a befektetések kezdetén tisztázott, hogy a befektetők vállalatokban való részvétele egy előre meghatározott intervallumra szól. Az időszak végén a tulajdonosok értékesítik a megszerzett részesedésüket úgy, hogy a lehető legmagasabb áron tudják eladni, de mindenképpen magasabban, mint a beruházott összeg volt. Ez az értékesítés akkor történik meg, amikor a befektetők már úgy gondolják, hogy az általuk finanszírozott vállalat elérte az értéket, amit már nem lehet tovább növelni (Karsai, 1998). Itt természetesen azzal a tényezővel is számolnunk kell, hogy a kockázati tőke jelenléte nem biztosítja a feltétlen sikert. Éppen ezért a befektetők úgy állítják össze portfóliójukat, hogy a magasabb nyereséget ígérő beruházások képesek legyenek fedezni a veszteséges ügyleteket. Itt is megjelenik tehát a diverzifikáció fontossága, nem minden ügylet jelent feltétlen sikert, de a legfontosabb, hogy összességében a befektetések hozamot biztosítsanak.

2.4. A KOCKÁZATI TŐKE-BEFEKTETÉS MŰVELETEI

A kockázati tőke-befektetéseknek négy szakaszát különböztetjük meg attól függően, hogy a befektető társaság a vállalkozás mely életciklusában fekteti be tőkéjét a fejlesztés előremozdítása érdekében (Kasza, 1995).

A finanszírozás megvalósulhat, mielőtt még a vállalkozás létrejönne. A kockázati tőkés ilyenkor még csak az „álmokkal” találkozik, ezt magvető befektetésnek (seeding finance) nevezzük. A kockázati tőkés egy olyan vállalkozóval áll szemben, akinek sem technikai, sem üzleti szempontból nem alakult ki konkrét elképzelése a vállalkozás működtetéséről. Amennyiben a befektető lát fantáziát az ötletben és vállalja a szokásosnál nagyobb kockázatot akkor a cél megvalósítása érdekében befektetési csoportot szervez a kockázat megosztása miatt. Ez a szakértői csoport kielemez az ötletgazdák terveit, és elkészíti a szolgáltatás megvalósítási

terveit és a finanszírozási tervet. Ehhez kapcsolódik szorosan a beindító befektetés (start-up finance). A kockázatitőke-társaság segítségével elkezdődik a termékek fejlesztése, szolgáltatások megvalósításának kiépítése. Itt alakul ki, hogy a befektetésnek milyen lesz a fogadtatása a piacon, milyen lesz a kereslet iránta és milyen a további befektetési igénye. Természetesen az a legsikeresebb beruházás, ahol a kereslet nagy, a befektetés azonban kevés (Kasza, 1995).

A befektetők számára a legkedveltebb és a legkisebb kockázattal az expanzív szakaszban lévő vállalatok finanszírozása jár. Itt a tőkeinjekció már olyan működő vagy szolgáltató cégeket támogat, melyek jelen vannak a kereskedelemben és gyors növekedési potenciállal rendelkeznek. Az ilyen fajta befektetések a piaci helyzet javítása, valamint a vevőigények minél magasabb színvonalú kielégítése érdekében nyújtanak segítséget. A termelőegységek technikai felszereltségének és termelőképességének növelésével, valamint a szolgáltatások minőségének javításával, fejlesztésével ezek a célok a kockázati tőkések segítségével megvalósíthatók. Az expanzív szakaszban lévő kockázatitőke-befektetések közel negyven százaléka erre a beruházási területre összpontosul. A tőke kiváltás az a finanszírozási forma, mikor egy kockázatitőke-befektetést egy másik kockázatitőke-társaság vásárol meg (Karsai, 1998).

A menedzseri kivásárlás az a finanszírozási forma, amikor a vállalat vezetői a kockázati tőke segítségével annyi tulajdonrészt szereznek meg a cégben, hogy a teljes irányítás az ő kezükben van. Itt tehát a cél az irányítási jog megszerzése. Ez azért fontos, mert a menedzsment jobban kötődik, ragaszkodik a vállalathoz, így eredményesebben tud sikereket elérni (Osman, 2006).

A 2. táblázatban azt szeretnénk bemutatni, hogyan oszlanak meg 2013-ban Magyarországon a kockázatitőke-befektetések a beruházások típusa szerint. Látható, hogy Magyarországon elsősorban az induló vállalatok finanszírozására helyezték a hangsúlyt. Megfigyelhető továbbá, hogy a régióban is ez a legkedveltebb életciklus. A magvető életszakaszban lévő vállalatok támogatása valamennyi régióbeli országban háttérbe szorult, ami érthető, hiszen ez jár a legnagyobb kockázattal, és ez iránt a legbizalmatlanabbak a befektetők. Összességében elmondhatjuk a 2013-as évről, hogy Magyarországon valósult meg a legnagyobb finanszírozás a kockázati tőke terén a régióban, mely pozitív hatást jelent hazánk fejlődésére és a régiós versenyben való helytállásra. Itt azonban számolnunk kell azzal a ténnyel, hogy az egyes országok piaca viszonylag kicsi, egy-egy nagyobb értékű ügylet torzításhoz vezethet, mely jelentősen befolyásolja az év végi eredményeket.

2. táblázat: Befektetések fajtája Közép-és Kelet-Európában

2013 (€'000)														
Életciklus	Bulgária	Horváto.	Cseho.	Észto.	Magyaro.	Letto.	Litvánia	Lengyelo.	Románia	Szerbia	Szlovákia	Szlovénia	Ukrajna	Mások
<i>Magvető</i>	0	0	516	0	562	0	1,591	1,559	0	0	0	0	0	0
<i>Induló</i>	4,718	6,220	1,341	2,954	8,421	600	2,103	4,946	0	0	0	707	0	0
<i>Korai fázis</i>	380	300	924	3,225	8,290	500	623	9,127	2,984	0	0	3,269	0	0
<i>Klasszikus kockázati tőke össze- sen</i>	5,098	6,520	2,781	6,179	17,273	1,100	4,317	15,632	2,984	0	0	3,976	0	0
<i>Növekedési tőke</i>	6,000	5,972	4,440	20,875	36,194	2,200	7,157	150,412	9,825	0	2,050	379	11,451	2,099
<i>Megfordító tőke</i>	0	6,703	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Helyettesí- tő tőke</i>	0	0	7,000	0	0	0	0	8,214	9,455	0	0	0	0	0
<i>Kivásárlás</i>	0	0	120,11	500	3,360	12,00	6,076	205,775	47,835	16,076	0	0	7,482	7,675
<i>Összes</i>	11,098	19,195	134,33	27,554	56,827	15,30	17,550	380,033	70,09	16,076	2,050	4,355	18,933	9,774

Forrás: EVCA Central and Eastern Europe Statistics, 2014 (I01)

2.5. A KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉS GYAKORLATI MEGVALÓSULÁSA

A kockázati tőke megjelenése egy vállalkozás életében olyan lehetőséget teremt, mellyel a vállalkozás dinamikusabban tud fejlődni, versenytársaihoz képest nagyobb eredményt tud elérni. Ez olyan formában különül el a banki hitelektől, hogy fedezet helyett tulajdoni részt kell biztosítani a finanszírozott cégben. A potenciális vállalatok szigorú ellenőrzésen esnek át, a szerződésalkötés előtt a befektetőkkel többször találkoznak, valamint szakértők világítják át őket pénzügyi, gazdasági és jogi szempontból. Erre a fokozott kiválasztásra annak érdekében van szükség, hogy olyan cég támogatása valósuljon meg a pályázók közül, melyek nyereséget termelnek és a legkisebb kockázattal jár a mások által megtakarított forrás beruházása. A sikeresen pályázott vállalkozás életében a kockázati tőke-befektetés több, egymástól jól elkülöníthető szakaszból épül fel. Az átmeneti jelenlétnak és a hozzáadott értéknek köszönhetően nő a vállalat piacon való teljesítménye (Szlovák, 2006).

A befektetés folyamatának egyik legfontosabb lépése a megfelelő cég kiválasztása. Ilyenkor egyszerre több dolgot kell egyidejűleg értékelni a lehető legtökéletesebb döntés érdekében. Ezek közé tartozik a menedzsment minősége, a versenypozíció fenntartása és a nyereséges kiszállás megteremtése (I02). Fontos szerepe van az üzleti tervnek, mely napjainkban már szinte minden vállalatnak kötelező, és ezeket névjegyként is szokták nevezni. Az első személyes találkozás előtt ezt veszi kezébe a befektető, ez alapján ítéli meg a vállalatot. Ezért kell ennek minden téren tökéletesnek lennie: formailag és tartalmilag megszerkesztettnek, logikai és szerkezeti szempontból pedig jól felépítettnek. Az üzleti terven belül nagy figyelmet kap a vezetői összefoglaló, mely az egyik legfontosabb rész. Sokszor csak ezt olvassák el a befektetők, így ennek lényegre törőnek, összefoglalónak kell lennie. Ha ez a tervezet nem nyeri el tetszésüket, a továbbiakban nem foglalkoznak a vállalkozással, nem vesztegetik rá idejüket és pénzüket (Szlovák, 2006).

Amennyiben az üzleti terv meggyőzi a befektetőket a szerződésalkötés előtt megtörténik az előminősítés és a részletes átvilágítás. Először a belső források alapján kerül sor az ellenőrzésre, majd a vállalkozást egy külső cég nézi át alaposan pénzügyi és jogi szempontból. Az így kapott adatok és a feltárt tények alapján, ha minden rendben van a vizsgált vállalatokkal, a kiválasztás folyamata a befektetési bizottság tárgyalásával, az igazgatóság döntésével és a szerződésalkötéssel zárul (Szlovák, 2006).

Természetesen a kockázati tőke-befektetés nem ér véget a szerződésalkötéssel és az ebből következő tulajdonrész szerzéssel. Aktív szerepvállalása a vállalkozás életében rendkívüli előnyökkel járhat. A befektető kiépült kapcsolatrendszere, valamint szakmai és pénzügyi ta-

pasztalatai lehetőséget teremtenek a potenciális cégeknek a fejlődésre és a minél nagyobb piaci részesedés, haszon szerzésére. Ez a kapcsolatrendszer hozzájárulhat a külső cégekkel való jó kapcsolat kialakításához is (I02).

A befektetés gyümölcsét és az aktív szerepvállalás végét a finanszírozott végekből történő kiszállás jelenti. A kockázati tőkés az így elért haszonért dolgozik a befektetési időszak alatt, hiszen a minél magasabb nyereség elérése a legfőbb cél. A kilépésnek több típusát különböztetjük meg, melyek a következők:

- tőzsdén keresztül történő kiszállás
- szakmai befektetőknek történő értékesítés
- kockázati tőke-befektetők, pénzügyi közvetítők részére történő értékesítés
- kivásárlás társtulajdonosok, vezetők által
- egyéb kilépési módok.

A tőzsdén keresztül történő kilépésnek két fajtáját különböztetjük meg. Az egyik a nyilvános részvénykibocsátás (IPO), míg a másik egy tőzsdén jegyzett vállaltban lévő tulajdonrész tőzsdén történő értékesítése. Az előbbi a gyakorlatban sokkal elterjedtebb annak ellenére, hogy hosszú, költséges és sok előkészületet igényel. A siker azonban ennél a kiszállási módnál biztosítható a legjobban. A tőzsdei részvénykibocsátás lehetőséget teremt a befektetési időszak végén a vállalkozás számára, hogy ne csak egy szűk kör, hanem valamennyi tőzsdei szereplő és a közvélemény számára megmutassa az elért eredményeket. Jegyzési felhívást kell közreadni, mely a legfontosabb információkat tartalmazza a vállalatról. Ennek elkészítésére már a kezdetektől tudatosan kell készülni, és a siker elérése érdekében tanácsadókat is érdemes bevonni a prospektus elkészítéséhez. Választ kell adni olyan kérdésekre, hogyan lesz értékelve a vállalt, mekkora a felajánlás nagysága, valamint arra, melyik tőzsdén kívánják megvalósítani a részvénykibocsátást. A magasabb elérhető hozam, a felső vezetés által támogatott stratégia vagy a kockázat megosztása csak néhány azok közül, melyet a tőzsdei kiszállás előnyeként tudunk említeni. A részvénykibocsátás hátrányaként a magas költségeket, a nyilvánosságra hozatal veszélyeit, és az előnytelen piaci tendenciákat lehet említeni (Becskyné-Biczók, 2006).

A másik gyakran választott kilépési mód, a szakmai befektetőknek történő értékesítés. Ebben az esetben a kockázati tőke-befektető teljes tulajdoni részesedését olyan – a társaságtól független – érdeklődő számára értékesíti, mely sok esetben ugyanabban az ágazatban tevékenykedik. Ez kedvelt kilépési formát jelent, ugyanis a befektetők könnyen, azonnal és teljes mértékben eladhatják a finanszírozott céget. További előnyt jelent, hogy egyetlen vevővel

folynak a tárgyalások, melyek sokkal olcsóbbak és kevesebb időt, felkészülést és adminisztrációt igényelnek, mint a tőzsdére bevezetni kívánt társaságok tulajdoni részesedésének értékesítése. Az ilyen tárgyalási pozícióban az eladónak nagyobb befolyása van a teljes eljárás alatt, sok esetben pedig ez a legnyereségesebb az exitek közül. Az előnyök mellett természetesen számolni kell a különböző hátrányokkal is, ugyanis merülhetnek fel problémák, ráadásul az értékesítés sem mindig kockázatmentes. Előfordulhat, hogy a társaság vezetése is ellenállást tanúsít az értékesítés miatt, ugyanis a tulajdonosváltás az ügyvezetés leváltását is eredményezheti (I03).

Az exit során akkor kerül sor az értékesítésre pénzügyi-vagy kockázatitőke-befektetők számára, mikor a finanszírozott társaság fejlődésének korai szakaszából már egy későbbi szakaszába jutott és a további növekedés érdekében tőkeemelésre van szükség. Egy meghatározott befektetési időszak végén megoldás lehet a kockázatitőke-társaságoknak történő értékesítés, mellyel a társaság nyereségességét tovább lehet növelni. Amennyiben a tőzsdei kilépésre nem kerülhet sor a menedzsment támogatásával lehetőség van erre a kilépési módra, azonban ennek feltétele, hogy a jelenlegi vezetés továbbra is megmaradjon az eredeti pozíciójában. Vannak olyan esetek, mikor éppen a menedzsment és a tulajdonosok közötti konfliktus miatt kerül sor a továbbértékesítésre. A társtulajdonosok vagy vezetők által történő kivásárlás abban az esetben szokott előfordulni, mikor nincs már lehetőség a befektetési időszak végén az értékesítésre (Becsikyné-Biczók, 2006).

Úgy gondoljuk, hogy ezeknek az alapfogalmaknak, mechanizmusoknak az ismertetése, dolgozatba foglalása azért fontos, mert így olyan olvasók számára is alapvető tudást, ismeretet tudunk nyújtani, akik eddig nem találkoztak a kockázati tőkével. Ez a bevezető rész hozzájárul ahhoz, hogy felkeltsük érdeklődésüket és ösztönözzük a kockázati tőke részletes megismerésére.

3. ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁS A KOCKÁZATI TŐKE ESETÉBEN

3.1. A KÖZVETLEN ÉS KÖZVETETT ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁSRÓL

Számos országban jellemző az, hogy az állam által kezdeményezett tervekkel próbálják megvalósítani, hogy a kockázati tőke olyan cégek finanszírozásában vegyen részt, melynek gazdaságpolitikailag nagy szerepe van egy adott állam fejlődésében, gazdaságosságban, s e vállalatok a tiszta piaci viszonyok között nem tudnának hatékonyan érvényesülni (Karsai, 2002).

Egy állam megjelenése a kockázattőke-ágazatban két hipotézisen alapszik. Az egyik az, hogy a magánszféra nem garantál megfelelő mennyiségű forrást ahhoz, hogy a nagy növekedési potenciállal rendelkező, innovációra képes cégek finanszírozási lehetőségekhöz jussanak. A másik ilyen feltétel az, hogy a kormányzat képes a helyzet javítására. Képes arra, hogy felismerje azokat a befektetési lehetőségeket, melyek nagy haszonnal járnak, és bizonyos eszközökkel a pénzügyi befektetők figyelmét a vállalkozások felé tudja fordítani (Karsai, 2004). Ilyenkor az állam vállalja magára azt, hogy korrigálja a kockázattőke-ágazat működését. Ezt olyan formában tudja megvalósítani, hogy friss tőkét biztosít a vállalkozások számára, vagy a már összegyűjtött magántőkének keres befektetési lehetőséget (Karsai, 2002). Az állam tevékeny szerepe, vagy támogatása nélkül más intézmény nem képes arra, hogy vonzóvá tegye e szektort a magánbefektetők számára. Sok esetben a kormány látja át legjobban, hogy mely gazdasági ágazatok vannak lemaradva, és melyeknek a finanszírozásával lehet még inkább növelni a versenyképességet.

Az állami beavatkozás a kockázattőke-piacra kétfajta módon valósulhat meg, közvetett és közvetlen formában. A direkt megoldások legfőképp adózási és szabályozási területen jelennek meg. A személyi-és a tőkejövedelem adóztatása kihat arra, hogy a megtakarítások milyen mértékben kerülnek a kockázattőke-befektetőkhez. A finanszírozás kiemelt szempontjai közé tartozik, és érzékeny területnek számít a kétszeres adóztatás elkerülése, azaz a támogatott cégektől a megtakarítókhoz a befektetési vállalkozások közreműködésével visszaérkező tőkejövedelem adóztatása. A hitel, valamint a garancianyújtás és az ezekhez tartozó kedvezmények, valamint a kiadások mérséklését segítő támogatások már a közvetlen állami beavatkozások körébe tartoznak, melyekhez az állam által alapított befektetési alapok is társulnak (Karsai, 2002).

Hatósági szerepkörében az államnak lehetősége van arra, hogy meghatározza a kockázattőke-piac szempontjából különösen fontos befektetők, nyugdíjpénztárak, biztosítók és bankok vagyonkezelési előírásait. Ettől függ az, hogy az állampapírok vagy a költségvetési kiadások finanszírozása helyett a megtakarítások mekkora hányada áramolhat a kockázati tő-

ke felé. Az állam, mint befektető befolyásolhatja a kockázatitőke-ágazatot. Ez oly módon valósulhat meg, hogy az állam befektetési ügynökséget vagy akár tőkealapokat hoz létre. Ezen keresztül az általa fontosnak vélt vállalkozás finanszírozása közvetlen módon valósulhat meg. A számos lehetőség közötti döntést nagyban befolyásolja az, hogy milyen az adott ország tőkepiaca, mennyire fejlett, erős, milyenek a kialakult szokások, és mennyire befogadók a szereplők az innovatív megoldások iránt (Karsai, 2004). Ilyen konstrukcióban támogatta az állam a kockázatitőke-iparágat Belgiumban, Németországban, Olaszországban, Spanyolországban és az Egyesült Királyságban is. Sok kormány kezdetben tehát a saját kezelésű kockázatitőke-alapok létrehozásával próbált meg támogatást nyújtani. Azonban mikor az állam egyszerre alapkezelőként és befektetőként lép fel ahhoz vezethet, hogy a piaci folyamatok torzulhatnak a tőke rossz elhelyezése és a magánszférabeli befektetők kiszorítása miatt. Ennek megelőzése érdekében sok országban módosításra kerültek ezek a projektek (Karsai, 2014a). A túlzott állami beavatkozás átláthatatlanná teszi az ágazat működését, a befektetők, ha az állam nélkül maradnak, bizonytalan helyzetbe kerülhetnek, mely megoldására nem lesznek felkészülve sem szakmailag, sem anyagilag. Az is igaz, hogy az állam puhább feltételei a magánszférabeli befektetők versenyképességét erősen csökkentik, mely negatív hatással van az iparágra.

Ahogy már azt korábban is leírtuk az állami szerepvállalás másik fajtája a közvetett beavatkozás. Ez oly módon valósítható meg, hogy a kormányzat a magánszektorbeli befektetők segítségével vesz részt a kockázatitőke-befektetésekből. A feladatok végrehajtásával privát alapkezelőket bíz meg, miközben az általa finanszírozott alapok befektetői egyikeként speciális célokkal lép fel. A hozamelvárás mellett kiemelt szerepet tulajdonítanak a térségek fejlesztésére, a munkanélküliség csökkentésére és az innováció előremozdítására. Az állam tehát nem maga hoz létre alapokat, hanem betársul más magánszektorbeli alapokba (Karsai, 2014a).

Ebben az esetben számba venni nem az előnyöket és a hátrányokat kell, hanem sokkal inkább azt, hogy az állam védelmezze a magánszektorbeli befektetőket, vagy inkább jutalmazza annak érdekében, hogy minél többen vállaljanak szerepet a befektetésekből. A felfelé irányuló ösztönzés (upside leverage) egyik célja, hogy javítsa a megtérülést a magánszektorbeli kockázatitőke-befektetők számára. Ez leginkább úgy érhető el, hogy amennyiben az állam a magánszektorbeli alapokat tőkével támogatja, az elért haszonból kisebb mértékben részesül. A nyereség egy részét a befektetőknél hagyja, ezzel előnyösebb pozícióba hozza őket. A másik lehetősége az ösztönzésnek abban nyilvánul meg, hogy a befektetni kívánt tőke lehívásakor először az állami források befektetése történik meg, majd később kerül sor a magán-

befektetők forrásainak felhasználására. Ennek másik változata, mikor a nyereségből legkésőbb az állam részesedik (Karsai, 2004).

A lefelé irányuló (downside protection) védelem során államilag támogatott, garanciális vagy kezességvállaló programokat vezettek be a kockázatitőke-befektetések ösztönzésére. Ez abban nyilvánul meg, hogy a befektetés kudarca esetén nem kell a beruházónak a veszteséget teljes mértékben elviselni, mert az állam egy részét átvállalja. Ez egy úgynevezett biztonsági hálóként is szolgál a befektetők számára, mely erősen befolyásolja a kockázattal járó hajlandóságot. Ennek tudatában olyan projektek megvalósulása is elképzelhető, ami e nélkül a biztonsági eszköz nélkül soha sem valósulhatna meg (Karsai, 2004).

A működési költségekhez való hozzájárulás jelenti a közvetett állami beavatkozás harmadik lehetőségét. Sok esetben előfordul, hogy nem jövedelmező, gazdaságos az induló vállalkozások finanszírozására szakosodó alapok működése, mivel méretükből adódóan nehezen képesek skáláhozadékat elérni (Karsai, 2004).

3.2. ÉRVEK ÉS ELLENÉRVEK A KÖZVETLEN ÁLLAMI TÁMOGATÁS MELLETT ÉS ELLEN

A szakértők véleménye az állam szerepvállalásával kapcsolatban megoszlanak a kockázatitőke-piac területén. Vannak, akik teljes mértékben egyetértenek ezzel a fajta beavatkozással, mások pedig teljesen ellenzik a folyamatok hasznosságát és vitatják a lehetséges káros mellékhatásokat. Az állami beavatkozás mellett érvelők szerint a kockázatitőke-ágazatban való részvétel pozitív hatással van a gazdasági növekedésre és az ezzel együtt járó munkanélküliség csökkentésére. Véleményük szerint a kisvállalkozások tőkeszerzési nehézségei csökkenhetnek. Ha az állam által finanszírozott programok megfelelően kerülnek kialakításra lehetőség van arra, hogy a beavatkozás emelje a magánszektor kockázatitőke-kínálatát, továbbá arra, hogy befektetőket vonzzon olyan vállalkozásokhoz, melyek kockázatosabbak. Ennek köszönhetően a munkanélküliség csökken, nő az új munkahelyek száma és olyan elmaradott térségek is lehetőségekhez juthatnak, melyek eddig kikerültek a befektetők látóköréből (Karsai, 2002).

A pozitívumok mellett természetesen számolnunk kell a negatív hatásokkal és a szakértők elmarasztaló véleményével is. Így van ez a kormányzati szerepvállalással is. Az első ilyen érv, hogy a kormányzat közvetlen befektetése a kockázatitőke-iparágba a magánszektorbeli kockázati tőke lassúbb fejlődéséhez vagy háttérbe szorulásához vezethet. Ezt nevezzük kizáró hatásnak, mely során a magánszektorbeli befektetőket elnyomják, ezzel lassúbb haladásra ítélik a költségvetési forrásokból létesített befektetési szervezeteket. A kormányzat által állított puhább feltételek miatt sok vállalkozás a könnyebb utat választja, nem foglalkoznak a

magánbefektetők által kínált lehetőségekkel. A magánszektorbeli befektetőktől nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat halászhatnak el, így nekik már csak a rosszabb projektek jutnak (Karsai, 2012).

A visszaélések jelentik a második kritikát az állam közvetlen megjelenésével kapcsolatban a kockázatitőke-piacon. A politikai és személyi kapcsolatok lehetőséget nyújtanak arra, hogy a központi forrásokat a társadalom szempontjából hiábavalóan költsék el (Karsai, 2012).

A harmadik érv a közvetlen részvétel ellen az állami alkalmazottak alkalmatlansága, a kockázati tőkével kapcsolatos ismeretek hiánya. A szakértelem és a befektetési mechanizmusok ismeretének hiánya miatt gyakran előfordulhat az, hogy a befektetések nem a megfelelő helyre kerülnek. Az alkalmazottak jutalmazása független a befektetések végeredményétől, így konkrétan nem érdekeltek abban, hogy a legmegfelelőbb és a legnagyobb potenciállal rendelkező cégek kerüljenek kiválasztásra. Mindemellett az állami alkalmazottak logikája nehezen egyeztethető össze a kockázati tőkések gondolkodási módjával. Mint tudjuk, a kockázatitőke-beruházások általában hosszabb időszakra, mintegy 5-7 évre jelentenek befektetést a tőkések számára. Ebből adódik, hogy a kockázati tőke nehezen egyeztethető össze a választási ciklusokkal, ugyanis az éppen hatalmi pozícióban lévő kormány elsődleges célja a rövid távú siker felmutatása. Ellentétes hatás van a politika és a kockázati tőke kapcsolatában az esetleges bukás vagy a csőd kezelésében is. Nehéz elfogadni azt, hogy a költségvetés egy részét olyan vállalkozások finanszírozására használjuk fel, melyeknél lehetőség van arra, hogy veszteségesen teljesítsenek az elvárásokkal ellentétben. Ez azonban a kockázati tőke természetes velejárója (Karsai, 2012).

3.3. AZ ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁS EREDMÉNYESSÉGÉT BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐK

A kockázati tőke azonban nemcsak az állami területen nyer egyre nagyobb szerepet magának, hanem nemzetközi szinten is kiemelkedő helyen található. Európában például a vállalkozások és az innovációs politika fejlesztésében az Európai Unió közösségi forrásaiból történő állami tőke-hozzájárulás a kockázatitőke-alapokhoz nagy jelentőséggel bír. Ennek finanszírozására többfajta uniós forrás is rendelkezésre áll (Karsai, 2014a). Ezeket a különböző programokat és támogatásokat egyenként nem szeretnénk górcső alá venni, a későbbiekben a mi szempontunkból fontos JEREMIE-vel szeretnénk részletesebben foglalkozni. Ahhoz viszont, hogy majd értékelni tudjuk a programot Magyarországon és a szomszédos államokban szükséges, hogy megvizsgáljuk az eredményességet befolyásoló tényezőket.

Az első a programok időhorizontja. Az időtényező fontos szerepet játszik az értékelés és a tényleges hatás kiváltásának vizsgálatánál. Sok program a tervezettől csak késve tud elin-

dulni a társfinanszírozások késedelme miatt, ráadásul a túlzott adminisztráció és a munkatársak felkutatása is sok időt vehet igénybe. Ennek fényében fennáll annak a veszélye, hogy a tervezett befektetések nem valósulnak meg időben, mivel a tőkét a program érvényességi ideje alatt nem tudják befektetni, ebből kifolyólag pedig elmarad a várt hatás és a hozam (Karsai, 2014a).

A program térbeli kiterjedtsége jelenti a második tényezőt a kockázatitőke-programok terén. Gyakran előfordul, hogy az állam egy meghatározott térségre, régióra korlátozza a forrásokat és azokat csak belföldi vállalkozók kaphatják meg (Karsai, 2014a).

A harmadik befolyásolója a programok sikerességének a kockázatitőke-alapok méretében rejlik. Az állami beavatkozásnak olyannak kell lennie, hogy a hosszú távú stabilitást és a kockázatitőke-szektor hatékonyságát szolgálja. Úgy kell az alapokat támogatnia tehát, hogy a program révén ne jöjjenek létre túl kisméretű alapok, ugyanis az a piac elaprózódásához, míg a nagyméretű alapok a magánbefektetők kiszorításához vezetnének. A kisebb alapok tőkéje nem tudja jól szolgálni a befektetések diverzifikálást, és a források hiánya miatt megfelelő szakembereket sem tudnak alkalmazni. A nagyobb alapok ezzel szemben képesek a kockázat csökkentésére a diverzifikáció segítségével (Karsai, 2014a).

Ezen szempontokat is figyelembe véve kívánjuk összehasonlítani az utolsó részben a JEREMIE kezdeményezéseket az általunk vizsgált országokban. Úgy gondoljuk, hogy ezek a tényezők segítségünkre lesznek abban, hogy kiemeljük a különbségeket és a legfőbb hasonlóságokat.

4. JEREMIE-PROGRAM AZ EURÓPAI UNIÓBAN

4.1. A JEREMIE-PROGRAMRÓL ÁLTALÁBAN

A különböző országok és közösségek gazdaságpolitikájukban nagy jelentőséget tulajdonítanak a fejlődésnek, éppen ezért az innovációs beruházások ösztönzése az egyik legjelentősebb szempont. Ezeket az innovációs, fejlesztési és kutatási tevékenységeket ösztönözhetik az államok különböző direkt és indirekt eszközökkel. Dolgozatunkban a direkt eszközökön belül a finanszírozásra, a kockázati tőkére helyezzük a hangsúlyt, ebben a részben pedig a JEREMIE-programot szeretnénk bemutatni (Lovas-Rába, 2013).

A JEREMIE-programot 2005-ben indította el az Európai Bizottság kezdeményezésével az Európai Beruházási Alap és az Európai Fejlesztési Bank. A JEREMIE egy mozaikszó, mely a Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises rövidítése. A program célkitűzése olyan pénzügyi tervezési eszközök használatának ösztönzése, melyek segítséget nyújtanak a kis- és középvállalkozások finanszírozási lehetőségeinek javításához. Az Európai Unió tagállamainak ezáltal lehetősége nyílik arra, hogy az európai strukturális alapok keretében a számukra kijelölt keretek egy részét arra használják fel, hogy megújuló eszközökbe, mint például kockázati tőkébe, garanciaalapokba vagy kölcsönökbe ruházzanak be. Az így létrehozott alapok támogathatják új vállalkozások alapítását, valamint a már működő cégek bővítését. A befektetési tőkéhez való jutás a kis- és középvállalkozások számára lehetőséget teremt arra a JEREMIE-program keretében, hogy korszerűsítsék és kiszélesítsék tevékenységeiket, új termékeket fejlesszenek ki és vezessenek be a piacra (I04).

2006 és 2008 között az Európai Beruházási Alap olyan tanulmányokat készített el, melyeknek célja annak feltárása, hogy a JEREMIE-program keretein belül milyen lehetőségekre számítanak a különböző országok kis- és középvállalkozásai. Ezeknek az értékelési tanulmányoknak az elkészítését előfinanszírozta 85%-ban az Európai Bizottság és 15%-ban a Beruházási Alap. Olyan tagállamok, valamint régióban lévők részére biztosították ezt a lehetőséget, melyek komolyabban érdeklődtek a JEREMIE-program iránt. Az időszak végére 55 tanulmányt készítettek el az országok és regionális szinten 18 tagállam. A JEREMIE-programot 2009-ben indították el a regionális politikában szoros együttműködésben az Európai Beruházási Alappal, akik lehetőséget biztosítottak ahhoz, hogy a pénzügyi területen a tapasztalatokat és a jól bevált módszereket a vállalkozások rendelkezésére bocsájtsák. 2009-től 2011-ig 5 tárgyalást tartottak a JEREMIE-programmal kapcsolatban, mialatt a résztvevők érdeklődése folyamatosan erősödött ezen növekedési lehetőség irányába. Az utolsó ilyen találkozóra 2011. május 20-án került sor Brüsszelben már egy jól átdolgozott forma szerint. A ha-

tóságokkal és a vezető szervezetekkel folytatott munka a találkozón elhangzott fő pontokra volt alapozva és az összegzés ezen az utolsó alkalmon volt hallható (I05).

Az első megállapodásokat 2006-ban írták alá Görögországban. A következőkben mintegy további 16 országgal került sor együttműködésre, több esetben nemcsak állami, hanem régiós szinten is megvalósultak támogatási szerződések. A 3. táblázatból kiderül, hogy a JEREMIE-holdingalapok száma és mérete milyen mértékben oszlik meg a résztvevő országok között 2010. december 31-ei adatok alapján. A legfontosabb országokat emeltük ki és mutatjuk be. Látható, hogy a legtöbb holdingalap Lengyelországban jött létre, melyet Olaszország és Nagy-Britannia követett. A holdingalapok teljes mérete alapján a legtöbb támogatásba Nagy-Britannia részesült, azonban ennek a támogatásnak a fele EIB hitel. A holdingalapok közül a második legtöbb támogatást Magyarország kapta, mintegy 720 millió euró értékben. Úgy gondoljuk, ez nagy lehetőséget jelent hazánknak a fejlődés előremozdításához. 2010 végén összesen az európai térségben mintegy 41 holdingalap jött létre, és ezek az alapok összesen 3,954 millió eurót kaptak a különböző szervektől. Ez a hatalmas mennyiségű támogatás, mely kifejezetten a fejlesztéshez és az innovációhoz járul hozzá, a közvetett támogatás egyik kiemelkedő forrása (Lovas-Rába, 2013).

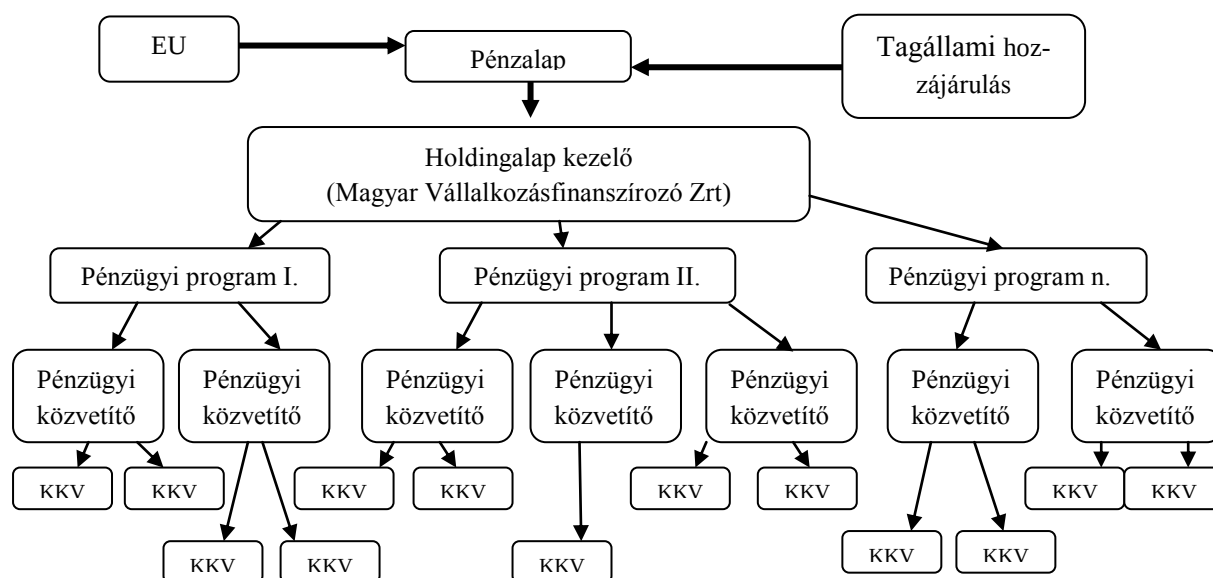
3. táblázat: JEREMIE holdingalapok száma és mérete

	Holdingalapok száma	ERDF által ígért összeg (millió €)	Holdingalapok teljes mérete (millió €)
<i>Bulgária</i>	1	169	199
<i>Ciprus</i>	1	17	20
<i>Franciaország</i>	2	33	55
<i>Magyarország</i>	1	615	724
<i>Olaszország</i>	6	170	258
<i>Litvánia</i>	3	282	282
<i>Málta</i>	1	9	10
<i>Lengyelország</i>	8	503	615
<i>Románia</i>	1	100	100
<i>Szlovénia</i>	1	42	99
<i>Szlovákia</i>	1	85	100
<i>Nagy-Britannia</i>	1	384	848
<i>Portugália</i>	1	292	352
<i>Összesen</i>	28	2701	3662

Forrás: Lovas-Rába, 2013

A JEREMIE-program visszaforgó és újra felhasználható pénzügyi forrásokat használ fel a vállalkozások finanszírozásban. Az ilyen fajta támogatások a piaci elégedetlenségek orvoslására, a piaci elégedettség javítására szolgálnak. Visszaforgó tevékenységük által hosszabb távon képesek a tőkét a gazdaságban tartani, valamint a tevékenységek is fenntarthatóbbak

ennek köszönhetően. A JEREMIE által biztosított forrásokat nyílt eljárásban kiválasztott pénzügyi közvetítőkön keresztül fektették be, és ezeknek a közvetítőknek a program finanszírozási forrásaihoz is hozzá kell járulni. Azok a tagállamok, melyek igénybe veszik ezt a támogatási formát egy JEREMIE holding alapot hoznak létre, amely forrásaival a holdingalap kezelő a magánszektorbeli pénzügyi közvetítők re-, illetve társfinanszírozásán keresztül javítja a kis és közévvállalkozások lehetőségeit. A pénzügyi közvetítők szabadon jelentkezhetnek, a holdingalap kezelő dönti el, értékeli, és hivatalosan alkalmassá nyilvánítja a pénzügyi közvetítő intézményeket. A közvetítők figyelemmel kísérik a finanszírozott vállalkozások tevékenységét, és folyamatosan jelentést készítenek a holding számára (Demeter, 2009). A folyamatot szemlélteti a 1. ábra.



1. ábra: JEREMIE típusú pénzügyi eszközök működési szerkezete

Forrás: Demeter, 2009

Véleményünk szerint ez a folyamatos felügyelet kétélűen hathat a vállalkozások tevékenységére. Jobban odafigyelnek a kapott támogatások felhasználásra és szigorúbb költségvetést végeznek. Kevésbé érvényesül a politikai és személyes kapcsolatoknak köszönhető különbségtétel a kockázati tőke-alapok között, bár ez teljesen soha nem lesz kizárható. A folyamatos jelentési kötelezettség viszont merevvé teheti a vállalkozást, és a túlzott adminisztráció akadályozhatja az innovációt, a fejlesztést.

4.2. A JEREMIE-PROGRAM ELŐNYEI

A JEREMIE-programnak több előnyét emeli ki az Európai Unió, melyeket ebben a bekezdésben kívánunk ismertetni és kiegészíteni saját véleményünkkel. Elsők közt említenénk a fenntarthatóságot, mely során visszatérítendő támogatásokat fektetnek be olyan beruházásokba, melyek várhatóan megtérülnek, így a befektetők megkaphatják pénzüket, sőt nyereségesek is lehetnek. Ez sokkal inkább fenntarthatóbb, mintha a támogatásokat nem kellene visszafizetni. Úgy gondoljuk, hogy ez mindenképpen ösztönzést jelent mind az alapok, mind pedig a közvetlen felhasználók, a vállalkozások számára. Indításként szolgál arra, hogy a célkitűzéseket mindenképpen és a leghatékonyabb módon meg kell valósítani, hiszen a kapott támogatás megtérülése ezen múlik. Hatásos azáltal a JEREMIE, hogy a befektetni kívánt tőkének csak egy része származik a strukturális alapokból, a többi részt kiegészítő befektetési forrásokkal pótolják. Ennek előnye, hogy nő a befektethető tőke összege, így több vállalkozás nagyobb mértékben történő finanszírozása valósulhat meg. A JEREMIE-program rugalmasan alkalmazkodik több befektetési típushoz is. Mint már a korábbiakban is említettük a JEREMIE három alprogramot hirdetett meg tőke, garancia és hitel formájában. Ennek köszönhetően az országok hatékonyan tudják kielégíteni szükségleteiket és megvalósítani ezen eszközök által a szükséges fejlesztéseket. A korszerűsítések előremozdításához nagymértékben hozzájárul a szakértelem, mely a banki szektor és a versenyszféra tapasztalataiból és kutatásaiból járul hozzá a beruházások hatékonyságához. Az utolsó előny, melyet a szakértők és mi is kiemelnénk az a partnerség. A Bizottság, az Európai Beruházási Alap és az EBB közös együttműködése a különböző régiókkal és az országokkal hozzájárul ahhoz, hogy tartós, hosszú távú együttműködés jöjjön létre. Véleményünk szerint ez befolyásolja, hogy a későbbiekben is tartós kapcsolat alakuljon ki, és e révén további fejlesztésekre kerüljön sor, csökkenjenek a régiók közötti különbségek (I06).

A JEREMIE támogatja továbbá a termelő üzemekben az alacsony szén-dioxid kibocsátásra vonatkozó előírások teljesítését, továbbá olyan termelékeny beruházások létesítését, melyek hosszú távon versenyképes állások megteremtését és fenntartását eredményezik. A JEREMIE-program keretében az Európai Regionális Fejlesztési Alap által nyújtott hozzájárulásokat olyan alapok között osztják fel, mely beruházások a tőke, kölcsön vagy garancia formájában valósulnak meg. Az így megtermelt hozamot az alapok visszaforgatják, ezáltal a forrásállomány újrafelhasználható, az állami támogatások újrahasznosíthatók (I04).

5. ANYAG ÉS MÓDSZER

Mivel, ahogyan azt a bevezetés során említettük, egyre többet hallunk a hazai kis-és középvállalkozások nehézségekkel járó kezdeti időszakáról, fontosnak éreztük finanszírozási lehetőségeik közül, a kockázati tőkével részletesebben foglalkozni. Korábbi ismereteinkre támaszkodva kutatni kezdtünk a Közép-Kelet-Európát érintő befektetések és a JEREMIE-program alakulását érintő témában.

Dolgozatunk megírásával az volt a célunk, hogy választ kapjunk arra, hogyan teljesít hazánk a közép-kelet-európai régió országai között a kockázati tőke-befektetések terén. Továbbá arra, hogyan alakultak a befektetések, ezen belül a kockázati tőke-befektetések értékei és milyen fejlődésen ment keresztül a régió az elmúlt években Európa egészéhez képest.

Ennek érdekében vizsgáltuk a közép-kelet-európai régió fejlődését a befektetések, ezen belül a kockázati tőke-befektetések vonatkozásában 2006 és 2013 között. Igyekeztünk a régió egészére kiterjedő elemzést végezni, azonban a téma sokrétűsége és a vizsgálható területek nagy száma miatt a következő országokra szűkítettük elemzésünket:

- Bulgária
- Lengyelország
- Magyarország
- Románia.

Döntésünket, miszerint a fenti négy országot mutatjuk be részletesen, több tényező is befolyásolta. Először is mindenképp a közép-kelet-európai régiót alkotó országok közül szeretnünk volna választani. Magyarország egyértelműen az első helyen szerepelt, hiszen hazánkban rengeteg lehetőség és tartalék van a kockázati tőke-piac vonatkozásában. Ráadásul ez a fajta finanszírozási forma számtalan előnyt kínál az olyan vállalkozások számára, melyek életciklusuk korai, kezdeti szakaszában vannak és jelentős növekedési potenciállal rendelkeznek. Számos kockázattal kell azonban a tulajdonosoknak és a befektetőknek is szembenézni, melynek oka például a vállalkozás kezdetlegességében és tapasztalatlanságban keresendő. Ráadásul a hazai tőzsde kevésbé likvid, mely megnehezíti a későbbi kiszállást. Hazánkban az iparág fiatalosága és az újtól való félelem miatt tehát még most sem beszélhetünk egy elterjedt finanszírozási formáról. Magyarország kiválasztását követően környező országokra fókuszáltunk. Fontos szempont volt, hogy olyan országokat vizsgáljunk, melyeknél működik a JEREMIE-program. Továbbá az Európai Unióhoz eltérő években csatlakozó országokra esett a választásunk, hiszen a tagság nagymértékben befolyásolta az iparág fejlettségi szintjét.

Elemzésünkben kitértünk minden ország esetében az éves befektetések alakulására 2006 és 2013 között. Vizsgáltuk az egyes évek során a befektetésekben tapasztalható növekedéseket, esetleges csökkenéseket és kerestük a változások mögött rejlő okokat is. Megállapításainkat és a szerzett információkat ábrákkal és diagramokkal igyekeztünk átláthatóvá, világossá és érthetővé tenni. Ezt követően részletesen bemutattuk a közép-kelet-európai régiót alkotó országok közül általunk kiválasztott négy ország kockázati tőke piacát 2009 és 2013 közötti években, majd ismertettük a JEREMIE-program bevezetését, célját és a fontosabb adatokat az egyes országok vonatkozásában. Kutatásaink, és ez által dolgozatunk középpontjában is a gazdasági válságot követő időszak áll, mellyel célunk annak vizsgálata, hogyan dolgozzák fel az egyes országok a lezajlott válság hatásait, valamint hogyan alakulnak a válságot követő években a befektetések.

A négy ország összehasonlítását tartalmazó fejezetben kitértünk külön a befektetések, külön a kockázati tőke-piac és külön a JEREMIE-program összevetésére. A befektetések és ezen belül a kockázati tőke befektetések értékének alakulását vizsgálva kiemeltük a négy ország között kialakult sorrendet és annak változását az egyes évek alatt, de kitértünk a régióban elfoglalt pozíciójukra és annak változására is. A JEREMIE-program összehasonlításának célja az volt, hogy feltárjuk az országok között rejlő különbségeket és egyezőségeket. Nagy hangsúlyt fektettünk arra, hogyan valósult meg a program az egyes országokban, milyen területeket érintett és amennyiben az információ rendelkezésünkre állt, mekkora összegekről és mennyi támogatott vállalkozásról beszélhettünk.

Dolgozatunkhoz óriási segítséget nyújtottak Karsai Judit tanulmányai és cikkei. Szintén sok és számunkra fontos információt hordoztak az EVCA által kiadott angol nyelvű statisztikák és tanulmányok, melyek átfogó és részletes elemzéseket tartalmaznak a közép-kelet-európai régiót illető befektetésekről és a kockázati tőke alakulásáról is. A JEREMIE-program vizsgálatához kevesebb adat és információ állt rendelkezésünkre. Magyarország és Bulgária esetében a program honlapjáról gyűjtöttünk adatokat, míg Lengyelország és Románia esetében külföldi tanulmányok álltak rendelkezésünkre, és nyújtottak segítséget. Az általunk végzett elemzések során figyelembe vett szempontok:

- a vizsgált évek során tapasztalható növekedés és csökkenés
- a változások mögött rejlő okok
- az egyes országok fejlődésének iránya
- az országok egymás közötti sorrendjének felállítása, valamint a többi régiós országot is figyelembe vevő sorrend meghatározása

- különbségek és egyezőségek feltárása ugyanazon régióba tartozó országok között.

A dolgozat megírása során igyekeztünk olyan szempontok szerint elvégezni az elemzéseket, mellyel hozzájárulhatunk az iparág régióban betöltött szerepének jobb megismeréséhez, továbbá ahhoz, hogy hazánkban illetve a vizsgált országokban hogyan alakultak a befektetések, ezen belül is a kockázati tőke befektetések. Az összehasonlítás, valamint az azt követő következtetések és javaslatok fejezetben végeztük el az összegyűjtött adatok feldolgozását és egymással történő szembeállítását. Levontuk következtetéseinket és megfogalmaztuk kutatásaink során kialakult javaslatainkat.

6. A KOCKÁZATI TŐKE KÖZÉP-KELET-EURÓPÁBAN

6.1. KOCKÁZATITŐKE-PIAC EURÓPAI ALAKULÁSA

A fejezetben bemutatott adatokat többnyire az EVCA (The European Private Equity and Venture Capital Association) által kiadott tanulmányok és statisztikai elemzések biztosították. Az egyesület 1983 óta gyűjt adatokat a kockázati-és magántőke-ipar tevékenységeiről (I07).

Közép-Kelet-Európában az első tőkegyűjtés és befektetés az 1990-es években zajlott, nem sokkal a kommunizmus bukása után. S bár ez az iparág a kelet-európai régióban jóval rövidebb ideje jelent befektetési és növekedési lehetőséget a vállalkozások számára, mint Nyugat-Európában vagy az USA-ban, jelentős fejlődésen ment keresztül a kezdetektől fogva (I08). Ennek egyik okát véleményünk szerint Thomas Meyer és Pierre-Yves Mathonet fogalmazták meg, miszerint a magántőke befektetés az egyik legdrágább befektetési forma (Meyer – Mathonet, 2005). Európában a határon túlról érkező befektetések az 1993-ban kimutatott 7 százalékról 1997-re 17 százalékra emelkedtek. Ebben az évben a teljes tőke több mint 50 százaléka nem hazai forrásból származott Európában (Bygrave et al., 1999). A közép-kelet-európai régiót dolgozatunk során a következő országok alkotják: Bulgária, Csehország, Észtország, Horvátország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Románia, Szlovákia és Szlovénia. Az 4. táblázat adatait megvizsgálva viszont láthatjuk, hogy a régióban jelentős tartalékok voltak még, hiszen a régióbeli finanszírozás GDP-hez viszonyított szintje elmaradt az EU-ban végrehajtott befektetések GDP-hez viszonyított szintjétől. Régióinkban a kockázati tőke forrása elsősorban a külföldi tőke volt, így az itteni országok tőkeellátottsága két dologtól függött. Először is, hogy a finanszírozók mekkora szabad tőkét kívántak befektetni, másodsor pedig, hogy a régióbeli országok mennyivel jelentettek jobb befektetési lehetőséget a fejlett és fejlődő országok piacaihoz képest. Természetesen adott országok tőkeellátottságát befolyásolta az országok egyéni teljesítménye is (Karsai, 2006).

**4. táblázat: Magántőke-befektetések GDP-hez viszonyított aránya százalékban
kifejezve a közép-kelet-európai régióban 2002-2013 között**

Ország	2002 (%)	2003 (%)	2004 (%)
<i>Bulgária</i>	0,016	0,101	1,110
<i>Cseh Köztársaság</i>	0,037	0,052	0,019
<i>Észtország</i>	0,010	0,022	0,004
<i>Horvátország</i>	0,014	0,011	0,015
<i>Lengyelország</i>	0,069	0,098	0,069
<i>Lettország</i>	0,011	0,031	0,120
<i>Litvánia</i>	0,008	0,036	0,007
<i>Magyarország</i>	0,110	0,154	0,150
<i>Románia</i>	0,037	0,159	0,055
<i>Szlovákia</i>	0,018	0,016	0,021
<i>Szlovénia</i>	0,007	0,015	0,000
<i>11 ország összesen</i>	0,054	0,088	0,096
<i>Európa</i>	-	0,284	0,321

Forrás: EVCA, 2004 (I08); EVCA, 2006 (I09), EVCA Central and Eastern Europe Statistics, 2007 (I10)

Az EVCA szakértői szerint 2003-ban — a régió egészét tekintve — a befektetési aktivitás 28 százalékkal növekedett, hiszen míg 2002-ben az összegyűjtött tőke értéke kicsit több mint 243 millió euró volt, addig 2003-ban majdnem elérte a 312 millió eurót. A legjelentősebb növekedést Csehország és Magyarország piacán tapasztalták, előző esetében a tőke elérte a 94 millió eurót, ezzel 68 százalékos növekedést produkálva, míg utóbbi esetében a 40 millió eurót, 27 százalékos növekedést jelentve. A Balti államok a 2002-es évi érték több mint ötvenszeresét produkálták 2003-ban. A növekvő aktivitást két dolog segítette elő. Először is a régió 8 országa az Európai Unió tagja lett, másrészt élénkült az intézményi finanszírozók érdeklődése (I08).

**5. táblázat: A közép-kelet-európai régió magántőke gyűjtése ezer euróban kifejezve
2002-2003 között**

€'000

Ország	Hazai	Más európai ország	Nem európai ország	Összesen 2003	Összesen 2002
<i>Csehország</i>	12,672	35,365	45,730	93,767	55,777
<i>Magyarország</i>	16,365	16,994	6,546	39,905	31,533
<i>Lengyelország</i>	5,242	19,245	1,250	25,737	108,763
<i>Románia</i>	535	5,144	2,890	8,569	12,673
<i>Szlovákia</i>	1,539	335	1,444	3,318	9,891
<i>Balti államok</i>	52,859	50,836	2,023	105,718	2,111
<i>Többi ország</i>	34,942	0	0	34,942	22,296
<i>Összesen</i>	124,154	127,919	59,883	311,956	243,044

Forrás: EVCA Special Paper, 2004 (I08)

Ha az 5. táblázat adatait vizsgáljuk a régió kívüli európai országok tekintetében, láthatjuk, hogy ezek az országok biztosították a beáramló tőke jelentős részét a közel 128 millió eurós összeggel, mely az össztőke 41 százalékát tette ki. Közel 60 millió euró érkezett nem európai országokból, melyek a teljes beáramló tőke 19 százalékát jelentették. 2003-ban a hazai befektetési források is jelentős részt képviseltek a 40 százalékos aránnyal, viszont ez elsősorban a Balti államokban bekövetkezett élénkülésnek köszönhető. A régió legtöbb fejlődő piacán, mint például Lengyelországban, Magyarországon és Csehországban a teljes tőkéből csupán 21 százalék származott hazai forrásból. Az EVCA tanulmányából az is kiderül, hogyan alakultak ezek az adatok 2003-ban egész Európát tekintve. Hazai forrásból a tőke 55 százaléka, nem európai országból 29 százaléka, míg nem hazai, más európai országból a tőke 16 százaléka származott (I08).

A Nyugat-Európában 2007. második felében lezajló hitelválság jelentősen befolyásolta a kockázati- és magántőke piacok további alakulását. Felhívta a figyelmet a portfóliók diverzifikálásának fontosságára. A fejlett piacokon szigorú szabályozásokat vezettek be, ráadásul a befektetések üteme is lelassult. Ezeknek köszönhetően a befektetők —új lehetőségeket keresve— a feltörekvő piacok, Közép-Kelet-Európa régiója felé fordultak. A térség ugyanis az Európai Unióhoz való csatlakozással kevesebb kockázatot jelentett és a gyors növekedés reményét keltette, ráadásul a válság hatásai rövidtávon nem jelentkeztek olyan mélyrehatóan, mint nyugaton. A folyamat eredményeként a tőkegyűjtés erőteljes növekedésnek indult és 2007-ben létrejött az első, 2008-ban pedig a második egymilliárd eurót meghaladó régiós alap. Megjelentek a globális, valamint páneurópai alapok, melyek méltó versenytársai voltak a re-

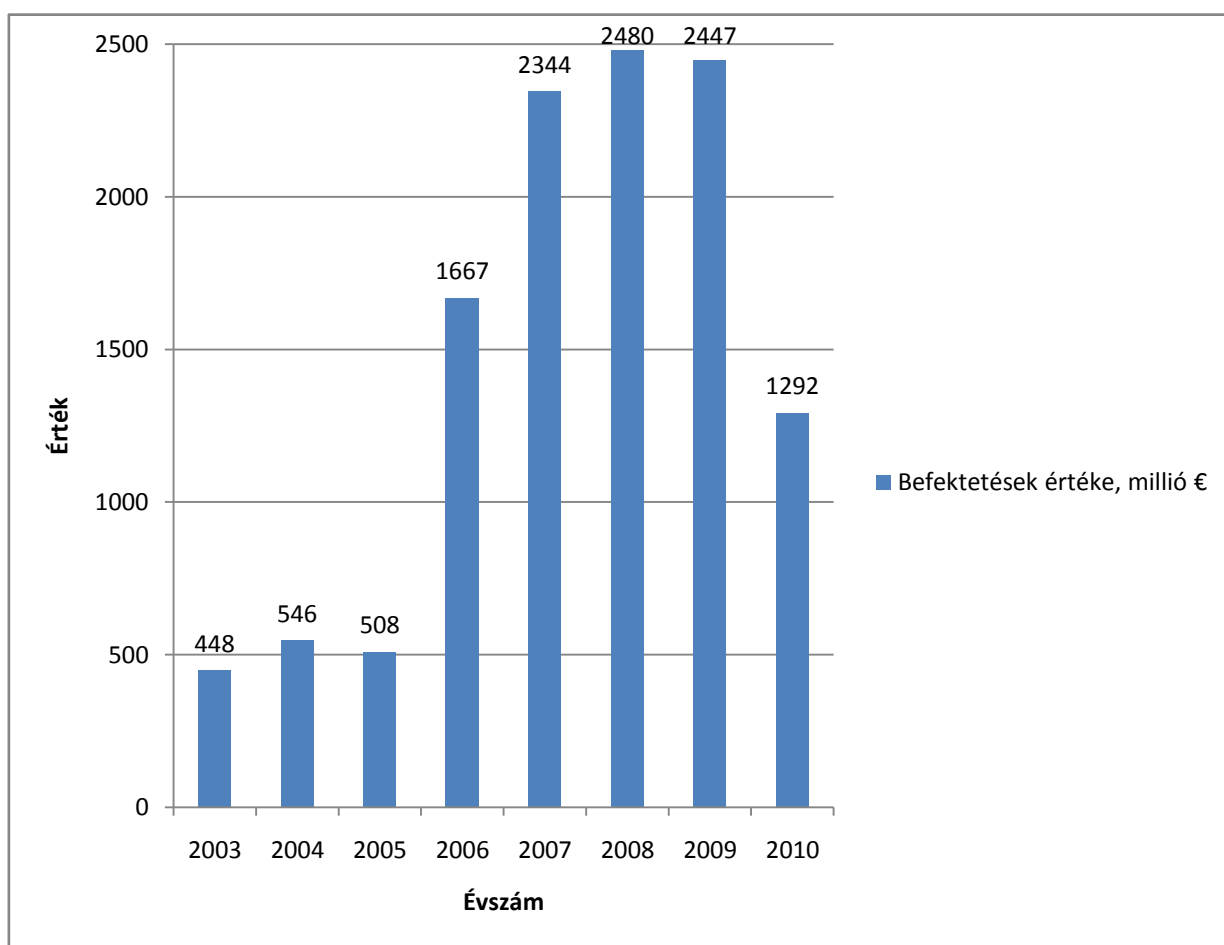
gionális alapoknak. Az eredmény: növekvő GDP és fogyasztás (Karsai, 2009a). A befektetési alapok a befektetőket segítik portfóliójuk diverzifikálásában. Más értelemben viszont befektetési alap lesz az alapkezelő által kialakított portfólió is (Száz, 2009).

Az EVCA tanulmányai alapján láthatjuk, hogy a korábban, 2003-ban tapasztalt növekvő tőkegyűjtés 2006-ban és 2007-ben is folytatódott. 2006-ra 2,25 milliárd eurós tőkéről számoltak be, mely 74 százalékos növekedést jelentett az előző, 2005-ös évhez képest (I10). 2007-ben pedig szinte megduplázódott a 2006-os érték, hiszen 4,25 milliárd euró volt a frissen összegyűjtött tőke értéke. Ezen kimagasló értékek is tükrözik az intézményi befektetők növekvő érdeklődését a régió országai iránt (I14). Az intézményi befektetők egyébként olyan társaságok, melyek más intézmények, valamint főként magányszemélyek nagy vagyonát kezelik, fektetik be. Feladatuk tehát, hogy összegyűjtsék a kis befektetők pénzét. Ide sorolhatók az üzleti biztosítók, a befektetési alapok és alapkezelők, valamint a nyugdíjalapok (Erdős – Mérő, 2010). A 2006-ban beáramló tőke több mint 80 százaléka származott a közép-kelet-európai régió kívülről, elsősorban Nyugat-Európából és Észak-Amerikából. Kiemelendő Magyarország, Csehország és Lengyelország, hisz ezekben az országokban volt a legerőteljesebb a növekedés (I10, I14). 2007-ben a források közel 66 százaléka származott Európából, 34 százaléka Európán kívülről és kevesebb, mint 2 százaléka hazai befektetőktől a régió egyes országai-ban. Ekkor Bulgáriában, Romániában, Lengyelországban, a Balti térségben és Szerbiában volt kiemelkedő a tőkegyűjtés (I14).

2008-ban azonban a szakértők bizalmának visszaesését mutatták ki, hiszen egyre nehezebben lehetett hitelhez jutni, valamint a szindikált befektetések esélye is romlott. A befektetők már meglévő cégeiket bővítették azonos profilú vállalkozások megvásárlásával. Mivel a régió tőkéjét döntő többségben még mindig külföldi források adták, a tőkeellátás továbbra is elsősorban a befektetők hajlandóságától függött, valamint attól, hogy a régió országai mennyivel tudnak több és jobb lehetőségeket nyújtani más országokhoz képest. Az országok sajátosságai (adottsága, mérete, teljesítménye) ebben az időszakban nem játszottak jelentős szerepet a tőkegyűjtés tekintetében, hiszen fontosabb volt, hogyan változik a régió helyzete a különböző válságok hatására regionális viszonylatban (Karsai, 2009b).

2009-ben úgy tűnt lassan helyreáll a régióban a vállalati felvásárlások piaca. A gazdasági környezettel kapcsolatos félelmek azonban továbbra is érezhetőek voltak, hiszen sokan újabb visszaeséstől tartottak. 2009-ben a kockázattőke-befektetések értékének GDP-hez viszonyított aránya közel háromszor nagyobb volt az Amerikai Egyesült Államokban, mint Európában (Grilli – Murtinu, 2014).

2010-re a válság a közép-kelet-európai régiót is elérte, s bár a korábbi években jelentős összegű tőke áramlott be, ebben az időszakban itt is visszaesést tapasztaltak a kockázattőke-piacon és a befektetések terén. Az EVCA 2010-ben kiadott jelentéséből kiderült, hogy a befektetési tevékenységek lassultak 2010-ben. Ebben az évben 1,3 milliárd euró értékű befektetésről számoltak be, mely több mint 2 milliárd euróval kevesebb, mint az ezt megelőző három év bármelyikében (lásd: 2. ábra). A közép-kelet-európai régió messze lemaradt azoktól a trendektől, melyeket Európa egészét vizsgálva figyelhettünk meg. Ebben az esetben ugyanis 2010-ben egy erőteljes növekedés (80 százalékos) volt az európai piacon. A régió az összeurópai befektetések értékének csupán 3 százalékát adta. A 2009-es évhez hasonlóan a befektetések 6 nagy ország piacára összpontosultak, melyek a következők voltak: Lengyelország, Csehország, Románia, Ukrajna, Bulgária, Magyarország, melyek a befektetések értékének 94 százalékát és a finanszírozott cégek 68 százalékát tették ki (I13).

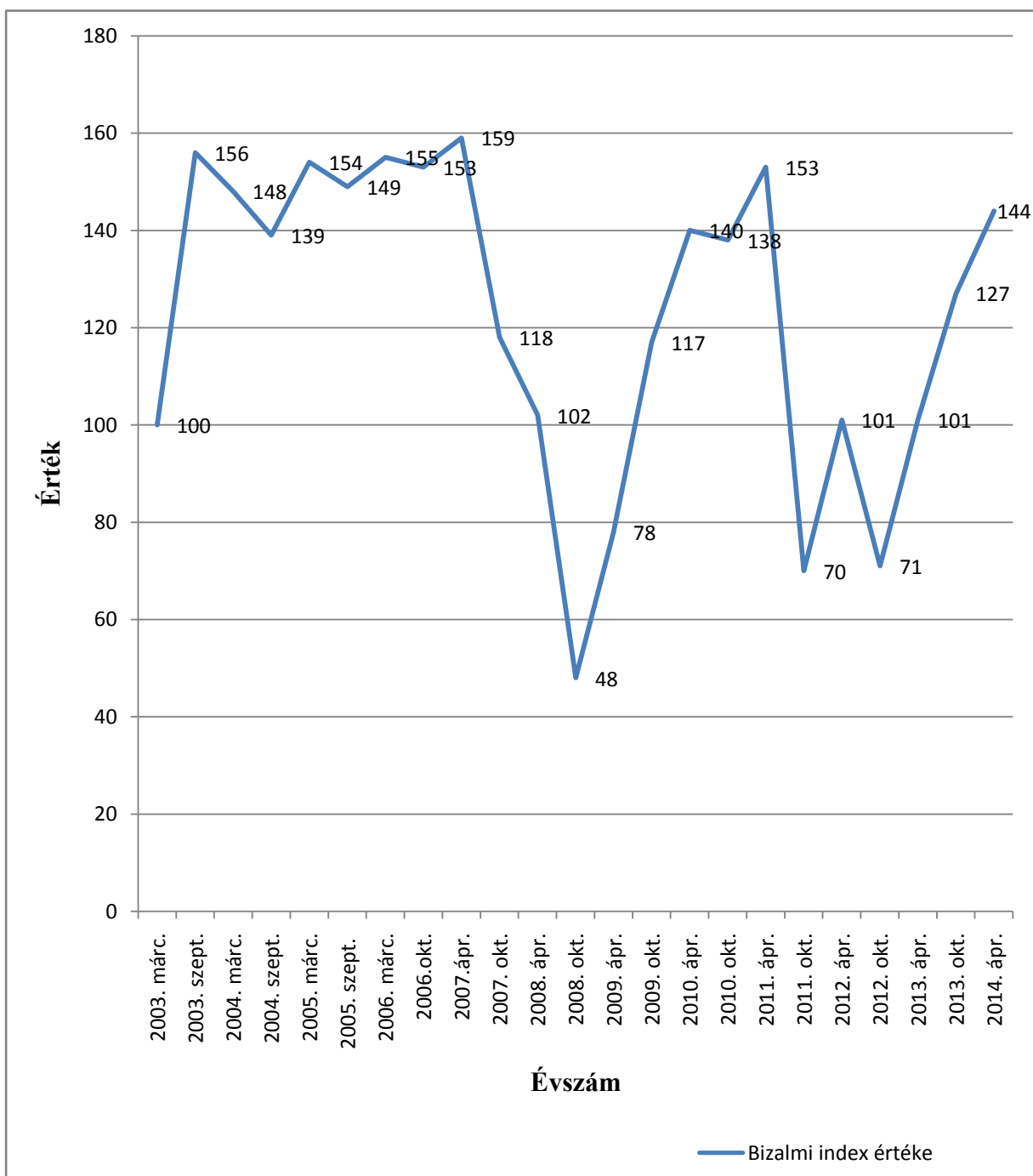


2. ábra: A befektetések értéke a közép-kelet-európai régióban 2003-2010 között

Forrás: EVCA Central and Eastern Europe Statistics, 2011 (I13)

A válság Magyarországot is mélyen érintette, hiszen míg a 2009-es évben majdnem 214 millió euró áramlott be, addig 2010-ben csupán 65 millió (I13).

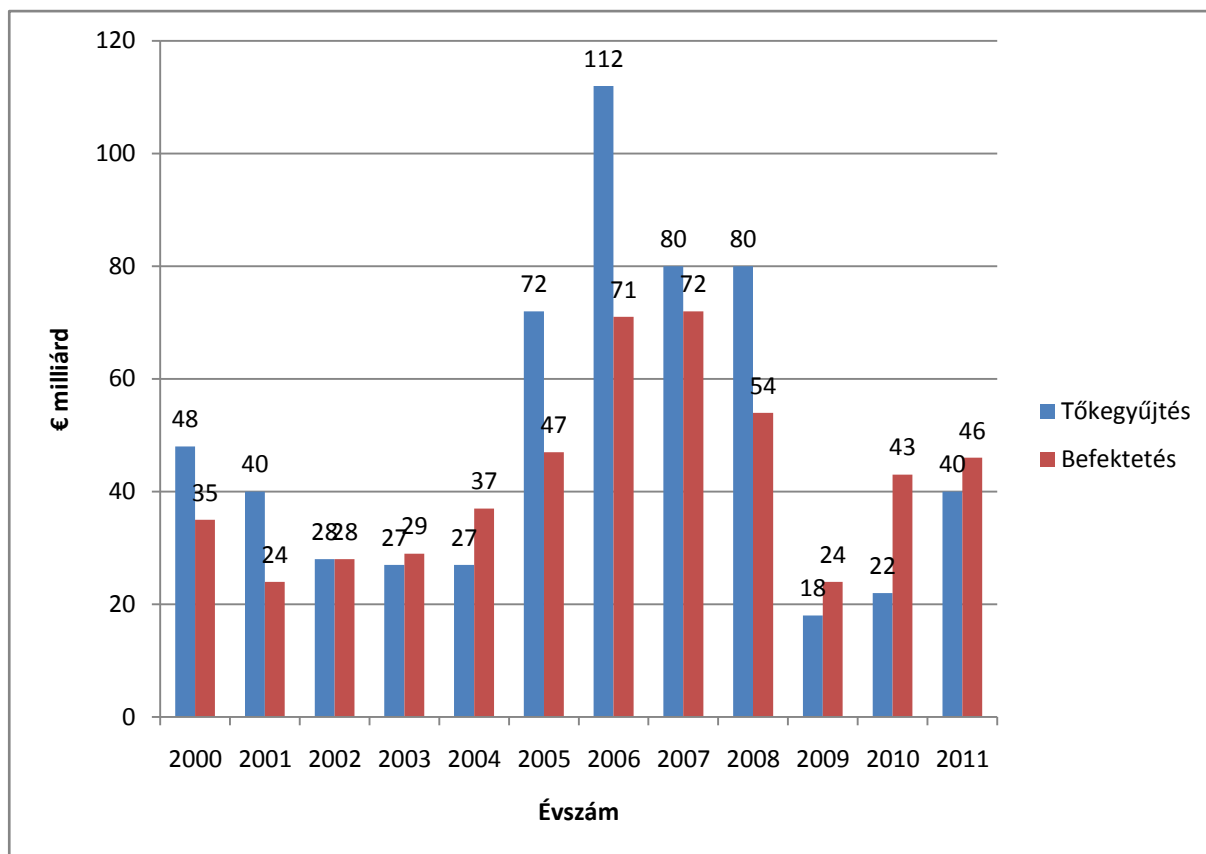
A régióba vetett bizalom lecsökkent a globális tőkepiacon tapasztalható romló feltételrendszer következtében, s bár Európa egészét tekintve újra élénkült a befektetések piaca, Közép-Kelet-Európában 2009-ről 2010-re több mint egy milliárd euróval kevesebb tőke áramlott be. Ezt a Deloitte tanácsadó cég által 2008 júniusában nyilvánosságra hozott közép-európai magántőke bizalmi index is alátámasztja, mely 2003 óta minden évben két alkalommal készül el (3. *ábra*). Az indexet a cég által készített 10 kérdésből álló kérdőív első 7 kérdésére adott válasz alapján számítják ki, melyet azok a kockázati szakértők válaszolnak meg, akik Közép-Európára szakosodtak (I15). 2007 első felében érte el csúcspontját, amikor is 159 ponton állt. Ettől kezdve fokozatos csökkenést tapasztalhatunk, ugyanis az év második felében lecsökkent egészen a 2003-as bázisév szintjére, majd 2008-ban továbbfolytatva ezt a tendenciát további 16 pontot esett az értéke.



3. ábra: A közép-európai Kockázati Tőke Bizalmi Index alakulása 2003-2014 között

Forrás: Deloitte Zrt. 2014 (I16)

Európa egészét nézve 2010-ben a félelmek elmúltak és a tőkebefektetés új korszakába léptünk (I15). A 2010-ben közzétett felmérésből kiderül, hogy 2010. a stabilizáció, a lassú kiábalás éve (I17). 2011 első felében továbbra is bizakodóak a szakértők, hiszen az összegyűjtött tőke Európában 40 milliárd euró lett, mely 80 százalékkal több volt, mint az előző évben. A befektetések, melyek elérték a 46 milliárd eurót, stabilak maradtak és 6 százalékos növekedést mutattak a 2010-es évhez képest (4. ábra).



4. ábra: Tőkegyűjtés és kockázati tőke-befektetések értéke milliárd euróban kifejezve 2000-2011 között Európában

Forrás: EVCA Yearbook, 2012 (I18)

Az Amerikai Egyesült Államokban a kockázati tőkével támogatott vállalkozások 12 millió munkahelyet biztosítottak és 3,1 billió dollár jövedelmet produkáltak 2011-ben (Terjesen et al., 2013).

2012-ben bár úgy tűnt kezd újjáéledni a befektetők régióba vetett bizalma, de az év második felében erőteljes visszaesést tapasztalhattunk. A Közép-Kelet-Európában összegyűjtött tőke értéke 673 millió eurót tett ki, mely egy 28 százalékos csökkenés eredménye volt az előző évhez képest. A források jelentős része továbbra is a régió kívüli, más európai országok-

ból származott. Ezen országokból közel 400 millió euró értékű tőke érkezett, mely az összes forrás közel 60 százalékát jelentette. A hazai befektetők aktivitása 4 százalék alá csökkent az egyes ország vonatkozásában, míg Európán kívülről a tőke 24 százaléka érkezett, számszerűsítve 196 millió euró (I11). A befektetések értéke 2011-ben 1,247 millió euró volt, 2012-ben viszont csupán 1,007 millió euróról számoltak be az EVCA szakértői. Tehát bár 1 milliárd euró fölött maradt a befektetések értéke 2012-ben, de az előző évhez képest 19,2 százalékos csökkenést tapasztaltunk. Ugyanúgy, mint a korábbi években, a tőke jelentős része meghatározott országokba irányult a régióon belül. Ezek az országok a következők: Lengyelország, Csehország, Magyarország és Bulgária. A befektetések értékének 86 százalékát, míg a támogatott vállalkozások számának 63 százalékát adták ezek az országok (I11).

2013-ban a tőkegyűjtés Európa egészét nézve újra fellendült és több mint kétszeresét produkálta a 2012-es év értékének (25 milliárd euró), elérve az 54 milliárd eurót. A befektetések továbbra is stabilak maradtak és az előző évhez képest 5000-rel több vállalkozás kapott támogatást (I12). A régióba vetett bizalom is megnövekedett és már nem, mint kockázatos, feltörekvő piac, kezelik a szakemberek, hanem egyre inkább hasonlítják a kontinens nyugati feléhez (I19). 2014 tavaszára a közép-európai magántőke bizalmi index értéke elérte a válságot megelőző szintet (I16).

7. BEFEKTETÉSEK ALAKULÁSA A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI RÉGIÓBAN

7.1. MAGÁNTŐKE-BEFEKTETÉSEK MAGYARORSZÁGON 2006-2013 KÖZÖTT

2006-ban hazánkban, a régió többi országához hasonlóan, a magántőke-befektetések jelentősen megemelkedtek az előző évi eredményekhez képest. Magyarország a több mint 734 millió euró értékű befektetéssel az élen járó országok közé tartozott (I14).

A 2006-os kimagasló teljesítmény után 2007-ben némi visszaesést tapasztalhattunk a magántőke-befektetések terén, amely a régió többi országára nem volt jellemző. Egyedül Csehországban csökkentek még az értékek, de a szomszédos országokban, Lengyelországban, Bulgáriában, Szerbiában, a balti államokban és Romániában erősödött az iparág. Hazánkban azonban 491 millió euróra csökkent a befektetések értéke (I14).

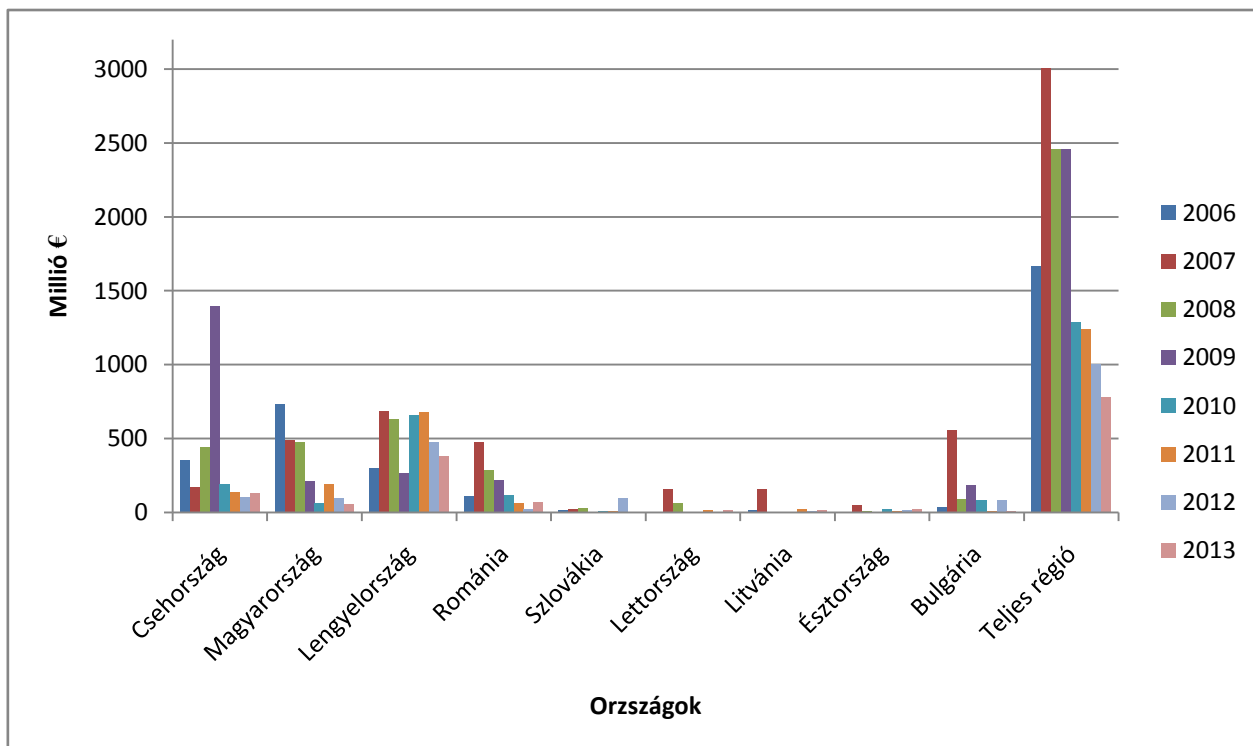
Ez a tendencia folytatódott a 2008-as évben is, amikor Magyarországon 476 millió euróra csökkentek a magántőke-befektetések. Ebben az évben már európai viszonylatban is ez a tendencia volt a megfigyelhető, kivéve Ukrajnát, ahol a befektetések értéke a 306 millió eurót is elérte (I20) (I21).

2009-ben és 2010-ben is drámaian csökkentek a vizsgált értékek hazánkban, hisz 2009-ben 214 millió, 2010-ben 65 millió euró értékű befektetésről számoltak be az EVCA szakértői. Ennek ellenére hazánk még mindig azon országok közé tartozott a közép-kelet-európai régióban, melyek a befektetések és finanszírozott vállalkozások jelentős részét biztosították (I13) (I21).

Bár 2011-ben háromszorosára nőttek hazánkban a magántőke-befektetések, elérve a 194 millió eurót, Lengyelországot nem sikerült megelőznie (I22).

2012-ben és 2013-ban újra csökkeni kezdett a hazánkban befektetésre kerülő magántőke. Ugyanakkor továbbra is azon régiós országok közé tartozott, melyek a befektetések 82 százalékát és a támogatott vállalkozások 71 százalékát adták (I11) (I01).

A magántőke-befektetések alakulása megfigyelhető a régió többi országával együtt Magyarországon is 2006-2013 között az 5. ábrán.



5. ábra: Magántőke-befektetések alakulása a közép-kelet-európai régióban 2006-2013 között

Forrás: EVCA Central and Eastern Europe Statistics, 2008 (I14), 2010 (I21), 2011 (I13), 2013 (I11), 2014 (I01)

7.2. BULGÁRIA ÉVES BEFEKTETÉSEINEK ALAKULÁSA 2006-2013 KÖZÖTT

Jelen fejezetben ismertetjük a bolgár befektetési aktivitást 2006-tól 2013-ig. Ennek elemzése során az EVCA által közzé tett statisztikai jelentésekre és tanulmányokra támaszkodtunk.

Az 5. ábra segítségével megfigyelhetjük, hogy Bulgária a befektetések terén lényegesen el volt maradva 2006-ban a régió élen járó országaival (Magyarország, Lengyelország, Csehország) szemben. Míg Bulgáriában a befektetések értéke csupán 35,8 millió euró volt, Magyarországon 734,4 millió euró, míg a teljes régióban 1667 millió euró. Jobban teljesített viszont, mint a balti államok és Szlovákia befektetési értékeit is meghaladta (I10).

2007-ben az előző évhez képest óriási mértékben megugrott az éves befektetések értéke nem csak Bulgáriában, hanem számos más országban is és a teljes régiót vizsgálva is több mint másfélszeres növekedést tapasztalhattunk, melyet szintén az 5. ábrán figyelhetünk meg. Véleményünk szerint az egyes országokban, többek között Bulgáriában is, ugrásszerűen bekövetkezett növekedés annak köszönhető, hogy 2007. január 1-jén csatlakoztak az Európai Unióhoz, és elkezdtek felzárkózni a régió többi, fejlettebb országához. Míg 2006-ban a befek-

tetések éves értéke Bulgáriában csupán 35,8 millió euró volt, 2007-re ez az érték elérte az 556 millió eurót. Ez több mint tizenötszörös növekedést jelentett, így Románia, Lengyelország és a balti államok mellett Bulgária is jelentős fejlődést mutatott ezen a téren (I14).

2008-ban a befektetések a régió öt legnagyobb országában összpontosultak: Lengyelországban, Magyarországon, Csehországban, Ukrajnában és Romániában. Együttvéve ezt az öt országot, az összérték 86 százalékot birtokolták 2008-ban. Bulgáriában ebben az évben óriási visszaesését tapasztalhattunk, hisz az előző évi 556 millió euróról 90 millió euróra esett vissza az éves befektetések értéke. Így visszakerült a régió sereghajtó országai közé. Szintén az 5. ábrán látható, hogy nem sokkal haladja meg Lettország vagy Szlovákia 2008-as értékeit (I20).

2009-ben szintén 5 országra koncentráldott a befektetések jelentős része, 94 százaléka. 2008-hoz képest annyi változással, hogy Ukrajna kimaradt az élenjáró országok közül és Bulgária lépett a helyére. Itt ugyanis a befektetések értéke az előző évhez képest megduplázódott, elérve a 184 millió eurót, míg Ukrajnában 306 millió euróról 38 millióra esett a befektetések értéke, 87 százalékos csökkenést produkálva ezzel (I21).

2011-ben Ukrajna visszakerült azon 5 ország közé, melyek a befektetések jelentős részét birtokolták, ugyanis Ukrajnában némi növekedést tapasztalhattunk 2009-hez képest, viszont ezzel egyidejűleg Bulgáriában újabb visszaesés történt. Az előző időszak 184 millió euróról, 7 millió euróra esett a befektetések éves értéke, nagyobb tranzakciók az év során nem valósultak meg (I22).

2012-ben újabb fordulat következett be, ugyanis a 2008-ban élenjáró országok közül Románia és Ukrajna kiszorult és helyükre Bulgária, valamint Szlovákia került. A teljes régiós befektetések értéke ezen országok között a következőképpen oszlott meg: Lengyelországban összpontosult 47 százalék, Csehországban 11, Magyarországon és Szlovákiában 10-10 százalék, és végül Bulgáriában 8 százalék. Szlovákia és Bulgária is a 2011-es évhez képest jelentős növekedést produkált, hisz Bulgáriában 84 millió euróra növekedtek a befektetések, míg Szlovákiában 98 millió euróra (I11).

2013-ban a befektetések Lengyelországban, Csehországban, Romániában és Magyarországon voltak a legjelentősebbek. A régióban Lengyelország piaca volt a legaktívabb a magántőke befektetések terén. Bulgáriában azonban jelentősen lecsökkent a befektetők aktivitása. A 2012-es évhez képest (84 millió euró) 2013-ban 11 millió euróról számolt be az EVCA (I01).

Összegezve elmondható, hogy Bulgária a vizsgált időszakban elég hullámzó teljesítményt nyújtott, hiszen volt olyan időszak, amikor az élenjáró 5 ország részét képezte, de vol-

tak olyan évek is, mikor a sereghajtó országok közé tartozott. Véleményünk szerint ennek oka egyrészt az Európai Unióhoz való csatlakozással magyarázható. Bulgária ugyanis az EU csatlakozási folyamat során jelentős eredményeket produkált, hiszen gazdasága folyamatosan javult 1997 óta, stabil makrogazdasággal rendelkezett és csökkent az infláció is az országban. Sajnos azonban egyes területeken még 2005-ben is problémákkal küzdött, mint például a folyó fizetési mérleg hiánya. Másrészt viszont adott országok sajátosságai, vizsgált évben produkált gazdasági eredményei is befolyásolhatják a befektetések értékének alakulását. Bulgária hullámzó teljesítményének oka lehet továbbá külpolitikai passzivitása is (I23).

7.3. LENGYELORSZÁG ÉVES BEFEKTETÉSEINEK ALAKULÁSA 2006-2013 KÖZÖTT

2006-ban nem csak Lengyelországban volt nagyobb a befektetők aktivitása, hanem az egész közép-kelet-európai régióban drámaian megemelkedett a befektetések éves értéke, a 2005-ös évhez képest. Gyakorlatilag ez a növekedés a régió valamennyi országát érintette, természetesen egyes országokban kimagasló eredményeket értek el, mint például Magyarországon, Csehországban és Lengyelországban. 2006-ban a régió befektetéseinek 90 százaléka ezekben az országokban összpontosult, kiegészülve Romániával (I10).

2007-ben továbbfolytatódott a befektetések növekedése, elérve a 3,5 milliárd eurót a régióban. Lengyelországban a 2006. évi 303 millió euróról, 684 millió euróra ugrott a tőkebefektetések éves szintje. Bulgáriában, Szerbiában, a balti államokban és Romániában is erősödött ez az iparág, egyedül Magyarországon és Csehországban tapasztalhattunk némi visszaesést, de ez sem volt jelentős, így a régióra általánosságban megállapítható, hogy jelentős sikereket ért el a befektetések terén 2007-ben (I14).

2008-ban 18 százalékos csökkenés következett be a közép-kelet-európai régióban az előző évhez képest. Ez a tendencia azonban egész Európát érintette, hiszen a befektetések értéke Európa egészét vizsgálva, 28 százalékkal csökkentek a 2007-es évhez képest. Ez alól egyedül Ukrajna volt kivétel, ahol ugyanis a befektetések értéke elérte a 306 millió eurót (I20), (I21).

2009-ben az előző évhez képest nem történt jelentősebb változás. A befektetések továbbra is a következő országokat érintették leginkább: Csehország, Lengyelország, Románia, Magyarország és Bulgária. Ők együttesen adták a régió befektetéseinek 93 százalékát, míg a támogatott vállalkozások 73 százalékát. Közülük Csehország volt az élen 2009-ben és öt követte Lengyelország, Románia és Magyarország, függetlenül attól, hogy mindhárom országban 2008-hoz képest csökkentek a befektetések (I21).

2010-ben a befektetések továbbra is a nagyobb országokba összpontosultak, Lengyelországba, Ukrajnában, Magyarországon, Csehországban, Bulgáriában és Romániában. Ebben az évben ők adták együtt a régi befektetéseinek 94 százalékát, míg a finanszírozott cégek 68 százalékát. Lengyelország minősült 2010-ben a legnagyobb magántőke befektetési piacnak, hiszen a régió befektetéseinek több mint a felét Lengyelországhoz lehetett kötni. A befektetések értéke majdnem elérte a 657 millió eurót, mely több mint kétszerese az előző évi 268 millió eurónak (I13).

2011-ben az előző évhez hasonlóan a nagyobb országok, Bulgáriát kivéve, alkották az élen járó országok csoportját. A befektetések jelentős, 92 százalékát adták együttesen, míg a támogatott vállalkozások 70 százalékát. Lengyelország továbbra is a legnagyobb piacnak minősült és a régió befektetéseinek több mint 55 százaléka származott innen. A lengyel vállalkozások 678 millió euró értékű befektetést birtokoltak 2011-ben mely 3,6 százalékos növekedés az előző évhez képest (I22).

2012-ben az előző évekhez hasonlóan (néhány eltéréssel) Lengyelország, Csehország, Magyarország, Szlovákia és Bulgária adta a régió befektetéseinek 86 százalékát és a magántőkével segített vállalkozások 63 százalékát. Lengyelország, úgy, mint 2010-ben és 2011-ben, ebben az évben is a legnagyobb piacnak bizonyult, hiszen a régió befektetéseinek 47 százalékaival büszkélkedhetett. Függetlenül attól, hogy az előző évhez képest 30 százalékos csökkenésről számolt be az EVCA Lengyelország tekintetében, hisz a 678 millió euró 473 millió euróra csökkent. Ráadásul a finanszírozott vállalkozások száma is 36 százalékkal csökkent, előző évben ugyanis 75, míg 2012-ben csupán 55 vállalkozás részesülhetett a befektetésekből (I11).

Lengyelország, Csehország, Románia és Magyarország adták 2013-ban is a közép-kelet-európai régió befektetéseinek 82 százalékát, a támogatott vállalkozások 71 százalékát. Lengyelország megőrizte vezető pozícióját, hiszen továbbra is itt összpontosult a régió befektetéseinek majdnem 50 százaléka (I01).

Az 5. ábrán látható Lengyelország teljesítmény is a fent vizsgált időszakban. 2006-ban valamint 2009-ben produkált alacsonyabb értékeket, a többi évben, különösen 2010-2013 között, figyelemre méltó teljesítményt ért el, és vezető pozíciót töltött be a régióban.

7.4. A BEFEKTETÉSEK ALAKULÁSA ROMÁNIÁBAN 2006-2013 KÖZÖTT

2006-ban a közép-kelet-európai régióban drámaian megnöttek a magántőke befektetések, elérve az 1,67 milliárd eurót. A befektetések 90 százaléka a következő országokban összpontosult: Magyarország, Csehország, Lengyelország és Románia. Romániában az előző évi 70 millió euróról 110 millióra emelkedett a források értéke (I10).

2007-ben a régió a magántőke befektetések piacán újabb nagymértékű növekedést produkált, elérve a 3 milliárd eurót. Románia a befektetések vonatkozásában az élen járó országok között volt, és az előző 2006-os évhez (majdnem 110 millió euró) képest jelentős növekedést produkált, elérve a több mint 475 millió eurót. Ezzel a teljesítménnyel a negyedik helyen állt, Lengyelország (több mint 683 millió euró), Bulgária (több mint 555 millió euró) és Magyarország (több mint 491 millió euró) mögött (I14).

2008-ban a sorrendet illetően változás nem következett be Románia tekintetében, bár jelentősen csökkent a magántőke befektetések értéke, számszerűsítve 289 millióra (I24). Azonban továbbra is a negyedik helyen találhatjuk meg Lengyelország (~628 millió euró), Magyarország (~476 millió euró), és Csehország (~441 millió euró) mögött. Az élen viszont változást tapasztalhattunk, hiszen Magyarország a második helyre került, míg Bulgária kiesett az első három országból, és helyére, a harmadik pozícióba Csehország került (I20).

2009-ben Romániában továbbfolytatódott a csökkenés, viszont továbbra is sikerült az élenjáró 5 ország között maradnia, hiszen a nagyobb országokban is csökkentek a befektetések. A sereghajtó országokban tapasztalt növekedés pedig nem volt akkora mértékű, hogy elérjék és megelőzzék a nagyobb országokat. Így továbbra is a következő országokra összpontosultak a befektetések 2009-ben: Csehország, Lengyelország, Románia, Magyarország és Bulgária. A felsorolásból is látszik, hogy a csökkenés ellenére Románia a harmadik helyre került, megelőzve Magyarországot, ahol 2009-ben a 2008-as évhez képest több mint a felére (214 millió euró) csökkentek a magántőke befektetések (I21).

2010-ben is csökkenő tendenciát mutatott Romániában a befektetések értéke, hiszen az előző évi 221 millió euróról 119 millió euróra esett. Mivel az országok többségében ez volt a jellemző, továbbra sem került ki Románia az élenjáró országok csoportjából. Lengyelország (~657 millió euró) és Csehország (~193 millió euró) mögött még mindig a 3. helyen állt (I13).

2011-ben is alacsonyabb szinten álltak a befektetések Romániában, 2010-hez képest 45 százalékkal csökkentek. A befektetések továbbra is a nagyobb országokra összpontosultak: Lengyelországra, Magyarországra, Csehországra, Romániára és Ukrajnára (I22).

2012-ben sem javult a helyzet, hiszen a 66 millió euróról 27 millió euróra csökkentek a befektetések (I01). Gyakorlatilag 2008-tól kezdve folyamatosan estek a magántőke befektetések, hiszen 2007-ban még 476 millió euróról számolt be az EVCA, 2012-ben pedig már csak 27 millió euróról (I11).

A pozitív változás 2013-ban kezdődött, amikor is 70 millió euróra emelkedtek az értékek, a harmadik helyre juttatva ezzel Romániát. Hasonló növekedést tapasztalhattunk Csehország és a Balti Államok piacán (I01). Az 5. ábrán látható a magántőke befektetések 8 éves alakulása Románia esetében is.

8. A KOCKÁZATI TŐKE ALAKULÁSA A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI RÉGIÓBAN

8.1. A KOCKÁZATI TŐKE FEJLŐDÉSE HAZÁNKBAN

A kockázati tőke magyarországi piacának bemutatása során elsősorban Karsai Judit munkáira támaszkodtunk, aki a téma egyik legnagyobb szakértője és ez által a legtöbbet hivatkozott szerzője.

Míg Nyugat-Európában és az Egyesült Államokban ismert, elfogadott és széles körben kedvelt finanszírozási forma a kockázati tőke bevonása az induló vállalkozások vonatkozásában, addig Magyarországon az ebből származó előnyök és lehetőségek sok esetben ismeretlenek. Véleményünk szerint ennek egyik oka az iparág fiatalsága, kezdetlegessége, másik oka pedig az emberek bizalmatlansága, újtól való félelme.

Hazánkban az első kockázati tőke-befektetések a rendszerváltást követően kezdődtek, mely az iparág első szakaszának kezdete, és melyet még öt további időszak követett. Ebben a fejezetben ezeket az időszakokat vesszük sorba, hiszen az egyes korszakok jellemzői eltérőek. Bemutatjuk az egyes időszakok meghatározó szereplőit, és azok szakmai tapasztalatát, a befektetések forrásait és a jellemző ügyletek méreteit.

Az első korszak tehát a rendszerváltástól tartott 1992-ig. A külföldi közvetlen befektetések elsőként hazánk gazdaságába áramolhattak a térség rendszerváltó államai közül, és értékük a kilencvenes évek elején folyamatosan növekedett. A befektetők számára egyértelműen a legvonzóbb lehetőség a privatizációban rejlett, melynek során 1991-1997 között 4,6 milliárd euró befektetés valósulhatott meg. A legjelentősebb és legnagyobb bevétellel járó befektetéseket a MÁTÁV, a gázszolgáltatók és az erőművek privatizációja jelentette (I25). A magyar piacot a kezdeti időszakban a kockázati tőke szempontjából a globális alapok mellett, melyek a külföldi kormányzati tőkét fektették be, az országalapok jellemezték. Mivel az alapkezelők kevés tapasztalattal rendelkeztek a befektetések terén, az akkori ügyletek 50 millió dollár körül mozogtak, figyelembe véve a piaci kockázat megítélését is (Karsai – Baranyai, 2005).

A második korszak 1993 és 1997 között zajlott, mely időszakban előtérbe kerülnek a regionális alapok. Az induló vállalkozások helyett azonban a befektetők elsősorban az expansionizációs szakaszban lévő vállalkozásokra fókuszáltak, melynek következtében az alapok által kezelt tőke összege is megnövekedett 100-200 millió dollárra (Karsai – Baranyai, 2005). Azonban míg az első szakaszban a privatizáció nyújtotta lehetőségek kiaknázására helyezték a fő hangsúlyt a befektetők, a második kockázati tőke hullám során megjelenő alapok elsődleges célja a gazdaságos üzemméret kialakítása volt (Karsai, 2007).

A következő időszakot, mely 1998-2000-ig tartott, a gyors expanzió mellett továbbra is a regionális alapok jellemezték. Az alapok, méretüket tekintve, tovább növekedtek és elérték a 250-300 millió dollárt. A befektetők elsősorban a technológia, média és IT szektorokra fókuszáltak, visszatérve – az érett szakaszban lévő vállalkozások mellett – a kezdeti fázisban lévőkhöz is, melyek magas növekedési potenciállal rendelkeztek (Karsai – Baranyai, 2005).

A negyedik időszak 2001 és 2006 között bontakozott ki. Azok a kockázatitőkebefektetők, akik elsősorban az innováció finanszírozására helyezték a hangsúlyt, elsősorban az internetboom idején jellemezték a magyarországi kockázatitőke-piacot. Azonban az internetes láz elmúlásával a befektetők is visszatértek a hagyományos gazdasági ágazatban működő cégekhez (Karsai, 2007). Ekkor a regionális és országalapok mellett megjelentek a specializált befektetők is, vagyis a piac racionalizációja jellemezte ezt a korszakot. A növekvő aktivitás eredményeként csak a sikeres alapkezelők tudtak fennmaradni. Ez alatt az 5 év alatt fontos szerepet kaptak a kivásárlások, a finanszírozás tekintetében (Karsai, 2009a). Bár 2003-ban újabb alapok jelentek meg a piacon az expanzív életszakaszban lévő vállalkozások finanszírozása továbbra is háttérbe szorult. Ezt az időszakot elsősorban a nagy összegű befektetések uralták, ugyanis a hazai vállalatok külföldi tulajdonosaitól vásárolták meg az itteni cégeket a regionális alapok. A 2003-as év más szempontból is jelentős volt, hiszen tért nyertek az állami tulajdonban lévő befektetési társaságok, melyeknek köszönhetően számos 30-100 millió forint értékű befektetés jött létre a hagyományos szektorban. Ezen társaságok aktívvá válásának eredményeként egyre több kisebb méretű tranzakció jellemezte a 2004-es évet (Karsai, 2007).

Az ötödik szakasz jellemzőit nagymértékben befolyásolta és alakította a gazdasági válság, mely 2007-2008-ra tehető. A válság hatására a befektetők elfordultak a fejlett piacoktól, melyeket a lassulás és a szabályok szigorodása jellemzett, és a feltörekvő piacokat (Közép-Kelet-Európa) célozták meg. Hiszen ezek a piacok, miután csatlakoztak az Európai Unióhoz, kevésbé kockázatosak, és a pénzügyi válság hatásait rövidtávon kevésbé érzik meg. Ennek köszönhetően megindult a régióban a tőkegyűjtés és létrejött 2007-ben az első, 2008-ban pedig a második olyan alap, mely meghaladta az egymilliárd eurót. Növekvő verseny alakult ki a regionális, a globális és a páneurópai alapok között. Bár a regionális alapok igyekeztek tartani a versenyt a nagyobb alapokkal, egyre több alapkezelőt csábították át a páneurópai alapokhoz, regionális ismereteik miatt, így a regionális alapok aranykora 2008-ra véget ért (Karsai, 2009a).

Az utolsó, hatodik időszak 2009-ben kezdődött és napjainkban is zajlik. A befektetők aktivitása jelentősen csökkent és elsősorban a portfóliójukban már meglévő vállalkozásokat bővítették azonos profilú cégek megvásárlásával (Karsai, 2009b).

8.1.1. A kockázati tőke a 21. században Magyarországon

Ebben a fejezetben részletesen vizsgáljuk a kockázati tőke-piac alakulását, legfontosabb jellemzőit és hibáit 2004-2013 között. Bemutatjuk, milyen változásokon ment keresztül a piac, illetve hogy az adott időszakot milyen problémák nehezítették.

Európai viszonylatban nézve az elmúlt néhány évtizedben a kockázati tőke jelentős szerepet játszott a számítógépek, az internet és a biotechnológia fejlődésében. A kockázati tőkések, akik hosszú távra, tőzsdén nem jegyzett vállalkozások számára külső finanszírozási lehetőséget nyújtanak, az elmúlt három évtizedben számos társaságnak segítettek a megalakulásban, a talpra állásban esetleg a tulajdonos cserében. Ezen vállalkozások az ilyen szervezeteknek, magán személyeknek köszönhetik létezésüket, tőzsdére jutásukat és kimagasló teljesítményüket (Karsai, 2004).

A kockázati tőke-ipar magyarországi jelentőségét vizsgálhatjuk úgy, ha összehasonlítjuk a közép-kelet-európai országok befektetéseinek átlagával. Ezt a korábban elemzett *4. táblázat* tartalmazza. A táblázat adataiból jól látszik, hogy Magyarország 2002 és 2004 között rendszerint az első vagy a második helyen állt a vizsgált 11 ország közül, és a régió átlagához viszonyítva is kedvező volt a helyzet, hiszen ebben a három évben a magyarországi érték jelentősen meghaladja a régiós átlagokat.

A kockázati tőkével működő vállalkozások jelentősége abban rejlik, hogy ösztönzik a gazdaságot azáltal, hogy gyorsabban fejlődnek, munkahelyeket hoznak létre, elősegítik az export növekedését és új termékeket, technológiákat vezetnek be. Azzal, hogy kockázati tőkével finanszírozzák a tulajdonosváltást segítő kivásárlásokat, az ipar átalakulásához járulnak hozzá. Ezzel ugyanis lehetővé teszik a vállalatok számára, hogy alapvető üzleti területeikre helyezték a fő hangsúlyt, és a főprofiljukba nem illeszkedő leányvállalatokat leépítsék. Mindemelllett a kockázati tőkések igyekeznek orvosolni az utódlási problémával küszködő vállalatbirodalmak tulajdonoscseréjét, összekapcsolják a vezetést a tulajdonnal, és hatékonyabbá teszik a menedzsmentet (Karsai, 2004).

A Karsai Judit 2004-ben megjelenített kutatásából kiderül, hogy a rendszerváltás óta hatalmasra került magyar kormány mindig is hangsúlyozta a kockázati tőke fontosságát, elismerte gazdasági élénkítő hatását, hozzájárulását az adóbevétel, a beruházások, és a kutatás-fejlesztési ráfordítások növekedéséhez. Éppen ezért megpróbált minél nagyobb részt vállalni a kockázati tőke-kínálat növelésében. Azonban problémát jelentett, hogy a kínálatot kizárólag közvetlen állami beavatkozással akarták élénkíteni, ahelyett, hogy a magán kockázati tőkebefektetőket ösztönözték volna. Magyarországról ebben az időszakban tehát gyakorlatilag hi-

ányoztak az informális kockázatitőke-befektetők, azaz az üzleti angyalok, akik a vagyonuk egy részét befektető magánszemélyek. Az ő hiányukat elsősorban a speciális ismereteket igénylő technológiai cégek érezték, de alapvetően hátráltatta a vállalkozói kultúra fejlődését, hiszen az életciklusuk korai fázisában lévő vállalkozások rengeteg segítséget igényelnek. Továbbá azok a befektetési társaságok és alapok, melyeket állami tőkével hoztak létre, nem tudták pótolni az üzleti angyalokat. Ennek oka, hogy nem tudták támogatni a létrehozott céget stratégiájának kialakításában, operatív irányításában, és nem tudták bevonni saját üzleti kapcsolataikat a növekedés érdekében. Vagyis nem voltak képesek biztosítani a tőkén kívüli segítségnyújtást. A fenti információkból egyértelműen kiderül, hogy az állam közvetlen módon történő beavatkozása nem jó a piac számára. Nem azt állítjuk, hogy semmilyen formában nincs szükség az államra, hiszen igenis fontos szerepet tölthet be azáltal, hogy a kockázatitőke-forrásokat elérhetőbbé teszi. Ezt pedig úgy érheti el, ha támogatja a partnerek közötti közvetítő intézmények létrehozását és megerősítését. Jelentős előrelépést jelentene, ha az állam, mint társfinanszírozó egészítené ki a befektetők vagyonát és úgy segítené elő a velük való együttműködést, hogy befektetéseik kockázata csökkenjen, hozamuk pedig növekedjen (Karsai, 2004).

2004-ről összességében elmondható, hogy megtalálható volt a magyar piacon minden olyan kockázatitőke-alap, legyen az globális vagy regionális, amely érdeklődött a régió iránt. Egy ekkor készült felmérés 1989-2004 között 73 a magyar piac iránt érdeklődő alap befektetéséről számolt be. Az általuk kezelt tőke összege 6,2 milliárd dollár, melyből 2,6 milliárd dollárt várhatott Magyarország. A vizsgálat adataiból továbbá az is kiderült, hogy a 16 év alatt a tervezett 2,6 milliárd dollárból végül 1,1 milliárdot fektettek magyarországi vállalkozásokba, 269 tranzakció keretében. A felmérés szerint 143 kilépés történt, melyek könyv szerinti értéke félmilliárd dollár volt (Karsai, 2006). Bár sokféle befektető volt a piacon, ez mégsem jelentette, hogy a vállalkozások kockázati tőkéhez való jutása egyszerű volt. A probléma ugyanis ott jelentkezett, hogy míg a nagyvállalatok jól kidolgozott projekt esetén válogathattak a finanszírozók közül, addig a kisebb, életciklusuk elején járó vállalkozások alig találtak támogatókat. Különösen azok a vállalatok voltak gondban, akik nem akarták termékeiket nemzetközi piacra vinni, és így ajánlatukkal nem érték el a befektetők hozamkövetelményi szintjeit (Karsai, 2004).

A piac tökéletlenségére megoldást jelenthet az adott időszakban az állam szerepvállalása, ha megfelelő ismeretekkel rendelkezik azoknak a vállalkozásoknak a méretéről, földrajzi elhelyezkedéséről, szakágazatáról, melyet a magánszektor nem tud, vagy nem akar figyelembe venni és finanszírozni. Ahhoz, hogy a kielégítetlen kereslet megszűnjön, az államnak el

kell érnie azt is, hogy a magánszektor szereplői az olyan vállalkozások finanszírozását is vonzonak tartsák, melyek társadalmilag fontos szerepet töltenek be (Karsai, 2004).

Az állam létrehozhat egy központi alapot, mellyel növelheti a magántőke-alapok forrásait, bevonhat magánbefektetőket az általa létrehozott alapokba, vagy akár csökkenheti azoknak az alapoknak a költségeit és kockázatát, amelyek csupán magánszektorbeli befektetők által működnek. Ezek az intézkedések elősegíthetnék céljai elérését (Karsai, 2004).

Összegezve a kockázati tőke sajátosságai ebben az időszakban: először is hiányoztak az üzleti angyalok, másodszor, a tőkeellátottság kizárólag külföldi forrásból származott. Továbbá elmondható, hogy korlátozott számban voltak jelen azok a vállalkozások, akik nagy növekedésre képesek, a tőzsde alacsony likviditása pedig nagymértékben korlátozta a befektetések lehetőségeit, valamint a kockázati tőke-piac számára nem volt megfelelő a jogszabályi háttér sem.

2006-ban azt tapasztalhattuk, hogy Magyarországon a tőkealapok száma növekedésnek indult, egyre jelentősebbé váltak a kivásárlások és a kilépések is egyre sokszínűbbek lettek. Életciklusuk korai szakaszában lévő vállalkozások finanszírozását azonban továbbra sem sikerült megoldani, nem tudták legyőzni a nemzeti piac kis méretéből adódó hátrányokat, valamint csökkentek a kiugró hozamok. A kockázati tőke-befektetők továbbra is olyan vállalkozásokra helyezték a hangsúlyt és fektettek be, melyek jelentős növekedést tudtak produkálni és nem szerepeltek a tőzsdén, tehát ez a befektetés csak meghatározott időre szólt. Ezeknek a befektetéseknek az volt a célja, hogy a vállalkozások növekedését, értékteremtését támogassák kapcsolataik, ismereteik és tanácsaik által (Karsai, 2006).

Ebben az időszakban is megvizsgálva a korábban elemzett 11 országot azt tapasztaljuk, hogy Magyarország 2005-2006-ban is megtartotta kedvező pozícióját. 2005-ben és 2006-ban is az első helyet szerezte meg a 11 ország között, ráadásul a régiós átlagot is jelentősen meghaladta mind két évben.

2006-ban hazánkban növekedés volt megfigyelhető mind a befektethető tőke mennyiségében, a befektetések értékében, mely az ötszörösére nőtt ebben az évben, illetve a kiszállások számában. Emelkedett azon ügyletek száma, melyek az egy millió euró alatti értéktartományba tartoztak, hiszen míg 2004-ben ezek aránya 54 százalék volt, 2005-ben már 69 és 2006-ban pedig elérte a 82 százalékot. Ugyanakkor a befektetések 90 százaléka a 2,5 millió euró alatti mérettartományból származott, viszont a kettő közötti tartományba 2006-ban is alig történt befektetés. Az erősödő kivásárlásokat a globális tőkealapok végezték korábban nyilvánosan működő cégek körében (Karsai, 2007).

Továbbra is problémát jelentett az üzleti angyalok és azon magánbefektetők hiánya, akik a magvető és korai fázisban lévő vállalkozásokat támogatták (Karsai, 2007).

Állami tulajdonú befektetők hajtották végre a kisebb összegű tranzakciók 64 százalékát, szerepük különösen a korai fázisú ügyletek vonatkozásában volt jelentős. Ugyanakkor az állam az expanzív befektetések terén is kivette a részét, hiszen ezen a területen 65 százalékos volt a mutatójuk a befektetések számát és értékét tekintve. S bár 2005-2006-ban a kivásárlások rekordértékűek voltak, melyek kedvező kilátással kecsegtettek, a magyarországi kockázatitőke-piacon mégsem volt érezhető a kockázati tőkések innovációs finanszírozásainak túlsúlya (Karsai, 2007).

A 2007-ben elkezdődő pénzügyi és gazdaság válság, mint oly sok más területet, ezt az iparágat is érintette. Az új ügyletek száma, a befektetésekre szánt tőke lecsökkent, kevesebb hitel volt jelen az ügyletek finanszírozásában, és nehezebb lett az olyan cégekből való kilépés, amelyek portfólió részét képezték (Karsai, 2013a). A befektetők a fejlett piacok helyett a feltörekvő régiókra helyezték a hangsúlyt. Úgy ítélték ugyanis meg, hogy ezek a piacok kevésbé voltak kockázatosak és kevésbé voltak rájuk hatással a válság eseményei. A régiót a növekvő tőkegyűjtés jellemezte, melynek köszönhetően létrejött 2007-ben az első, és 2008-ban a második egymilliárd eurót meghaladó alap. Továbbá éleződött a verseny a regionális, globális és páneurópai alapok között (Karsai, 2009b). Ugyanakkor 2007 második felétől a régióba vetett bizalom folyamatosan csökkent a romló feltételrendszerek következtében. A fellendülést az elindított JEREMIE-program hozta, melynek célja, hogy uniós forrásokból támogassák a magvető, illetve növekedési szakaszban lévő vállalkozásokat (I24).

A válság még 2011-ben is éreztette hatását, a régió az európai befektetések 3 százalékát adta. Versenyhelyzete azonban veszélybe került, mivel a befektetésekre ideigért tőke mennyisége nem növekedett olyan mértékben, mint az európai volumen, ugyanakkor a nagy értékű kiszállások részaránya 4,5 százalékra emelkedett, javítva ezzel a régió Európán belüli pozícióját. 2011-ben a magyar kockázati-és magántőke- piac a befektetések volumenét tekintve a korábban is vizsgált 11 ország közül az első helyen állt, viszont jelentősen elmaradt az európai aránytól. 2012-ben pedig már Bulgária, Szlovákia, Lengyelország és Észtország is hazánk előtt zárt (I26).

2010 előtt kevés volt azoknak a kockázatitőke-befektetéseknek a száma és értéke, melyek az induló, vagy életeiklusuk korai fázisában lévő vállalkozásokat támogatták volna. A JEREMIE-programnak köszönhetően azonban az azt követő két évben javulás következett be ezen a téren is. Megugrott a kisméretű ügyletek száma és csökkentek a nagy értékű befektetések. Ebben az évben a befektetések értékének 90 százaléka jelentett támogatást a kezdeti ne-

hézségekkel küzdő vállalkozások számára, ráadásul ezen befektetések 50 százaléka a high-tech szektorban működőket finanszírozta. A kivásárlások nem csak Magyarországon, de az egész régióban jelentős szerepet tölthettek be a kockázati-tőke-piacon. 2009-ben a befektetések értékének 95 százalékát adták a kivásárlások, ami 2010-ben a válság hatására 62 százalékra esett vissza, viszont 2011-ben újra fontossá váltak, hisz a befektetések értékének 80 százalékát adták (I26).

A gazdasági válság leginkább az új források bevonásának nehézségével érezte hatását. Csökkenést tapasztalhattunk az alapok méretében, ráadásul létrehozásuk is több időt vett igénybe. S bár 2011-ben az európai piacon megélénkült a tőkegyűjtés, hiszen az új források értéke 80 százalékkal emelkedett, a régióban zajló tőkegyűjtés ennek mindössze a tizede volt (I26).

2013-ban a közép-kelet-európai régió, ellentétben Európa egészével, még mindig nem tette magát túl a 2007-ben kezdődő gazdasági és pénzügyi válságon. Nem történt változás a tőkegyűjtés, a befektetések sem pedig a kivásárlások terén- írja Karsai Judit, a *Hol tart a közép-kelet-európai kockázati-és magántőke-piac öt évvel a válság után?* 2013-ban készült elemzésében (Karsai, 2014c).

A Központi Statisztikai Hivatal 2013. I-III. negyedévi jelentésében a következőképp ír a kockázati tőkéről:

„[...]A kis-és középvállalkozások a növekedésüket, új beruházásaikat sokféleképpen finanszírozhatják. A legismertebb formája ennek a hitelintézetektől történő hitelfelvétel. Hazánkban — számos fejlett országgal ellentétben — a kockázati tőke, az „üzleti angyalok” bevonása kevésbé elterjedt a vállalat fejlesztése érdekében. A tőkepiacról történő forrásbevonás is a ritkán alkalmazott lehetőségek egyike, szemben a fejlett tőkepiaccal rendelkező országokkal. Azt, hogy mikor melyik lehetőséget célszerű alkalmaznia egy cégnek a forrásszerzéshez, jelentős mértékben befolyásolja, hogy az adott kkv a vállalati életciklus melyik szakaszában tart.” (Központi Statisztikai Hivatal, 2013:65)

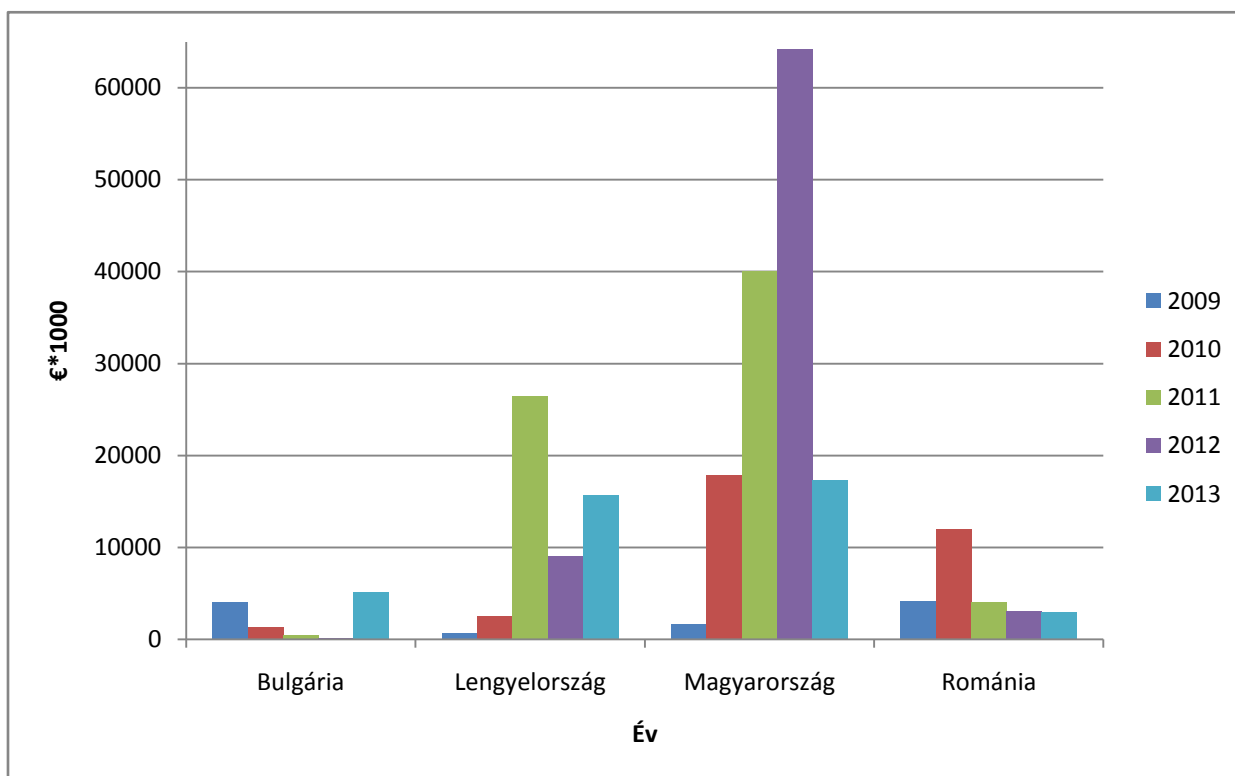
Európa egészét tekintve 2013-ban növekedett a befektetésekre szánt tőke, és megélénkült a befektetések piaca is. Ez a növekedés elsősorban a nyugdíjalapok bizalmának köszönhető, hiszen ezek az alapok nyújtották a tőke közel egyharmadát 2013-ban (Karsai, 2013a).

A befektetésekre gyűjtött források 2013-ban az előző évi eredményhez képest több mint a duplájára, 53,6 milliárd euróra emelkedtek (I12).

2013-ban Magyarország kockázati-és magántőke- piacán zajló befektetések lényegesen elmaradtak az európai aránytól, ráadásul a régióban négyen is megelőzték (I12).

8.1.2. Magyarország kockázati tőkéje konkrét számokban 2009-től 2013-ig

Magyarországon a kockázati tőke-ágazat 2010-től fokozatos növekedést mutat, 2012-ben elérve a több mint 64 millió eurót, 2013-ban sajnos azonban óriási mértékben visszaesett ez az érték. Ekkor ugyanis csupán kicsit több mint 17 millió euró kockázati tőke-befektetésről számolt be az EVCA (6. ábra).



6. ábra: A kockázati tőke-befektetések értéke a vizsgált országokban 2009-2013 között

Forrás: EVCA Central and Eastern Europe Statistics 2011 (I13), 2013 (I11), 2014 (I01)

2009-ben a kockázati tőke-befektetések hazánkban a régió többi országához viszonyítva alacsony értéket mutattak, hiszen valamennyi nagyobb ország hazánk előtt végzett. A régió azon országai közül, ahol megvalósult kockázati tőke-befektetés, Litvániát, Lengyelországot és Ukrajnát sikerült megelőzni, ugyanis ezekben az országokban a befektetések értéke az 1 millió eurót sem érte el. 2009-ben Csehország teljesített a legjobban, elérve a majdnem 30 millió eurót (I13).

A következő évtől óriási ütemben növekedésnek indultak a kockázati tőke-befektetések hazánkban. Az EVCA több mint 17 milliós értékű kockázati tőkéről számolt be, mellyel Magyarország az élen járó Csehország mögé zárkózott fel. A befektetők elsősorban az érett szakaszban lévő vállalkozásokat részesítették előnyben, de a magvető és induló fázisban lévők is élvezhették a kockázati tőke előnyeit. A majdnem 18 millió euró a következőképpen oszlott

meg az életciklusuk különböző fázisában lévő vállalkozások között: 11,286 ezer euró az érett, 5,761 ezer euró a korai, induló és 853 ezer euró a magvető fázisban lévő vállalkozásoknál összpontosult (I13).

2011-ben a növekedés továbbfolytatódott, meghaladva a 40 millió eurót és ezzel hazánk átvette az első helyet a régió országai között. A második helyen Lengyelország végzett, ahová 26,461 ezer euró érkezett. A hangsúly áthelyeződött a korai, induló vállalkozásokra, melyek nagy növekedési potenciállal rendelkeztek. Ide összpontosult 28,254 ezer euró, 7,913 ezer eurót fektettek az érett és 3,850 ezer eurót a magvető fázisban lévő vállalkozásokba (I11).

2012-ben hazánkban elérte a csúcst a kockázatitőke-befektetések értéke, jelentősen meghaladva a régió többi országában megvalósuló befektetések értékét. Míg Magyarországon több mint 64 millió euróról számoltak be, a második helyen álló Lengyelországban mindössze 9,084 ezer euróról. Hazánkban a 64 millió euró a következőképpen oszlott meg az egyes vállalkozás típusok között: 55,930 ezer euró áramlott a korai, induló szakaszban lévő vállalkozásokhoz, tehát továbbra is ők álltak a befektetések középpontjában, őket követték 8,303 ezer euróval az érett vállalkozások és 2012-ben a magvető szakaszban működők nem részesültek kockázati tőke támogatásban (I11).

2013-ban a korábbi évek erőteljes növekedését óriási visszaesés követte. Az előző évi 64 millió euróról kicsit több mint 17 millió euróra estek vissza a kockázatitőke-befektetések. Ezzel továbbra is megőrizte vezető pozícióját hazánk, viszont már nem haladta meg olyan nagymértékben a régió többi országának értékét, mint az előző években. Lengyelországban, mely továbbra is Magyarország mögött, a második helyen állt, növekedett a kockázati tőke értéke 2012-höz képest, és meghaladta a 15 millió eurót, ezzel nagyon közel kerülve hazánkhoz. A több mint 17 millió euró közel fele-fele arányban oszlott meg az érett és a korai, induló szakaszban lévő vállalkozások között, előbbi 8,290 ezer euróban, utóbbi 8,421 ezer euróban részesült. 562 ezer euró a magvető fázisban álló vállalkozásoknak is jutott (I01).

8.2. A KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK ALAKULÁSA BULGÁRIÁBAN

A 6. ábra jól szemlélteti, hogyan alakult Bulgáriában a kockázatitőke-befektetések értéke az egyes években. 2009-től 2012-ig folyamatos csökkenést tapasztalhattunk, és 2012-ben elérte a mélypontot, amikor is csupán 85.000 euró kockázatitőke-befektetésről számolt be az EVCA. 2013-ban azonban egy ugrásszerű növekedés eredményeként több mint 5 millió euróra növekedett ez az érték.

2009-ben Bulgáriában 4 millió euró értékű kockázati tőkét fektetettek be, mely a korai, induló és érett szakaszban lévő vállalkozások között oszlott meg, 40-60 százalékban. A magvető szakaszban lévők nem részesültek 2009-ben kockázati tőkéből. Ezzel a 4 millió euróval az ország a harmadik helyen állt a régiós országokból felállított sorrendben (I13).

2010-től azonban folyamatos csökkenést tapasztalhatunk Bulgária kockázatitőke-piacán. Az EVCA 1328 ezer euró értékű befektetésről számolt be, mellyel a hetedik helyre csúszott vissza. Bulgária előtt végzett Csehország, Magyarország, Románia, Észtország, Lengyelország és Szlovákia. A teljes összeget a korai, induló vállalkozásokba fektették be, melyek jelentős növekedési potenciállal rendelkeztek (I13).

2011-ben és 2012-ben továbbfolytatódott a befektetett kockázati tőke értékében tapasztalt csökkenés. Ráadásul oly mértékű volt ez a visszaesés, hogy a régió valamennyi országa (Szlovákia és Szerbia kivételével, ahol egyáltalán nem beszélhattünk kockázatitőke-befektetésről) Bulgária előtt végzett mindkét évben. 2011-ben ugyanis mindössze 424 ezer euró tőkét fektettek be, melyből 100 ezer euró áramlott az induló és 324 ezer euró az érett vállalkozásokhoz. 2012-ben pedig csupán 85 ezer euróról számoltak be az EVCA szakértői, melyet teljes egészében az induló vállalkozások támogatására fordítottak (I11).

2013-ban a Bulgáriába összpontosuló kockázati tőke értéke óriási mértékű növekedést produkált, hiszen az előző évi 85 ezer euróról több mint 5 millió euróra emelkedett. Így Bulgária visszakerült az élenjáró első 5 ország közé, Magyarország, Lengyelország, Horvátország és Észtország mögött a kockázatitőke-befektetések vonatkozásában. A legnagyobb szerepet továbbra is az életciklusuk induló fázisában lévő vállalkozások játszották, ide érkezett 4,718 ezer euró, a maradék 380 ezer eurót pedig az érett vállalkozások támogatására használták (I01). Ehhez a növekedéshez hozzájárult a JEREMIE-program által nyújtott támogatási lehetőségek.

8.3. A KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK ALAKULÁSA LENGYELORSZÁGBAN

2009-ben a kockázatitőke-befektetések alacsony szinten álltak Lengyelországban a közép-kelet-európai régió többi országához viszonyítva. Ugyanis míg Lengyelországban az EVCA ebben az évben 634 ezer értékű kockázatitőke-befektetésről számolt be, addig Romániában ez az érték elérte a több mint 4 millió eurót, Csehországban pedig majdnem 30 millió euróval gazdálkodhattak. Az EVCA statisztikai kimutatása tovább részletezi, hogy a vállalkozások életciklusuk mely fázisában kapták a támogatást. Lengyelországban ebben az évben csupán az érett vállalkozások részesültek a 634 ezer euróból (I13).

2010-ben nem csupán az összegben következett be növekedés, hanem megváltozott a pénz eloszlása is, hiszen már nemcsak az érett fázisban lévő vállalkozások részesültek a tőkéből, hanem a befektetők a korai, induló fázisban lévő vállalkozásokra is felfigyeltek. Ennek köszönhetően 2,565 ezer euró a következőképp oszlott meg: 1,293 ezer euró érkezett az induló fázisban lévő vállalkozásokhoz, és 1,272 ezer euró az érett szakaszban lévőkhöz. Ezzel az értékkel azonban még mindig messze elmaradt a kockázatitőke-befektetések piacán Csehországtól (23,048 ezer euró), Magyarországtól (17,900 ezer euró) és Romániától (11,954) (I13).

2011-ben óriási növekedés következett be Lengyelország kockázatitőke-piacán, megelőzve ezzel az előző években előtte lévő országokat, kivéve Magyarországot. A több mint 26 millió euró értékű tőkével maga mögé utasította például Csehországot (10,523 ezer euró) és Romániát (4000 ezer euró) is. Egyedül Magyarországot nem sikerült megelőznie, ahonnan több mint 40 millió euró kockázati tőkéről számoltak be. A 26 millió euróból több mint 10 millió euró jutott az érett fázisban lévő, több mint 15 millió euró az induló és 483 ezer euró a fejlődésük legelején, magvető fázisban lévő vállalkozásokhoz (I11).

A 2011. évi kimagasló teljesítmény után 2012-ben jelentősen csökkent a kockázatitőke-befektetők hajlandósága Lengyelország tekintetében. Ez azonban az egész régióra elmondható, kivéve néhány országot, mint például Magyarországot, ahol a 40 millió euróról több mint 64 millió euróra emelkedett a befektetések értéke. Lengyelországban 9 millió euróra estek vissza a kockázatitőke-befektetések, viszont még így is meg tudta őrizni második pozícióját Magyarország mögött. 2012-ben kicsit nagyobb hangsúlyt kaptak az érett fázisban lévő vállalkozások (3,843 ezer euró), de nem sokkal maradtak le utána a korai, induló (2,522 ezer euró) valamint magvető (2,720 ezer euró) fázisban lévő vállalkozások sem (I11).

2013-ban több mint 15 millió euróra növekedtek a befektetések, jelezve az iparág erősödését. Továbbra is Magyarország mögött, a második helyen állt Lengyelország, de sikerült nagyon megközelítenie a magyar piacot, ahol is óriási visszaesés következett be. Az előző évi

64 millió euróról 17 millióra estek vissza a befektetések. Lengyelországban továbbra is az életciklusuk érett szakaszában lévő vállalkozásokra helyeződött a legnagyobb hangsúly, ezt követte a korai fázisban lévő vállalkozások támogatása majd a fejlődésük legelején lévő vállalkozásoké. Számszerűsítve ez a következőképpen nézett ki:

- érett életszakasz: 9,127 ezer euró
- korai, induló életszakasz: 4,946
- magvető életszakasz: 1,559 (I01).

A korábbi, 6. ábrán szemléltettük a fenti elemzést, vagyis a kockázati tőke alakulását Lengyelországban 2009 és 2013 között.

8.4. A KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK ÉRTÉKÉNEK ALAKULÁSA ROMÁNIÁBAN

2009-ben Románia a kockázati tőke-befektetések terén a közép-kelet-európai régióban Csehország után a második helyen állt, jelentős szerepet betöltve ez által a kockázati tőke-piacon. A több mint 4 millió értékű tőkéjével maga mögé utasította Bulgáriát (4,037 ezer euró) Észtországot (2,743 ezer euró) és Magyarországot (1,617 ezer euró) is. A legnagyobb szerepet Romániában a korai, induló fázisban lévő vállalkozások töltötték be, ide áramlott a tőke 99 százaléka, 4,1 millió euró, a maradék 1 százalék, 10 ezer euró pedig a magvető fázisban lévő vállalkozások indulását segítette (I13).

2010-ben a régió országainak többségéhez hasonlóan itt is óriási növekedés következett be a kockázati tőke-piacon, elérve a majdnem 12 millió eurót. Ez az összeg a harmadik helyhez volt elegendő, hiszen Csehországban továbbra is erős volt ez az iparág (23,048 ezer euró) és Magyarországon is jelentős növekedés következett be, itt pedig majdnem 18 millió értékű befektetésről volt szó. Ha a vállalkozások életciklusa szerinti megoszlást nézzük Romániában, ebben az évben az érett vállalkozások kapták a befektetések jelentős részét (10,050 ezer euró), és ezt követte az induló vállalkozások támogatása (1,094 ezer euró) (I13).

A 2010-ben bekövetkezett kimagasló teljesítmény után 2011-től azonban folyamatos csökkenést tapasztalhatunk, hiszen ekkor 4 millió euróra esett vissza a kockázati tőke-befektetések értéke Romániában, melynek eredményeként az ötödik helyre csúszott vissza. Megelőzte Magyarország (40,016 ezer euró), Lengyelország (26,461 ezer euró), Csehország (10,523 ezer euró) és Horvátország (5,625 ezer euró). A hangsúly továbbra is az érett szakaszban lévő vállalkozásokra helyeződött, olyannyira, hogy ők kapták a teljes 4 millió eurót (I11).

A csökkenő tendencia 2012-ben is folytatódott, ami az országok többségében szintén megfigyelhető volt. Romániában több mint 23 százalékos csökkenés következett be, és így az

előző évi ötödik helyről a hatodik helyre csúszott vissza. Magyarországnak, Lengyelországnak, Észtországnak, Csehországnak és Litvániának sikerült jobban teljesíteni, bár Csehországban is több mint 50 százalékos visszaesést figyelhettünk meg és Lengyelországban is 26 millió euróról 9 millióra zuhantak az értékek. A kicsit több mint 3 millió euró 2012-ben is az előző évhez hasonlóan teljes egészében az érett szakaszban lévő vállalkozásokat támogatta (I11).

2013-ban sajnos tovább csökkentek a kockázatitőke-források, és már a 3 millió eurót sem érték el. Ennek eredményeként Csehország és Lettország kivételével valamennyi régiós ország, ahol történtek kockázatitőke-befektetések, jobban teljesített, mint Románia. Magyarországon is csökkenés történt, hiszen 7 százalékkal estek a kockázatitőke-befektetések, ennek ellenére megőrizte vezető pozícióját a közép-kelet-európai országok között. A vállalkozások életciklusa szerinti megoszlásban azonban nem következett be változás, vagyis 2013-ban is az érett vállalkozások között oszlott meg a 2,9 millió euró (I01).

Az előző fejezetekhez hasonlóan a 6. ábrán mutatjuk be Románia kockázati tőke alakulását is 2009-2013 között. Ezen is jól látszik a 2010-es év kimagasló teljesítménye, és az utána következő drasztikus és folyamatosan tartó csökkenés.

9. JEREMIE-PROGRAM A VIZSGÁLT ORSZÁGOKBAN

9.1. JEREMIE-PROGRAM MAGYARORSZÁGON

9.1.1. A JEREMIE magyarországi indulása

Az Európai Unió Tanácsa annak érdekében indította el a kockázatitőke-programot hazánkban is, hogy csökkentse regionális szinten, valamint a társadalmi, gazdasági és területi egyenlőtlenséget a kibővült Európai Unióban. Ennek érdekében erősíteni kívánja a konvergenciát, a foglalkoztatást és a versenyképességet növelni és tartósan elősegíteni az egész Közösségben. Az EU és a Magyar Állam a többéves programok finanszírozása érdekében nyilvános pályázat során választja ki azokat a piaci szereplőket, melyek támogatják a hazai mikro-, kis- és középvállalkozások számára a jobb pénzügyi feltételekhez való jutást (GOP-2012-4.3/A).

A program elsődleges célja a hazai alacsony fejlettségű kkv szektor támogatása, nagy hangsúlyt fektetve a szektor magvető és növekedési szakaszában lévő vállalatokra. A pályázatok kiírását a Nemzeti Fejlesztési Ügynökség, a projekt megvalósítását a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. vállalta, aki többek között közvetítő szerepet tölt be az EU és az alapkezelő társaságok között. Az MV Zrt. juttatja el a forrásokat az alapkezelők felé, akik a befektetendő tőkét az arra alkalmas vállalkozások felé juttatják el. Az alapkezelők az így kapott források mellé magánforrásokat is bevonnak, mely tovább javítja a fejlődési lehetőségeket a szektorban (GOP-2012-4.3/A).

A programnak Magyarországon három alprogramja indult, a Mikrohitel program, Kezességvállalási program, és a mi szempontunkból fontos Kockázati tőke program. A Kockázati tőkének több alprogramja indult el hazánkban, különböző elnevezésekkel, mely sokszor félreértésre ad okot. A JEREMIE I. az Új Magyarország Terv részeként, az Új Magyarország Kockázati Tőke Program keretein belül, a JEREMIE II. III. és IV. pedig az Új Széchenyi terv alprogramja, az Új Széchenyi Kockázati Tőke Program.

Magyarországon 2014-ig tehát a JEREMIE kockázatitőke-programnak négy fajtája indult el különböző feltételű alprogramokkal. Vannak viszont olyan feltételek valamint kizáró körülmények, melyek minden pályázati kiírásnál megegyeznek. Ezekből szeretnénk kiemelni a legfontosabbakat. A tender teljesen kizárják azokat a Pályázókat, akik valamilyen csőd vagy felszámolási eljárás, valamint végelszámolás alatt vannak. Feltétel, hogy a Pályázók köztartozásmentesek legyenek, valamint olyanok sem kaphatnak támogatást, akik az Európai Bizottságnak valamilyen támogatás visszafizetésére vannak kötelezve. A pályázat során be kell mutatni a tényleges tulajdonosi struktúrát és az alapkezelők végső tulajdonosait, nagy hangsúlyt fektetve a végső tulajdonosi kontrollt gyakorló és az üzleti tevékenységből hasznot húzó sze-

mélyek ismertetésére. A pályázatokat megfelelő tartalommal, a kiírásnak megfelelő formában és hiánytalanul kell benyújtani a megadott paramétereknek megfelelően a pályázatot elbíráló szervezetnek (GOP-2012-4.3/A).

9.1.2. Új Magyarország Kockázati Tőke Program

Az Új Magyarország Kockázati Tőke Program pályázati kiírására 2009. augusztus 6-án került sor. A tendernek két alprogramja volt, melyek különböző lehetőségeket nyújtanak és feltételeket állítanak az alapkezelők elé. Minden olyan kockázatitőkealap-kezelő benyújthatta pályázatát, aki megfelelt a 2001. évi CXX. törvény XXXI/A. Tpt. 296/G.§ (1) bekezdésben megfogalmazott feltételeknek (GOP-2009-4.3/2).

A Közös Alap Alprogram létrehozásának legfőbb célja a korai és növekedési szakaszban lévő mikro-, kis- és középvállalati szektorban lévő vállalkozások tőkehelyzetének javítása. Kritérium, hogy a cégek Magyarország területén, a közép-magyarországi régió kívül rendelkezzenek székhellyel. A pályázat során több alapkezelő részesülhet a rendelkezésre álló 36,5 milliárd forintból különböző arányban. Az MV Zrt. és a magánbefektetők ennek érdekében közösen hoznak létre kockázatitőke-alapot. A Társaság a Közös Alap által forgalomba hozott tőkejegyekből a névérték 70%-ig részesülhet. Az MV-nek az egy alaphoz való hozzájárulása kizárólag 700 millió forinttól 5 milliárd forintig terjedhet, a futamidőt pedig 10 évben határozták meg (GOP-2009-4.3/2).

Az Új Magyarország Kockázati Tőke Program másik Alprogramja a Co-investment, melynek célja megegyezik az előzővel. Az ok, mely miatt külön alprogramot hirdettek meg abban rejlik, hogy kizárólag a közép-magyarországi régióban székhellyel rendelkező vállalkozások vehetnek részt a finanszírozásban. A Co-investment program során 4 milliárd forint értékű tőkealap-jegy kerül kibocsátásra. Ez 100%-ban az MV Zrt. tulajdonába kerül, másoknak nincs lehetőség a jegyek vásárlására. A megengedett arány, melyben a Co-investment Alap részesedhet a kockázatitőke-befektetésekben 70% lehet. A pályázati kiírást és az ezzel járó 4 milliárd forintot kizárólag egy alapkezelő nyerheti meg. A rendelkezésre álló futamidő ebben az esetben is 10 év (KMOP-2009-1.3.3/2).

A legmegfelelőbb alapok kiválasztása egy scoring táblázat alapján történt, mely különböző szempontok szerint osztályozta a pályázókat. Az összesített eredmények alapján került sor a nyertesek kiválasztására. A végeredményt a Nemzeti Fejlesztési Ügynökség 2009. október 9-én hirdette ki. A tájékoztatás szerint a hazai kkv szektor esélyeinek javítását összesen nyolc alapkezelő kezdhette meg, akiknek mintegy 44,5 milliárd forint állt rendelkezésükre. Ebből az összegből mintegy 13 milliárd forint magánbefektetői forrásokból származik, amely

ezzel elérte a pályázati kiírásnak megfelelő 30%-os elvárást. A maradék 31,5 milliárd forint magyarországi állami és az Európai Unió forrásából származik (Karsai, 2013b).

A 6. táblázatban az Új Magyarország Kockázati Tőkeprogram nyertes pályázóiról kapunk információt. Látható, hogy mekkora az általuk elnyert forrás és kezelt alap mérete.

6. táblázat: A magyarországi JEREMIE alapok főbb adatai

Alapkezelő neve	Alap neve	Elnyert forrás (millió Ft)	Alap mérete (millió Ft)	Konstrukció típusa	Alapkezelő vezetője
<i>Biggeorge's-NV Equity</i>	Biggeorge's-NV Equity Első Kockázati Tőkealap	2800	4 000	Közös Alap	dr. Zsembery Levente
<i>Central Fund</i>	Centech Új Magyarország Kockázati Tőkealap	3500	5 000	Közös Alap	Varga Zoltán
<i>DBH Investment</i>	DBH Investment Kockázati Tőkealap	3500	5 000	Közös Alap	dr. Erdei Sándor
<i>Euroventures</i>	Euroventures IV Kockázati Tőkealap	4000	4 000	Co-investment	Tánczos Péter
<i>Finext Startup</i>	Finext Stratup Kockázati Tőkealap	5000	7 360	Közös Alap	Futó Gábor
<i>Morando</i>	Morando Kockázati Tőkealap	4550	6 506	Közös Alap	Gansperger Gyula
<i>PortfoLion</i>	OTP Kockázati Tőke Alap I.	3800	6 800	Közös Alap	dr. Oszkó Péter
<i>Primus Capital</i>	Primus III. Kockázati Tőkealap	4340	6 200	Közös Alap	Bruckner Zoltán

Forrás: Papp, 2012 (I27)

A JEREMIE-program eredményességét a magyarországi kkv-szektor szereplői, a befektetők és a kormányzati döntéshozók is figyelemmel kísérik. Ezt a jellemzőt nemcsak a befektetés óta elért teljesítménnyel lehet mérni, hanem azzal is, hogy a kockázatitőke-befektetőknek a társaságokból történő kiszállás milyen hozammal jár, mennyire lesz sikeres és a befektetők milyen mértékű nyereséget tudnak realizálni. Az első sikeres exitre 2012 júniusában került sor, melyet a PortfoLion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. valósított meg. 2010-ben a kockázatitőke-társaság a Cryo Management Kft.-be 220 millió HUF értékben fektetett be kockázati tőkét. Sikeresége a befektetésnek egyértelműen kiderül abból, hogy az exit során a svéd VitroLife AB vállalat 5 millió euró értékű ajánlatot tett a Cryo megvásárlására (Lovas-Rába, 2013).

A JEREMIE alapoknál figyelembe kell venni, hogy a befektetések nagy része az innovatív, kisméretű és korai fázisban lévő vállaltok felé irányult, akik leginkább forráshiányban szenvedtek. Amikor ezeknek az alapoknak a portfólióját vizsgáljuk több szempontot is figye-

lembe vesszünk. Az egyik ilyen nézőpont az, hogy a befektetések milyen ágazat felé irányulnak, mely a 7. táblázatban jól megfigyelhető. Egyértelműen látható, hogy a legtöbb tőke 2010 és 2011 között az informatika és az elektronikai iparág felé irányul. Ezt követi a biotechnológia fejlesztését finanszírozó támogatások. Az összes iparág közül ez a két iparág a befektetésnek értékének közel 63%-át teszi ki. Ugyanez a rangsor figyelhető meg a befektetések darabszámát tekintve, viszont itt 55%-os a megoszlási arány (I27).

7. táblázat: A JEREMIE alapok befektetéseinek iparági megoszlása

Iparág	2010-2011		2011		Átlagos befektetés (m Ft)
	összeg (m Ft)	db	összeg (m Ft)	db	
<i>Biotechnológia</i>	1930,3	6	1135,3	3	322
<i>Energetika</i>	212,5	1	0	0	213
<i>Építésmérnöki tevékenység</i>	44	1	0	0	44
<i>Feldolgozóipar</i>	543,6	3	30	1	181
<i>Humán-egészségügyi ellátás</i>	200	1	200	1	200
<i>Informatika, elektronika, telekom</i>	2891,3	18	5140,3	15	327
<i>Ingatlanügylek</i>	300	1	300	1	300
<i>Járműgyártás</i>	265	1	265	1	265
<i>Kiskereskedelem</i>	438	1	438	1	438
<i>Nagykereskedelem</i>	707,9	2	0	0	354
<i>Orvosi műszergyártás</i>	150	1	150	1	150
<i>Pénzügyi közvetítés</i>	15	1	15	1	15
<i>Reklámszolgáltatás</i>	300	2	110	1	150
<i>Szolgáltatást támogató tevékenység</i>	370	2	0	0	185
<i>Szórakoztatás, szabadidő</i>	815	2	400	1	408
<i>Üzletvezetési tanácsadás</i>	79	1	0	0	78
Összesen	12261,6	44	8183,6	27	279

Forrás: Papp, 2012 (I27)

A másik vizsgálati szempont a portfólió elemzés során az, hogy a JEREMIE finanszírozta befektetések az ország területén belül milyen régió felé áramlanak. Ezt figyelhetjük meg a 8. táblázatban. 2010 és 2011 között a legtöbb kockázati tőke-befektetés darabszámban a program keretein belül a közép-dunántúli régió felé irányult, viszont ez nem mondható el a befektetések értékére vonatkozóan. A finanszírozás összértéke a vizsgált két évben 12261,6 millió Ft, melyből az észak-magyarországi régió kapta a legtöbb támogatást, összesen 2655 millió Ft-ot. Úgy gondoljuk, hogy Magyarországnak az a területe kapta a legtöbb befektethető tőkét, ahol leginkább szükség van a fejlesztésre és az életszínvonal javítására (I27).

8. táblázat: A JEREMIE alapok befektetéseinek regionális megoszlása

Régió	2010		2011		2010-2011	
	összeg (m Ft)	db	összeg (m Ft)	db	összeg (m Ft)	db
Dél-Alföld	212,5	1	750	2	962,5	3
Dél-Dunántúl	123	2	1070	3	1193	5
Észak-Alföld	1071	4	970,3	3	2041,3	7
Észak-Magyarország	1171,5	3	1483,5	6	2655	9
Közép-Dunántúl	1045	5	1355	5	2400	10
Közép-Magyarország	235	1	1170	4	1405	5
Nyugat-Dunántúl	220	1	1384,8	4	1604,8	5
Összesen	4078	17	8183,6	27	12261,6	44

Forrás: Papp, 2012 (I27)

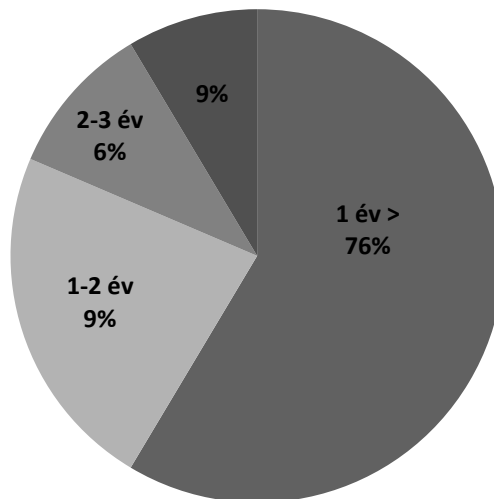
A Magyarországon megvalósult JEREMIE-program során érdemes megvizsgálni a befektetési politikát is, hiszen nagyon sok információt hordoz magában, adattartammal rendelkezik a versenytársak, piaci szereplők számára. Ennek szemléltetésére Lovas Anita és Rába Viktória tanulmányában szereplő táblázatot választottuk (9. táblázat), mely részletesen bemutatja az általunk is fontosnak tartott információkat az alapkezelőkről. A befektetések nagy része korai fázisú, expanzív szakaszban lévő vállaltok felé irányulnak. A Primus Capital és a Finext Startup alapok céljai között szerepel, hogy a támogatott vállalkozások nyissanak a külföldi piacok felé, képesek legyenek a külgazdasági megjelenésre, ezen túl pedig a külföldi terjeszkedésre. Az alapkezelők leginkább az innovatív, nagy növekedési potenciállal rendelkező és egyedi termékeket előállító társaságok felé fordulnak abból a célból, hogy ott nyereségre tegyenek szert. A befektetők egyik ágazatot sem zárták el a támogatás lehetőségétől, viszont azt már a korábbi 7. táblázatból is láthattuk, hogy a legtöbb tőke az informatika és a biotechnológia területére áramlott (Lovas-Rába,2013). Ez véleményünk szerint teljesen érthető, hiszen ezek azok az ágazatok, melyben a legtöbb fejleszthetőség, lehetőség van. Ellenben azt is látnunk kell, hogy talán ez az a két ágazat, ahol a legnagyobb a kockázat, hiszen itt a legköltségesebb a fejlesztés és itt található meg a legtöbb versenytárs is a piacon. A JEREMIE-program révén létrejövő kockázatitőke-alapok a befektetésektől 20 százalék feletti hozamot várnak el.

9. táblázat: JEREMIE I. alapok befektetési politikája

Alap	Tipikus befektetési méret (m FT)	Elvárt hozam	Iparági fókusz	Egyéb befektetési fókusz	Részesedés a befektetésben
<i>Biggeorge's-NV Equity</i>	200 – 205	25%	egészségügy, biotechnológia, informatika, alternatív energia, energetika	érettebb, néhány százmilliós árbevételű projektek és korai fázis is	többségire törekvés
<i>Central Fund</i>	200 – 300	n. a.	egészségügy, IT, telekommunikáció	magas növekedésű potenciállal rendelkező, időben piacra lépő vállalkozások, érettebb fázisban lévő vállalkozások is	többségire törekvés (min 25%+1)
<i>DBH</i>	250 – 300	30%	ICT, egészségügy, biotechnológia, ipari gyártás	magas hozzáadott értékű, technológia-intenzív iparágak	kisebbség, többség egyaránt
<i>Euroventures</i>	250 – 300	n. a.	nem koncentrálnak iparágakra, eddig IT, egészségügy K+F	nagy hozzáadott értékkel rendelkező iparágakból	jellemzően kisebbségi
<i>Finext Startup</i>	400	n. a.	informatika, okostelefonalkalmazások, biotechnológia, egészségügy, alternatív energia	vállalkozások, amelyek készek külgazdasági megjelenésre, nemzetközi terjeszkedésre	kisebbség, többség egyaránt (25-75%)
<i>Morando</i>	300 – 350	22%	megújuló energiaforrások, FMVG termékek, IT, telekommunikáció	már működő termékkel és/vagy szolgáltatással rendelkező vállalkozások, nem kifejezetten start-up cégek	többségi
<i>PortfoLion</i>	250 – 300	n. a.	informatika, biotechnológia, környezetvédelem, megújuló energiaforrások, élelmiszeripar	innovatív és egyediséggel rendelkező üzleti lehetőségek	min. 25%+1 nem célja a többségi
<i>Primus Capital</i>	300	n. a.	IT/szoftver, biotechnológia, zöldenergia/energiahatékonyság, szolgáltatások	külföldi piacok felé is nyitni akaró vállalkozások	kisebbség, többség egyaránt

Forrás: Lovas-Rába, 2013

Az utolsó vizsgálati szempont a magyarországi JEREMIE-program befektetéseit illetően az, hogy valóban innovatív, induló szakaszban lévő vállalkozások részesültek-e a támogatásban. A 7. ábra megmutatja azt, hogy a befektetések 76 százaléka egy évnél nem fiatalabb vállalkozások finanszírozásában valósult meg, valamint az is gyakori, hogy a kockázatitőke-társaság és az induló vállalkozás közösen hoztak létre a céget. Azoknak a cégeknek az aránya, akik már három éve a piacon vannak, csupán 9 százalék, ezen túli befektetések pedig három évnél idősebb vállalatok finanszírozásában valósultak meg.



**7. ábra: A Jeremie I. alapok befektetéseinek megoszlása
a befektetési életkor szerint (befektetések száma alapján 2012.12.31-ig)**

Forrás: Lovas-Rába, 2013

9.1.3. Új Széchenyi Kockázati Tőke Program

Az Új Széchenyi terv alprogram keretein belül meghirdetésre került egy újabb, a kockázati tőke-beruházást finanszírozó Új Széchenyi Kockázati Tőke Program. Ennek köszönhetően három programot hirdettek meg 2012. júniusban, 2013. áprilisban és júniusban.

A Közös Magvető Alap alprogram célja szintén a magvető-és induló szakaszban lévő, innovatív vállalatok tartós forrásokkal való finanszírozása. A támogatáshoz az MV Zrt. és a magánbefektetők által létrehozott közös kockázati tőke-alap útján jutnak a kiválasztott vállalkozások. A program sikereiben azok a cégek részesedhetnek, akik Magyarország területén székhellyel rendelkeznek és nem a közép-magyarországi régióban helyezkednek el. Ez a pályázat a korábbiaktól eltérően arra is lehetőséget ad, hogy az Európai Gazdasági Térség területén székhellyel rendelkező és Magyarországon fióktelepet működtető mikro-és kisvállalkozások tőkehelyzete is javuljon (GOP-2012-4.3/A).

A pályázat benyújtásának az is feltétele, hogy olyan kedvezményezettek számára nyújtható a tőke, akik a cégjegyzéki adatok alapján 3 éven belül kerültek megalapításra és az éves árbevételük egyik évben sem haladta meg a 200 millió forintot. Az alapok futamideje egységesen 10 év. A Közös Magvető Alapnál kikötés, hogy 12 hónap befektetési idő alatt egy kedvezményezettbe maximum 150 ezer eurónak megfelelő összeg fektethető, valamint pénzkölcsön formájában követhet további 150 ezer euró (GOP-2012-4.3/A).

A magvető-és induló vállalatok finanszírozására a Közös Magvető Alap alprogram keretében összesen 6 milliárd forint áll rendelkezésre 2011-2015 között. Ebből az összegből összesen 4 alap részesülhet fejenként 1,5 milliárd forint értékben (GOP-2012-4.3/A).

A Közös Növekedési Alap alprogram keretében három pályázatot is meghirdettek, melynek területi feltételei megegyeznek a fentiekben bemutatottakkal. A két program között azonban több különbség is fellelhető. Ez az alprogram elsődlegesen a növekedési szakaszban lévő, innovatív vállalatok finanszírozását célozza meg. A program keretében 16 tőkealap létrehozása lehetséges. A kedvezményezettekre vonatkozóan más feltételeket fogalmaztak meg az előzőekhez képest. Itt olyan növekedési szakaszban lévő vállalatok juthatnak tartós forrásokhoz, melyeknek a cégnyilvántartásba vétele nem haladta meg az 5 évet, valamint az éves árbevétele egyik évben sem érte el az 5 milliárd forintot. Itt a 12 hónapos időszakban maximum 2,5 milliárd euró folyósítható, mely többször megismételhető (GOP-2013-4.3/B).

A 10. és 11. táblázat azokat a sikeres kockázati tőke-alapokat tartalmazzák, melyek eleget tettek a pályázati kiírásnak.

10. táblázat: A magyarországi JEREMIE II. alapok főbb adatai

Új Széchenyi Kockázati Tőke Program (Közös Magvető Alap GOP-2012-4.3/A - Közös Növekedési Alap - GOP-2012-4.3/B)		
Alapkezelő	Alap	Alap mérete (millió Ft)
Bonitás Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Bonitás Kockázati Tőkealap	6 500
Első Magyar Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Conor Seed Capital Kockázati Tőkealap	2 150
Core Venture Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Core Venture Közös Magvető Kockázati Tőkealap	2 145
Kaeros Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Kairos Magvető Kockázati Tőkealap	2 143
	Kairos Növekedési Kockázati Tőkealap	6 429
New York Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	New York Kockázati Tőkealap	4 300
Prosperitás Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Prosperitás Profit Közös Növekedési Kockázati Tőkealap	6 430
	Prosperitás Proseed Közös Magvető Kockázati Tőkealap	2 150
Venturio Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Venturio 2013. Kockázati Tőkealap	4 411,76
Finatech Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. (korábban: X-Tech Capital)	Finatech I. Kockázati Tőkealap (korábban: X-Tech I.)	4 288

Forrás: MV Zrt. (I24)

11. táblázat: A magyarországi JEREMIE III. és IV. alapok főbb adatai

Új Széchenyi Kockázati Tőke Program (Közös Növekedési Alap - GOP-2013-4.3/B; GOP-2013-4.3/B/2)		
Alapkezelő	Alap	Alap mérete (millió Ft)
Alliance Jura-Hongrie Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	AJH Növekedési Kockázati Tőkealap	4286
Core Venture Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Core Venture Közös Növekedési Kockázati Tőkealap	4290
Dinamo Ventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Dinamo Ventures Kockázati Tőkealap	4285,72
Garangold Investment Befektető Zrt.	Garangold Kockázati Tőkealap	4300
Gran Private Equity Zrt.	GRAN Kockázati Tőkealap	4300
Hemisphere Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Hemisphere Kockázati Tőkealap	4300
PBG FMC Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	PBG FMC Tőkealap	4300
Perion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Perion 2013. Kockázati Tőkealap	4411,76
Tőkepartner Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Tőkepartner Kockázati Tőkealap	4300
Valor Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Valor Capital Közös Zártvégű Kockázati Tőkealap	4286

Forrás: MV Zrt. (I24)

9.1.4. A JEREMIE-program eredményessége Magyarországon

A pénzügyi és gazdasági válság egyaránt arra készítette az országok kormányzatait, hogy nagyobb érdeklődést mutassanak a kockázati tőke-piac működése és állami eszközökkel történő támogatás iránt annak érdekében, hogy minél gyorsabban és minél kevesebb veszteséggel lábbaljanak ki a krízishelyzetből. A magyar állam kezdetben közvetlen módon próbált részt venni a kockázati tőke-piac fejlesztésében. Ez az jelentette, hogy az állami tulajdonban lévő befektetési alapok egyéni elbírálás alapján, közvetlen módon fektettek be tőkét az általuk kiválasztott cégekbe. Az ilyen fajta beruházásoknál azonban a hozamelvárás és a kilépési gyakorlat messze elmaradt a kockázati tőke-piacon elvártaktól, így ez sokkal inkább hitelnyújtásnak, mintsem visszatérítendő támogatásnak minősült. A közvetett állami segítségnyújtás már sokkal inkább alkalmazkodik a kockázati tőke-piacon megszokottakhoz, ugyanis kockázati alapkezelőket bíznak meg a támogatandó cégek kiválasztásával. Itt cél a profitorientáltság, munkahelyek teremtése, fejlesztő beruházások létesítése (Karsai, 2013a). A régióban elsőként Magyarország kapott engedélyt arra, hogy az Európai Unió által támogatott JEREMIE alapokat hozzon létre. A magyar kormány ily módon kívánta közvetett módon elősegíteni azt, hogy a kockázati tőke-alapok magánszektorbeli befektetői az általuk preferált vállalkozások felé forduljanak. Az elsődleges cél a kis- és középvállalkozások finanszírozása, elsősorban a nagy

növekedési potenciállal rendelkező cégek támogatása. Ez a törekvés tehát állami és magán-szektorbeli befektetések által valósult meg (Karsai, 2013a).

A JEREMIE által megvalósított kockázati tőke-program eredményességét nehéz előre megbecsülni, de a rendelkezésre álló adatok jó eredményeket mutatnak. A felhasználást illetően mindenképpen pozitívnak véljük, hogy visszatérítendő támogatásról beszélünk, úgy gondoljuk, hogy a befektető számára ez motiváló tényező. Ez természetesen elősegíti az elvárások teljesítését, valamint a hazai kkv szektor versenyképességének javítását.

Összegezve elmondhatjuk, hogy a magyarországi JEREMIE-program során 28 tőkealap jött létre, melyből 23 Közös Növekedési alap, 4 Közös Magvető alap, 1 pedig Co-investment alap. A kockázati tőke-program első felvonásánál mintegy 37 milliárd forintot helyeztek ki 88 portfóliócégre vonatkozóan, míg a JEREMIE II-IV. programoknál 2014. március 31-ig 6,66 milliárd forint került kihelyezésre összesen 30 portfóliócég számára. Iparági megoszlást figyelembe véve egyértelműen az informatika és a biotechnológia területén valósultak meg a legnagyobb mértékű beruházások (I28). A JEREMIE-program keretein belül a magvető vállalkozások intézményes finanszírozása azért is jelentős, mivel a magyar piacról hiányoztak a szervezett formában történő befektetések. A program kockázati tőke eloszlását a 12. táblázat is jól mutatja, mely részletezi azt is, hogy hogyan oszlottak meg a források a befektetők típusa szerint Magyarországon (Karsai, 2013b).

12. táblázat: A JEREMIE kockázati tőke-program tervezett forrásai a befektetők típusa szerint Magyarországon 2009-2015

	Felhasználásra rendelkezésre álló időszak	Alapok száma (db)	Állami forrás (Mrd Ft)	Magánforrás (Mrd Ft)	Összes forrás (Mrd Ft)
JEREMIE I.	2009-2013	8	31,5	13	44,5
JEREMIE II.	2011-2015	10	28,5	12	40,5
JEREMIE III.	2013-2015	8	24	10	34
JEREMIE IV.	2013-2015	2	6	3	9
JEREMIE I.-IV.	2009-2015	28	90	38	128

Forrás: Karsai, 2013b

A JEREMIE alapoknak köszönhetően jelentős változás következett be a korábbi gyakorlathoz képest, ugyanis ugrásszerűen megnövekedett az induló és növekedési szakaszban lévő olyan beruházások száma, melyet kockázati tőkével finanszíroznak. Ennek köszönhetően tekintélyes mennyiségű magánbefektetői forrás áll rendelkezésre a korai szakaszban lévő vállalatok fejlesztésére (Karsai, 2013b). Véleményünk szerint ez mindenképpen pozitív és arra ad lehetőséget, hogy Magyarországon is kialakuljon olyan vállalati szektor, mely fel tudja venni a versenyt sikeres nemzetközi társaival. A folyamatos támogatások, illetve a fejlesztési

lehetőségek mellett úgy gondoljuk akár az országon belüli rivalizálás a cégek között elősegítheti mind a kockázatitőke-ipar, mind a kkv szektor sikerességét.

A JEREMIE-program bevezetése és újdonságtartalma miatt tapasztalatlanság volt érezhető mind a hatóságok és a vállalkozások részéről is. Ennek hatására a pályázatok nagy része hibásan lett benyújtva, nem tettek eleget a kiírt feltételeknek. Az eredményhirdetést többször elhalasztották, a pontozások során a szóbeli prezentációkat fontosabbnak tartották, a zsűritagokat pedig gyakran cserélték (I29). Véleményünk szerint ezek az elmaradások és pontatlanságok valóban arra engednek következtetni, hogy a JEREMIE egy olyan közegben indult el, ahol nem voltak kellőképpen megalapozva és előkészítve a pályázati és hozzájutási feltételek. Mivel lassan lejár a befektetési időszak, ezért a kockázatitőke-befektetőknek törekedniük kell arra, hogy befektessék a kapott támogatást. Ennek megvalósítása miatt felmerül a kérdés, hogy a befektetők hajlandóak-e nagyobb kockázatot vállalni.

Az elindult JEREMIE-programnak a magyar gazdaságra tekintve egyaránt vannak pozitív és negatív hatásai. Pozitív hatások közé tartozik, hogy a JEREMIE-nek köszönhetően megnövekedett az induló, korai fázisban lévő, innovációra képes vállalkozásokba befektethető tőke kínálat aránya. Ezeket a forrásokat az Európai Unió támogatásain túl a magyarországi vagyonos befektetők is növelik. A fentiekben már leírt kezdeti nehézségek jó tanulópénzként szolgáltak, a már újonnan alakuló alapkezelők a tapasztalatok alapján magabiztosan képesek kialakítani tevékenységüket, és kevesebb nehézséggel kell szembenézniük. A JEREMIE-programnak köszönhetően a kockázati tőke egyre szélesebb körben terjed. Számos tanulmány foglalkozik napjainkban, az eddig elért eredményekkel, a hazai kockázatitőke-törvények is folyamatosan fejlődnek, aktualizálódnak, valamint több javaslatcsomag is napvilágot lát az adóztatás hatékony megvalósulása miatt.

Negatív hatások között elsőként a függőséget emelnénk ki. A JEREMIE-program, mint ahogy azt már többször említettük, EU-s finanszírozás által valósult meg, kis százalékban függ a hazai intézményi befektetőktől. Ebből kifolyólag, ha az Európai Unió megvonja ezt a támogatási formát az komoly gondokat jelenthet a kockázatitőke-ágazatban. Beleértve itt természetesen a támogatott vállalkozások körét és az esetleges munkahelyek elvesztését is. A befektetésekre a rendelkezésre álló időkeret viszonylag szűk, nehéz megvalósítani úgy a beruházásokat, hogy azok az elvárt hasznot hozzák. A pályázatok sokszor nem kellőképpen átláthatóak, sok benne a kérdéses rész. Ez azt eredményezheti, hogy sok a hibásan benyújtott pályázat, melynek korrigálására nincs lehetőség, és így olyan kockázatitőke-alapok eshetnek el a pályázati pénzek megnyerésétől, akik hasznosan tudnák azt felhasználni (I29).

Véleményünk szerint mindkét oldal állításaiban van igazság. Úgy gondoljuk azonban, hogy a JEREMIE-program indulása óta eltelt idő, a hazai és a nemzetközi tapasztalatok hozzájárulhatnak ahhoz, hogy stabil kockázati-tőke-piac alakuljon ki Magyarországon. A befektetett tőke hozzájárul új munkahelyek teremtéséhez, valamint a hazai kkv szektor versenyképessége és az ezzel párhuzamban lévő állami versenyképesség is jelentős fejlődésnek néz elébe. Az Európai Unió által biztosított források elzárása nemcsak hazánknak, hanem a régió országai számára is nagy veszteséget jelentene, ezáltal nem egyéni lenne a visszaesés és az ezzel járó színvonal csökkenése.

9.2. JEREMIE-PROGRAM BULGÁRIÁBAN

A Bulgáriában működő JEREMIE- program bemutatásához a JEREMIE BULGÁRIA angol nyelvű honlap nyújtott számunkra segítséget. Az itt megtalálható adatok, információk biztosították számunkra a téma feldolgozásához szükséges adatokat (I30). Ebben az alfejezetben kicsit általánosabban mutatjuk be a Bulgáriában is futó programot. Ezt követően a három alprogram (Garancia, Mikrohitel, Kockázati Tőke) közül a minket érintő Kockázati Tőkét vizsgáljuk. Végezetül néhány friss, aktuális adatot, információt ismertetünk.

Bulgáriában a JEREMIE Strukturláts Alap (JSA) finanszírozása két oldalról valósul meg. Egyrészt az Európai Regionális Fejlesztési Alap által, másrészt — társfinanszírozásként — 15 százalékban az állami költségvetés által az úgynevezett „A Bolgár Gazdaság Versenyképességének Fejlesztése 2007-2013” Operatív Program keretein belül. Az állam célja, hogy a programban elkülönített hozzájárulásokkal, a nemzeti hozzájárulást is beleértve, mely 199 millió Euró JEREMIE kezdeményezések támogatására, elősegítsék a kis-és középvállalkozások pénzügyi forrásokhoz való jobb hozzáférést.

2010. április 29-én a bolgár állam aláírta a Módosított Szerződést, letéve a JEREMIE kezdeményezések végrehajtásának alapjait. A szerződés részét képezi az a befektetési stratégia, mely a JEREMIE keretein belüli kezdeményezésekre vonatkozik. A Program létrehozásakor célul tűzték ki a megfelelő egyensúly kialakításának támogatását saját és idegen tőke között, megteremtve ezzel a pénzügyi instrumentumok keresleti és kínálati oldala között is az egyensúlyt. Saját tőke oldalon a kezdeményezés a pénzügyi lehetőségek széles skáláját kínálja a vállalkozások teljes életciklusára: két lehetőség is adott a vállalkozások tervezési és kezdő szakaszában. A Kockázati Tőke Alap támogatja a kezdeti növekedési fázisban lévő vállalkozásokat, és természetesen az életciklus érett szakaszában lévő vállalkozások is megtalálhatják a számukra alkalmas és megfelelő finanszírozási lehetőségeket. Idegen tőke oldalról a kezdeményezés a Garancia Programon keresztül támogatja a kis-és középvállalkozásokat. Ennek

célja, hogy a kis-és középvállalkozások alacsonyabb költségek és kamatláb mellett jussanak kölcsönhöz. A Finanszírozási Eszközöknek és a nyilvános alapoknak (199 millió euró) köszönhetően körülbelül 563 millió euró áll rendelkezésre a kis-és középvállalkozások támogatására tőkebefektetések és kölcsönök által. 2010 és 2011-ben a következő pénzügyi instrumentumokat indították el:

- Kockázati Tőke Alap: 30 millió euró (70 százalékos JSA hozzájárulás)
- Növekedési Tőke Alap: 60 millió euró (50 százalékos JSA hozzájárulás)
- Mezzanine Alap: 60 millió euró (50 százalékos JSA hozzájárulás)
- Garancia: 392 millió euró (78,4 millió JSA hozzájárulás)
- EASFI: 21 millió euró (100 százalékos JSA hozzájárulás)

Az innovatív mikro-, kis- és középvállalkozásoknak a technológiai szektorban életciklusuk kezdeti, valamint növekedési fázisában számtalan nehézséggel kell szembenézniük. Ezek közé sorolható például, hogy megfelelő befektetőt találjanak életciklusuk ezen szakaszában, aki segítené fejlődésüket, növekedésüket, hiszen ekkor még számtalan kockázattal kell számolnia a vállalkozásnak és a befektetőnek is. A Kockázati Tőke Alap pontosan ilyen vállalkozások számára biztosít tőkét, annak érdekében, hogy elősegítse és támogassa az innovációt és ösztönözze a tudás-alapú gazdaságot.

Bulgáriában a Kockázati Tőke Alap számára, a JEREMIE-program keretén belül megállapított összeg: 21 millió euró, melyhez társul még egy legalább 30 százalékos magántőke befektetés. Így a teljes tőke elérheti a 30 millió eurót, melyet korai fázisban lévő vállalkozásokba fektetik. Néhány fontosabb információ:

- A tőke befektetési periódus: 2013 végéig le kellett zajlania
- Maximálisan befektethető tőke: maximum 1,5 millió euró

Néhány alkalmassági feltétel:

- A jelentkezőnek kkv kategóriába kellett tartozni
- Néhány iparágban tevékenykedő vállalkozásba egyáltalán nem lehetett befektetni, továbbá néhány befektetést korlátoztak bizonyos iparágban tevékenykedő vállalkozások vonatkozásában. Ezek a következők: fegyvergyártás-és kereskedelem, szerencsejáték, dohányipar, emberi klónozás, génmódosított organizmusok iparága.

A JEREMIE Kockázati Tőke Program keretében létrejött új tőkealappal tehát a 30 millió eurót célozták meg. Az alap elsősorban az információs technológiára, a zöld energiára és a

biotechnológiára koncentrált, továbbá előnyben részesített minden olyan iparágat, mely nagy növekedési potenciállal rendelkezett. A befektetések értéke 0,5-1,5 millió euró között mozogtak éves szinten, vállalatonként maximum 4,5 millió euróval számolva.

9.3. JEREMIE-PROGRAM LENGYELORSZÁGBAN

A Lengyelországban működő támogatási rendszer feldolgozása során Damian Walczak tanulmányát vettük alapul.

Az Európai Bizottság szabályaival összhangban Lengyelország is a 13. táblázatban lévő három kategóriát használja a vállalkozások méretének megállapításához. Ennek megfelelően beszélhetünk mikro-, kis-, és középvállalkozásokról. A kategóriákba 3 feltétel teljesítésével sorolják be az egyes vállalkozásokat. Vizsgálják az alkalmazottak átlag létszámát évente, az éves forgalmat és a mérlegfőösszeget.

13. táblázat: Vállalkozások minősítése

Kategória	Alkalmazottak átlag létszáma évente	Éves forgalom	Mérlegfőösszeg
<i>Mikro</i>	<10	≤ 2 millió euró	≤ 2 millió euró
<i>Kis</i>	<50	≤ 10 millió euró	≤ 10 millió euró
<i>Közép</i>	<250	≤ 50 millió euró	≤ 43 millió euró

Forrás: Damian Walczak: New Possibilities of Supporting Polish SMEs within the Jeremie Initiative Managed by BGK, 2013

A Lengyelországban működő vállalkozások hozzávetőlegesen 99,8 százaléka a kis- és középvállalkozások szektorába tartozik. A 2008-ban kezdődő gazdasági világválság Lengyelországban is negatívan érintette ezeket a vállalkozásokat. Míg 2008-ban 1,86 millió vállalkozás tevékenykedett ebben a szektorban, 6,62 millió embert foglalkoztatva, 2011-ben már csak 1,78 millió vállalkozás foglalkoztatott 6,33 millió munkavállalót. A lengyel kis-és középvállalkozások az ország GDP-nek 50 százalékát adták 2011-ben, az egyes kategóriák vonatkozásában pedig a következőképpen oszlott meg ez az 50 százalék: 29,6 százalék a mikro, 7,7 százalék a kis és 10,4 százalék a középvállalkozásoktól származott. A többi európai országhoz hasonlóan Lengyelországban is fontos szerepet játszanak tehát a kis-és középvállalkozások, így nagyon fontos szerepet kap a pénzügyi támogatásuk, kezdeti nehézségeik könnyítése. Ezt a célt szolgálja a JEREMIE kezdeményezés, melyet Lengyelországban nem Európai Unió forrásból finanszíroznak, hanem a Regionális Operatív Programból származó tőkét használják fel erre, melyet a vállalkozások fejlesztésére szántak a 2007-2013-as időszakban. Ezáltal Lengyelország az egyetlen az Európai Unióhoz akkor újonnan csatlakozott országok közül, mely

úgy döntött, hogy regionális szinten finanszírozza és valósítja meg a JEREMIE kezdeményezéseket.

A Krajowego Gospodarstwa Bank (KGB) az egyetlen olyan bank Lengyelországban, mely 100 százalékból a lengyel Pénzügyminisztérium irányítása alatt áll, és amely megvalósítja a kkv-k pénzügyi támogatására kidolgozott programokat, beleértve a JEREMIE-programot is.

Elsődlegesen ezek a kezdeményezések azoknak a mikro-, kis- és középvállalkozásoknak szólnak, akik

- számára nehézséget jelent külső finanszírozási forráshoz jutni,
- életszakaszuk korai, kezdeti fázisában vannak
- jelen vannak a piacon és még nem voltak hitelek, tehát saját forrásaikat használják, és nem akarnak, vagy nem tudnak külső forráshoz jutni
- nem birtokolnak megfelelő biztosítékokat.

Először is a JEREMIE-program keretében Lengyelországban is különböző pénzügyi eszközöket kínálnak a vállalkozások számára, mint például a kedvezményes hitel konstrukciók, garanciális eszközök, tőkenyújtás.

Másodszor a KGB kínál a vállalkozások számára konkrét finanszírozási termékeket a következő formában, mint a garancia lehetőség, hitel/kölcsön, kockázati tőke.

A bank fő célja azonban nem a kkv szektor pénzügyi támogatása, hanem, hogy megkönnyítse a szektorban működő vállalkozások pénzügyi forrásokhoz jutását figyelembe véve és igazodva a szektor igényeihez. Ebből a megfogalmazásból ered, hogy a bank az olyan kkv-ket helyezi előtérbe, melyek a növekedési szakaszukban vannak, és nehéz számukra külső forráshoz jutni.

Összegezve tehát elmondható, hogy Lengyelországban is fontos szerepet kapnak a kis- és középvállalkozások, viszont nem Európai Unió forrásokból valósítják meg ezt a fajta segítségnyújtást, hanem a KGB irányítja a JEREMIE kezdeményezéseket, ő biztosítja a különböző pénzügyi termékeket, figyelembe véve az aktuális igényeket, szükségleteket (Walczak, 2013).

9.4. JEREMIE-PROGRAM ROMÁNIÁBAN

A JEREMIE egy olyan kezdeményezés, melynek célja, hogy elősegítsék a kis- és középvállalkozások külső pénzügyi forrásokhoz jutását a strukturális alapok tevékenységén keresztül. A programot az Európai Bizottság, az Európai Beruházási Alappal együttműködve indította el. A kezdeményezés lehetővé teszi a tagállamoknak, hogy a strukturális alaphoz kivett pénzt

valamint a nemzeti forrásokat elhelyezzék a holding alapban, amiből biztosítani tudják a lehetőségeket a kkv-k számára (I31).

Romániában is, mint sok más országban, a fejlődésük kezdeti fázisában lévő vállalkozások nagyon nehezen jutnak pénzügyi támogatáshoz, külső forrásokhoz. Az állam nagyon fontos szerepet tölthetne be a kis-és középvállalkozások támogatásában együttműködve az országos intézményekkel és a magántőke befektetőkkel (I32).

Romániában a kis-és középvállalkozások számára kidolgozott operatív program a JEREMIE kezdeményezéssel összekapcsolva 2007-ben készült el. A JEREMIE Holding Alapot az Európai Beruházási Alap kezeli az országban. Célja, hogy erősítse a szektorban tevékenykedő vállalkozások versenyképességét, növelje hatékonyságukat és élénkítse export tevékenységüket. Ezeknek a vállalkozásoknak a pénzügyi forrásokhoz való hozzájutás megkönnyítése érdekében a következő pénzügyi lehetőségeket tették elérhetővé:

- kölcsön garancia
- kockázati tőke.

Mindkettőt a JEREMIE-program keretében valósítják meg egy Holding Alap által. A finanszírozási program kiépítése során azt vették figyelembe, mennyire alulfinanszírozottak a vállalkozások Romániában, tehát az elvek, melyeket a program során érvényesítenek, ezen a tényen alapszanak (I33).

A kései és nehézkes kezdés ellenére Romániában 2011 végén létrehoztak 4 pénzügyi eszközt: ebből három garanciális megállapodást jelentett három bankkal, és egy kockázattőke-alapot. A teljes költségvetés a pénzügyi közvetítőkre összpontosított. 142 vállalkozást regisztráltak, mint a támogatás kedvezményezettje, a garanciális programon keresztül (I33).

A JEREMIE azonban új kezdeményezésként, számtalan problémát generált Romániában. Nehézségek jelentkeztek a szabályozás terén, nehezen tudtak alkalmazkodni az Európai Unió által megszabott alkalmassági feltételeknek, szabályoknak, valamint nehezen mentek a tárgyalások a magán szektorral. A JEREMIE megvalósítása során jelentkező problémákból tanulhattak, és ezek a tapasztalatok nagyon hasznosnak és fontosak lehetnek a későbbiekben, a finanszírozási lehetőségek továbbfejlesztése és bővítése során. A JEREMIE-program keretén belül Romániában 2007-2013 között 100 millió euró került kiutalásra (I33).

10. A VIZSGÁLT ORSZÁGOK BEFEKTETÉSEINEK ÖSSZEHASONLÍTÁSA

A négy ország részletes elemzése során a befektetések értékének alakulását 2006 és 2013 között vizsgáltuk. Az összehasonlítás során is kitérünk mind a 8 évre, felállítva az országok közötti sorrendet is az egyes években. A pontos befektetések értékeit évekre lebontva a vizsgált országok vonatkozásában a 14. táblázat tartalmazza.

2006-ban a közép-kelet-európai régió éves befektetéseinek értéke drámaian megnőtt, elérve az 1,67 milliárd eurót. Ez a növekedés gyakorlatilag a régiót alkotó valamennyi ország javuló teljesítményének együttes eredménye. Figyelemre méltó a befektetések éves értékének 2006. évi eredménye a következő országokban: Magyarország (734,4 millió euró), Csehország és Lengyelország (303,6 millió euró). A régiós tőke közel 90 százaléka ezekben az országokban összpontosult kiegészülve Romániával (110 millió euró). Látható, hogy az általunk vizsgált 4 ország közül 3, Lengyelország, Magyarország és Románia az élen járó országok között szerepelt és nagymértékben hozzájárult a régió fejlődéséhez. Bulgária (35,8 millió euró) azonban jelentősen le volt maradva a befektetések terén a régiós országok többségétől, kivéve a Balti Államokat és Szlovákiát, akik Bulgáriánál is gyengébben teljesítettek (I10).

2007-ben ez a drámai növekedés továbbfolytatódott régiós szinten, hiszen a befektetések éves szintje az előző évi 1,67 milliárd euróhoz képest 80 százalékkal nőttek, elérve a 3,01 milliárd eurót. A legjelentősebb fejlődést Lengyelországban figyelhettük meg, ahol 684 millió euró értékű tőkéről beszélhettünk, ami az előző évi eredményhez képest több mint a duplája. Figyelemre méltó fejlődésen ment keresztül továbbá Bulgária, Románia, a Balti Államok és Szerbia. Bulgária elérte az 556 millió, Románia pedig a 476 millió eurót. Ebben az évben hazánkban tapasztalhattunk némi visszaesést a befektetések terén, így a négy ország közötti sorrend a következőképp állt fel: Lengyelország, Bulgária, Magyarország és Románia (I14).

2008-ban 18 százalékkal csökkentek a befektetések a közép-kelet-európai régióban, így az éves szint 2,5 milliárd euró, ami azonban még így is 50 százalékkal több, mint a 2006-os eredmény volt. A befektetések a régió 5 nagy országában összpontosultak: Lengyelország, Magyarország, Csehország, Ukrajna és Románia. Együtt a befektetések teljes értékének 86 százalékát, míg a finanszírozott vállalkozások 71 százalékát adták. Látható, hogy Bulgária kivételével, az általunk vizsgált 3 ország a befektetések központját alkotó országok között volt. Továbbra is Lengyelország minősült a legtermékenyebbnek, öt követte Magyarország és Csehország. Románia is az élen járó országok közé tartozott, Bulgáriában azonban jelentősen csökkent a befektetők aktivitása (I20).

2009-ben a befektetések továbbra is öt nagy ország piacára koncentráálódtak: Csehország, Lengyelország, Románia, Magyarország és Bulgária piacára. Ők adták a befektetések 93 százalékát, és a finanszírozott vállalkozások 73 százalékát. Lengyelország (268 millió euró), Románia (221 millió euró) és Magyarország (214 millió euró) követték a régió legerősebb piacát, Csehországot 2009-ben. Az általunk vizsgált negyedik ország, Bulgária is az öt legerősebb ország közé tartozott, hiszen átvette Ukrajna helyét, aki a többi ország mellett a 2008-as év öt vezető országát alkotta. Az előző évi 90 millió euró értékű befektetések értéke ugyanis 2009-ben megduplázódtak, elérve a 184 millió eurót (I21).

2010-ben az előző évekhez hasonlóan a közép-kelet-európai régió befektetései a nagyobb országokba összpontosultak, melyek: Lengyelország, Csehország, Románia, Ukrajna, Bulgária és Magyarország. Láthatjuk, hogy bár a sorrendben történt változás, továbbra is ugyanazok az országok jelentik a befektetések központját, mint az előző években, annyi változással, hogy 2010-ben Bulgária és Ukrajna is az élen járó országok közé tartozott. Ez a hat ország adta a befektetések 94 százalékát és a támogatott vállalkozások 68 százaléka származott ezen országokból. Lengyelország (657 millió euró) volt a legerősebb piac 2010-ben, hiszen a befektetések több mint fele ehhez az országhoz köthető. Bulgáriában, Magyarországon és Romániában is erőteljes visszaesést tapasztalhattunk. Románia (119 millió euró) Lengyelország és Csehország mögött a harmadik helyen állt régiós viszonylatban, Bulgária (82 millió euró) maradt az ötödik helyen, míg Magyarország (65 millió euró) a 6 helyre csúszott vissza (I13).

2011-ben az előző évekhez hasonlóan a befektetések a nagyobb országokat céloztak meg, mely a lengyel, magyar, cseh, román és ukrán piac. Bulgária tehát nem tartozott az élen járó országok közé ebben az évben, hiszen 7 millió euróra csökkent a tőke értéke, mellyel visszacsúszott a régió sereghajtó országai szintjére. A közép-kelet-európai régió öt legnagyobb országa viszont a befektetések 92 százalékát és a finanszírozott vállalkozások 70 százalékát biztosították. Lengyelország bizonyult a legerősebb országnak 2011-ben is, úgy, mint 2010-ben, hisz továbbra is a befektetések közel 55 százaléka ide összpontosult. Magyarország, Csehország és Románia következett Lengyelország után a következő értékekkel: 195 millió, 139 millió és 66 millió euró (I22).

2012-ben Románia és Ukrajna kiszorult az első öt helyről és visszatért Bulgária, valamint a jelentős fejlődésnek köszönhetően bekerült Szlovákia (98 millió euró). Lengyelország, Csehország és Magyarország piaca továbbra is erősnek bizonyult. Ennek az öt országnak a piacát célozta meg a befektetések 86 százaléka, és a támogatott vállalkozások 63 százaléka tevékenykedett ezen országok egyikében. Immár harmadik éve Lengyelország (473 millió euró)

piacán voltak a legaktívabbak a befektetők, 47 százalékát adva a teljes régiós befektetésnek. Magyarország (103 millió euró) Csehország mögé szorult a harmadik helyre, hiszen az előző évhez képest csökkenést produkált. Bulgáriában ismét nagyobb összegű tőkét fordítottak a vállalkozások támogatására, ennek köszönhetően került vissza az élen járó országok körébe. Romániában viszont folytatódott a 2007-ben elkezdődött csökkenés (I11).

2013-ban a befektetők az erős piacokat célozták meg az előző évek tapasztalata alapján. Ezek a következők voltak: Lengyelország, Csehország, Románia és Magyarország. Ők adták a közép-kelet-európai régió befektetéseinek 82 százalékát, míg a támogatott vállalkozások 71 százalékát. 2013-ban is csökkent a befektetések értéke Lengyelországban, de még mindig őrizte vezető pozícióját a régió többi országával szemben. Ugyanis 2011-ben még 678 millió euró, 2012-ben már csak 473 millió és 2013-ban 380 millió euró tőkét fordítottak vállalkozások fejlesztésére Lengyelországban. Ezt követte Csehország és Románia, ahol ez 70 millióra emelkedett. Magyarországon és Bulgáriában viszont csökkenés következett be a befektetett tőke értékében, melynek eredményeként hazánk a negyedik helyre csúszott, Bulgária pedig ismét a sereghajtó ország közé tartozott (I01).

Összegezve elmondható az általunk vizsgált országokról, hogy Lengyelország és Magyarország a közép-kelet-európai régióban a befektetések vonatkozásában élen járó országok közé tartozott az elemzett 8 év alatt. Ráadásul Lengyelország kimagasló teljesítményt produkált 2010 és 2013 között, hiszen ez idő alatt végig az első helyen állt, megelőzve a régió többi országát. Románia és Bulgária hullámnzó teljesítményének eredményeként bizonyos években vonzó piacnak bizonyult a befektetők számára, voltak azonban olyan évek is, amikor a befektetés aktivitása igen alacsony szinten állt ezekben az országokban.

14. táblázat: Éves befektetés értéke az egyes országokban 2006-2013

Ország	Bulgária (millió €)	Lengyelország (millió €)	Magyarország (millió €)	Románia (millió €)
2006	35,8	303,6	734,4	110
2007	556	684	491	476
2008	90	633	477	289
2009	184	268	214	221
2010	82	657	65	119
2011	7	678	195	66
2012	84	473	103	27
2013	11	380	57	70

Forrás: EVCA Central and Eastern Europe Statistics, 2008 (I14), 2010 (I21), 2011(I13), 2013(I11), 2014(I01)

11. A NÉGY ORSZÁG KOCKÁZATITŐKE-PIACÁNAK EGYÜTTES ELEMZÉSE

2009-ben a közép-kelet-európai régióban a kockázatitőke-befektetések alacsony szinten álltak, az összbefektetések csupán 2 százaléka származott kockázati tőkéből. Európa egészét vizsgálva a kockázati tőke a befektetések 17 százalékát adta. A régióban finanszírozott vállalkozások csak 28 százaléka volt fejlődésének azon szakaszában, ahol még jelentős kockázatokkal kellett számolni a befektetőknek. Ha egész Európát nézzük ez az érték közel 70 százalék, ami jelentősen magasabb, mint a régiós szint (I21). 2009-ben a kockázati tőke jelentős rész Csehországban összpontosult, hiszen közel 30 millió euró tőkéről számoltak be az EVCA szakértők. Az általunk vizsgált 4 ország között a következő sorrend állt fel: Románia, Bulgária, Magyarország és Lengyelország. Románia és Bulgária között minimális különbség volt, hiszen míg Romániában 4180 ezer euró, Bulgáriában 4037 ezer euró értékű kockázati tőkét fektettek be. Lengyelországnak a 634 ezer euróval csupán Litvániát és Ukrajnát sikerült megelőzni a régióban. Ezek az adatok, valamint a következőkben vizsgálandó évek adatai megfigyelhetők a 15. táblázatban.

15. táblázat: Kockázati tőke értéke 2009-2013 között

	Magyarország (ezer €)	Bulgária (ezer €)	Lengyelország (ezer €)	Románia (ezer €)
2009	1617	4037	634	4180
2010	17900	1328	2565	11954
2011	40016	424	26461	4000
2012	64233	85	9084	3055
2013	17273	5098	15632	2984

Forrás: EVCA Central and Eastern Europe Statistics 2011 (I13),2013 (I11),2014 (I01)

2010-ben bár némi növekedést tapasztalhattunk, továbbra is alacsony szinten maradtak a kockázatitőke-befektetések a közép-kelet-európai régióban, hiszen az összbefektetések csupán 5 százaléka származott kockázati tőke típusú befektetésből. Európa egészét elemezve ez az érték magasabb, 9 százalék. Továbbá a támogatott vállalkozásokon belül növekedett azoknak az aránya, akik kockázati tőkében részesültek, az előző évi 28 százalékról 36 százalékra. Európai viszonylatban azonban némi csökkenést tapasztalhattunk a kockázati tőkében részesülő vállalkozások arányában, hisz míg az előző évben 70 százalékról beszélhattünk, 2010-ben már csak 60 százalékról (I13). Magyarországon, Romániában és Lengyelországban jelentős szerepet kaptak a kockázatos vállalkozásokba történő befektetések. Előtérbe helyezték a kezdeti nehézséggel küzdő vállalkozások, valamint az érett szakaszban lévők támogatását, ezt bizonyítják a megnövekedett kockázati tőke értékek. Magyarországon majdnem 18 millió,

Romániában közel 12 millió, míg Lengyelországban 2,5 millió értékű tőkéről beszélhetünk. Hazánkban és Romániában elsősorban az érett vállalkozásokra összpontosítottak, és a tőke jelentős része ezekhez a cégekhez vándorolt. Bulgáriában és Lengyelországban ezzel szemben a tőke egy része vagy teljes egésze az induló vállalkozásokat segítette kezdeti nehézségeikben. A 2010-es teljesítmény eredményeként Magyarországnak sikerült a második helyre kerülni az előző évi hetedik helyről, Románia a növekedés ellenére lecsúszott a harmadik helyre, Lengyelországnak pedig sikerült az első 5 országba bekerülni, úgy hogy az előző évben még a se-reghajtó országok közé tartozott. Bulgária 2010-ben a közepesen teljesítő országok közé tartozott.

2011-ben több mint 57 százalékkal növekedtek a kockázatitőke-befektetések a közép-kelet-európai régióban az előző évhez képest, ami figyelemre méltó teljesítmény. Ez 94 millió euró értékű befektetést jelentett, ami 97 vállalkozás támogatását tette lehetővé. Óriási növekedés következett be a kezdeti, valamint az érett fázisban lévő vállalkozások támogatásában, előbbi esetében 85 százalékkal, utóbbi esetében pedig 34 százalékkal növekedett a kockázati tőke értéke. Ehhez a kimagasló teljesítményhez jelentősen hozzájárult Magyarország és Lengyelország (I22). Hazánkban ugyanis a kockázati tőke értéke meghaladta a 40 millió, míg Lengyelországban a 26 millió eurót, melynek köszönhetően a régió valamennyi országa előtt végeztek. Romániában és Bulgáriában azonban nem élénkültek a befektetők, sőt jelentősen csökkent a befektetett kockázati tőke értéke, Romániában 4 millió euróra, mellyel az ötödik helyre esett vissza a régiós sorrendben, Bulgáriában pedig 424 ezer euróra, mely a tizenegyedik helyre volt elegendő.

2012-ben tovább növekedett a régióban a korai, kezdeti fázisban lévő vállalkozásokhoz áramló kockázati tőke érték, a teljes kockázatitőke-befektetések 71 százalékát fordították olyan vállalkozások támogatására, melyek nehezen jutottak külső forrásokhoz, mivel működésük számtalan kockázatot hordozott magában. Ez a változás elsősorban a Litvániában, Magyarországon és Észtországban bekövetkezett növekedésnek tulajdonítható (I01). Hazánkban a kockázati tőke meghaladta a 64 millió eurót, mellyel megőrizte vezető pozícióját a közép-kelet-európai régióban. Lengyelországban, Romániában és Bulgáriában az előző évhez képest visszaestek a befektetések. A csökkenés ellenére Lengyelország továbbra is hazánk mögött a második helyen állt a 9 millió euró értékű kockázati tőkével, Románia a középmezőnyben, míg Bulgária az utolsó helyen végzett azon országok között, ahol a vállalkozások részesültek valamilyen mértékű kockázati tőkében.

2013-ra az előző évi több mint 102 millió euró értékű kockázatitőke-befektetés 65 millió euróra zuhant. Ennek oka az induló vállalkozások támogatásában bekövetkezett csökke-

nés, hiszen 2012-ben közel 73 millió euró áramlott ezekhez a vállalkozásokhoz, 2013-ban már csak 32 millió. Ezt figyelhetjük meg Magyarország esetében is, hiszen míg 2012-ben több mint 55 millió euró érkezett az induló vállalkozásokhoz, addig 2013-ban már csak közel 8,5 millió. Romániában mindkét évben a befektethető tőke teljes egészében az érett szakaszban lévő vállalkozások működését segítette tovább. Bulgáriában és Lengyelországban viszont előtérbe kerültek azok a vállalkozásoknak, akik kezdeti nehézségekkel küzdöttek. Bulgáriában 2012-ben 85 ezer, 2013-ban pedig több mint 4 millió euró áramlott ezekhez a vállalkozásokhoz. Lengyelországban ez a következőképpen alakult: 2012-ben 2,5 millió euróról, 2013-ban pedig majdnem 5 millió euróról számoltak be az EVCA szakértői (I11) (I01). Hazánkban az előző évi kimagasló, 64 millió euró 17 millióra esett vissza, mellyel azonban továbbra is megőrizte vezető pozícióját. Lengyelországban több mint 6 millióval növekedett a kockázati tőke értéke, így meghaladta a 15 millió eurót, mellyel ő is megőrizte előző évi pozícióját, Magyarország mögött a második helyet, közelebb kerülve hazánkhoz. Bulgáriában is megindultak a kockázati tőke-befektetések 2013-ban és az előző évi 85 ezer euróról több mint 5 millió euróra növekedett az értéke. Ezzel újra visszakerült az első öt ország közé, Magyarország, Lengyelország, Horvátország és Észtország mögött. Románia minimális csökkenést produkált a 2012-es évhez képest, viszont ez elegendő volt ahhoz, hogy tovább csússzon a sorrendben és az előző évi hatodik helyről a nyolcadik helyre kerüljön.

A 16. táblázatban láthatjuk az országok között kialakult sorrendet a vizsgált évek során.

16. táblázat: Az elemzett négy ország között kialakult sorrend 2009-2012

A 4 ország közötti sorrend									
2009	Románia	2010	Magyaro.	2011	Magyaro.	2012	Magyaro.	2013	Magyaro.
	Bulgária		Románia		Lengyelo.		Lengyelo.		Lengyelo.
	Magyaro.		Lengyelo.		Románia		Románia		Bulgária
	Lengyelo.		Bulgária		Bulgária		Bulgária		Románia

Forrás: EVCA Central and Eastern Europe Statistics 2011 (I13), 2013 (I11)