Közgazdász Fórum
Forum on Economics and Business
19 (126), 81–100.
2016/1

The experiences of the JEREMIE program in Central and Eastern Europe

BETTINA FARKAS – ÉVA FERENCZNÉ GYALLAI – PATRÍCIA BECSKY-NAGY

Venture capitals are financial resources provided to early-stage start-up companies with high growth-potential. Investors are supporting these companies because they would like to realize the profit later by the exit. Unfortunately, in the past decade there was a lack of private equity in the area of the classic venture capital. The European Union has started the JEREMIE Venture Capital Program to solve this situation. In our study we present the implementation of the JEREMIE program in Bulgaria, Hungary, Poland, and Romania. We analyzed the popularity of the JEREMIE in the Central and Eastern European Region and the amount of the capital invested in micro, small and medium-sized enterprises.

Keywords: venture capital, JEREMIE, SME financing, Central and Eastern Europe.

JEL code: G23, G24.

Kiadó: Romániai Magyar Közgazdász Társaság és a Babeș–Bolyai Tudományegyetem
Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Karának Magyar Intézete
ISSN: 1582-1986 www.econ.ubbcluj.ro/kozgazdaszforum

A JEREMIE-program tapasztalatai Közép-Kelet-Európában

FARKAS BETTINA[1] – FERENCZNÉ GYALLAI ÉVA[2] – BECSKY-NAGY PATRÍCIA[3]

A kockázatitőke-befektetők jelentős növekedési potenciállal rendelkező, elsősorban magvető vagy korai, induló, illetve érett fázisban lévő vállalkozásokba fektetnek be annak reményében, hogy később, a kiszállás során realizálják nyereségüket. A klasszikus kockázatitőke-befektetések területén a magántőkeforrások hiánya jelentkezett az elmúlt évtizedben, ezért az Európai Unió útjára bocsátotta a JEREMIE Kockázati Tőkeprogramot. Tanulmányunkban a JEREMIE-programot és annak megvalósulását mutatjuk be Bulgáriában, Lengyelországban, Magyarországon és Romániában. Azt elemezzük, hogy a közép-kelet-európai régióban milyen mértékű a JEREMIE-beruházások értéke, valamint mennyire elterjedt ez a finanszírozási forma.

Kulcsszavak: kockázati tőke, JEREMIE, kkv-finanszírozás, Közép-Kelet-Európa.

JEL kód: G23, G24.

Bevezető

Nem új keletű probléma, de napjainkban egyre több szó esik arról, milyen nehéz a kis- és középvállalkozások számára az üzleti tevékenységeik beindítása. A működésük induló szakaszában magasak a kezdeti költségek, valamint számtalan kockázattal kell szembenézniük. Kezdő vállalkozások lévén nem rendelkeznek még a szükséges tapasztalattal és forrással. Tovább nehezíti helyzetüket, hogy a leginkább elterjedt finanszírozási forma, a hitelfelvétel sem elérhető, vagy legalábbis nehezen hozzáférhető számukra. A bankok túl nagy kockázatot látnak az induló vállalkozásokban, és a rendelkezésre álló források és fedezetek nem je-

[1] Fióki értékesítés támogatási szakértő, OTP Bank Nyrt., e-mail: farkaslak90@gmail.com.

[2] Üzleti tevékenység specialista, IT Services Hungary Kft., e-mail: gyallaieva@gmail.com.

[3] PhD, egyetemi adjunktus, Debreceni Egyetem Gazdaságtudományi Kar, e-mail: becsky.nagy.patricia@econ.unideb.hu.

lentenek elegendő biztosítékot a pénzintézetek számára. Mindemellett a hitel költséges finanszírozási forrást jelent, a megtermelt nyereség egy része a hitel kamataként kerül kifizetésre, ez pedig a további fejlesztésektől veszi el a lehetőségeket (Osman 2006).

Erre a kilátástalan helyzetre jelentenek megoldást a kockázati tőkések mint külső forrást 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 realizálják nyereségüket (Prowse 1998). Ezáltal segítséget nyújtanak azoknak a kis- és középvállalkozásoknak, akik a külső forrás nélkül nem tudják megvalósítani az általuk megálmodott vállalkozás beindítását. Ez persze nem egy mentőöv-program, hanem a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások számára jelent lehetőséget.

Mivel a klasszikus kockázatitőke-befektetések területén a magántőkeforrások hiánya jelentkezett az elmúlt évtizedben, az Európai Unió útjára bocsátotta a JEREMIE[4] Kockázati Tőkeprogramot, melynek keretében a magán- és állami forrásokból létrejött hibrid alapok töltik be a kockázatitőke-befektetők szerepét (Becsky-Nagy–Fazekas 2015).

Cikkünkben az állami szerepvállalás hibrid megvalósulási formáját, a JEREMIE-programot vizsgáljuk meg Magyarországon, Bulgáriában, Lengyelországban és Romániában. Összehasonlító elemzést végzünk, amely során a Magyarországon elindult JEREMIE-program megvalósulására és régióban betöltött szerepére helyeztük a hangsúlyt.

Szakirodalmi áttekintés és elméleti keret

A kockázatitőke-befektetők jelentős növekedési potenciállal rendelkező, elsősorban magvető vagy korai, induló, illetve érett fázisban lévő vállalkozásokba fektetnek be annak reményében, hogy később, a kiszállás során realizálják nyereségüket (Prowse 1998).

A kockázatitőke-piac tökéletlenségeiből fakadóan korábban kevés számú befektetés következett be a klasszikus kockázati tőke szegmensé-

[1] Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises, http://ec.europa.eu/regional_policy/hu/funding/special-support-instruments/jeremie/#7

ben, vagyis az innovatív, nagy növekedési potenciállal rendelkező induló kisvállalkozások körében. A piaci tökéletlenségek korrigálása céljából az állam aktív és passzív szerepet vállalhat (Karsai 2002), vagyis közvetlen vagy közvetett eszközökkel segítheti a piac hatékonyságának javítását. A direkt állami kockázatitőke-befektetésekre tett korábbi európai és magyarországi kísérletek nem hozták meg a kívánt eredményeket azok piactorzító hatása miatt (Karsai 2002; Karsai 2007; Ludányi 2001; Botazzi-Darin 2002), ezért a korábbi hibákból tanulva az Európai Bizottság elindította az állami és magánforrások befektetését együttesen lehetővé tevő hibrid alapokon nyugvó JEREMIE-programot (EIF 2012; Becsky-Nagy–Fazekas 2015).

A közvetlen és közvetett állami szerepvállalásról

Egy állam megjelenése a kockázatitőke-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 lehetőségekhez jussanak. A másik ilyen feltételezés az, hogy a kormányzat 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 kockázatitőke-ágazat működését. Ezt olyan formában tudja megvalósítani, hogy friss tőkét biztosít a vállalkozások számára, vagy a már összegyűjtött magántőkének keres befektetési lehetőséget (Lerner 1999). 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 kockázatitőke-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 kockázatitőke-befektetőkhöz. 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 kockázatitőke-piac szempontjából különösen fontos befektetők, nyugdíjpénztárak, biztosítók és bankok vagyonkezelési előírásait, emellett az állam befektetési ügynökséget vagy akár tőkealapokat is létrehozhat. A számos lehetőség közötti döntést nagyban befolyásolja az, hogy mennyire fejlett az adott ország tőkepiaca, milyenek a kialakult szokások, és mennyire befogadók a szereplők az innovatív megoldások iránt (Karsai 2004; Becsky-Nagy–Fazekas 2015).

Amikor az állam egyszerre alapkezelőként és befektetőként lép fel, a piaci folyamatok torzulhatnak a tőke rossz elhelyezése és a magánbefektetők kiszorítása miatt (Karsai 2014b). A túlzott állami beavatkozás átláthatatlanná teszi az ágazat működését, a befektetők, ha az állam segítsége nélkül maradnak, bizonytalan helyzetbe kerülhetnek, mely megoldására nem lesznek felkészülve sem szakmailag, sem anyagilag. Az állam puhább feltételei a magánszférabeli befektetők versenyképességét erősen csökkentik, ami negatív hatással van az iparágra (Mason–Harrison 2003).

Az állami szerepvállalás másik fajtája a közvetett beavatkozás. Ez oly módon valósítható meg, hogy a kormányzat a magánszektorbeli befektetők segítségével vesz részt a kockázatitőke-befektetésekben. A feladatok végrehajtásával privát alapkezelőket bíz meg, miközben az általa finanszírozott alapok befektetői egyikeként speciális célokkal lép fel: a hozamelvárás mellett kiemelt szerepet tulajdonít a térségek fejlesztésére, a munkanélküliség csökkentésére és az innováció előmozdítására (Mason–Harrison 2003; Lerner 1999; Karsai 2014a).

A felfelé irányuló ösztönzés (upside leverage) egyik célja, hogy javítsa a megtérülést a magánszektorbeli kockázatitőke-befektetők számára. A lefelé irányuló (downside protection) védelem során államilag támogatott, garanciális vagy kezességvállaló programokat vezettek be a kockázatitőke-befektetések ösztönzésére (Karsai 2004).

Módszertan

Cikkünk megírásával az a célunk, hogy választ kapjunk arra, hogyan valósult meg az Európai Unió által finanszírozott JEREMIE-program a közép-kelet-európai régióban. Továbbá azt is vizsgáltuk, hogy az egyes országok milyen támogatási összegben részesültek az elmúlt években. Igyekeztünk a régió egészére kiterjedő elemzést végezni, azonban a téma sokrétűsége és a vizsgálható területek nagy száma miatt négy országra szűkítettük elemzésünket: Bulgária, Lengyelország, Magyarország és 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 szerettünk volna választani. Magyarország egyértelműen az első helyen szerepelt, hiszen itt lehetőség és tartalék is van a kockázatitőke-piac vonatkozásában. Ráadásul a magyar tőzsde kevésbé likvid, ami megnehezíti a későbbi kiszállást, továbbá az iparág fiatalsága és az újtól való félelem miatt még most sem beszélhetünk egy elterjedt saját tőke típusú finanszírozási formáról. Magyarország kiválasztását követően a környező országokra fókuszáltunk. Az Európai Unióhoz eltérő években csatlakozó országokra esett a választásunk, hiszen a tagság nagymértékben befolyásolta az iparág fejlettségi szintjét.

Elemzésünkben ismertetjük a JEREMIE-program bevezetését, célját és a fontosabb adatokat az egyes országok vonatkozásában. 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 hány támogatott vállalkozásról beszélhetünk.

A JEREMIE-program vizsgálatához Magyarország és Bulgária esetében a program honlapjáról gyűjtöttünk adatokat, míg Lengyelország és Románia esetében különböző tanulmányok álltak rendelkezésünkre és nyújtottak segítséget.

Igyekeztünk olyan szempontok szerint elvégezni az elemzést, amelyek segítenek az iparág régióban betöltött szerepének jobb megismeré-

sében, ezek a következők: a JEREMIE bevezetésének időpontja és módja, a JEREMIE megvalósulásnak módja és a JEREMIE-program által nyújtott támogatási összeg.

A JEREMIE-program vizsgálata négy közép-kelet-európai országban

A JEREMIE-program bemutatása

A JEREMIE egy mozaikszó, mely a Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises rövidítése. A JEREMIE-programot 2005-ben indította el az Európai Bizottság kezdeményezésével az Európai Beruházási Alap és az Európai Fejlesztési Bank. A forrásokat két program keretében biztosította az EU. A Competitiveness and Innovation Framework Programme (CIP) képviselte a kockázatitőke-befektetések fő forrásait az Unió szintjén. A European Regional Development Fund (ERDF) keretprogram lehetőséget adott a tagállamokat irányító hatóságoknak arra, hogy a források egy részét pénzügyi eszközként használják fel hitelnyújtásra, garanciavállalásra, kockázatitőke-befektetésre. Ezen keretprogramokból holding struktúrát alkalmazva valósították meg a JEREMIE konstrukciót (EC 2011).

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 arra teremt lehetőséget a JEREMIE-program keretében, hogy korszerűsítsék és kiszélesítsék tevékenységeiket, új termékeket fejlesszenek ki és vezessenek be a piacra (EVCA 2013). A JEREMIE-program – mely regionális szinten is alkalmazható – lehetőséget biztosít az EU régi és új tagállamainak arra, hogy visszaforgó és újra felhasználható pénzügyi forrásokat használjanak fel a vállalkozások finanszírozásában. Az ilyenfajta támogatások a piaci elégedetlenségek orvoslására, a piaci elégedettség javítására szolgálnak. Visszaforgó tevékenységük által hosszabb távon ké-

pesek a tőkét a gazdaságban tartani, és a tevékenységek is fenntarthatóbbak ennek köszönhetően (EIF 2014).

A JEREMIE által biztosított forrásokat nyílt eljárásban kiválasztott pénzügyi közvetítőkön keresztül fektették be, és ezeknek a közvetítőknek a program finanszírozási forrásaihoz is hozzá kell járulniuk. 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 középvállalkozások 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 JEREMIE-program visszatérítendő támogatásokat fektet be olyan beruházásokba, melyek várhatóan megtérülnek, így a befektetők megkaphatják pénzüket, sőt nyereségesek is lehetnek. Ez a finanszírozási forma sokkal fenntarthatóbb, mintha a támogatásokat nem kellene visszafizetni. Indíttatásként szolgál arra, hogy a célkitűzéseket mindenképpen és a leghatékonyabb módon meg kell valósítani, hiszen a kapott támogatás megtérülése ezen múlik.

A JEREMIE azáltal hatásos, 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.

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 előmozdításához nagymértékben hozzájárul a szakértelem, mely a banki szektor és a versenyszféra tapasztalataiból és kutatásaiból járul hozzá a beruházások hatékonyságához.

A program egyik fontos előnye, melyet a szakértők és mi is kiemelnénk, a partnerség. A Bizottság, az Európai Beruházási Alap és az

EBB közös együttműködése a különböző régiókkal és országokkal hozzájárul ahhoz, hogy tartós, hosszú távú együttműködés jöjjön létre (EB 2014a). Véleményünk szerint a tartós kapcsolat révén további fejlesztésekre kerülhet sor, és csökkenhetnek a régiók közötti különbségek.

A JEREMIE támogatja 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 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 újra felhasználható (EB 2014b).

A program kezdetekor az elemzők nem voltak elégedettek a kidolgozott konstrukciókkal, és azok átalakítását javasolták. A problémát elsősorban a kisméretű regionális alapok jelentették, valamint az általuk finanszírozott cégek alacsony potenciális növekedési képessége (Reid–Nightingale 2011).

A kelet-közép-európai régió számára a JEREMIE-program jelentőségét növeli, hogy a technológiai boom időszakától eltekintve nem volt jelentős innovációfinanszírozás. Ebből adódóan előrelépést hozott a JEREMIE-program, melynek tényleges működése a bevezetés rendkívül hosszú időigénye miatt a régióban csak 2010-ben indult meg. E konstrukció az EU új tagországai számára azért is kiemelkedő jelentőségű, mert szakít a korábbi tendenciákkal, amikor állami forrásokat állami alapkezelők útján fektet be a kockázatitőke-piaci működéséhez. 2013 végéig a JEREMIE-konstrukcióba az összes kelet-közép-európai EU-tagország bekapcsolódott (Karsai 2014a).

Sok országban a kockázatitőke-program csak nehézkesen tudott elindulni, mivel a tagországok nem rendelkeztek elegendő tapasztalattal. A program megvalósítására szánt időszak közel fele azzal telt el, hogy kialakítsák a megfelelő jogi környezetet, kiválasszák az alapkezelőket, létrehozzák az alapokat és meghirdessék a pályázatokat (Michie–Wishlade 2012).

A JEREMIE-program Magyarországon

A közép-kelet-európai 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 kockázatitőke-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 (Karsai 2013a).

Az Európai Unió Tanácsa annak érdekében indította el a kockázatitőke-programot Magyarországon is, hogy csökkentse a társadalmi, gazdasági és területi egyenlőtlenséget a kibővült Európai Unióban.

A program elsődleges célja a magyarországi alacsony fejlettségű kkv-szektor támogatása, nagy hangsúlyt fektetve a magvető és növekedési szakaszban lévő vállalatokra. 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 (MVZRT 2013).

A programnak Magyarországon három alprogramja indult el: a JEREMIE I. az Új Magyarország Terv részeként, az Új Magyarország Kockázati Tőke Program keretein belül, a JEREMIE II., III., IV. és V. pedig az Új Széchenyi Terv alprogramja, az Új Széchenyi Kockázati Tőke Program.

A magyarországi JEREMIE-program során 29 tőkealap jött létre, melyből 24 Közös Növekedési Alap, négy Közös Magvető Alap, egy pedig Co-investment Alap. A kockázatitőke-program első felvonásánál mintegy 41 milliárd forintot helyeztek ki 99 portfóliócégre vonatkozóan, míg a JEREMIE II–V. programoknál 2015. december 31-ig 67 milliárd forint került kihelyezésre összesen 119 portfóliócég számára (Insiderblog 2015).

Az iparági megoszlást figyelembe véve egyértelműen az informatika és a biotechnológia területén valósultak meg a legnagyobb mértékű beruházások (Garamvölgyi 2014).

A JEREMIE-program keretén belül a magvető vállalkozások intézményes finanszírozása azért is jelentős, mivel a magyar piacról

hiányoztak a szervezett formában történő befektetések. A kockázatitőke-program eloszlását az 1. táblázat is jól mutatja, mely azt is részletezi, hogyan oszlottak meg a források a befektetők típusa szerint Magyarországon.

1. táblázat. A JEREMIE kockázatitőke-program tervezett forrásai a befektetők típusa szerint Magyarországon 2009–2015 között

	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	13,0	44,5
JEREMIE II.	2011–2015	10	28,5	12,0	40,5
JEREMIE III.	2013–2015	8	24,0	10,0	34,0
JEREMIE IV.	2013–2015	2	6,0	3,0	9,0
JEREMIE V.	2014–2015	1	2,7	1,3	4,0
JEREMIE I–V.	2009–2015	29	92,7	38,0	128,0

Forrás: Karsai 2013b

A JEREMIE-program forrásainak megoszlását tekintve, a növekedési alprogram a befektetni kívánt összeg közel 60%-ából részesült, míg a JEREMIE I. alprogram 34%-os, a magvető alapok pedig csupán 6%-os finanszírozásban részesültek. Ez a befektetési arány abban keresendő, hogy a magvető fázisban lévő vállalkozások sokkal nagyobb kockázatot jelentenek a befektetők számára.

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).

A kockázati tőke lehetőséget ad arra, 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-programnak a magyar gazdaságra tekintve egyaránt vannak pozitív és negatív hatásai (Becsky-Nagy–Fazekas 2015). A pozitív hatások közé tartozik, hogy a JEREMIE-nek köszönhetően megnövekedett az induló, korai fázisban lévő, innovációra képes vállalkozásokba befektethető tőkekínálat. Ezeket a forrásokat az Európai Unió támogatásain túl a magyarországi vagyonos befektetők is növelik. A JEREMIE-program révén a kockázati tőke egyre szélesebb körben terjedt el. A negatív hatások között elsőként a függőséget emelnénk ki. A JEREMIE-program, mint ahogy azt már többször említettük, EU-s finanszírozás által valósult meg, és csak 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 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 (Karsai 2014b).

A JEREMIE által megvalósított kockázatitőke-program eredményességét nehéz előre megbecsülni, de a rendelkezésre álló adatok jó eredményeket mutatnak. A felhasználást illetően mindenképpen pozitívnak véljük, hogy visszatérítendő támogatásról beszélünk, ami a befektetők számára motiváló tényező lehet.

Úgy gondoljuk, hogy a JEREMIE-program indulása óta eltelt idő, a hazai és a nemzetközi tapasztalatok hozzájárulhatnak ahhoz, hogy stabil kockázatitőke-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 Magyarországon, hanem a régió országai számára is nagy veszteséget jelentene, ezáltal nem egyéni lenne a visszaesés és az ezzel járó színvonal csökkenése.

A JEREMIE-program Bulgáriában

Bulgáriában a JEREMIE Strukturális Alap (JSA) finanszírozása két oldalról valósul meg. Egyrészt az Európai Regionális Fejlesztési Alap által, másrészt – társfinanszírozásként – 15 százalékban az állami költségvetés által „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 (JEREMIE Bulgaria 2012).

2010. április 29-én a bolgár állam aláírta a Módosított Szerződést, ezzel mintegy lefektetve a JEREMIE-kezdeményezések végrehajtásának alapjait. 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, melynek megoszlása a 2. táblázatban látható.

2. táblázat. Pénzügyi instrumentumok megoszlása Bulgáriában 2010–2011 között

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)

Forrás: JEREMIE Bulgaria 2012

Az innovatív mikro-, kis- és középvállalkozásoknak a technológiai szektorban életciklusuk kezdeti, valamint növekedési fázisában számta-

lan 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 tudásalapú gazdaságot (JEREMIE Bulgaria 2012).

Bulgáriában a Kockázati Tőke Alap számára, a JEREMIE-program keretén belül megállapított összeg 21 millió euró, ehhez társul még egy legalább 30 százalékos magántőke-befektetés. Így a teljes tőke elérheti a 30 millió eurót, melyet korai fázisban lévő vállalkozásokba fektetnek. A befektetéseknek 2013 végéig le kell zajlaniuk, a maximálisan befektethető tőke maximum 1,5 millió euró lehet.

Néhány alkalmassági feltétel is megfogalmazódott. A jelentkezőnek kkv-kategóriába kellett tartozni, valamint néhány iparágban tevékenykedő vállalkozásba egyáltalán nem lehetett befektetni. A fegyvergyártás és -kereskedelem, illetve a szerencsejáték tekintetében tevékenykedő vállalkozások vonatkozásában korlátozták a befektetéseket. Ezek a szabályok vonatkoztak a dohányiparra, az emberi klónozásra és a génmódosított organizmusok iparágára is.

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 mozgott éves szinten, vállalatonként maximum 4,5 millió euróval számolva (JEREMIE Bulgaria 2012).

A JEREMIE-program Lengyelországban

A többi európai országhoz hasonlóan Lengyelországban is fontos szerepet játszanak a kis- és középvállalkozások, így nagyon fontos szerepet kap a pénzügyi támogatásuk és a kezdeti nehézségeik megkönnyítése. Ezt a célt szolgálja a JEREMIE-kezdeményezés, melyet Lengyelországban nem közvetlenül európai uniós forrásból finanszíroznak, hanem a Regionális Operatív Programból származó tőkét használják fel erre, melyet a vállalkozások fejlesztésére szántak a 2007–2013-as időszakban. A tényt

azonban árnyalja, hogy a Regionális Operatív Program finanszírozása is túlnyomórészt EU-s forrásból történik. Lengyelország az egyetlen az Európai Unióhoz újonnan csatlakozott országok közül, mely úgy döntött, hogy regionális szinten finanszírozza és valósítja meg a JEREMIE-kezdeményezéseket (Walczak 2013).

A Krajowego Gospodarstwa Bank (KGB) valósítja meg a JEREMIE-programot. A KGB a vállalkozások számára konkrét finanszírozási termékeket a következő formában kínálja: garancialehetőség, hitel/kölcsön és kockázati tőke. A bank fő célja azonban nem a kkv-szektor pénzügyi támogatása, hanem az, 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 (Walczak 2013).

Lengyelországban a JEREMIE-programok régiónként különböző támogatási összeget nyertek el. A három régió Kelet-Lengyelország, Dolnoslaskie, illetve Lodzkie, Pomorskie, Wielkopolska, Zachodniopomorskie. Dolnoslaskie a kockázati tőke támogatására 10 millió eurót nyert el, Kelet-Lengyelországban a támogatás átlagos mérete 15-20 millió euró között mozog, míg a harmadik régióban a befektetésekre jutó támogatás szintén 10 millió euró. Annak oka, hogy Lengyelország régiónként kapta a JEREMIE-támogatást, az ország területi nagyságában keresendő. Egy nagyobb államban sokkal nehezebb kezelni és felügyelni a programnak köszönhető pénzek felhasználását, mintha kisebb egységekben utalják ki (JEREMIE 2009).

Összegezve tehát elmondható, hogy Lengyelországban is fontos szerepet kapnak a kis- és középvállalkozások, viszont nem európai uniós 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).

A JEREMIE-program Romániában

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 (JEREMIE 2009).

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 exporttevékenységüket. Ezeknek a vállalkozásoknak a pénzügyi forrásokhoz való hozzájutás megkönnyítése érdekében a kölcsöngarancia és a kockázati tőke pénzügyi lehetőségeket tették elérhetővé. 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 (Demeter–Radics 2007).

A kései és nehézkes kezdés ellenére Romániában 2011 végén létrehoztak négy pénzügyi eszközt: ebből három garanciális megállapodást jelentett három bankkal, és egy kockázatitőke-alapot. A teljes költségvetés a pénzügyi közvetítőkre összpontosított. 142 vállalkozást regisztráltak, mint a támogatás kedvezményezettje, a garanciális programon keresztül. A JEREMIE-program keretén belül Romániában 2007–2013 között 100 millió euró került kiutalásra (Demeter–Radics 2007).

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, és a tárgyalások is nehezen mentek a magánszektorral. Ezek a tapasztalatok nagyon hasznosnak és fontosak lehetnek a későbbiekben, a finanszírozási lehetőségek továbbfejlesztése és bővítése során (Demeter–Radics 2007).

A JEREMIE kockázatitőke-program összehasonlítása a vizsgált országokban

Végezetül a Bulgáriában, Lengyelországban, Magyarországon és Romániában megvalósult JEREMIE Kockázati Tőke Programok közti hasonlóságokat és különbségeket szeretnénk kiemelni.

Magyarországhoz hasonlóan Bulgáriában és Romániában is csak egy-egy holdingalapot hoztak létre, míg Lengyelországban nyolc holdingalap létrehozására került sor. A JEREMIE Holding Alapot Magyarországon a Magyar Vállalkozásfinanszírozó Zrt., Bulgáriában és Romániában az Európai Beruházási Alap kezeli a megállapodásuk értelmében. Ezek a holdingalapok bonyolítják le a pályázatok kiírását és elbírálását. Lengyelországban a Krajowego Gospodarstwa Bank (KGB) vállalta ugyanezt a szerepet. Tehát már a programok indulásának kezdetén fel lehet fedezni különbségeket a szomszédos országok között. Úgy gondoljuk, hogy ha egy holdingalap az Európai Unió hatáskörében marad, sokkal nagyobb támogatást és figyelmet kap szakmailag, mint azok a holdingok, akik nem. Viszont ezzel párhuzamosan sokkal nagyobb ellenőrzés is övezi őket, folyamatos a kontroll.

A JEREMIE-program Lengyelországban és Romániában 2007-ben, Magyarországon 2009-ben, míg Bulgáriában 2010-ben indult el. A program keretében megvalósuló beruházásokat az eredeti tervek szerint öt év alatt kell megvalósítani, amely elegendő ahhoz, hogy megvalósítsák a tervezetteket. Számolniuk kellett azonban azzal, hogy ezt az utat még senki nem taposta ki az országok közül. Így ahhoz, hogy sikeresen tudják megvalósítani a kitűzött célokat, folyamatos egyeztetésekre, visszacsatolásokra van szükség az Európai Unióval és egymással.

A kapott EU-s források összegei azonban országonként jelentős mértékben eltérnek: míg Romániában, Lengyelországban és Bulgáriában a befektetések értéke a kockázati tőke esetében 30-40 millió euró, addig Magyarországon már a JEREMIE I. program keretében a támogatás összege 31,5 milliárd forint (100 millió euró) volt, ami a JEREMIE II–V. fordulóival 92,7 milliárd forintra (300 millió euróra) teljesedett ki. Ez jelentős különbség és nagy előnyt jelentett Magyarország számára a kkv-szektor fejlesztésében és a versenyképesség növelésében.

Végeredményképpen elmondhatjuk, hogy a JEREMIE által megvalósult kockázatitőke-befektetések szinte azonos módon valósultak meg. Ez abból is adódik, hogy az Európai Unió által támogatott kezdeményezés, így ugyanazok a befektetési szabályok, feltételek érvényesülnek a pályázatok kiírásánál és a befektetéseknél. Egyedül

Lengyelország különbözik abból a szempontból, hogy a JEREMIE-program regionális szinten valósul meg. Az országok eltérő mértékű támogatásban részesültek az Európai Unió döntése alapján.

Következtetések és javaslatok

A cikkben a kockázati tőkével és az ennek finanszírozására létrejött JEREMIE-programmal foglalkoztunk. Bulgáriát, Lengyelországot, Magyarországot és Romániát vettük górcső alá.

A vizsgált országokban az Európai Unió támogatásával létrejött JEREMIE-programok szinte ugyanolyan módon valósultak meg: operatív programok során hirdették meg a pályázatokat, és a kapott támogatást 2013-ig be kellett fektetniük. Az országok között megfigyelhető a 70-30%-os arány, mely az Európai Unió és a magánbefektetők hozzájárulását mutatja a programban. A négy ország közül egyedül Lengyelország különbözik, ahol a programot régiónként valósították meg. Az országok különböző mértékű támogatásokat kaptak az EU-tól, és elmondhatjuk, hogy Magyarország részesült a legnagyobb hozzájárulásban. Úgy gondoljuk, hogy a JEREMIE beváltotta a hozzá fűzött reményeket, Magyarországon már több sikeres exitre is sor került. A program sikerességét mi sem bizonyítja jobban, mint hogy a JEREMIE már több fordulóban is megvalósult.

Összességében elmondhatjuk, hogy a vizsgált országokban a JEREMIE-program által rendelkezésre bocsátott tőke sikeresen befektetésre került. A befektetések későbbi sikeréről azonban még korai nyilatkozni, azok mérlegét csak a kiszállások után lehet levonni.

Irodalomjegyzék

Becsky-Nagy, P.–Fazekas, B. 2015. Befektetés vagy tanulópénz? Az uniós és állami források hatása a magyarországi kockázatitőke-piac fejlődésére. *Pénzügyi Szemle* 2015/2, 245–253.

Bottazzi, L.–Darin, M. 2002. Venture Capital in Europe and Financing of Innovative Companies. *Economic Policy* 34, 229–269.

Demeter, L. 2009. Közös európai források szerepe a hazai kis- és középvállalkozások finanszírozásában. The Role of Joint European

Resources in Financing Hungarian SMEs. *Periodica Oeconomica* 2 (május), 20–31.

Demeter, G.–Radics, Zs. 2007. *Korlátok és lehetőségek: Bulgária az EU-csatlakozás tükrében*. http://www.balkancenter.hu/?page=honaphir0701_2, letöltve: 2014.10.16.

EB 2014a. http://ec.europa.eu/regional_policy/thefunds/instruments/jeremie_hu.cfm#4, letöltve: 2014.06.20.

EB 2014b. http://ec.europa.eu/regional_policy/thefunds/instruments/jeremie_hu.cfm#1, letöltve: 2014.06.20.

EC 2011. *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, 19.10.2011, COM(2011) 662 final*.

EIF 2012. *JEREMIE. A new way of using EU Structural Funds to promote SME access to finance via Holding Funds*. Luxemburg: European Investment Fund.

EIF 2014. *Annual Report 2013*. Luxemburg: European Investment Fund.

EVCA 2013. *Central and Eastern Europe Statistics 2012*. http://www.psik.org.pl/pliki/psik/Dane/PBCEE12.pdf, letöltve: 2014.06.20.

Garamvölgyi, B. 2014. *A JEREMIE kockázati tőke programok eredményei, tapasztalatai*. http://www.pmsz.hu/tudastar/korkapcsolas/21-korkapcsolas/a-jeremie-kockazati-toke-programok-eredmenyei-tapasztalatai, letöltve: 2014.07.20.

Insiderblog 2015. *Így áll a Jeremie 2015 1Q-ben*. http://insiderblog.hu/blogzine/2015/06/04/igy-all-a-jeremie-2015-1q-ban-vc-capital-summit-konf/, letöltve: 2015.08.09.

JEREMIE Bulgaria 2012. http://jeremie.bg/about-jeremie-bulgaria-2/, letöltve: 2015.04.02.

JEREMIE 2009. *Executive Summaries of Evaluations Studies on SME Access to Finance in EU Member States/Region carried out by EIF in the Context of the JEREMIE Initiative from 2006 to 2008*. http://ec.europa.eu/regional_policy/archive/funds/2007/jjj/doc/pdf/jeremie_sme_access.pdf, letöltve: 2015.04.02.

Karsai, J. 2002. Mit keres az állam a kockázatitőke-piacon? *Közgazdasági Szemle* XLIX (november), 928–942.

Karsai, J. 2004. *Helyettesítheti-e az állam a magántőke-befektetőket?*

Az állam szerepe a kockázatitőke-piacon. Budapest: MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont.

Karsai, J. 2007. Az intézményes kockázatitőke-piac szerepe az innovatív cégek finanszírozásában. In: Makra, Zs. (ed.) *A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Szeged: Universitas Szeged, 101–124.

Karsai, J. 2013a. Válság után: változó állami szerep a kockázatitőkeágazatban. *Külgazdaság* LVII (5–6), 12–34.

Karsai, J. 2013b. A kockázati tőke növekvő szerepe Magyarországon. In: Kerekes, Gy. (ed.) *Magyar pénzügyi almanach 2013–2014*. Budapest: Tas-11 Kft., 67–70.

Karsai, J. 2014a. *Állami kockázatitőke-programok nemzetközi tapasztalatai.* Budapest: MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Közgazdaságtudományi Intézet.

Karsai, J. 2014b. *Az állam szerepe a magyarországi kockázatitőke-piacon*. http://econ.core.hu/file/download/allam_szerepe/karsai.ppt, letöltve: 2014.06.10.

Lerner, J. 1999. The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program. *Journal of Business* 72(3), 285–318.

Lovas, A.–Rába, V. 2013. Állami szerepvállalás a start-up vállalatok finanszírozásában. *Hitelintézeti Szemle* 12 (5), 353–370.

Ludányi, A. 2001. A tőkeerő és az alapítói háttér hatása a kockázatitőke-szervezetek befektetési magatartására I–II. rész. *Közgazdasági Szemle* 49(7–8), 659–672, 779–798.

Mason, C. M.–Harrison, R. T. 2003. Closing the Regional Equity Gap? A Critique of the Department of Trade and Industry's Regional Venture Capital Initiatives. Policy Debates. *Regional Studies* 37(8), 855–868.

Michie, R.–Wishlade, F. 2012. Between Scylla and Charybdis: Navigating Financial Engineering Instruments Through Structural Funds and State Aid Requirements. *IQ-Net Thematic Paper* 29(2), 1–101.

MVZRT 2012. *GOP-2012-4.3/A. Pályázati felhívás a Gazdaságfejlesztési Operatív Program 4. Prioritás keretében finanszírozott Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogramok Közös Magvető Alap Alprogramja közvetítőinek kiválasztására*. http://www.mvzrt.hu/Media/Default/Do-

kumentumok/palyazati-felhivasok/uj-szechenyi-kockazati-tokeprogram/Palyazati_felhivas_Magveto_Alap.pdf, letöltve: 2014.06.10.

Osman, P. 2006. A kockázatitőke-finanszírozás jellegzetességei. In: Makra, Zs. (ed.) *A kockázati tőke világa*. Budapest: Aula, 11–32.

Prowse, S. 1998. The economics of the private equity market. *Economic and Financial Policy Review* QIII, 21–34.

Reid, A.–Nightingale, P. (eds.) 2011. *The Role of Different Funding Models in Stimulating the Creation of Innovative New Companies. What is the most appropriate model for Europe? A report to the European Research Area Board*. https://ec.europa.eu/research/erab/pdf/erab-study-venture-capital-2011_en.pdf, letöltve: 2014.06.10.

Walczak, D. 2013. New Possibilities of Supporting Polish SMEs within the Jeremie Initiative Managed by BGK. *Mediterranean Journal of Social Sciences* 4(9),759–765.