

MTA DOKTORI ÉRTEKEZÉS TÉZISEI

KARSAI JUDIT

**FURCSA PÁR
AZ ÁLLAM SZEREPE A KOCKÁZATITÓKE-PIACON
KELET-EURÓPÁBAN**

2018. március

TARTALOM

1. Az értekezés témája.....	3
2. A kutatás módszere	5
3. Az értekezésben vizsgált kulcskérdések.....	6
4. Az értekezés új tudományos eredményei	7
5. Az értekezés eredményeinek hasznosítása	12
6. A szerző publikációi az értekezés tárgykörében	13

1. Az értekezés témája

A disszertáció *fókuszában* az állam kockázatitőke-piaci¹ szerepvállalása áll. E szerep során a kormányzatok főleg a kockázatitőke-piacon tőkéhez nem jutó, fejlett technológiát képviselő, induló és korai fejlődési szakaszban tartó, nagy növekedési potenciállal rendelkező cégek finanszírozását kívánják elősegíteni. Ez többek között hozzájárulhat a fejletlenebb térségek felzárkóztatásához és új munkahelyek teremtéséhez. A kormányzatok a forráshiány enyhítése érdekében mind több országban igyekeznek a kockázatitőke-ágazat lehetőségeit állami eszközökkel növelni. A 2008-ban kezdődött gazdasági és pénzügyi válság nyomán világszerte rendkívül lecsökkent kockázattal járó hajlandóság, s így megcsappantak a kockázatitőke-piacra érkező privát források, miközben a hitelfelvétel megnehezülése miatt egyre több cég fordult a kockázati tőke felé. Ugyanakkor a kétezres évtized végi pénzügyi és gazdasági válság maga is reflektorfénybe helyezte a kockázati tőke állami eszközökkel történő támogatásának kérdését, feltételezve, hogy ez is elősegítheti a gazdasági kilábalást a válságból, hosszú távon javítva a gazdasági teljesítményt.

Az állam megjelenése a kockázatitőke-ágazatban *két feltételezésen* alapul. Egyrészt azon, hogy a magánszféra nem biztosít megfelelő mennyiségű kockázati tőkét a cégek bizonyos köre, így például az új, gyors növekedésre képes, innovációt hordozó vállalkozások számára. Holott a tőkéhez nem jutó innovatív vállalkozások tőkeigényének kielégítése társadalmilag kívánatos gazdasági hatással jár, s ezért a kormányok érdeke ennek költségeit átvállalni. A másik feltételezés, hogy a kormányzatok képesek a piaci elégtelenséget korrigálni, azaz képesek azonosítani azokat a befektetési projekteket, amelyek nagy társadalmi haszonnal kecsegtetnek, s megfelelő ösztönzéssel a pénzügyi közvetítők figyelmét feljűk tudják fordítani. A legtöbb kormány meg van győződve a támogatások szükségességéről.

A állami támogatás mellett privát tőkével társfinanszírozott tőkealapok létrehozására építő nyugati tőkeprogramok létjogosultságát a 2010-es években több nemzetközi kutatás is visszaigazolta. Ezek visszatérő megállapítása, hogy a cégek értékének növelését és az

¹ A kockázati tőkét négy alapvető tulajdonság jellemzi. Egyrészt a kockázati tőkét kezelő alapok pénzügyi közvetítő szerepet látnak el, azaz mások tőkéjét összegyűjtve közvetlenül fektetik be vállalkozásokba. Másrészt a kockázati tőkét csak olyan cégekbe fektetik be, amelyek részvényei nem szerepelnek a tőzsdei kereskedelemben. Harmadrészt a kockázati tőke befektetői tulajdonosként aktív szerepet játszanak az általuk finanszírozott cégek életében. Végül a kockázati tőke befektetésének elsődleges célja annak a hozamnak a maximalizálása, amit az általa finanszírozott vállalkozások értékesítésekor realizál, azaz amikor a tulajdoni részesedést kivonja az érintett cégből.

innováció szempontjából sikeres befektetését elősegítheti az állami kockázati tőke mérsékelt szerepvállalása, amennyiben a hibrid forrásokból származó befektetéseket a privát kockázati tőkések irányítják. Az elemzések ugyanakkor azt is kimutatták, hogy a kormányzatok közvetlen részvétele nem vagy alig képes hozzájárulni a vállalkozások fejlődéséhez, így sikeres high-tech cégek létrejöttét illetve megerősödését sem mozdítja elő.

Az állam szerepvállalásáról készült korábbi elemzések elsősorban a fejlett kockázatitőke-piaccaal rendelkező országokban vizsgálták az állam kockázatitőke-piaci részvételét, ugyanakkor kevésbé ismertek a fejletlenebb kockázatitőke-ágazattal rendelkező országok, így a közép-kelet-európai régió ez irányú tapasztalatai. 2009 után a válság Kelet-Közép-Európában is a kockázatitőke-befektetések súlyos visszaeséséhez vezetett, 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 közép-kelet-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 érkezett.

Az állami szerepvállalás régióbeli felpörgése főként az Európai Unióból érkező, a gazdaságfejlesztési programok keretében kockázatitőke-alapok finanszírozására fordítható források felhasználásának volt köszönhető. A régió országai számára az EU kezdeményezte állami kockázatitőke-konstrukciók új vonása volt a állami és a privát piaci szereplők együttműködése. Ez határozott elmozdulást jelentett a korábbi, kizárólag állami forrásokat, állami alapkezelőkön keresztül befektető szervezetek kockázatitőke-piaci részvételéhez képest. Az európai uniós programok kínálta, jelentős összegű tőke igénybevétele az érintett állami apparátusok szervezeti és szemléleti átalakulását, a befektetések jogszabályi környezetének megújítását igényelte.

A disszertáció az állami szerepvállalás válságot követő változását a kockázatitőke-piacon – ezen belül kiemelten a *kelet-közép-európai térségben – két vonatkozásban, szabályozói és befektetői oldalról* vizsgálja. Szabályozói oldalról azt mutatja be, hogy a kockázatitőke-alapokba befektető intézmények vagyonkezelésének – a rendszerkockázat növekedésétől való félelem miatt – megszigorított szabályozása milyen hatást gyakorol a kockázatitőke-piacra áramló tőkére, valamint hogy a kockázatitőke-alapok átláthatóbb működését célzó számos új rendelkezés hogyan érinti a kockázatitőke-piaci befektetéseket. Az állam kockázatitőke-piaci

résztételét befektetői szerepében vizsgálva a disszertáció azt tárja fel, hogy a kockázatitőke-befektetésekhez sokféle konstrukcióban kínált állami források milyen hatást gyakorolnak a – már a válságot megelőzően is – tőkehiánnyal küzdő, rendkívül kockázatos induló vállalkozások kockázati tőkével történő finanszírozására. A dolgozat mindkét vonatkozásban kiemelt figyelmet szentel a kelet-közép-európai régióknak, ezen belül Magyarországnak, ahol az állami beavatkozás a fejlett kockázatitőke-piaccaal rendelkező országokhoz képest hagyományosan erőteljesebb volt.

A disszertáció *felépítése* a fenti gondolatmenetet követi. Először a kockázatitőke-ágazatban működő alapok befektetőire, valamint ezen alapok kezelőire és befektetéseire vonatkozó előírásokat mutatja be. Ezután a fejlett kockázatitőke-ágazattal rendelkező országokban bevezetett állami tőkeprogramok tapasztalatait dolgozza fel, különös tekintettel azokra a tanulságokra, amelyekre a közép-kelet-európai országok hatóságai támaszkodhatnak, amikor állami kockázatitőke-programjaikat megtervezik és elindítják. Ezt követően a kelet-közép-európai térség tőkeprogramjait áttekintve a disszertáció azt mutatja be, hogy a régió országainak miért nem sikerült az állami tőkeprogramok korábbról ismert tipikus hibáit elkerülniük. Az elemzés az állam kockázatitőke-piaci részvételének magyarországi történetének elemzésével zárul, részletesen kitérve az itteni állami kockázatitőke-programok hátterére, működési feltételeire, szereplőire, a befektetések szabályrendszerére és eredményeire.

2. A kutatás módszere

A - részben saját gyűjtésén alapuló - gazdag adatbázisra, a nemzetközi szakirodalomra, valamint a hazai folyamatok elemzésére támaszkodó disszertáció módszertanilag *háromféle megközelítésre* támaszkodik. Egyrészt egy, a térségbeli hibrid kockázatitőke-alapok által kezelt tőke volumenéről készített *saját adatbázisra*. Tekintettel arra, hogy az érintett adatokat az állami kockázatitőke-programokat irányító szervezetek csak korlátozottan hozták nyilvánosságra, az adatgyűjtést ki kellett terjeszteni a programokban érintett kockázatitőke-alapok által közölt, az üzleti sajtóban megjelent hírek feldolgozására. Ugyancsak feldolgozásra kerültek az Európai Unió illetékes szervezetei, a kormányzati tőkeprogramok nemzeti irányító hatóságai, illetve az általuk létrehozott holding- és kockázatitőke-alapok kezelői, valamint az érintett kockázatitőke-egyesületek és tanácsadó szervezetek által

közzétett jelentések, értékelések és e szervezetek honlapjain közzétett információk. A nemzetközi és nemzeti szervezetek adatbázisaiból más módon nem kinyerhető információkat eredményező kézi adatgyűjtés nyomán kialakított, nemzetközileg is névumot jelentő adatbázis létrehozása tette lehetővé az állam kockázatitőke-piaci szerepvállalása nagyságrendjének meghatározását. Az adatbázisba összesen 76, a régióban felállított olyan kockázatitőke-alap adatait sikerült bevonni, amelyek létrehozásához az állam (részben vagy egészben) a 2007-2013 közötti európai uniós források terhére járult hozzá.

Másrészt az adatbázis révén összesített információk ellenőrzése érdekében elektronikus és személyes *konzultációkra*, valamint *mélyinterjúkra* került sor a téma régióbeli kutatóival, továbbá a régióbeli állami holding- és kockázatitőke-alapok kezelőivel. A magyarországi kockázatitőke-alapok kezelői esetében – harmadik módszerként – az interjút egy elektronikus *kérdőíves felmérés* is kiegészítette. A Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (HVCA) összesen 30, korai fázisú cégekbe történő kockázatitőke- befektetéssel foglalkozó tagszervezete számára elektronikusan kiküldött kérdőívre 13 kitöltött válasz érkezett vissza, azaz a válaszadási arány 43%-os volt.

3. Az értekezésben vizsgált kulcskérdések

Az állam szabályozói szerepkörét vizsgálva a disszertáció által elemzett fő kérdés az, hogy a világszerte jelentősen szigorodó szabályozás milyen hatást gyakorol a kockázatitőke-piacon *befektethető források volumenére*. Ezen belül a tőke-megfelelési előírások változása hogyan érinti az intézményi befektetők különböző csoportjainak, így például a nyugdíjalapok és a biztosítók, illetve a bankok eszköz-allokációját, biztonságosabbá teszik-e az új előírások a befektetők számára a kockázatitőke-piacot.

Az állami befektető szerepkörét vizsgálva a központi kérdés az, hogy az állami források megjelenése a kockázatitőke-piacon hogyan hat a privát kockázatitőke-alapok befektetési döntéseire, azaz az állami részvétel *kiegészíti, avagy kiszorítja* a magánszektorbeli befektetéseket a kockázatitőke-piacon. További kérdés, hogy mennyiben tér el a közvetlen és a közvetett állami befektetési programok kockázatitőke-piacra gyakorolt hatása, mely állami konstrukciók bizonyulnak a leghatékonyabbnak a befektetők tevékenységének ösztönzésére,

hogyan történik az állami programok értékelése, s végül a jövőbeni állami tőkeprogramok kidolgozásához milyen tanulságok vonhatók le a korábban alkalmazott állami részvételi módok alapján.

A kelet-közép-európai tőkeprogramok tapasztalatainak bemutatásával a disszertáció *összességében* annak a kérdésnek az eldöntéséhez szolgál tanulságokkal, hogy a régióban hagyományos, államközpontú, paternalista megközelítést *sikerült-e valóságosan is a piacgazdasági szemléletnek megfelelően átalakítani*, avagy a régió országaiban folytatódott a közvetlen állami befektetések korábbi gyakorlata. Miközben a kormányzatok jelentős EU-forrásból származó állami pénzt fektettek e szektorba, képesek voltak-e lemondani arról, hogy túlrészletezett célokat határozzanak meg, s közvetett módon a hozzájuk lojális alapkezelőket és finanszírozandó cégeket hozzák előnyös helyzetbe. A kockázati tőke köntösébe bujtatott 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.

4. Az értekezés új tudományos eredményei

1. Miközben a kockázati- és magántőke-ágazat hozzájárulása a válság elmélyüléséhez nem bizonyosodott be, a szabályozás e feltételezés miatti szigorítása kedvezőtlenül hatott az ágazat – válság miatt amúgy is – megnehezült helyzetére, miközben kétségtelenül javította az iparág működésének átláthatóságát. A befektetők és az alapkezelők tevékenységének szigorúbb szabályozása csökkentette a hosszú távú forrásokat, növelte a befektetők és a befektetésekben közreműködő alapok költségeit, merevebbé tette a piac működését, s visszafogta az ágazatban résztvevők érdekeltségét.

2. Az Európai Unió egyfelől általánosságban *tiltja* a nemzeti hatáskörben nyújtott támogatásokat az egységes belső piac megteremtése és a piactorzítás elkerülése érdekében, másfelől sok kivételt is enged, sőt maga is indít közös támogatási programokat. Mivel az Európai Unió számára a kockázati tőke-piac fejlesztése a kis- és közepes méretű, innovatív, jelentős növekedésre képes cégek kockázati tőkéhez jutása miatt rendkívül fontos, ezért a kockázati tőke formájában nyújtott állami támogatás bizonyos mértékig elfogadható a

számára, azaz meghatározott feltételekkel összeegyeztethető a belső piaccal. A kockázatitőke-befektetési ügyletekben a támogatás sokféle módon történhet, s ezen előírások idővel még megengedőbbé is váltak.

3. Az állam viselkedését a kockázatitőke-piac szabályozása terén összességében sajátos kettősség jellemzi: a rendszerkockázat növekedésétől való félelem és a perspektivikus cégek serkentésének kíváncsága.

4. Befektetői szerepkörében az állam fellépése az elmúlt évtizedekben jelentős átalakuláson ment keresztül. Az eleinte elterjedt, s a piaci folyamatok eltérítésének kockázatát hordozó közvetlen részvétellel szemben a fejlett tőkepiacú országokban immár az állam kockázatitőke-piaci részvételének közvetett formái dominálnak. Így azon megoldások nyertek teret, amelyekben az állam a privát alapkezelőket megbízva, s őket az általa fontosnak tekintett célok elérésére ösztönözve vesz részt a kockázatitőke-befektetésekből. A közvetett részvétel során alkalmazott szervezeti formák közé tartozik az állami és privát forrásokból együttesen létrehozott kockázatitőke-alap, az előzetes megállapodás alapján kiválasztott privát alapok mellé befektetésenként társuló állami alap, valamint az állami tőkét pályázat útján privát alapkezelők számára 'alapok alapjaként' nyújtó holding-konstrukció.

5. A nyugati tapasztalatok szerint a privát befektetőkkel való együttműködésen alapuló állami finanszírozás sok országban lökést adott a kockázatitőke-iparág fejlődésének, beindította az ágazat működését, vonzotta a gyakorolt újabb privát befektetők megjelenését, s az így kialakult verseny szelekciós hatása révén az alapkezelők működése is professzionálisabbá vált. A nemzetközi tapasztalatok összességében azt támasztják alá, hogy az állam befektetői szerepvállalásával hozzá tud járulni a kockázatitőke-piac tökéletlenségeinek feloldásához.

6. 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 privát alapkezelők elfogultságmentes kiválasztása, ösztönzésük mikéntje, valamint a program előkészítésére és végrehajtására szánt idő.

7. Fontos tanulság, hogy a kormányzati célok eléréséhez nem elegendő csupán a kockázati tőke kínálatát növelni. Az államnak részt kell vállalnia a vállalkozások befektetés-éretté tételében és a vállalkozók felkészítésében is, hogy a megnövekedett volumenű kockázati tőke iránt valós piaci kereslet jelentkezessen.

8. Az állami szerepvállalás növekedését a közép-kelet-európai régió kockázatitőke-piacán az EU 2007-2013-as költségvetési időszakban bevezetett, új típusú tőkebefektetési konstrukciója tette lehetővé. A térségbeli kockázatitőke-alapok összesen 1,2 milliárd euró összegű tőkét gyűjtöttek, s ebből az állami források több mint kétharmadnyi részt, azaz közel 820 millió eurót tettek ki. Az elemzési célból létrehozott, kézi gyűjtésű adatbázisból kinyert adatok tanúbizonysága szerint az állam és a privát szféra új típusú együttműködése során – ilyen az Európai Bizottság által 2007-ben elindított ún. Jeremie kockázatitőke-program is –, az állami hozzájárulás nagyságrendileg 400 millió euró privát forrást is mozgósítani tudott a kelet-közép-európai régióban a korai fázisú kockázatitőke-befektetések élénkítése érdekében. A magyarországi Jeremie program kiemelkedő régiós súlyát érzékelteti, s egyúttal a jelen kutatás keretében itthon nyert tapasztalatok relevanciáját támasztja alá, hogy a vizsgált időszakban a régió majdnem minden második Jeremie-alapja Magyarországon jött létre, a régióbeli Jeremie alapok tőkéjének több mint 40%-át képviselve.

9. Az európai uniós programok kínálta jelentős összegű tőke igénybevétele a régióban az érintett állami apparátusok szervezeti és szemléleti átalakulását, a befektetések jogszabályi környezetének megújítását igényelte. A hatóságok tulajdonképpen e programok EU-beli jóváhagyása keretében szembesültek azzal, hogy az EU-csatlakozás milyen követelményeket támaszt 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 behatárolja a választható kereteket, s kevés lehetőség nyílik az esetleges sajátosságok figyelembe vételére.

10. A kelet-közép-európai kormányok által bevezetett tőkeprogramok magukon viselték mindazon pozitív és negatív vonásokat, amelyek a fejlett országok hasonló konstrukciójú programjait jellemezték. A kiküszöbölhető típushibák közé tartozott a programok indulásának erőteljes elhúzódása, továbbá hogy a kormányzati erőfeszítések kizárólag a kockázati tőke kínálatának növelésére irányultak, s ritkán került sor a keresleti oldalt érintő lépésekre,

például inkubációs és akcelerator szervezetek létrejöttének elősegítésére. Ugyancsak a már ismert negatívumok közé sorolható az alapok kis mérete, amely nem volt képes hatékony, önfenntartó működést biztosítani. A befektetések méretére, földrajzi hatókörére, valamint a finanszírozott cégek életkorára vonatkozó EU-beli, az egyes államok által közvetített és kiegészített korlátozások a régióban is rontották a befektetések hatékonyságát és eredményességét. E korlátozások kijátszása maga is erőforrásokat emésztett fel.

11. A nyugati tapasztalatokhoz képest Kelet-Közép-Európában sokkal erőteljesebben vetődött fel az állami tőkeprogramokban a privát befektetők megtalálásának és ösztönzésének kérdése. A régió relatíve fejletlen kockázatitőke-piacán ugyanis eleve kevésbé voltak jelen azok a társbefektetői szerepre elvileg alkalmas üzleti angyalok, egyetemi alapítványok és kisebb családi vagyonkezelők, amelyek méretüknél és szakértelmüknél fogva érdekelték lehettek az állammal közös befektetésekből. Az alapkezelők részrehajló kiválasztása és a tapasztalt alapkezelők hiánya az alapkezelői piac felhígulásához vezetett, mivel a szakmailag kevésbé hozzáértő új alapkezelők elsődleges célja sok esetben pusztán az állami források megszerzése volt.

12. A fenti hiányosságok és rendszerszintű problémák ellenére a régió kockázatitőke-piacán az állami részvételnek számos pozitív hatása is volt. A tőke kínálat jelentős növekedése azt eredményezte, hogy a térségben néhány kiemelkedően sikeres innováció született, megelégnék az üzleti angyalok tevékenysége, új alapkezelők léptek be a piacra, s új privát befektetők kör jelent meg a kockázati tőke azon szegmensében, amely iránt korábban szinte alig volt érdeklődés. A kelet-közép-európai régióban megvalósított kockázatitőke-programok végső mérlege ugyanakkor az eltelt idő rövidsége miatt – zömük még messze nem került "eladósorba" – egyelőre nem vonható meg, a finanszírozott cégek fejlődésének eredményessége még nem megítélhető.

13. A tapasztalat azt mutatja, hogy a kelet-közép-európai kormányok által bevezetett tőkeprogramok nem feltétlenül tudták elkerülni a korábbi hibákat, ezt az Európai Unió előírásai sem mindig tették lehetővé. Ráadásul az EU és a nemzetállamok bürokratikus működése okozta gondok kiegészültek a régió korrupciós hagyományaival, s azzal a ténnyel, hogy a kulturális adottságokon nem lehet ugrásszerűen változtatni.

14. A magyarországi kockázatitőke-piacon a privát befektetők elenyésző részvétele miatt az állami forrásokból érkező kockázati tőke szerepe meghatározó. A kétezres évek elejétől a kockázatitőke-befektetésekre szánt állami források nagyságrendileg 200 milliárd forintot tettek ki, s ebből a keretből megközelítőleg 500-600 hazai vállalkozás jutott kockázati tőkéhez. A 2014-2020 közötti ciklusban az állami részvételű kockázatitőke-alapok várhatóan összesen 250-260 milliárd forint értékű tőkét fognak kezelni.

15. A térség országaihoz hasonlóan az EU 2007-2013 közötti ciklusában először nyílt Magyarországon lehetőség nagyobb összegű uniós forrás igénybevételére kockázati tőke formájában. 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. Ám az uniós alapokból érkező források egyúttal jelentősen korlátozták a térbeli és időbeli felhasználhatóságot, s ez nehezen volt összeegyeztethető a kockázatitőke-befektetések logikájával és időigényével. Az alapkezelők mozgásterét a tiltott állami támogatások elkerülését biztosító kiterjedt szabályrendszer követése is szűkítette.

16. Az állami tőkebefektetők tényleges befektetései a magyar piacon a programok lezárultáig kevésbé voltak áttekinthetők, miközben az állami kockázatitőke-programok visszaélésekre adtak lehetőséget, s a programok sikerét politikai összefonódások veszélyeztették. A transzparencia hiánya hozzájárult, hogy a szabálytalanul végrehajtott ügyletek csak ritkán kerüljenek napvilágra. A szabályok megsértésének fő terepét a vidékinek álcázott fővárosi befektetések, a portfólió cégek által igényelt szolgáltatások nyújtói kiválasztásának az érintett portfóliócégre nézve hátrányos befektetői befolyásolása, az odaítélt befektetések elvárt visszacsorgatása, valamint a közvetetten saját érdekeltségekbe történő befektetések végrehajtása jelentette. Ezért az állami tőkeprogramok jövőbeni folytatásakor fontos követelmény az alapkezelők kiválasztásánál és befektetéseik végrehajtásánál az átláthatóság növelése.

17. Az állami kockázatitőke-programok pozitív hatásaként a privát kockázatitőke-piac felélénkült, az állami és piaci intézményrendszer kiépült, a piac szereplőinek tapasztalatai bővültek. Az állami tőkeprogramok katalizátor hatását jelzi, hogy a privát forráskihelyezés aktivitásának emelkedése időben egybeesett a Jeremie-alapok megjelenésével, s a programok elindulásának hiányában a privát tőke jelentős része valószínűsíthetően nem, vagy csak korlátozottan jelent volna meg a kínálati oldalon. 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.

5. Az értekezés eredményeinek hasznosítása

Mindeddig kevésbé volt ismert, hogy az állam szabályozói és befektetői beavatkozása a kelet-közép-európai kockázati tőke-piacon hogyan hat a privát kockázati tőke-alapok viselkedésére, befektetési döntéseire, ezen belül különösen a rendkívül kockázatos, innovatív, korai fázisú vállalkozások finanszírozására. A disszertáció azzal, hogy összefoglaló képet nyújt az állam befektetői részvételének kelet-közép-európai tapasztalatairól, érdemben tud hozzájárulni a régió szakpolitikusainak ezirányú döntései szakmai alátámasztásához. A dolgozat számos olyan, a fejlett piacgazdaságokban alkalmazott hatékony módszert mutat be, melyek segítségével az állam befektetőként pozitív módon tudja befolyásolni a kockázati tőke-piac nem állami szereplőinek döntéseit, s ezzel a gazdaságfejlesztési célok előmozdítását. A disszertáció javaslatai elősegíthetik, hogy a közép-kelet-európai régió kockázati tőke-piacán a kormányzati beavatkozás eredményes, piacbarát megoldásait alkalmazzák, s szakítsanak a sok visszaélésre lehetőséget adó, hagyományos intézményi megoldásokkal. Ennek révén a dolgozat lehetővé teszi, hogy a kockázati tőke-piac fellendítésére szánt európai uniós és nemzeti költségvetési források felhasználásakor visszaszoruljanak a kevésbé hatékony, bürokratikus megoldások, azaz e források felhasználásának hatékonysága számottevően javuljon. A már lezajlott állami tőkeprogramok értékelésére vonatkozó nemzetközi gyakorlat bemutatásával a disszertáció azt is elősegíti, hogy kiderüljön, mikor és hol lehet szükség az állami hozzájárulással zajló kockázati tőke-programok menet közbeni korrekciójára, vagy akár a jövőbeli állami tőkekonstrukciók áttervezésére.

A disszertációban megjelent kutatási eredmények bemutatását angol és magyar nyelvű folyóiratcikkek (3 illetve 6 db), angol és magyar nyelvű műhelytanulmányok (1 illetve 4 db), angol és magyar nyelvű konferencia előadások (1 illetve 4 db), valamint egy magyar nyelvű monográfia biztosította.

6. A szerző publikációi az értekezés tárgykörében

(Valamennyi itt felsorolt publikáció a kandidátusi cím elnyerését követően jelent meg.)

Könyv és könyvfejezet magyar nyelven

1. Karsai J

Furcsa pár. Az állam szerepe a kockázatitőke-piacon Kelet-Európában

Budapest: Közgazdasági Szemle Alapítvány; MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Közgazdaság-tudományi Intézet, 2017. 232 p.

(ISBN:978-963-89769-2-5)

2. Karsai J

A kapitalizmus új királyai: kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban

Budapest: Közgazdasági Szemle Alapítvány; MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Közgazdaság-tudományi Intézet, 2012. 249 p.

(ISBN:978-963-08-3176-5)

3. Karsai J

A kockázati- és magántőke-ipar két évtizedes fejlődése Magyarországon

In: MKME (szerk.) 20 éves jubileumi évkönyv, 2011. Budapest: Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, 2011. pp. 21-44.

4. Karsai J

Az intézményes kockázatitőke-piac szerepe az innovatív cégek finanszírozásában

In: Makra Zs (szerk.) A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon . 246 p. Szeged: Universitas Szeged Kiadó, 2007. pp. 103-128.

(ISBN:978-963-87745-0-7)

5. Karsai J

A magyarországi kockázatitőke-finanszírozás másfél évtizede (1989-2004)

In: Makra Zs (szerk.) A kockázati tőke világa . 272 p. Budapest: Aula, 2006. pp. 33-52.

(ISBN:963 9585 94 7)

6. Karsai J

A kockázati tőke alkalmazásának lehetősége és hatása a versenyképességre

In: Inotai András, Bognár Károly (szerk.) EU-tanulmányok 1-5. kötet . 4898 p.

Budapest: Nemzeti Fejlesztési Hivatal, 2004. pp. 71-115. 1-5.

(ISBN:963 2164 02 4)

7. Karsai J

A kockázati tőke megjelenése a hazai piacon, részvétele az innovációs folyamatokban

Budapest: Magyar Vállalkozásfejlesztési Alapítvány (MVA), 1997. 27 p. (MVA Kutatási Füzetek; 9.)

(ISBN:963 9112 01 1)

Könyv és könyvfejezet idegen nyelven

1. Karsai, J

Development of the Hungarian venture capital and private equity industry over the past two decades In: HVCA (szerk.) Jubilee 20 years yearbook, 2011 . 102 p. Budapest: Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, 2011. pp. 21-44.

2. Karsai, J

Private equity in CEE: the development of venture capital and private equity industry in Central and Eastern Europe
Saarbrücken: VDM Verlag Dr. Müller Aktiengesellschaft & Co., 2010. 60 p.
(ISBN:978-3-639-22247-0)

3. Karsai, J, Wright, M, Dudzinski, Z, Morovic, J

Venture capital in transition economies: the cases of Hungary, Poland and Slovakia
In: Wright M , Robbie K (szerk.) Management buy-outs and venture capital: into the next millennium . Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 1999. pp. 81-114.
(ISBN:1 85898 999)

4. Karsai, J

The role of venture capital in financing of Hungarian small and medium-size enterprises
In: Csaba László (szerk.) The Hungarian SME sector development in comparative perspective. 267 p. Budapest: CIPE; Kopint-Datorg, 1998. pp. 231-251.
(ISBN:963 03 6298 8)

5. Karsai, J

The appearance of venture capital in the Hungarian market and its participation in innovative process
Budapest: Hungarian Foundation for Enterprise Promotion, 1998. 27 p. (HFEP Research Booklet; 9.)
(ISBN: 963 9112 09 7)

Tudományos folyóiratcikkek magyar nyelven

1. Karsai J

Az állam kockázatitőke-piaci részvételének átláthatósága Magyarországon
KÖZGAZDASÁGI SZEMLE 64:(12) pp. 1316-1342. (2017)

2. Karsai J

A magyarországi kockázatitőke-alapkezelők véleménye a JEREMIE kockázatitőke-programról
MARKETING ÉS MENEDZSMENT 50:(3-4) pp. 33-42. (2016)

3. Karsai J

Hol tart a kelet-közép-európai kockázati- és magántőkepiac öt évvel a válság után?
STATISZTIKAI SZEMLE 93:(1) pp. 5-24. (2015)

4. Karsai J

Állami szerepvállalás a kelet-közép-európai kockázatitőke-piacon

KÖZGAZDASÁGI SZEMLE 62:(11) pp. 1172-1195. (2015)

5. Karsai J

Fából vaskarika?: az állam mint kockázatitőke-befektető

KÜLGAZDASÁG 58:(9-10) pp. 3-34. (2014)

6. Karsai J

Válság után: változó állami szerep a kockázatitőke-ágazatban

KÜLGAZDASÁG 57:(5-6) pp. 12-34. (2013)

7. Karsai J

A kockázati tőke két évtizedes fejlődése Magyarországon

KÖZGAZDASÁGI SZEMLE 58:(10) pp. 832-857. (2011)

8. Karsai J

A kockázati és magántőke forrásai: az intézményi befektetők szerepe a kockázati és magántőke-ágazat forrásellátásában

KÜLGAZDASÁG 54:(11-12) pp. 3-33. (2010)

9. Karsai J

Áldás, vagy átok?: A magántőke-befektetések hatása a gazdaságra

VEZETÉSTUDOMÁNY 41:(3) pp. 14-25. (2010)

10. Karsai J

A kockázati tőke szerepe az innováció finanszírozásában Magyarországon

KÜLGAZDASÁG 53:(5-6) pp. 42-62. (2009)

11. Karsai J

Az aranykor vége: a kockázatitőke-ágazat fejlődése Közép-Kelet-Európában

KÖZGAZDASÁGI SZEMLE 56:(1) pp. 46-68. (2009)

12. Karsai J

Kifelé a zsákutcából: állami kockázati tőke és innováció

KÖZGAZDASÁGI SZEMLE 54:(12) pp. 1085-1102. (2007)

13. Karsai J

Kockázati tőke európai szemmel: a kockázati- és magántőkeipar másfél évtizedes fejlődése Magyarországon és Kelet-Közép-Európában

KÖZGAZDASÁGI SZEMLE 53:(11) pp. 1023-1051. (2006)

14. Karsai J

Honnan remélhetnek kockázati tőkét a magyarországi vállalkozások?

KÜLGAZDASÁG 48:(4) pp. 60-70. (2004)

15. Karsai J

Mennyit fordít a kockázati tőke az innováció finanszírozására?

VEZETÉSTUDOMÁNY 33:(11) pp. 41-52. (2002)

16. Karsai J

Mit keres az állam a kockázati tőke-piacon?: a kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon

KÖZGAZDASÁGI SZEMLE 49:(11) pp. 928-942. (2002)

17. Karsai J

A megfontoltan kockázatos tőkék: kockázati tőke-befektetések Magyarországon

KÖZGAZDASÁGI SZEMLE 46:(9) pp. 789-812. (1999)

18. Karsai J

A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában

KÖZGAZDASÁGI SZEMLE 44:(2) pp. 165-174. (1997)

19. Karsai J

A kockázati tőkét befektető alapok és társaságok befektetési magatartása Magyarországon

KÜLGAZDASÁG 41:(9) pp. 26-36. (1997)

20. Karsai J

A kockázati tőke-finanszírozás nyílt és rejtett csatornái Magyarországon

KÜLGAZDASÁG 39:(10) pp. 17-36. (1995)

Tudományos folyóiratcikkek idegen nyelven

1. Karsai, J

Government venture capital in central and eastern Europe

VENTURE CAPITAL 20:(1) pp. 73-102. (2018)

2. Karsai, J

Squaring the circle?: government as venture capital investor

STUDIES IN INTERNATIONAL ECONOMICS : SPECIAL ISSUE OF

KÜLGAZDASÁG 1:(1) pp. 62-93. (2015)

3. Karsai, J

Venture capital and private equity industry in Hungary

ACTA OECONOMICA 63:(1) pp. 23-42. (2013)

4. Karsai, J

What has the state got to do with the venture capital market?: public financing of venture capital in Hungary

ACTA OECONOMICA 53:(3) pp. 271-291. (2003)

5. Wright, M, Karsai, J, Dudzinski, Z, Morovic, J

Transition and active investors: venture capital in Hungary, Poland and Slovakia

POST-COMMUNIST ECONOMIES 11:(1) pp. 27-46. (1999)

6. Karsai, J, Wright, M, Dudzinski, Z, Morovic, J

Screening and valuing venture capital investments: evidence from Hungary, Poland and Slovakia

ENTREPRENEURSHIP AND REGIONAL DEVELOPMENT 10:(3) pp. 203-224. (1998)

7. Karsai, J, Wright, M, Filatotchev, I
Venture capital in transition economies: the case of Hungary
ENTREPRENEURSHIP THEORY AND PRACTICE 21:(4) pp. 93-110. (1997)

8. Karsai, J
Investing attitude of venture capital funds and companies in Hungary
ACTA OECONOMICA 49:(3-4) pp. 271-283. (1997)

9. Karsai, J
Open and hidden channels of venture capital financing in Hungary
ACTA OECONOMICA 47:(3-4) pp. 369-385. (1995)

Műhelytanulmányok magyar nyelven

1. Karsai J
Milyen kockázati tőkés a közép-kelet-európai állam?
Budapest: MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézet, 2015, 32 p.
(Műhelytanulmányok = Discussion Papers; MT-DP 2015/38.)
(ISBN:978-615-5594-01-4)

2. Karsai J
Hol tart a közép-kelet-európai kockázati- és magántőke-piac öt évvel a válság után?
Budapest: MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézet, 2014. 28 p.
(Műhelytanulmányok = Discussion papers; MT-DP 2014/15.)
(ISBN:978-615-5447-30-3)

3. Karsai J
Állami kockázattőke-programok nemzetközi tapasztalatai
Budapest: MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézet, 2014. 35 p.
(Műhelytanulmányok = Discussion Papers; MT-DP 2014/23.)
(ISBN:978-615-5447-41-9)

4. Karsai J
Kettős állami szerep a kockázattőke-ágazatban
Budapest: MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Közgazdaság-tudományi Intézet, 2013. 22 p. (Műhelytanulmányok = Discussion Papers; MT-DP 2013/8.)
(ISBN:978-615-5243-60-8)

5. Karsai J
A kockázati tőkeipar két évtizedes fejlődése Magyarországon. Budapest: MTA Közgazdaságtudományi Intézet (KTI), 2011. 43 p. (Műhelytanulmányok = Discussion Papers; MT-DP 2011/36.)
(ISBN: 978-615-5024-75-7)

6. Karsai J
A kockázati- és magántőke forrásai: az intézményi befektetők szerepe a kockázati- és magántőke-ágazat forrásellátásában

Budapest: MTA Közgazdaságtudományi Intézet (KTI), 2010. 37 p. (Műhelytanulmányok = Discussion Papers; MT-DP 2010/29.)
(ISBN:978-615-5024-25-2)

7. Karsai J

Áldás vagy átok?: a magántőke-befektetések hatása a gazdaságra
Budapest: MTA Közgazdaságtudományi Intézet (KTI), 2009. 26 p.
(Műhelytanulmányok = Discussion Papers; MT-DP 2009/20.)
(ISBN:978-963-9796-78-2)

8. Karsai J

"Az aranykor vége: a kockázati- és magántőke-ágazat fejlődése Közép- és Kelet-Európában
Budapest: MTA Közgazdaságtudományi Intézet (KTI), 2008. 63 p. (Műhelytanulmányok = Discussion Papers; MT-DP 2008/23.)
(ISBN:978-963-9796- 41-6)

9. Karsai J

A kockázati tőke szerepe a magyarországi vállalkozások finanszírozásában
Budapest: MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont (KTK), 2000. 60 p.
(Műhelytanulmányok : Új sorozat = Discussion papers : New series; MT-DP 2000/2.)
(ISBN:963-7388-95-8)

Műhelytanulmányok idegen nyelven

1. Karsai, J

Are CEE states successful as venture capitalists?
Budapest: Institute of Economics, Centre for Economic and Regional Studies, Hungarian Academy of Sciences, 2015. 32 p.
(Műhelytanulmányok = Discussion Papers; MT-DP 2015/39.)
(ISBN:978-615-5594-02-1)

2. Karsai, J

Development of the Hungarian venture capital and private equity industry over the past two decades
Budapest: Institute of Economics, Centre for Economic and Regional Studies, Hungarian Academy of Sciences, 2012. 37 p. (Műhelytanulmányok = Discussion Papers; MT-DP 2012/1.)
(ISBN:978-615-5024-92-4)

3. Karsai, J

"The end of the golden age" The developments of the venture capital and private equity industry in Central and Eastern Europe
Budapest: Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, 2009. 57 p.
(Műhelytanulmányok = Discussion Papers; MT-DP 2009/1.)
(ISBN:978 963 9796 49 2)

4. Karsai, J

Can the state replace private capital investors? / Helyettesítheti-e az állam a magántőke-befektetőket?: public financing of venture capital in Hungary / az állam szerepe a kockázati tőke-piacon

Budapest: Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, 2004. 25 p.

(Műhelytanulmányok = Discussion Papers; MT-DP 2004/9.)

(ISBN:963 9588 09 1)

5. Karsai, J., Wright, M., Filatochev, I.

Venture capital in transition economies: the case of Hungary

Nottingham: University of Nottingham, Centre for Management Buy-out Research, 1996. 24

p. (CMBOR Occasional paper; 63.)