

Az Európai Unió kockázati tőkével kapcsolatos politikája és intézményei

Kosztópulosz Andreász¹

A kockázati tőkének a nemzetgazdaságban betöltött pozitív szerepe, amely elsősorban kis- és középvállalkozások növekedésében és az innovációs aktivitás erősödésében érhető tetten, a világ fejlett országaiban mostanra általánosan elfogadottá vált. A kormányok a legváltozatosabb eszköztárral igyekeznek ösztönözni a kockázati tőke-befektetéseket. Az eszközök egy része a tőke kínálatára próbál hatni, másik részük pedig arra koncentrál, hogy olyan vállalkozásbarát környezetet jöjjön létre, amelyben megeremlődnék — a kockázati tőke elsősorú célpontjának számító — nagy növekedési képességű vállalkozások létrejöttének ill. fejlődésének feltételei. Noha az Európai Unió egyes tagállamaiban külön-külön is tesznek lépéseket a kockázati tőke-befektetések előmozdítása érdekében, de a gazdasági integráció elmélyülésével egyre inkább szükségessé vált, hogy egyfelől a tagállamok közösségi szinten harmonizálják a programjaikat, másfelől közösségi szinten is lépéseket tegyenek a kockázati tőke-befektetések ösztönzése érdekében.

A kockázati tőke-ágazat közösségi szintű fejlesztésének három fontos részterülete van. Az első az 1998-ban elfogadott és 2003 végén lezáruló Kockázati tőke Akcióterv: egy, az európai kockázati tőke-piac fejlesztésében mérföldkőnek számító közösségi program, amely azonosítja az iparág fejlődésének legfőbb akadályait, és körvonalazza az elvégzendő feladatokat. A második: az Európai Unió különféle intézményeken keresztül végzett társfinanszírozási tevékenysége, mellyel addicionális forrásokat biztosít. A harmadik: a tagállami szintű szabályozásra vonatkozó uniós megközelítés, mely befolyásolja a tagállamok által folytatott (és folytatható) önálló kockázati tőke-politikat. A három területet egyenként tekintjük át dolgozatunkban.

Kulcsszavak: kockázati tőke, Európai Unió, Kockázati tőke Akcióterv, Strukturális Alapok

1. Bevezetés

Noha az Európai Unió egyes tagállamaiban külön-külön is tesznek lépéseket a kockázati tőke-befektetések előmozdítása érdekében, de a gazdasági integráció elmélyülésével egyre inkább szükségessé vált, hogy egyfelől a tagállamok közösségi szinten harmonizálják a programjaikat, másfelől közösségi szinten is lépéseket tegyenek a kockázati tőke-befektetések ösztönzése érdekében. A közösségi szinten tett lépéseket részben az a felismerés

¹ Kosztópulosz Andreász egyetemi tanársegéd, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék

rés indokolja, hogy Európának óriási lemaradásai vannak az USA-hoz képest a kockázati tőkében rejlő lehetőségek kiaknázása terén. A lemaradást leginkább a tőkepiacok elaprózottsága okozza, azaz a világ legnagyobb egységes belső piacának szüksége van a páneurópai tőkepiac megteremtésére. A közösségi szintű fellépést indokolja továbbá, hogy az egyes tagállamokban kidolgozott, a tőkebefektetéseket ösztönző programok, valamilyen kapcsolódó közösségi szintű szabályozást is érintenek, pl. a versenyszabályozást. Az EU-ban, többek között a kockázati tőke térnyerésétől várják a kis- és középvállalkozások megerősödését, az innovációs tevékenység intenzívebbé válását, a vállalkozói szellem kialakulásának elősegítését, és ezeken keresztül a legfontosabb cél, a foglalkoztatottság növekedésének elérését.

A kockázati tőke-ágazat közösségi szintű fejlesztésének három fontos részterülete van. Az első az 1998-ban elfogadott és 2003 végén lezáruló Kockázati tőke Akcióterv²: (Risk Capital Action Plan, RCAP), egy, az európai kockázati tőke-piac fejlesztésében mérföldkönek számító közösségi program, amely azonosítja az iparág fejlődésének legfőbb akadályait, és körvonalazza az elvégzendő feladatokat. A második: az Európai Unió különféle intézményeken keresztül végzett társfinanszírozási tevékenysége, mellyel addicionális forrásokat biztosít. A harmadik: a tagállami szintű szabályozásra vonatkozó uniós megközelítés, mely befolyásolja a tagállamok által folytatott (és folytatható) önálló kockázati tőke-politkát. A három területet egyenként tekintjük át dolgozatunkban.

2. A Kockázati tőke Akcióterv

Habár a többi pénzügyi piachoz képest a kockázati tőke piaca kicsiny méretű, mégis egyedülállóan fontos forrásbevonási lehetőséget jelent a fiatal és innovatív vállalkozások számára. A Kockázati tőke Akciótervét 1998 áprilisában fogadták el az Európai Unió Cardiffi Csúcsértekezletén, mely arról a felismerésről tanúskodott, hogy a kockázati tőkebefektetések kulcsszerepet játszanak a gazdasági növekedés és a foglalkoztatottság növelése terén. Az RCAP programjának megvalósítására 2003-at határozták meg céldátumnak, fenntartva annak lehetőségét, hogy szükség szerint további intézkedéseket foganatosítsanak a 2003-at követő években is. Az RCAP-ben megfogalmazott célok és feladatok részben kapcsolódnak a Pénzügyi Szolgáltatások Akciótervhez³ (Financial Services Action Plan, FSAP), mely intézkedéseivel a pénzügyi szolgáltatások egységes belső piacának megteremtését tűzte ki célul, és teljes körű megvalósítását 2005-re irányozták elő.

Az RCAP egyaránt megfogalmaz a kockázati tőke kínálatát ill. keresletét előmozdító célkitűzéseket. Kínálati oldalról biztosítani kell, hogy a vállalkozások mindenkor, mindenhol, a megfelelő árértékhozadjártnak ahhoz az alternatív finanszírozási forráshoz, amelyik legjobban megfelel a szükségleteiknek. Keresleti oldalon pedig el kell érni, hogy kellően nagy számú, életképes vállalkozás jöjjön létre, amelyekbe fektetve a kockázati tőkés tiszteséges hozamot érhet el a kockázati vállalkozása jutalmaként.

Az Akcióterv politikai üzenete egyértelműen a foglalkoztatottság növelése volt, azaz a gazdaságpolitikai nézetek alátámasztva, hogy a vállalkozásösztönzés az egyik legfonto-

² Risk Capital: A Key to Job Creation in the European Union. SEC(1998)522.

³ Financial Services – Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan. Commission Communication, COM(1999)232.

sabb munkahelyteremtő eszköze a foglalkoztatáspolitikának, ami a vállalkozások forráshoz jutási lehetőségének javításán keresztül szorosan kötődik a kockázatitőke-piac ösztönzéséhez.⁴

Az Akcióterv kidolgozói az USA kockázatitőke-iparágát tekintve összehasonlítási alapnak tetemes különbségeket állapítottak meg: az összes kockázati tőkebefektetés vonatkozásában az USA-ban 1998-ban több mint négyszer annyi tőkét fektettek be Európához képest (1. táblázat). Ráadásul – amerikai tapasztalatok szerint – a kockázati tőke által támogatott fiatal, gyors növekedésű vállalkozásoknál általában minőségi munkahelyek jönnek létre, azaz az átlagnál jobban megfizetett, magasabb kvalifikáltságot megkövetelő munkahelyekről van szó. Arra is vannak bizonyítékok, hogy számos Európában megszületett ötletből – amelyek tulajdonképpen az oktatásra és a kutatás-fejlesztésre áldozott befektetések gyümölcseként tekinthetők – végül az USA-ban fejlesztik ki a produktumot, ami aztán ott is hasznosul, mivel kedvezőbbek az üzleti feltételek. Az EU-ban ugyanúgy probléma a legkiválóbb kutatók elvándorlása – az ún. „brain-drain” – mint Magyarországon, legfeljebb más relációkban történik mindez.

⁴ A kockázati tőke jelenléte és az új munkahelyek teremtése közötti kapcsolat alátámasztására több empirikus felmérés is készült. Az egyik ilyen felmérés szerint (EVCA 1996) az 1991 és 1995 közötti időszakban a kockázati tőkével működő cégek éves szinten 35%-os forgalomnövekedést értek el, ami éppen kétszerese az európai TOP 500 teljesítményének. Az alkalmazotti létszámbővülés tekintetében még szembetűnőbb a különbség: éves 15%-nyi növekedés szemben a „legnagyobbak” szerény 2%-ával. Hasonló eredmények születtek egy, az 1996/97-2002-es időszakra kiterjedő, brit felmérés tanúsága szerint is: a kockázatitőke-befektetésben részesülő cégek éves létszámbővülése 23% volt, szemben az 1,5%-os országos átlaggal. A magánszektorban foglalkoztatott munkavállalók 16%-át (mintegy 2,9 millió főt) kockázatitőke-befektetésben részesült vállalkozások alkalmazták (BVCA 2002). A foglalkoztatottság és a kockázati tőke közötti kapcsolatról árnyaltabb képet ad egy belgiumi, 1988 és 1995 közötti időszakot felölelő, 187 cégre kiterjedő felmérés, amely rámutat, hogy a kockázati tőke által támogatott cégek közül csak az induló vállalkozások generálnak az átlagosnál nagyobb foglalkoztatottságot, ráadásul ez a jelenség csak működésük harmadik ill. negyedik éve után válik érzékelhetővé (Van Sebroeck 2000). A legpesszimistább eredményekről egy 2002-ben publikált kutatás számolt be (Bottazzi-Da Rin 2002): több mint 500 az Euro.nm tőzsdén jegyzett cég jelentései alapján kijelenthető, hogy a kockázatitőke-befektetésben részesült cégek nem növekedtek gyorsabban, és nem teremtettek több munkahelyet, mint azok, amelyek mögött nem álltak kockázatitőke-befektetők.

I. táblázat: Kockázati tőkebefektetések az USA-ban és az EU-ban⁵ (1998-2002)

	1998	1999	2000	2001	2002
USA					
Korai életszakaszt finanszírozó tőkebefektetések	7325	15246	29297	9949	4366
Az expanziós és későbbi életszakaszokat finanszírozó tőkebefektetések	14067	39469	76834	30752	16870
Kockázati tőkebefektetések összesen	21392	54715	106131	40701	21236
<i>A GDP %-ában</i>	<i>0,25</i>	<i>0,60</i>	<i>1,09</i>	<i>0,41</i>	<i>0,20</i>
EU					
Korai életszakaszt finanszírozó tőkebefektetések	1328	2537	5433	3383	2289
Fejlesztési tőkebefektetések	4387	6991	11219	7429	6281
Kockázati tőkebefektetések összesen	5715	9528	16652	10812	8571
<i>A GDP %-ában</i>	<i>0,09</i>	<i>0,14</i>	<i>0,23</i>	<i>0,14</i>	<i>0,11</i>

Megjegyzés: az adatok millió USD-ben vannak megadva, az átszámításhoz az ECB által közölt folyó év végi dollárfolyamot használtuk fel.

Forrás: EC (2003) alapján saját számítás

Ha az EU átengedi legfőbb riválisainak a vezető szerepet a világgazdaság legígéretesebb szektorában (telekommunikáció, információs technológiák, biotechnológia), akkor ez előbb-utóbb kiszolgáltatott helyzetbe kényszeríti az uniót, ami korlátozott érdekérvényesítő képességgel és negatív külkereskedelmi mérleggel járhat.

A kockázati tőke-ellátottság elégtelenségei az európai vállalatokat túlságosan is függővé teszik a banki hitelezésből származó forrásoktól, amely konstrukciók azonban általában drágábbak és kevésbé rugalmasak. A hitellel történő finanszírozás különösen nagy terhet jelent az olyan fejlett technológiára épülő, jelentős innovációt kifejlesztő vállalkozás számára, amely működésének első éveiben általában csak negatív cash-flowt képes felmutatni. Az innovációk megvalósulása és a kockázati tőke részvételének pozitív korrelációjára empirikus bizonyítékok is napvilágot láttak.⁶

Az Akciótervben az Európai Bizottság hat témakör köré csoportosítva fogalmazta meg a kockázati tőke-befektetések kiteljesedése előtt álló akadályokat:

- a tőkepiacok elaprózottsága, másként fogalmazva: egy egységes, összefüggő európai tőkepiac hiánya,
- a kedvezőtlen intézményi és szabályozási környezet,
- a nem eléggé ösztönző adózási rendszer,
- a technológiaintenzív vállalkozások hiánya,
- az emberi erőforrásokkal kapcsolatos problémák, és végül, de nem utolsósorban

⁵ Az adatok millió USD-ben vannak megadva, az átszámításhoz az ECB által közölt folyó év végi dollárfolyamot használtuk fel.

⁶ Kortum és Lerner kutatásai szerint az USA-ban 1983 és 1992 között a vállalati kutatás-fejlesztési (K+F) kiadások 3%-ának megfelelő összeg az ipari innovációk ennél jóval nagyobb, 8%-os arányát eredményezte (Kortum-Lerner 2000). A már idézett Botazzi és Da Rin által végzett európai felmérés is pozitív kapcsolatról számolt be, kijelentve, hogy a kockázati tőke jelenléte segítséget jelent az európai innovatív cégeknek azáltal, hogy biztosítja számukra a létrejöttükhöz és a fejlődésükhöz nélkülözhetetlen tőkét (Botazzi-Da Rin 2002).

- a kulturális korlátok.

A továbbiakban áttekintjük, hogy a fenti hat területen sikerült-e az RCAP intézkedései következtében javulást elérni, illetve röviden kitérünk arra is, hogy a tervek szerint melyek a továbblépés lehetséges irányai az RCAP lezárulása után.

a. A tőkepiacok elaprózottsága

A tőkepiacok liberalizációja ellenére 1998-ban még mindig 33 különálló tőzsde, és ezeknek 18 felügyeleti szerve tevékenykedett az EU-ban. Ebben a felállásban az értékpapírpiacok kapitalizációja és likviditása messze elmaradt az amerikai rendszertől, ahol 3 nagyobb tőzsdén bonyolódik a forgalom nagy része, és ezek fölött egyetlen szabályozó testület⁷ felügyel. A töredezettséghez hozzájárultak a tagállamok közötti információáramlás és az átláthatóság nehézségei, az adó- és számviteli rendszerek, valamint a társasági jog különbözőségei, valamint a külföldi cégek kockázatértékelésével kapcsolatosan felmerülő nehézségek. A kockázati tőkés szempontjából kulcsfontosságú, hogy milyenek az „exit”, jelen esetben a tőzsdei úton történő értékesítés lehetőségei, ezért nem vonzóak számára a töredezett, nem eléggé likvid, kis piacok.

2. táblázat: Európa új tőzsdéi és a NASDAQ

	Euro NM (felbomlott 2000 decemberében)					EASDAQ	AIM	NASDAQ
	Le Nouveau Marché (F)	Neuer Markt (D)	NMAX (NE)	Euro NM Belgium (B)	Nouvo Mercato (I)	(2001/03-tól Nasdaq Europe)	(UK)	(USA)
Indulás	1996/03	1997/03	1997/03	1997/03	1999/06	1996/11	1995/06	1971/02
Jegyzett cégek száma (2001/06)	166	342	58			57	576	4378
Piaci kapitalizáció (2001/06) (milliárd €)	17,5	67,4	16,7			13,8	22,2	3781,2
Egy cégre jutó átlagos kapitalizáció (millió €) (2001/06)	105,7	197,2	n.a.	n.a.	378,0	243,0	38,5	863,7
Az index értéke a csúcshoz (2000/03) képest 2001 szept.-ben	- 91%	- 90%	n.a.	n.a.	- 92%	- 93%	n.a.	- 60%
2003-as fejlemények	az Euronext része lett	bezárt	az Euronext része lett	bezárt	2002 óta nincs új kibocsátás	bezárt	jelentős veszteségek	relatív kisebb veszteségek

Forrás: EC (2003), Fulgieri-Turner (2001)

⁷ Security and Exchange Commission (SEC)

A '90-es évek közepe-végén több új tőzsdét is létrehoztak, mely piacok kulcsfontosságú szerepet játszanak (játszottak) a nagy növekedési potenciállal bíró technológiai vállalatok finanszírozásában, és egyúttal exit lehetőséget jelentenek a kockázati tőkések számára. A 2. táblázatban szereplő új európai tőzsdék indexei 2000 márciusában kezdtek esni, szakértők ekkora teszik a „technológiai lufi” kipukkanásának kezdetét. 2001 végén kisebb mértékű élénkülés volt tapasztalható ezeken a piacokon, majd 2002 első negyedében újabb korrekció következett, az árfolyamok tovább estek. A táblázatból kitűnik, hogy az amerikai NASDAQ-on kb. négyszer annyi technológiai céget jegyeznek, mint az európai tőzsdéken összesen. Bár a NASDAQ-on szereplő részvények árfolyama is nagyot zuhant a 2000-es ill. a 2001-es év folyamán, de szemben az európai tőzsdékkal, a NASDAQ 2001-ben is likvid piac maradt: az átlagos napi forgalom 12 milliárd eurót tett ki, szemben például az AIM 4, a Nouveau Marché 8 ill. a Neuer Markt 50 milliós eurós átlagos napi forgalmával. Alapvetően három tényező játszik közre ezen tőzsdék gyenge teljesítményében:

- a globális gazdasági recesszió, aminek következtében rosszak a hozamkilátások
- csökkenő bizalom a vállalati beszámolókkal kapcsolatban (könyvvizsgáló cégek bukása)
- a kis cégek részvényeinek piaca nem elég likvid.

Az Euro NM-csoport 2000 végén feloszlott, legmeghatározóbb tagja – a Neuer Markt – 2002 végén meg is szűnt. Az egykori Neuer Markt részvényeivel való kereskedés a Deutsche Börsén folyik tovább. Ez lett a sorsa a NASDAQ Europe-nak is. A csoport többi tagja a 2000-ben létrehozott Euronext nevű tőzsdeszövetség keretében folytatja tovább működését, ami tulajdonképpen az első páneurópai tőzsdéként fogható fel, és amely kísérlet szintén hozzájárul a tőkepiacok elaprózottságának csökkenéséhez: A tőzsdék kölcsönösen elismerik egymás tagságát, és hozzáférést adnak egymás piacaihoz.

Az informális kockázatitőke-befektetések tekintetében a regionális és nemzeti üzleti angyal hálózatokat⁸ integráló, közösségi szinten működő hálózatok ösztönzése szintén hozzájárult a kockázatitőke-piacok elaprózottságának mérséklődéséhez.

Az RCAP megvalósulásának értékelő záróbeszámolója megállapítja, hogy a kiszálási lehetőségek hiánya jelenti a legfontosabb akadályát az európai magántőke-piac fellendülésének, különösen a korai életszakaszban lévő és a technológiai vállalkozásokba történő kockázatitőke-befektetések vonatkozásában (EC 2003).

b. Az intézményi és a szabályozási környezet

„Az Európai Unió intézményi és szabályozási környezete nem biztosítja a szükséges átláthatóságot és kiszámíthatóságot, továbbá nem hat ösztönzőleg az európai kockázatitőke-ágazat növekedésére” – áll a Bizottság 1998-ban kiadott állásfoglalásában (EC 1998, 12. o.). A szabályozás terén, mely mind európai, mind pedig tagállami szinten elsődleges prioritást kapott, számottevő előrelépés történt az eltelt évek során: az FSAP megvalósításának leg-

⁸ Az üzleti angyalok (vagy más néven informális kockázatitőke-befektetők) olyan – többnyire tehetős – magánszemélyek, akik közvetlenül fektetnek tőkét új, fiatal vagy növekvő, tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokba. Az ún. üzleti angyal hálózatok olyan közvetítő intézmények, melyek képesek feloldani a piac láthatatlansága és a magas keresési költségek okozta problémákat azáltal, hogy kommunikációs csatornát nyitnak az üzleti angyalok és a kockázati tőkét kereső kisvállalkozások között.

utóbbi értékeléséből kiderül, hogy a tagállamok szinte teljes körűen alkalmazzák az abban foglalt uniós előírásokat (EC 2002/b). Az akcióterv pedig részben átfedésben van az RCAP-ben megfogalmazott feladatokkal. Ilyen, elsősorban a kockázattitőke kínálati oldalát érintő közös érintkezési pontok:

- Az intézményi befektetők – elsősorban nyugdíjpénztárok – prudenciális szabályozása, amelyek számára fokozatosan lehetővé teszik, hogy a kockázati tőke piacokon is befektethessenek⁹.
- Az Európai Bizottság javaslatot dolgozott ki a tőzsdére bevezetendő cégek tájékoztatási kötelezettségével kapcsolatban, amelynek lényege, hogy a jövőben a részvények kibocsátóinak egységesített feltételeknek kell majd eleget tenniük az EU tagállamokban, ezáltal jelentős mértékben egyszerűsödik, és olcsóbbá is válik a külföldi tőzsdéken való megjelenés. A javaslatot 2003 nyarán elfogadták.
- A számviteli ill. könyvvizsgálati rendszerek összehangolása érdekében az európai tőzsdéken jegyzett cégek számára 2005-től kötelezővé válik, hogy konszolidált beszámolóikat a Nemzetközi Számviteli Standardok (IAS) előírásainak megfelelően készítsék el. Ezzel párhuzamosan a kis- és középvállalkozások (kkv-k) többségét részben mentesítették a beszámolási szabályok alól.
- A közelmúltban leplezett amerikai vállalati csalások készítették a Bizottságot arra, hogy egy tanulmányt készítsen a vállalatok adatszolgáltatási kötelezettségeiről. A tanulmány következtetéseit alapul véve, az ECOFIN Tanács 2002-ben egy a vállalati jog szakértőiből álló csoportot kért fel, hogy dolgozzák ki a szükséges ajánlásokat avégett, hogy a befektetői bizalom helyreálljon. Emellett egy akcióterv is készül, mely társasági jogi változtatásokat céloz, illetve a vállalatvezetés ellenőrzésének¹⁰ legjobb szervezeti megoldásait igyekszik feltárni annak érdekében, hogy elejét vegye az újabb pénzügyi botrányok kialakulásának.

Az RCAP megfogalmaz olyan önálló területeket, intézkedéseket is, melyek nem szerepelnek az FSAP-ben. Ezen független elemek tekintetében két ponton értek el eredményeket:

⁹ Az intézményi befektetőkre vonatkozó előírások tekintetében két jól elkülöníthető álláspont alakult ki: az egyik szerint előre meghatározott korlátokat kell beépíteni a szabályozásba, és a befektetők csak ezen korlátok erejéig valósíthatnának meg bizonyos tőkekihelyezéseket, pl. az általuk kezelt vagyonnak csak egy – jogilag szabályozott – hányadát fektethetnék külföldi részvényekbe. A kontinentális Európa nagy részén ezt az elvet követik. A szigorú szabályozás célja a befektetők (közvetve a megtakarítók) által viselt kockázat csökkentése. A másik álláspont szintén a megtakarítók által viselt kockázat alacsony szinten tartását célozza, de ahelyett, hogy konkrét, számszerűsített előírásokban rögzítené, hogy adott intézményi befektető mibe mennyit fektethet, sokkal liberálisabb elvet érvényesít: az intézményi befektetőkre bízza, hogy miként diverzifikálják portfóliójukat feltételezve, hogy azok hosszú távú érdekeiket követve úgy fognak eljárni, mint ahogy azt bármelyik prudens befektető tenné. Ezt a megközelítést hívják „prudent man” szabályozásnak. Utóbbi elvet alkalmazzák az angolszász területeken, és ott a nyugdíjalapok részvétele a kockázattitőke piacán meghatározóbb. (EC 1999) Vannak persze komoly ellenérvek is nyugdíjalapok befektetéseinek túlzott mértékű liberalizációja ellen: számítások szerint az amerikai nyugdíjalapok tagjainak 5-10 milliárd dollár veszteséget okozott csak az Enron csődje, és nem ez volt az egyetlen csődbe jutott szépígeretű vállalkozás.

¹⁰ A szakirodalomban egyre gyakrabban bukkan fel a téma megjelölésére használt, angol „corporate governance” kifejezés.

- Az Európai Bizottság (a nemzeti sajátosságokat jól ismerő szakértők bevonásával) reformjavaslatokat dolgozott ki a fizetésképtelen ill. csődhelyzetbe került cégek törvényi szabályozásával kapcsolatban. A Bizottság célja az volt, hogy javítson a sikertelen vállalkozásokat megbélyegző üzleti klímán, hiszen ez az új vállalkozások létrejötté ellen hat. Míg az USA-ban a „tanulási folyamat” részeként elfogadják, ha egy-egy vállalkozás csődbe jut, addig az európai vállalkozóknak egyfajta stigmaként kell viselniük kudarcukat, és nehezen kapják meg az esélyt az újrakezdéshez. A szakértői csoport a legjobb gyakorlatok feltérképezésével a pénzügyi nehézségekre már korán figyelmeztető rendszerek bevezetését is szorgalmazza.
- Az innovatív, jelentős növekedési potenciállal bíró vállalkozások számára jelentene komoly előrelépést az európai szabadalmi rendszer reformja, hiszen bár létezik az Európai Szabadalom¹¹, az független az uniótól. A tervezett Közösségi Szabadalom bevezetése egyrészt csökkentené a szabadalmi eljárás költségeit, másrészt egységes jogvédelmet garantálna a szabadalmak számára.

c. Az adózás egyes kérdései

A kockázati tőkének és az adórendszereknek több kapcsolódási pontja is van, és az adózási kérdések mind kínálati oldalon (pl. tőkejövedelmek adóztatása), mind pedig keresleti oldalon (pl. a vállalkozások adóztatása) fontos szerephez jutnak a kockázati-tőke-befektetésekkel kapcsolatos döntésekben.

A tőkejövedelmek adóztatása az egyik legellentmondásosabb adózási kérdés. A magán megtakarításokat sújtó, a kifizetők által kötelezően levonandó adók 0 és 51 százalék között mozognak, de egyes tagországokban a társaságok által fizetendő tőkejövedelem-adók is hasonlóan magas szélső értékek között ingadoznak. Az eltérő adókulcsok, valamint a tőke Európán belüli mozgékonyága azt eredményezi, hogy a megtakarítások mértéke tagállamonként jelentősen differenciálódik, illetve a megtakarítások jelentős része más államokban keres befektetési lehetőséget. (Jobbik esetben az EU keretein belül, de egyáltalán nem kizárt a közösségen kívüli területekre történő tőkeáramlás sem.)

Közismert, hogy a társasági adók befolyásolják a vállalkozási kedvet, a befektetések kockázatát, az üzleti megtakarítások nagyságát és ezen keresztül a befektetési alapokat is. Az EU költségvetési filozófiája szerint a jövedelemadó a nemzeti gazdaságpolitika eszközei, így az EU jelen viszonyai között nincs helye az egységesítő törekvéseknek. A társasági adó feltételeiben is komoly eltérések vannak az egyes tagországok között (a legalacsonyabb adókulcs 16%-os, a legmagasabb 40%-os), amiből következően jelentős mind az EU-ból kiáramló, mind az EU-tagországok között mozgó tőkeállomány. A fejlett tagországok az integráció tőkemegtartó képességének javítása érdekében többször kezdeményezték az adókulcsokban lévő különbségek szűkítését, illetve az adóalapok egységes meghatározását, egyelőre azonban nincs egységes álláspont a közösségi adóharmonizációt tekintve: míg például Nagy-Britannia hagyományosan versenytényezőként kezeli az adórendszert, addig Németország és Franciaország inkább hajlanak a közösségi szintű szabályozás felé. Mindazonáltal le kell szögezni, hogy az alacsony társasági adókulcs önmagában nem feltétlenül jelent ténylegesen

¹¹ Az Európai Szabadalom az európai szabadalmak engedélyezéséről szóló 1973. október 5-én kelt Münchener Egyezmény alapján megadott szabadalom. Magyarország 2003. január 1-ével csatlakozott az Egyezményhez, amelynek ma már 24 állam tagja, beleértve az EU összes tagállamát.

kis adóterheteket, mivel a vállalati adózásban a társasági adó csak az egyik tényező. Országonként más és más az adóalap, a közvetett adók szintje, és igen eltérőek az egyes befektetőknek nyújtott kedvezmények, holott az effektív adóterhet csak ezek ismeretében lehet kalkulálni.

Európai szinten nem lehet kockázati tőkére vonatkozó adószabályokról beszélni, hiszen a fiskális politikát, így az adórendszert is az egyes tagállamok nemzeti szinten alakítják ki. Van azonban néhány olyan pontja az adózásnak, ahol általános tendenciákat lehet felvázolni, és ahol a tagállamoknak lehetőség szerint összehangoltan kell előrejelző lépéseket tenniük.

A tagállamokban alkalmazott gyakorlat átfogó vizsgálata mind 1998-ban, mind 2002-ben azt mutatta, hogy a kölcsöntőke hozadékát terhelő (kamat-) adók alacsonyabbak a saját tőke hozamát terhelő (osztalék-) adóknál, azaz az adórendszerek az idegen (visszafizetendő) forrásokból történő finanszírozást preferálják. Ez a fajta adórendszer egyáltalán nem vonzó a kockázati tőke számára, hiszen annak a tulajdonosi szerepvállalással együtt járó magasabb kockázat fejében, a hitelezőkénél magasabb hozamelvárásai vannak. Előrehaladás történt ugyanakkor egyes részterületeken: számos országban mentesítették a magánszemélyeket az osztalékadó fizetése alól, adókedvezményeket dolgoztak az üzleti ingatlanok befektetéseinek ösztönzésére; bilaterális egyezményekkel biztosítják, hogy a ne kelljen kétszer adózni a külföldön szerzett jövedelmek után.

2003-ban tette közzé az Európai Kockázati tőke Szövetség (EVCA¹²) azt a felmérést, amelyben tíz tényező figyelembevételével egyfajta sorrendet állított fel az Európai Unió tagállamai között arra vonatkozóan, hogy mennyire kedvez a kockázati tőke-befektetéseknek az adott tagállamban kialakított jogi környezet ill. adószabályozás (EVCA 2003). A felmérés készítői külön hangsúlyozzák, hogy pusztán a jogi szabályozás figyelembevételével nem lehet megfelelő befektetési döntéseket hozni, de a felmérésben szereplő 10 szempont mindenféleképpen befolyásolja a kockázati tőkés döntéseit. Az alábbi tényezőkről van szó:

- a kockázati tőke-alapokra, befektetési alapokra vonatkozó szabályozás
- a vállalati egyesülésekkel, felvásárlásokkal kapcsolatos szabályozás
- a nyugdíjalapokra mint a kockázati tőke potenciális forrásaira vonatkozó szabályok
- a társasági adó mértéke
- a kvv-k differenciált társasági adójának mértéke
- a magánszemélyek tőkejövedelmeinek adókötelezettsége
- az adókedvezmények, egyéb ösztönzők magánszemélyek tőkebefektetéseihez kapcsolódóan
- a részvényopciók adózása
- a vállalkozói környezet
- a K+F ösztönzésére kidolgozott fiskális eszközök

Az itt felsorolt szempontokat minden egyes tagállamban megvizsgálták, és pontozták akképpen, hogy a kockázati tőke szempontjából kedvező szabályozásnak 1, a kevésbé kedvezőnek 2 ill. 3 pontot adtak. A kapott pontszámokat végül átlagolták, és így alakult ki a végső sorrend (3. táblázat):

¹² European Venture Capital and Private Equity Association

3. táblázat: Az EU tagországok szabályozási környezete mennyire kedvez a kockázati tőkének?

Tagállam	Pont-
Egyesült Királyság	1,20
Írország	1,58
Luxemburg	1,67
Hollandia	1,79
Olaszország	1,96
Görögország	1,96
EU-15 átlag	2,04
Franciaország	2,09
Svédország	2,09
Belgium	2,14
Spanyolország	2,17
Finnország	2,25
Portugália	2,32
Németország	2,41
Dánia	2,48
Ausztria	2,53

Forrás: EVCA (2003, 7. o.)

A rangsorra pillantva látható, hogy az élenjáró ország az Egyesült Királyság, a se-reghajtó pedig Ausztria. (Érdekeség, hogy a kockázati tőke-piac aktivitása, szerepe tekinté-tében is hasonló ezen tagállamok relatív helyzete az országok rangsorában, azaz úgy tűnik, valóban létezik valamiféle korreláció a szabályozási környezet minősége és a kockázati tőke-piac teljesítménye között.)

Egy ígéretes új kezdeményezés az adózás területén az „anyaország szerinti adózás” (home state taxation) koncepciója, ami alapján egy kísérleti program fog indulni a kkv-k szá-mára (EC 2003/b). Az elképzelés szerint a vállalkozások dönthetnének úgy, hogy adóalapju-kat az EU területén végzett tevékenységük után (beleértve a külföldi telephelyekét és leány-vállalatokét is) azon tagállam jogszabályai szerint számítják ki, ahol a vállalkozás székhelye található. Ezzel jelentősen csökkennének az üzleti tevékenységüket az EU teljes belső piacá-ra kiterjesztő kkv-k adózással összefüggő adminisztratív terhei.

d. A csúcstechnológia területén működő vállalkozások hiánya az EU-ban

A kockázati tőke szerepének erősítéséhez elengedhetetlen, hogy folyamatosan ren-delkezésre álljanak jó befektetési lehetőségek, azaz ígéretes induló vállalkozások. Az 1998-as megállapítás szerint Európában messze nem létesül annyi új vállalkozás, mint amennyit a

tudományos kutatóközpontokban születő eredmények lehetővé tennének, azaz ezek az eredmények nincsenek kellőképpen kiaknázva. A különböző nemzeti ill. regionális szinten kidolgozott programokhoz kapcsolódó tudományos és ipari parkok ill. innovációs központok ugyan számos sikert fel tudnak mutatni új technológiákkal foglalkozó cégek megtelepedését illetően, de ezek a vállalkozások évek múlva is csak kisvállalkozásnak minősülnek (átlagosan 10 főnyi létszámmal működésük első 10 évét követően is).

A probléma egyik megoldását jelentené a kkv-k közötti szorosabb együttműködést szolgáló hálózatok fejlesztése, valamint a vállalkozások és a tudományos kutatóközpontok, egyetemek kapcsolatának elmélyítése. A több mint 1500 európai kkv részvételével 1999-ben létrehozott Csúcstechnológiai Vállalkozások Európai Szövetsége¹³ szintén az együttműködést elősegítő intézkedésnek bizonyult.

A létesülő új vállalkozások relatíve alacsony számának hátterében megtaláljuk az új vállalkozások alapítására vonatkozó szabályok merevségét is. A vállalat alapítás tekintetében jelentős különbségek mutatkoznak az EU tagországai között: míg Franciaországban elméletileg akár egy nap alatt is létre lehet hozni vállalkozást, addig ez Portugáliában minimum 3 hétig eltartó procedúra. Az időtényező mellett fontos az alapításhoz szükséges tőke, ill. az alapítással járó költségek nagyságrendje is: ebben a tekintetben Írország biztosítja a legkedvezőbb feltételeket az alakuló vállalkozások számára.

e. Emberi erőforrások

1998-ban becslések szerint mindössze 3000 olyan kockázattőke-szakértő volt Európában, akik fő tevékenységként foglalkoztak kockázattőke-befektetésekkel, azaz akiknek szerepe nem merült ki a tőke juttatásában, hanem ténylegesen szerepet vállaltak a finanszírozott cég(ek) működtetésében. A másik oldalon pedig hiány mutatkozott a vállalkozó kedvű magánszemélyekből is. Mindkét jelenség az oktatási rendszerek és a különféle képzések terén tapasztalható hiányosságokkal áll összefüggésben, így ezeken a területeken kezdeményeztek intézkedéseket, újításokat kezdeményezni.

Felmérések megállapították, hogy míg az Egyesült Államokban a kockázattőke-befektetések mindössze 20%-a került olyan vállalkozásokhoz, amelyek első ízben fogadtak ilyen típusú befektetést, 80%-ban másod- vagy többedkörös finanszírozás történt, addig az EU-ban a befektetések háromnegyedében olyan vállalkozások jutottak tőkéhez, melyeknek korábban nem volt kapcsolatuk kockázattőke-alapokkal (EC 2003/a). Az adatokból azt a következtetést vonhatjuk le, hogy az USA-ban működő alapok menedzserei általában véve tapasztaltabbak és hosszabb távú befektetési stratégiákat követnek, mint európai kollégáik, és alaposabban nyomon követik befektetéseik utóéletét. A kockázattőke-szakma erősítése céljából az EVCA különféle képzési programok összeállításán dolgozik, az Európai Befektetési Alap¹⁴ pedig a Magvető Tőke Program¹⁵ keretében fiatal befektetési szakembereknek biztosít lehetőségeket a szakma gyakorlati fortélyainak elsajátítására.

Az Európai Bizottság kezdeményezésére 2002-ben tanulmányt készítettek annak felmérésére, hogy az egyes tagállamok oktatási rendszerébe mennyire van beépítve a „vállalkozóvá nevelés” (EC 2002/c). A tanulmány következtetései között szerepel az az ambiciózus

¹³ The European Federation of High Tech Enterprises

¹⁴ Az Európai Befektetési Alapról később még lesz szó.

¹⁵ Seed-Capital Action – ld. később.

célkitűzés, hogy iskolai képzése alatt minden fiatalnak meg kell ismerkednie a vállalkozások világával. Az eszközök igen változatosak: a diákok által működtetett „mini-vállalatoktól”, az olyan nemzetközi programokon át, mint a Junior Achievement¹⁶, egészen a „Vállalkozásoktatás Európai Napjának” megszervezéséig, illetve a felsőoktatásban használható „Vállalkozókészség” oktatócsomag¹⁷ összeállításáig, és a főiskolák ill egyetemek rendelkezésére bocsátásáig terjed.

A vállalkozóvá válás szempontjából fontos, hogy az adott vállalkozás alkalmazottainak juttatási csomagjában megjelennek-e a tulajdonrészek vagy a részesedésszerzésre vonatkozó opciók. Tapasztalatok szerint az alkalmazottaknak az ilyen úton történő bevonása azon túlmenően, hogy ösztönzőleg hat munkájukra, hozzájárul a vállalkozói mentalitás kialakulásához is. Idővel esetleg maguk is önálló vállalkozást indíthatnak, vagy éppen ezáltal oldódik meg az utódlás problémája az adott vállalkozásban. Másrészt, főként az induló innovatív vállalkozások körében, problémát okoz a fejlesztésekhez nélkülözhetetlen kutatók, mérnökök vállalkozáshoz csábítása, mivel a vállalkozás még nem tudja kielégíteni a szakemberek magas fizetési igényeit. A részvényopciók felkínálása megoldást kínálhat erre a gyakorta felmerülő javadalmazási nehézségre is.¹⁸

A Bizottság szakértői csoportot kért fel a részvényopciók formájában történő díjazás rendszerének kielemezésére, illetőleg szabályozási kérdéseinek átgondolására.

f. Kulturális korlátok

Kulturális korlátok alatt 1998-ban tulajdonképpen a vállalkozásokhoz, a kockázatvállaláshoz, a tőkefelhalmozáshoz, a munkaerő mobilitásához valamint az üzleti szféra és az egyetemek közötti kapcsolathoz való jellemzően konzervatív (az amerikaihoz képest) európai hozzáállást értették. A jelenség visszavezethető kulturális tényezőkre, de alapvetően történelmi, társadalmi és természetesen gazdasági okai vannak. A RCAP-ben ezzel a jelenséggel kapcsolatban feladatként azt jelölték meg, hogy az európai társadalmakat minél szélesebb körben tájékoztatni kell a kockázati tőkének a gazdaságban betöltött szerepéről, és lehetőség szerint bátorítani kell a tőke fogadására alkalmas vállalkozásokat arra, hogy a kockázati tőkésekhez forduljanak finanszírozási igényeikkel. Erre a feladatra valamennyi, a kockázati tőkével kapcsolatba kerülő szereplőt felkérték.

Idővel még egy elem hangsúlyossá vált a kulturális korlátok között, ez pedig nem más, mint a vállalatok vezetőinek erkölcsös magatartása, ami különösen a közelmúlt amerikai vállalati botrányait követően került előtérbe.

¹⁶ A Junior Achievement egy non-profit oktatási szervezet, amelynek programjai a világ 98 országában megtalálhatók, és évenként több mint 2,5 millió diák számára teremtik meg azt a lehetőséget, hogy megismerhessék a vállalkozás és a gazdasági élet világát.

¹⁷ Az Entrepreneurship Toolkit nevű oktatási csomagot az EVCA állította össze, 2002-ben 500 európai egyetemhez és főiskolához juttatták el, hogy az intézmények annak segítségével beindíthassanak egy féléves kurzust kockázati tőke témakörében.

¹⁸ A szakirodalom – rendkívül szemléletes megfogalmazást használva – „sweat equity” néven hivatkozik a fentiekben említett munkával szerzett tőketípusra.

g. Egyéb tényezők

Az RCAP, valamint az annak megvalósulását nyomon követő tanulmányok 2002-re még két fontos területtel bővültek ki: egyrészt a K+F-hez való kapcsolódását, másrészt az állam kockázati tőkésként való magatartását, ill. az állami támogatásoknak a Közös Piac elveivel való összeegyeztethetőségét vizsgálják.

A kutatás-fejlesztéssel kapcsolatban az Európai Unió tagállamai a 2002-es Barcelonai Csúcsértekezleten elhatározták, hogy uniós szinten a GDP 3%-ra emelik a K+F kiadásokat 2010-ig¹⁹, méghozzá úgy, hogy ennek 2/3-a a magánszektorból kell, hogy érkezzon. Ennek érdekében a célkitűzéshez kapcsolódó akciótervben (EC 2003/c) egyrészt olyan elemek találhatók, amelyek a kutatások és az innováció finanszírozhatósága érdekében támogatják a garanciarendszerek felállítását, a kockázati tőke-befektetéseket illetve a hatékony és integrált pénzügyi piacok elérését az intenzív kutató-fejlesztő tevékenységet végző kkv-k számára. Másrészt, az akcióterv olyan intézkedéseket is fogantat, melyek ösztönzőleg hatnak a kockázati tőke-piac keresleti oldalára, azaz:

- olyan reformokat kezdeményez, melyek által lehetővé válna, hogy az állami kutatóintézetek előbb kapcsolatrendszert építsenek ki az üzleti világgal, így például támogatja az inkubátorok és a magvető befektetéseket végző alapok létrehozását
- ösztönzi az ipar irányában megvalósuló technológiatranszfert, valamint spin-off cégek²⁰ létrehozását
- bátorítja a fiskális és egyéb ösztönzők összehangolt alkalmazását annak érdekében, hogy ösztönözze az intenzív kutató-fejlesztő tevékenységre berendezkedő cégek alapítását és növekedését.

Az állami támogatások kérdéskörét – annak fontossága miatt – külön fejezetpontban vizsgáljuk.

h. A továbblépés lehetőségei

Az RCAP a teljes, 1998-2003 periódust figyelembe véve egy sikeres program volt. A kockázati tőkével kapcsolatos lépések a politikai programok legfontosabb elemei közé emelkedtek regionális, nemzeti és közösségi szinten egyaránt. Az akcióterv legtöbb célkitűzését már 1998-ban sikerült megvalósítani. Az RCAP természetesen tartalmaz olyan intézkedéseket is, amelyek – természetük miatt – nem köthetők megvalósítási határidőkhöz, viszont ezeken a területeken is minőségi javulásról lehet beszámolni.

¹⁹ 2000-ben az Európai Unió országai GDP-jük 1,9%-át fordították kutatás-fejlesztésre. A célkitűzés összhangban van a 2000-ben megtartott Lisszaboni Csúcson megfogalmazott ambíciózus (és hangzatos) célkitűzéssel, amely szerint 2010-re az Európai Közösséget a világ legdinamikusabb és legversenyképesebb tudásalapú társadalmává kell tenni.

²⁰ A spin-off vállalkozások az egyetemokről, felsőoktatási intézményekből, közfinanszírozású kutatóhelyekről kiváló technológia-intenzív cégek, melyek általában a kutatóhelyek szellemi eredményeinek felhasználásával alakulnak – képletes kifejezéssel szólva: anyaintézményükből kiperdülnek, kiröppennek, kirajzanak (Kleinheitz 2001).

Bár az európai kockázatitőke-piac jelentős mértékben átalakult az elmúlt öt évben, a lisszaboni célok eléréséhez nélkülözhetetlen feltétel egy jóval hatékonyabb és szofisztikáltabb páneurópai kockázatitőke-iparág létrejötte. Ennek érdekében a megszerzett tapasztalatokra építve a Bizottság továbbra is nyomon követi a kockázatitőke-piac változásait, és folyamatosan elemzi az előrelépés lehetőségeit azokon a területeken, ahol sérül a hatékonyság. Ezen jövőbeli elemzések lehetséges részterületei valószínűleg az alábbiak lesznek (EC 2003/a):

- a kockázati tőke szabályozással összefüggő keretfeltételeinek fejlesztése
- a kockázati tőkések kiszállási lehetőségeinek javítása
- az információs szakadék szűkítése a kínálati oldal szereplői, valamint a vállalkozások és vállalkozók (a keresleti oldal) között, ami jelenti egyfelől az egymásra találás megkönnyítését, másfelől a kkv-k költséghatékony és megbízható minősítését, ami megkönnyítheti a speciális kockázatok értékelését²¹
- stratégiai cél: ledolgozni a lemaradást az USÁ-val szemben, ennek érdekében át kell ültetni európai környezetbe az USÁ-ban sikerrel alkalmazott intézkedéseket, eszközöket, intézményeket
- folytatni kell a kockázatitőke-iparág közösségi szintű támogatását.

3. A kockázati tőke állami támogatásával kapcsolatos EU-szabályozás

A kockázatitőke-piac működésébe történő állami beavatkozás elfogadható módjára vonatkozóan létezik egy sajátos, európai uniós megközelítés (Slolock 2001), mely az állami szerepvállalást – bizonyos feltételek megléte esetén – elfogadhatónak és ösztönző erejűnek tartja a piac tökéletlensége miatt háttérbe szoruló vállalkozások és a magántulajdonú kockázatitőke-szektor fejlődése szempontjából.

Az Európai Unió versenyjoga igen tágan értelmezi az állami támogatásokat: az EK Szerződés 87. cikke lefekteti, hogy *bármilyen formájú tagállami vagy tagállami forrásból nyújtott támogatás, amely korlátozza vagy korlátozással fenyegeti a versenyt – amennyiben érinti a tagállamok közötti kereskedelmet – összeegyeztethetetlen a közös piaccal*. Eszerint minden olyan támogatást ide sorolnak, amelyeket az állami, helyi vagy regionális szervek nyújtanak, sőt az olyan magánforrásokból származó forrásokat is beleértik, amelyek az állam közvetlen vagy közvetett domináns befolyása alatt állnak.

Az Európai Bizottság megvizsgálta, hogy a Szerződés 87. cikke hogyan hozható összefüggésbe az állam kockázati tőke ösztönzésére tett lépéseivel (EC 2001/b). A kockázati tőke állami támogatása ugyanis a Bizottság véleménye szerint kockázatot hordoz, mely kockázatok három elkülönülő formában nyilvánulhatnak meg:

- A kedvezményezetteknek nyújtott előnyök nemkívánatos torzulást eredményezhetnek a versenyben, hátrányba hozva a versenytársakat.

²¹ Ilyen minősítés lehet például a technológiai rating, amely lehetővé tenné az új technológiák alkalmazásában rejlő lehetőségek értékének megbízhatóbb meghatározását.

- Fennáll a holtteher-veszteség elszívésének kockázata, amennyiben olyan vállalkozások is tőkéhez jutnak az állami intézkedésekkel összefüggésben, amelyek egyéb módon is hasonló feltételekkel hozzájuthattak volna a forrásokhoz, és ezáltal a közpénzek felhasználása nem tekinthető hatékonyak.²²
- A kizorítási hatás kockázata, mely a Bizottság értelmezésében azt jelenti, hogy az állami támogatás formájában megnyilvánuló szerepvállalás esetleg elbátortalaníthat más, potenciális befektetőket.

A Bizottság megállapítása szerint az alábbi három relációban beszélhetünk állami támogatásokról:

- a befektetőknek nyújtott támogatás
- a kockázati tőke-alapoknak ill. egyéb közvetítőknek nyújtott támogatás
- a kockázati tőkebefektetésből részülők vállalkozásnak nyújtott támogatás.

Amennyiben megállapítható, hogy a 87. cikk hatálya alá tartozó állami támogatásról van szó, akkor meg kell vizsgálni, hogy a támogatás adott formája összeegyeztethető-e a Közös Piac elveivel. A 87. cikk ugyanis tételesen felsorolja azokat az eseteket, amikor a közösségi versenyjog nem utasítja el az állami támogatások lehetőségét. Főszabályként leszögezzük, hogy az állami támogatások akkor tekinthetők elfogadhatónak, ha azok a Közösség által is kitűzött gazdaság- és társadalompolitikai célok alapvető elérési eszközeit jelentik.

A szabályozás rugalmasságának biztosításához nagy mértékben hozzájárul a gyakran alkalmazott, ún. *pari passu*-alapelv. Eszerint nem minősül állami támogatásnak, ha az állam ugyanolyan feltételekkel teszi elérhetővé forrásait, mint amilyenek a magánbefektetőkre érvényesek.

A gyakorlatban igen nehéznek bizonyult a kockázati tőke terén megvalósított állami szerepvállalás egyes elemeit megfeleltetni a versenyjog állami támogatásokról szóló fejezeteinek. A nehézség többnyire a kockázati tőke sajátosságaiból fakadt: nem lehet besorolni az állami támogatás hagyományos formái (pl. szubvenciók, kedvezményes kölcsön, kamattámogatás, adókedvezmények, exporttámogatás, garanciavállalás stb.) közé. A meglévő szabályozást figyelembe véve két szempont alapján mentesíthető a kockázati tőke-befektetések szereplőinek juttatott állami támogatás a 87. cikk tilalma alól: egyfelől ha feltételezhető, hogy az állam a támogatáson keresztül kis- és középvállalkozások létrejöttéhez, növekedéséhez járul hozzá, másfelől ha olyan területek gazdasági fejlesztésére koncentrálódik, ahol alacsony az életszínvonal vagy magas a munkanélküliség.

A mentesítés nem automatikus; a Bizottságnak meg kell győződnie arról, hogy valamilyen piaci elégtelenség fennáll, amelynek alapvetően két oka lehetséges: egyfelől az, hogy nem tökéletes vagy aszimmetrikus az információáramlás (a potenciális befektetők nem tudnak hiteles információkhoz jutni a kkv-k üzleti kilátásairól), másfelől a tranzakciós költségek (ti. a kis volumenű ügyletek nem elég vonzóak a befektetők számára méretgazdaságossági okokból). A Bizottság – azért, hogy az állami támogatás valóban a kisebb volumenű ügyle-

²² A Bizottság itt fontosnak tartja megjegyezni, hogy noha a kockázatok fenti típusának létezésére vannak bizonyítékok, ezek történeteken alapulnak.

tekhez kapcsolódjon – 750 ezer ill. 1 millió euróban²³ maximalizálta az államilag támogatott ügyletek felső határát. (Ha az állami támogatás a fenti értékhatároknál nagyobb volumenű ügyletekhez kapcsolódik, akkor bizonyítékokkal kell alátámasztani, hogy a piaci elégtelenség valóban fennáll.)

A támogatás formáinak megválasztásában a tagállamok szabadon dönthetnek, amennyiben a választott módozat a Bizottság értékelése szerint pozitívnak tekinthető, azaz arra ösztönzi a piaci befektetőket, hogy bizonyos vállalkozásokat célozzanak kockázatitőke-befektetésekkel, illetőleg olyan struktúra kialakulását valószínűsíti, melyben a befektetési döntések profitszempontok alapján születnek meg. A támogatások formái az alábbiak lehetnek:

- olyan kockázatitőke-alap létrehozása, melyben az állam partneri, befektetői, vagy más résztvevői szerepet tölt be
- támogatás nyújtása kockázatitőke-alapok számára a menedzsment vagy adminisztratív költségek egy részének fedezésére
- egyéb a kockázatitőke-befektetőket ill. -alapokat kedvezményező pénzügyi eszköz alkalmazása annak érdekében, hogy növekedjék a kockázati tőke kínálata
- garanciavállalás a kockázatitőke-befektetők és -alapok esetleges veszteségei meghatározott részének fedezésére, illetőleg a befektetők és alapok által kockázatitőke-befektetés céljára felvett hitelekre vállalt állami garancia²⁴
- fiskális ösztönzők alkalmazása annak érdekében, hogy a befektetők felvállalják a kockázatitőke-befektetéseket.

Az kockázati tőkéhez kapcsolódó állami támogatásoknak a Közös Piaccaal való összeegyeztethetőségének jobb megállapíthatóságára a Bizottság kidolgozott egy szempontrendszert. Ezen szempontokat veszik figyelembe, amikor döntenek arról, hogy egy-egy tagállamban alkalmazott vagy alkalmazni kívánt gyakorlat összeegyeztethető-e a Közös Piac elveivel. Egy-egy adott szempontnak való megfelelés pozitívumként, a feltétel nem teljesülése negatívumként lesz értékelve.

²³ A Római Szerződés 87. cikk 3. pontja kimondja, hogy a közös piaccal összeegyeztethetőnek tekinthető:

- a) az olyan térségek gazdasági fejlődésének előmozdítására nyújtott támogatás, ahol rendkívül alacsony az életszínvonal vagy jelentős az alulfoglalkoztatottság;
- b) valamely közös európai érdekelt szolgáló fontos projekt megvalósításának előmozdítására vagy egy tagállam gazdaságában bekövetkezett komoly zavar megszüntetésére nyújtott támogatás;
- c) az egyes gazdasági tevékenységek vagy gazdasági területek fejlődését előmozdító támogatás, amennyiben az ilyen támogatás nem befolyásolja hátrányosan a kereskedelmi feltételeket a közös érdekekkel ellentétes mértékben;
- d) a kultúrát és a kulturális örökség megőrzését előmozdító támogatás, ha az a Közösségen belüli kereskedelmi és versenyfeltételeket nem befolyásolja a közös érdekekkel ellentétes mértékben;
- e) a támogatás olyan egyéb fajtái, amelyeket a Tanács a Bizottság javaslata alapján, minősített többséggel hozott határozatával határoz meg.

A c.) pont alapján támogatott területeknél 750 ezer euró, az a.) pont alapján támogatott területeknél 1 millió euró nagyságú a közös piaccal összeegyeztethető támogatás mértéke

²⁴ Az Egyesült Államokban az US Small Business Administration ezt az eszközt alkalmazza a kisvállalati befektetési társaságoknak nyújtott támogatásaiban.

Pozitív elemek a kockázati tőke-befektetések állami támogatásának megítélésénél²⁵:

- a befektetőknek ill. a befektetések közvetítőinek nyújtott állami támogatás összege arányos a kisebb volumenű befektetésekhez kapcsolódó vizsgálatok ill. az ilyen alapokat kezelő menedzsment többletköltségeivel
- a befektetések kizárólag kisvállalkozásokba (beleértve a mikrovállalkozásokat is), vagy induló és korai fázisban lévő²⁶, vagy támogatott térségekben működő középvállalkozásokba irányulnak
- az állami támogatás a kockázati tőke piacon tapasztalható valamilyen elégtelenség megoldására összpontosít
- a befektetési döntések alapvetően nyereségorientáltak: kapcsolatot kell teremteni a befektetési döntések meghozóinak javadalmazása és a befektetések hozama között
- jelentős nagyságrendű a piac magánszereplőinek részvétele (befektetésekben és döntéshozatalban egyaránt), és az állami szerepvállalás inkább csak ez utóbbiak befektetéseinek ösztönzésére szorítkozik
- az állami beavatkozás csak minimális mértékben torzíja a versenyt: az állami támogatás igénybevételére széles körben lehetőséget kell biztosítani
- érvényesül a szektorsemlegesség elve, de a Bizottság preferálja az innovatív technológiákon alapuló iparágakat (információs technológia, biotechnológia stb.), és kifejezetten ellenzi az állami beavatkozást olyan felesleges kapacitásokkal rendelkező iparágaknál, mint az acélgyártás vagy a hajóépítés
- már a befektetésekor részletes üzleti tervvel tudják alátámasztani a vállalkozások jövődelmezőségét, és világosan kirajzolódik, hogy az állam közvetlen vagy közvetett részvétele a vállalkozásban miként fog megszűnni
- az állami támogatás olyan vállalkozásokat céloz, amelyek még nem részesültek az állami támogatások egyéb formáiban, azaz nem kerül sor a támogatások halmozódására.

A közösségi szabályozást sikeresnek tartják mind a nemzeti döntéshozók, mind pedig az iparág képviselői, nagyra értékelve annak rugalmasságát és innovatív szemléletét (EC 2003/a). Főként az elmaradott térségekben, vagy a csúcstechnológiára épülő iparágakban tevékenykedő kkv-k támogatásánál használták szívesen ezt az eszközt. A „pari passu”-alapelv érvényesítése ösztönözte a közszféra és a magánszféra együttműködését, mert többek között lehetővé tette, hogy az alapok élére a magánszféra tapasztalt szakemberei közül toborozzanak menedzsereket az általuk megszokott teljesítmény alapú javadalmazás mellett.

²⁵ Értelemszerűen negatív elemnek számít, ha valamilyen feltétel nem teljesül.

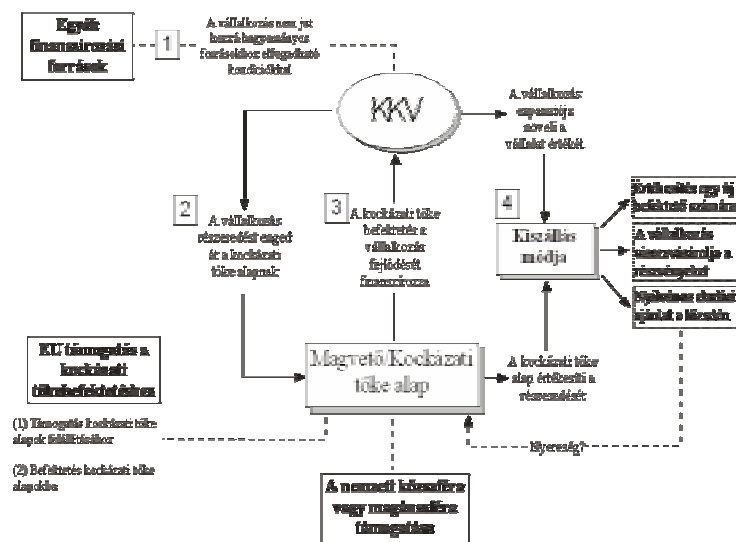
²⁶ Az EVCA definíciója szerint az induló szakasz finanszírozása a termékfejlesztés és a piaci bevezetéshez kötődő marketing céljára biztosított forrásokat jelenti, ebben a stádiumban tehát a vállalkozás terméke még nincs piaci forgalomban. A korai fázis azt az életszakaszt jelenti, melyben a vállalkozás vagy még a kutatás és termékfejlesztés stádiumában van, vagy már kifejlesztette termékét, és forrásokra van szüksége a sorozatgyártáshoz és kereskedelmi forgalmazáshoz. Ebben a szakaszban sem hoz még nyereséget a vállalat tevékenysége.

4. Az Európai Unió társfinanszírozási gyakorlata

Az Európai Unió által követett finanszírozási gyakorlatra az európai kockázati tőkepiac fejlesztésében az „alpok alapja”²⁷ konstrukció néven szokás hivatkozni (Karsai 2002). Az EU társfinanszírozáson alapuló kockázati tőke-politikájának két fő eleme van: egyfelől a kockázati tőke-alapok Strukturális Alapokból történő társfinanszírozása, másfelől az EIB-csoport²⁸ keretein belül az alapok alapjaként működő EIF finanszírozási tevékenysége (2. ábra)

Az Európai Unióban lehetőség nyílik a kockázati tőke-alapok Strukturális Alapokból történő társfinanszírozására. A finanszírozás az Európai Regionális és Fejlesztési Alapból történik. A társfinanszírozás kizárólagos célja a kis- és középvállalkozások (a továbbiakban kkv-k) tőkéhez való hozzáféréseinek megkönnyítése.

1. ábra: Hogyan működnek a kockázati tőke-alapok a gyakorlatban?



Forrás: EC (2002/a, 12. o.)

²⁷ Az állam egy olyan alapban helyezi el a kockázati tőkepiac fellendítésére szánt forrásait, amely a piacon lévő magántulajdonú kockázati tőke-alapok forrásaihoz járul hozzá (Karsai 2002).

²⁸ 2000 tavaszán a lisszaboni csúcson döntés született az EIB-csoport felállításáról, mely az 1958-ban megalapított Európai Beruházási Bankot (EIB) és az 1994-től működő Európai Befektetési Alapot (EIF) foglalja magában; ezzel lényegében az EIB lett az EIF többségi tulajdonosa és működtetője. Az EIB nem hagyományos értelemben vett bank, hanem azzal a speciális céllal hozták létre, hogy pénzügyi forrásokkal támogassa az EU céljainak megvalósulását. Az EIF a garanciainstanzokhoz és a kockázati tőkére specializálódott, ennek megfelelően stratégiai fontosságú szerepet játszik a kis- és középvállalkozások fejlesztése területén. Az EIB-csoport bizonyos programjai a csatlakozás előtt álló országok számára is elérhetőek.

A Strukturális Alapokból nyerhető társfinanszírozáshoz kapcsolódó fontosabb alapelvek az alábbiak (EC 2002/a):

- A tagállam részesedése a kockázati tőke-alapban elengedhetetlen feltétel. A közösségi támogatás mellett a tagállamnak saját állami forrásokkal kell hozzájárulnia a kockázati tőke-alap tőkájéhez.
- A Közösség ugyan részben finanszírozhatja az alap tőkájéhez adott állami támogatást, de nem vehet részt az alap kezelésében, és nem járulhat hozzá annak működési költségeihez sem. Az alapban tulajdonosként csak a tagállam, illetve annak magán és közületi partnerei szerepelhetnek, tehát a Bizottság nem.
- A kockázati tőke-alapot a partnerek között létrejött megállapodások szerint működő független alapként kell létrehozni. A források kezelésével a magánszektor nagy tapasztalatokkal és szakértelemmel rendelkező független alapkezelőit kell megbízni, akiknél szorosan össze kell kapcsolni a befektetési teljesítményt a javadalmazással, hogy piaci alapon szülessenek meg ezeknél az intézményeknél is a befektetési döntések. Az alap menedzselésével megbízott csoport kiválasztása – melynek során természetesen a prudenciális szempontokat érvényesíteni szükséges – versenyeljárás keretében kell, hogy történjen.
- A Közösség a kockázati tőke-alapok tőkájének társfinanszírozásában a Strukturális Alapok 1. célkitűzése alá eső területeken (a legelmaradottabb régiók támogatása) az összköltség legfeljebb 35 százalékáig, a többi területen pedig az összköltség legfeljebb 15 százalékáig vehet részt.
- Az alap kizárólag gazdaságilag életképes kis- és középvállalkozásokba fektethet be (kisebbségi részesedést szerezve) azok fennállásának induló vagy korai szakaszában.
- A kockázati tőke-alap tulajdonosai között az állami és a magánszektor képviselőinek egyaránt jelen kell lenniük. A megfelelő gazdasági ösztönzés elérése érdekében a magánszektor hozzájárulásának számottevő (lehetőleg 30%-ot meghaladó) mértékűnek kell lennie.
- Az alap lehetőség szerint olyan területen tevékenykedjék, ahol fennáll valamilyen piaci elégtelenség (pl. nem elégséges a kockázati tőke kínálata).
- Az alap működésének időtartamának összhangban kell lennie a Strukturális Alapok programozásával.
- A kockázati tőke-alap tevékenységéről évente jelentést kell készíteni, és azt az Európai Bizottsághoz kell elküldeni. A Bizottság és az Európai Számvevőszék jogosult a kockázati tőke-alap tevékenységét ellenőrizni, sőt, azokat a cégeket is átvilágíthatja, amelyekben a tőkealap részesedést birtokol vagy birtokolt.
- Az állami forrásokból ill. az azt kiegészítő Strukturális Alapokból származó hozzájárulást, valamint a támogatott alap által megvalósított befektetéseket vizsgálni kell az állami támogatással kapcsolatos uniós szabályozás tekintetében is.

Az EIF finanszírozási tevékenysége a kockázati tőke-alapokba történő kihelyezés formájában történik. Fontos kihangsúlyozni, hogy az EIF ún. alapok alapjaként működik, azaz közvetlenül egyetlen vállalkozásba sem fektet be. Befektetési portfóliójába kockázati tőke-alapok tartoznak: több mint 180 alapba, közel 2,5 milliárd eurót helyezett ki 2002 végéig. (EIF 2002). A portfólió elemeinek kiválasztási kritériumai a következők:

- kizárólag olyan kockázati tőke-alapokba fektet, amelyek kkv-k növekedését finanszírozzák
- tevékenysége az Európai Unió országain túl kiterjed az újonnan csatlakozó országokra is; a támogatott alapoknak európai vállalkozásokat kell finanszírozniuk
- kisebbségi szerepet (10-35%) vállalva az alapokban azt a célt tűzi ki maga elé, hogy előmozdítsa a magántőke tulajdonosainak kockázati tőke-alapokba történő befektetéseit
- piaci alapon kalkulálja hozamvárásait.

Az alapokba történő kihelyezéskor az EIF számára saját forrásain túl rendelkezésre állnak még az Európai Bizottság egyes programjaihoz kapcsolódó külön források is. Az egyik ilyen bizottsági kezdeményezésű program az ETF Start-up Facility, amely üzleti inkubátorokat, valamint olyan kockázati tőke-alapokat támogat, amelyek magvető finanszírozással foglalkoznak, különös tekintettel azokra, amelyek:

- egy-egy adott iparágra, technológiára (pl. biotechnológia, nanotechnológia) fókuszálnak
- regionális alapok (amelyek szerepet játszhatnak az EU-n belüli regionális fejlettségi különbségek megszüntetésében)
- K+F eredmények üzleti hasznosításának előmozdításával foglalkoznak.
-

Az EIF részvétele az ETF Start-up Facility program keretében támogatott alapoknál 10 millió euróban van maximalizálva, amellyel 10-25%-os kisebbségi részesedés megszerzésére törekszik.

A másik bizottsági kezdeményezésű program: a Seed Capital Action, amely oly módon támogatja a kockázati tőke-alapok és -társaságok működését, hogy hozzájárul ezek menedzsmentjének költségeihez. A Bizottság célja nem más, mint hosszú távon biztosítani, hogy kockázati tőke-befektetésekkel foglalkozó szakemberek kellő számban rendelkezésre álljanak Európa-szerte, ezért 100.000 euró/fő-ben maximalizált anyagi támogatásért lehet pályázni a menedzsment létszám bővülésével járó új szakemberek felvétele esetén.

5. Összefoglalás

A kockázati tőkének a nemzetgazdaságban betöltött pozitív szerepe, amely elsősorban kis- és középvállalkozások növekedésében és az innovációs aktivitás erősödésében érhető tetten, a világ fejlett országaiban mostanra általánosan elfogadottá vált. A kormányok a legváltozatosabb eszköztárral igyekeznek ösztönözni a kockázati tőke-befektetéseket. Az eszközök egy része a tőke kínálatára próbál hatni, másik részük pedig arra koncentrál, hogy olyan vállalkozásbarát környezet jöjjön létre, amelyben megteremtődnek — a kockázati tőke elsőszámú célpontjának számító — nagy növekedési képességű vállalkozások létrejöttének ill. fejlődésének feltételei. Láthattuk, hogy az állami beavatkozás formáinak – így pl. a szabályozási környezetnek – van ugyan hatása a kockázati tőkére, de annak aktivitása piaci mechanizmusok függvénye is, amelyekre az államnak csak korlátozott befolyása lehet.

Egy globális iparágról van szó, ezzel együtt globális versenyről (Bayan-Freundenberg 2000), amelyben az USA vezető szerepe egyelőre megkérdőjelezhetetlen. Az Európai Unió tagállamai komoly erőfeszítéseket tesznek tőkepiacaik egységesítése érdekében, de felismerték, hogy Európában nem kizárólag a kockázati tőke kínálata elégtelen: jelentős az elmaradás a vállalkozásbarát környezet kialakítása terén is. Az Európai Bizottság által kezdeményezett Kockázati tőke Akcióterv jelentős mértékben hozzájárult ahhoz, hogy a kockázati tőke bevonásával megvalósított finanszírozási ügyletek nagyobb szerepet kapjanak a XXI. századi Európa gazdaságának fejlődésében.

Az Európai Unióhoz való csatlakozással, Magyarország előtt komoly lehetőségek nyílnak meg arra, hogy hazánk is bekapcsolódjék a kockázati tőkét érintő programokba. Lehetőséget jelent azért, mert közösségi forrásokat tudunk majd felhasználni a kockázati tőkebefektetések ösztönzésére, ugyanakkor a csatlakozás egyfajta kényszerként is hat, hiszen az állami szerepvállalásnak olyan új formáit kell kialakítani, amelyek harmonizálnak a Közös Piac elveivel. A közvetlen állami támogatások helyét egyre inkább át fogják venni a piaci alapon nyújtott támogatások, amelyeknél az állam szerepe többnyire nem terjeszkedik túl a társfinanszírozáson. Magyarországon részben már kiépült, részben pedig kiépülőben van az állami támogatások becsatornázását végző intézményrendszer kialakítása, amelyen keresztül az európai uniós források is elérhetővé válnak, és a csatlakozó országok viszonylatában hazánkban épült ki a legfejlettebb kockázati tőke-iparág.

Az állam közvetlen szerepvállalása önmagában nem feltétlenül, de a magánszektor minél nagyobb arányú bevonásával, közreműködésével hatékony lehet. A közösségi és a magánszféra szoros együttműködése teremtheti meg azokat a feltételeket, amelyek biztosítják a közpénzek átlátható felhasználását, valamint, amelyek ösztönzik a magántőke részvételét olyan projektek és vállalkozások finanszírozásában, amelyek megvalósulásához és működéséhez nemzetgazdasági érdekek fűződnek.

Felhasznált irodalom

- Bayan, G. – Freundenberg, M. 2000: *The internationalisation of venture capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy*. STI Working Papers, 7, OECD.
- Botazzi, L. – Da Rin, M. 2002: Venture capital in Europe and financing of innovative companies. *Economic Policy*, április, 229-269. o.
- BVCA 2002: *The economic impact of venture capital in the UK*. Készült a Bannock Consulting közreműködésével. British Venture Capital Association, kézirat. <http://www.bvca.co.uk/>
- EC 1998: *Risk Capital: A Key to Job Creation in the European Union*. SEC(1998)522. European Commission, Brüsszel. http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/risk_capital/1998/sec98_552_en.pdf. (Letöltve: 2003. március 5.)
- EC 2000: *Study on pension schemes of the Member States of the European Union*. European Commission, Brüsszel. http://europa.eu.int/comm/internal_market/pensions/docs/studies/2000schemes_en.pdf. (Letöltve: 2003. április 25.)
- EC 2001/a: *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament on Implementation of the Risk Capital Action Plan (RCAP)*. COM (2001) 605 final. European Commission, Brüsszel.

- EC 2001/b: State aid and risk capital. Communication of the Commission, C 235/5. European Commission, Brüsszel.
- EC 2002/a: *Guide to Risk Capital Financing in Regional Policy*. European Commission, Brüsszel. http://www.europa.eu.int/comm/regional_policy/newsroom/document/pdf/draft_venture_financing_guide.pdf. (Letöltve: 2003. október 14.)
- EC 2002/b: *Financial Services Action Plan: Sixth Progress Report*. COM (2002) 267. European Commission, Brüsszel.
- EC 2002/c: *Final Report of the Expert Group "Best Procedure" Project on Education and Training for Entrepreneurship*. European Commission, Brüsszel. http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepreneurship/support_measures/training_education/education_final.pdf. (Letöltve: 2003. november 3.)
- EC 2003/a: *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament on Implementation of the Risk Capital Action Plan (RCAP)*. COM (2003) 654 final. European Commission, Brüsszel.
- EC 2003/b: *The experimental application of „Home State Taxation” to small and medium-sized enterprises in the EU*. Consultation Paper. European Commission, Brüsszel. http://europa.eu.int/comm/taxation_customs/taxation/consultations/pilotproject_sme_0203_en.pdf. (Letöltve: 2003. október 5.)
- EC 2003/c: *Investing in Research: an Action Plan for Europe*. COM(2003) 226 final. European Commission, Brüsszel.
- EIF 2002: *Annual Report*. European Investment Fund, Luxemburg. http://www.feif.eu.int/Attachments/pub_corporate/eif_ar2002_en.pdf. (Letöltve: 2003. október 14.)
- EVCA 1996: *The Economic Impact of Venture Capital in Europe*. Készült a Coopers & Lybrand Corporate Finance közreműködésével. European Private Equity and Venture Capital Association, kézirat. <http://www.ksg.harvard.edu/dvc/EVCAstudy.pdf>. (Letöltve: 2003. október 14.)
- EVCA 2003: *Benchmarking European Tax and Legal Environments*. European Private Equity and Venture Capital Association, Benchmark Paper. http://www.evca.com/html/publications/bookstore_investor.asp. (Letöltve: 2003. május 24.)
- Fulghieri, P. – Turner, P. 2001: *The Structure and Performance of European New Issues Markets to June 2001*. Kézirat. <http://www.insead.edu/entrepreneurship/EUROPEAN%20NEW%20ISSUES%202.pdf>. (Letöltve: 2003. november 1.)
- Karsai, J. 2002: Mit keres az állam a kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon). *Közgazdasági Szemle*, november, 928-942. o.
- Kleinheincz F. 2001: *Spin-off vállalkozások, avagy: barátokozunk egy új megnevezéssel*. Inco (internetes folyóirat), 1. <http://www.inco.hu/inco5/innova/cikk1.htm>. (Letöltve: 2002. december 6.)
- Kortum, S. – Lerner, J. 2000: Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, 4, 674-692. o.
- Slolock, B. 2001: Commission adopts communication on state aid and risk capital. *Competition Policy Newsletter*, 2, 3-5. o.
- Van Sebroeck, H. 2000: *The financing of innovation with venture capital*. Federal Planning Bureau Working Paper, Brüsszel. <http://www.plan.be/en/pub/wp/WP0009/WP0009en.pdf>. (Letöltve: 2003. október 14.)