

Karsai Judit

Furcsa pár

Karsai Judit

Furcsa pár

Az állam szerepe
a kockázati tőke-piacon
Kelet-Európában

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



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

Lektorálta **Vince Péter**

Tartalom

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

3.

Más kárán tanul az okos?

Állami tőkeprogramok a kelet-közép-európai régióban 77

Az állami részvétel lehetséges formái a régióbeli
kockázatitőke-piacon 81

Állami kockázatitőke-programokat finanszírozó
uniós programok 83

Az állami és nem állami tőke együttműködésének előzményei 89

A kockázatitőke-programok notifikációja 91

Az állami tőkeprogramok fő elemei 93

Az állami tőkeprogramok időtartama 94

A kockázatitőke-alapok mérete 95

Az állami tőkeprogramok befektetéskorlátai 96

A nem állami befektetők ösztönzése 98

A nem állami alapkezelők kiválasztása 100

Az állami tőkeprogramok privát befektetői 103

Az állami tőkeprogramok hatása a régió kockázatitőke-piacára 106

Következtetések 109

4.

Tükör által homályosan

Az állam részvétele a magyarországi kockázatitőke-piacon 113

A magyarországi kockázati- és magántőkepiac
információs rendszere 116

Állami tőkét kihelyező intézmények Magyarországon 121

Az állami kockázatitőke-alapok kezelőinek kiválasztása 132

A vállalkozásokhoz kerülő állami tőke mérete 142

Az állami tőke befektetésére vonatkozó szabályok betartása 153

Az állami befektetésekről készült értékelések 160

Következtetések 176

F4. Függelék 180

Hivatkozások 193

Gyakran használt szakkifejezések a kockázati-
és magántőke-ágazatban 217

Bevezetés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Hivatkozások

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

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

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

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

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

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

- EC [2011a]: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Venture Capital Funds. European Commission, Brüsszel, december 7.
- EC [2011b]: Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. A framework for the next generation of innovative financial instruments – the EU equity and debt platforms European Commission, COM (2011) 662 final. European Commission, Brüsszel, október 19. http://ec.europa.eu/economy_finance/financial_operations/investment/europe_2020/documents/com2011_662_en.pdf.
- EC [2012a]: State aid SA.34087 (2012/N) Hungary. New Széchenyi Risk Capital Programme. Modification of the Hungarian Jeremie risk capital measure. European Commission, Brüsszel, május 30.
- EC [2012b]: Revised guidance note on financial engineering instruments under Article 44 of Council Regulation (EC) No. 1083/2006. European Commission, http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/thefunds/doc/instruments/jeremie/guidance2012.pdf.
- EC [2013a]: Summary of data on the progress made in financing and implementing financial engineering instruments co-financed by Structural Funds. European Commission, Brüsszel, szeptember.
- EC [2013b]: State Aid SA.36856 (2013/N) – Hungary. New Széchenyi Risk Capital Programme – Second modification of the Hungarian Jeremie risk capital measure. European Commission, Brüsszel, július 22.
- EC [2015a]: Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds. European Commission Oxford Research; Centre for Strategy and Evaluation Services, <https://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/en/news/assessing-potential-eu-investment-venturecapital-and-other-risk-capital-fund-funds>.
- EC [2015b]: Summary of data on the progress made in financing and implementing financial engineering instruments reported by the managing authorities in accordance with Article 67(2)(j) of Council Regulation (EC) No 1083/2006. Programming period 2007–2013. Situation as at 31 December 2014. European Commission, Brüsszel, http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/thefunds/instruments/doc/summary_data_fei_2013.pdf.
- EC [2016]: Financial Instruments for enterprise support. Final Report. Work Package 3. február. European Commission, Brüsszel.
- E&Y [2010]: Back to basics. Venture capital insights and trends report. Ernst and Young, <http://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2012/07/Global-venture-capital-insights-and-trends-report-2010.pdf>.
- E&Y [2012]: Game-changing regulation? The perceived impact of the AIFM Directive on private equity in Europe. Ernst and Young, <http://www>.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- HVCA [2017a]: Venture Capital and Private Equity overview. Hungary, 2016. HVCA, Budapest, http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2014/10/Investment-monitoring-report-FY16_0314.pdf.
- HVCA [2017b]: Szakkifejezések. HVCA, Budapest, <https://www.hvca.hu/hu/szakkifejez%C3%A9sek>.
- HVG [2015a]: MFB Invest: tőkefogyasztás. HVG, június 20.
- HVG [2015b]: Kenyértörés. HVG, augusztus 15. 50. o.
- HVG [2016]: Erste Bank: beszáll az állam. HVG, június 22. 70. o.
- HVG [2017]: MKB-bank: kockázatitőke-alap. HVG, január 5. 62. o.
- INVEST EUROPE [2016a]: Public Affairs Overview. Invest Europe, Brüsszel, szeptember. 85 o.
- INVEST EUROPE [2016b]: 2015 European Private Equity Activity. Statistics on Fundraising, Investments and Divestments. Invest Europe, Brüsszel, <https://www.investeurope.eu/media/476271/2015-european-private-equity-activity.pdf>.
- INVEST EUROPE [2016c]: Central and Eastern European Private Equity Statistics 2015. Invest Europe, Brüsszel, <https://www.investeurope.eu/media/504370/invest-europe-cee-statistics-2015.pdf>.
- INVEST EUROPE [2017a]: 2016 European Private Equity Activity. Invest Europe, Brüsszel, <https://www.investeurope.eu/media/651727/invest-europe-2016-european-private-equity-activity-final.pdf>.
- INVEST EUROPE [2017b]: Glossary, <https://www.investeurope.eu/research/about-research/glossary>.
- ITB [2015]: Hatalmas lehetőség, nagy kihívások. IT-Business, január 2. http://www.itbusiness.hu/Fooldal/hirek/Infoter_2014/Hatalmas_lehetoseg_nagy_kihivasok.html.
- JAASKELAINEN, M.–MAULA, M.–MURRAY, G. [2007]: Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid venture capital funds. *Research Policy*, Vol. 36. No. 7. 913–929. o. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2007.02.021>.
- JENG, L. A.–WELLS, P. C. [2008]: The determinants of venture capital funding: Evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6. No. 3. 241–289. o. [https://doi.org/10.1016/s0929-1199\(00\)00003-1](https://doi.org/10.1016/s0929-1199(00)00003-1).
- KÁLLAY LÁSZLÓ [2017]: Körkérdés a magyar gazdaság helyzetét jellemző kettősségről és a világpolitikai változások lehetséges hatásáról. *Külgazdaság*, 61. évf. 1–2. sz. 30–35. o.
- KARSAI JUDIT [2002]: Mit keres az állam a kockázatitőke-piacon? A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 49. évf. 11. sz. 928–942. o.
- KARSAI JUDIT [2004]: Can the State Replace Private Capital Investors? Public Financing of Venture Capital in Hungary. *Discussion Papers*,

- MT-DP 2004/9. Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, Budapest.
- KARSAI JUDIT [2007]: Az intézményes kockázati tőke-piac szerepe az innovatív cégek finanszírozásában. Megjelent: *Makra Zsolt* (szerk.): *A technológiaorientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 101–124. o.
- KARSAI JUDIT [2011]: A kockázati- és magántőke-ipar két évtizedes fejlődése Magyarországon. HVCA 20 éves jubileumi évkönyv. Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület, Budapest, 22–44. o. http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2017/02/hvc-evkonyv_210x200_hu_lapozos.pdf.
- KARSAI JUDIT [2012]: A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a kelet-közép-európai régióban. *Közgazdasági Szemle Alapítvány–MTA KRTK KTI*, Budapest.
- KARSAI JUDIT [2013]: Válság után: változó állami szerep a kockázati tőke-ágazatban. *Külgazdaság*, 57. évf. 5–6 sz. 12–34. o.
- KARSAI JUDIT [2014]: Fából vaskarika? Az állam mint kockázati tőke-befektető. *Külgazdaság*, 58. évf. 9–10 sz. 3–34. o.
- KARSAI JUDIT [2016]: A magyarországi kockázati tőke-alapkezelők véleménye a Jeremie kockázati tőke-programról. *Marketing & Menedzsment*, 3–4 sz. (Megjelenés alatt.)
- KELLER-ALÁNT ÁKOS [2016]: Semmi sem elég. *Magyar Narancs*, november 17. 16–17. o.
- KENNEY, M.–HAN, K.–TANAKA, S. [2004]: *The Globalization of Venture Capital: The Cases of Taiwan and Japan*. Megjelent: *Bartzokas, A.–Mani, S.* (szerk.): *Financial Systems, Corporate Investment in Innovation and Venture Capital*. Edward Elgar, Cheltenham, UK–Northampton, MA, 52–83. o.
- KEUTSCHNIGG, C.–NIELSEN, S. B. [2001]: Public policy for venture capital. *International Tax and Public Finance*, 8. 557–572. o. <http://dx.doi.org/10.1023/a:1011251920041>.
- KFK [2011]: Investment policy. Favouring of private investors. *Krajowy Fundusz Kapitałowy*, Varsó, <http://www.kfk.org.pl/en/how-we-invest/investment-policy>.
- KING, A. [2013]: EIF terms come under fire. *Unquote*, november 11.
- KISS GERGELY [2016]: Másképp osztanák az uniós pénzt – folytatják, de változtatnak. *Napi.hu*, január 5. http://www.napi.hu/magyar_vallalatok/maskepp_osztanak_az_unios_penz_t_folytatjak_de_valtoztatnak.608086.html.
- KITSING, M. [2013]: Government as a Venture Capitalist: Evidence from Estonia. Kézirat, submitted to Industry Studies Association Annual Conference, május 28–31. Tallin.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- WEF [2010]: Globalization of Alternative Investments. Working Papers, Vol. 3. The Global Economic Impact of Private Equity. Report 2010. Governments as venture capitalists: Striking the right balance. 25–38. o. World Economic Forum, http://www3.weforum.org/docs/WEF_IV_PrivateEquity_Report_2010.pdf.
- WEF [2015a]: Alternative Investments 2020. Regulatory Reform and Alternative Investments. World Economic Forum, http://www3.weforum.org/docs/WEF_Alternative_Investments_2020_Regulatory_Reform.pdf.
- WEF [2015b]: Alternative Investments 2020: An Introduction to Alternative Investments. World Economic Forum, http://www3.weforum.org/docs/WEF_Alternative_Investments_2020_An_Introduction_to_AI.pdf.
- WILSON, K. [2015]: How to unleash the financing of high growth firms in Europe. 10 recommendations for catalysing growth. Bruegel blog, május 27. <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1636-how-to-unleash-the-financing-of-high-growth-firms-in-europe>.
- WILSON, K.–SILVA, F. [2013]: Policies for Seed and Early Finance. Findings from the 2012 OECD Financing Questionnaire. OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 9. OECD Publishing, Párizs, <http://dx.doi.org/10.1787/5k3xqsf00j33-en>.
- ZARUTSKIE, R. [2010]: The role of top management team human capital in venture capital markets: Evidence from first-time funds. *Journal of Business Venturing*, Vol. 25. No. 1. 155–172. o. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2008.05.008>.
- ZSEMBERY LEVENTE [2016a]: A magyar kockázati tőke iparág 2011–2016 között. 25 éves Gála évkönyv, HVCA, Budapest.
- ZSEMBERY LEVENTE [2016b]: Csak nyitott, növekedésre képes cégek lehetnek igazán sikeresek. Szerdahelyi Csaba interjúja Zsembery Leventével, a HVCA elnökével. [Kamaraonline.hu](http://kamaraonline.hu/cikk/zsembery-levente-csak-nyitott-novekedesre-kepes-cegek-lehetnek-igazan-sikeresekek), november 14. <http://kamaraonline.hu/cikk/zsembery-levente-csak-nyitott-novekedesre-kepes-cegek-lehetnek-igazan-sikeresekek>.
- ZSIBORÁS GERGŐ [2015a]: Ha ezt a klubban elmesélem. *Forbes*, 7. sz. 57–61. o.
- ZSIBORÁS GERGŐ [2015b]: Egy nap alatt eldöntik, ki vigye a 16 milliárdot. [Forbes.blog.hu](http://forbes.blog.hu), december 10. http://forbes.blog.hu/2015/12/10/gyorsan_kiosztanak_16_milliardot_a_szalak_roghanhoz_vezetnek.
- ZSIBORÁS GERGŐ [2015c]: Questor-alapok: Tarsolyék vagy az állam nem fizetett? [Forbes.blog.hu](http://forbes.blog.hu), július 8. http://forbes.blog.hu/2015/07/08/quaestor-alapok_nem_biztos_hogy_tarsolyek_nem_fizettek.
- ZSIBORÁS GERGŐ [2016a]: Tényleg a Rogán-közeli alappal kötött botrányos szerződést az Eximbank. [Forbes.blog.hu](http://forbes.blog.hu), március 11. <http://forbes.blog.hu>.

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

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

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

ISBN 978-963-89769-2-5
<http://dx.doi.org/10.26447/KARSAI.2017>

Kiadja a Közgazdasági Szemle Alapítvány
és az MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi
Kutatóközpont Közgazdaság-tudományi Intézet
A kiadásért felel: Halm Tamás és Fazekas Károly
Felelős szerkesztő: Patkós Anna
A tipográfia és a borítóterv: Kempfner Zsófia
A nyomdai előkészítés: Pető Ildikó
Szöveggondázás: Fedor Sára
A nyomdai kivitelezés: Mondat Kft.
Felelős vezető: Nagy László

A kelet-közép-európai kockázati tőke-piacon az állami szerepvállalás erősítése főként az európai uniós gazdaságfejlesztési programok keretében nyújtott források felhasználásának volt köszönhető.

A könyv által részletesen bemutatott állami kockázati tőke-konstrukciók egy speciális új vonása a kelet-közép-európai régió számára az állami és a nem állami piaci szereplők együttműködése, ami határozottan eltér a korábbi, kizárólag állami forrásokat állami alapkezelőkön keresztül befektető szervezetek kockázati tőke-piaci részvételétől. Az európai uniós programok kínálta, jelentős összegű tőkét csak az érintett állami intézmények szervezeti és szemléleti változásával, a jogszabályi környezet megújításával lehetett igénybe venni. A szerző széles nemzetközi kitekintéssel arra a kérdésre keresi a választ, hogy milyen sikerrel zajlott le ez a folyamat.

Közgazdasági Szemle Alapítvány /
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaságtudományi Intézet

Karsai Judit Furcsa pár Az állam szerepe a kockázati tőke-piacon Kelet-Európában

Karsai Judit

Furcsa pár

Az állam szerepe a kockázati tőke-piacon Kelet-Európában





Karsai Judit az MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Közgazdaság-tudományi Intézetének tudományos főmunkatársa, a közgazdaság-tudomány kandidátusa. Fő kutatási területe a kis- és a középvállalatok és az innováció finanszírozása, ezen belül kiemelten a kockázati tőke-finanszírozás, valamint a vezetői kivásárlás és a vállalatok tulajdonosi ellenőrzése. Számos nemzetközi és hazai kutatási projekt társkoordinátora, illetve résztvevője, a kutatásokból született szakkönyvek és tanulmányok szerzője/társ szerzője.

Önálló könyvei: A kockázati tőkéről befektetőknek és vállalkozóknak (1998) • Private Equity in Central and Eastern Europe (2010) • A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban (2012)

A kelet-közép-európai kockázati tőke-piacon az állami szerepvállalás erősítése főként az európai uniós gazdaságfejlesztési programok keretében nyújtott források felhasználásának volt köszönhető.

A könyv által részletesen bemutatott állami kockázati tőke-konstrukciók egy speciális új vonása a kelet-közép-európai régió számára az állami és a nem állami piaci szereplők együttműködése, ami határozottan eltér a korábbi, kizárólag állami forrásokat állami alapkezelőkön keresztül befektető szervezetek kockázati tőke-piaci részvételétől. Az európai uniós programok kínálta, jelentős összegű tőkét csak az érintett állami intézmények szervezeti és szemléleti változásával, a jogszabályi környezet megújításával lehetett igénybe venni. A szerző széles nemzetközi kitekintéssel arra a kérdésre keresi a választ, hogy milyen sikerrel zajlott le ez a folyamat.

Közigazgatási Szemle Alapítvány /
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet



Karsai Judit **Furcsa pár** Az állam szerepe a kockázati tőke-piacon Kelet-Európában

Karsai Judit

Furcsa pár

Az állam szerepe a kockázati tőke-piacon Kelet-Európában



A *kapitalizmus új királyai* című, öt évvel ezelőtt megjelent könyvében a szerző a kockázati- és magántőkepar kelet-közép-európai, ezen belül magyarországi jellemzőit igyekezett feltárni. Mostani könyve témája szűkebb, középpontjában az állam kockázati tőke-piaci szerepvállalásának bemutatása áll. Első hallásra meglepő lehet, hogy az állam kockázati tőkésként lép fel, hiszen a kockázati tőke-alapok állami és nem állami (privát) tulajdonosai igen furcsa párt alkotnak. Míg a privát befektetőket kizárólag a profit mozgatja, addig a kormányzatot gazdaságpolitikai szempontok vezérik.

A szerző gazdag adatbázisra, nemzetközi szakirodalomra támaszkodva, a magyarországi folyamatok elemzésén keresztül mutatja be az állam szerepének változásait a kelet-közép-európai régió – ezen belül kiemelten Magyarország – kockázati tőke-piacán.