**АКТУАЛНИ ВЪПРОСИ ПРЕД ПАЗАРА НА РИСКОВ КАПИТАЛ В ЕВРОПА**

**Резюме:** *Настоящата статия разглежда активността на рисковите инвестиции в Европа, в следкризисния период (2007-2013 г.). Разгледани са три аспекта от дейността на рисковите капиталисти: 1) размерът на набраното финансиране от фондовете за рисков капитал и динамиката в структурата на основните източници на капитал според типа инвеститори; 2) наблюдаваните тенденции по отношение на размер, поредност на инвестицията и предпочитани сектори от икономиката; 3) възможните варианти за изход от инвестицията и размерът на реализираната доходност. Представена е и текущата картина на рисковите инвестиции в България.*

**Ключови думи**:финансиране, рисков капитал, изход от инвестицията

**JEL code:** G24, G32, G34

Summary: *The aim of this working paper is to examine the activity of risky investments in Europe in the post-crisis period (2007-2013). Examined are three aspects of the venture capitalists: 1) the amount of the accumulated fund of venture capital funds in the structure and dynamics of the main sources of capital by type of investors; 2) observed trends in terms of size, order of preference and investment sectors of the economy; 3) options to exit the investment and the amount of the Fund's return. Is presented and current picture of risky investments in Bulgaria.*

Key words: financing, venture capital, exit of investment

JEL code: G24, G32, G34

Финансирането с рисков капитал е инвестиция предимно в собствен капитал, осъществена от професионално управлявани инвестиционни фондове (фондове за рисков капитал), осигуряващи стартово финансиране, предназначено за разработване, оценяване и развитие на бизнес идеята; капитал за развитие на продукта и иницииране на маркетингова дейност, както и средства за изкупуване и реструктуриране на зрели компании[[1]](#footnote-1). Пазарът на рисков капитал осигурява критична връзка между финанси и иновации, като обезпечава достъп до капитал на компании на най-ранните етапи от тяхното развитие, когато нивото на асоциирианият риск е най-висок.

Две явления управляват икономиката на инвестиционните фондове: първо, динамичното развитие на сектора на пенсионните фондове предизвика систематично увеличение на стойността на капитала, насочван от инвеститорите към фондовете (за рисков капитал и дялово участие). Правилата, на които се подчинява разпределението на инвестиционния риск в инвестиционния портфейл, обаче означават, че оптималният инвестиционен портфейл на фонд за рисков капитал трябва да се състои от 8 до 12 дружества. Ако инвестициите са по-малко на брой, се увеличава рискът за общия портфейл, а по-големият им брой повишава разходите за наблюдение на портфейла. Комбинираният ефект от нарастващото предлагане на капитал и правилото за оптимизиране на портфейла неизбежно води до трайна тенденция към растеж в размера на фондовете и на свой ред налага увеличение на стойността на отделните инвестиции в дружество, съставляващо част от портфейла. В крайна сметка увеличението на пенсионните спестявания (дългосрочни спестявания) предизвика пренасочване на инвестициите от сектора на рисковия капитал към капитала за дялово участие.

Второто явление е свързано с начина на възнаграждение на управителите на фондовете, доколкото те получават процент от стойността на капитала под управление. Такава схема на възнаграждение означава, че колкото по-голям е фондът, толкова по-голяма е стойността на възнаграждението. Това означава, че на дадена управленска група е по-изгодно да използва фонд за дялово участие (голям), отколкото фонд за рисков капитал (малък), при който инвестиционният риск и разходите за управление са значително по-високи. Тези две явления означават, че пазарът на рисков капитал относително отслабва (расте по-бавно), защото капиталът е склонен да се насочва към по-големи фондове и инвестиции, които в същото време отговарят на интересите на опортюнистично настроените управители на фондове.

Пазарът на рисков капитал в Европа е по-малък в сравнение с американския пазар, раздробен е на отделни национални пазари и няма единни правила. Само няколко държави членки имат специални режими относно фондовете за рисков капитал, с правила за състава на портфейла, инвестиционните техники и допустимите инвестиционни цели. Това означава, че за доставчиците на капитал като индивидуалните клиенти, пенсионните фондове и застрахователните компании, насочването на инвестиции към фондовете за рисков капитал е трудно и скъпо струващо начинание.

2013 година бе повратна за индустрията на Европейския рисков капитал. Размерът на мобилизираните фондове се увеличи с 2,18 пъти спрямо предходната година, като достигна 67 % от предкризисните нива, докато размерът на инвестициите в портфейлни компании се запазва на нива около 37,7 млрд.е., или 51% от нивата през 2007 г[[2]](#footnote-2) (въпреки това се наблюдават 1,5 пъти по-високи нива спрямо най-ниската инвестиционна активност за периода, регистрирана през 2009 г.). Броят на финансираните компании остава относително постоянен през периода, около 5000 компании, като най-ниското значение е регистрирано през 2009 г. (4975), а най-високото през 2007 г.(5340). Това движение може да се интерпретира като стабилизиране и възвръщане на подкрепата от страна на фондовете за рисков капитал към предприемачите в Европа.

Значителни промени са настъпили и в структурата на доставчиците на капитал. В миналото ключовите партньорите с ограничена отговорност във фондовете за рисков капитал бяха основно институционални инвеститори – банки, пенсионни фондове, застрахователни компании. Предвид по-строгите регулация и по-високите капиталови изисквания през последните години се наблюдава ограничаване на инвестициите от тези страни и замяната им с фондове от частни компании (ръст от 5 пъти за периода). Въпреки че корпоративното рисково финансиране в Европа не се случва в мащаб, подобен на този в САЩ, това е една благоприятна тенденция, която се очаква да продължи.

През 2007 г. основният източник на капитал във фондовете за рисков капитал бяха пенсионните фондове (17,83 %) и фондовете на фондове (10,94%), като през периода се

наблюдаваше значителен ръст в значимостта на банките (до 18,67 % през 2009 г.). Чувствителен ръст се наблюдава и при средствата осигурени от държавни агенции с пик през 2009 г. в размер на 11,99 % от мобилизираните капитали (правителствата в Европа имат желание да подкрепят нови бизнес начинания в стремежа си да стимулират заетостта). Тези промени настъпиха в резултат на внезапното спиране на притока на средства от сектора на пенсионните фондове в стремежа му да ограничи своята експозиция спрямо рискови активи.

В годините след рецесията, предприемачите попаднаха в своеобразна "долина на смъртта" по отношение на достъпа до финансиране и ограничен интерес от страна на формалните рискови инвеститори към стартовия и зърнения етап от развитието на бизнеса. През 2013 г. повече от 27 % от стартовите кръгове финансиране са с участието на неформален рисков инвеститор (като бизнес ангели и бизнес инкубатори) или шест пъти повече спрямо 2007 г. Същата благоприятна тенденция се забелязва и при предоставянето на финансиране на етапа на развитие на продукта, като ангажираността на бизнес ангелите е в размер на 23% от финансирането на инвестиционния кръг[[3]](#footnote-3).

Индикатор на мащаба на трудностите, свързани с набирането на средства, е времето, което се изисква от управителите на фондове за окончателното затваряне на фонд (т.е. да се събере условна група инвеститори). Между 2005 г. и 2007 г. средно необходимото време за това бе не повече от година. До 2009 г. този процес вече отнемаше 18 месеца, а през първата половина на 2010 г. – 20 месеца[[4]](#footnote-4).

Въпреки че европейските фондове за рисков капитал съответстват на глобалния тренд за ориентиране на по-голямата част от инвестициите на по –късните фази от развитието на портфейлните компании (инвестициите на фаза изкупуване доминират с 52,82% през 2009 г. и 81,86% през 2007г.) през 2013 г. се наблюдава известна промяна в модела на инвестиране. Фондовете за рисков капитал увеличават ангажираността си в етапа на продуктово развитие, от гледна точка на броя на инвестиционните кръгове и размера на инвестицията си (6,11 % от инвестициите през 2007 г. срещу 9,79% в края на периода). Също така се наблюдава спад при първоначалните инвестиции в портфейлната компания, за сметка на ръст на доверието в последващи инвестиционни кръгове (в началото на разглеждания период съотношението първоначална-последваща инвестиция е 62,77% към 33,34 %, а в края му е 41,62 % към 58,07 %).

По традиция, Великобритания набира и инвестира най-големия дял от европейския капитал, ангажиран в сектора, свързан с риск и с дялово участие. Британците системно успяват да мобилизират около 21-28 % от средствата за нови

**Таблица №1 Размер на инвестициите според държавата на портфейлната компания (хил. евро)**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Рисково финансиране/ страна* | *2007 г.* | *2008 г.* | *2009 г.* | *2010 г.* | *2011 г.* | *2012 г.* | *2013 г.* |
| Австрия | 905 548 | 326 153 | 178 337 | 703 037 | 321 821 | 282 287 | 539 854 |
| Балтийски страни | 216 981 | 88 002 | 6 687 | 33 467 | 53 401 | 29 551 | 60 404 |
| Белгия | 2 323 254 | 700 760 | 1 168 225 | 972 369 | 977 267 | 1 408 416 | 1 029 095 |
| България | 178 987 | 91 627 | 185 165 | 82 238 | 7 225 | 84 167 | 11 098 |
| Чехия | 181 071 | 422 978 | 1 357 982 | 228 836 | 143 933 | 105 874 | 134 339 |
| Дания | 1 835 153 | 1 207 400 | 479 041 | 385 657 | 880 586 | 861 573 | 1 841 562 |
| Финландия | 1 068 981 | 659 552 | 677 218 | 589 939 | 846 288 | 606 405 | 791 032 |
| Франция | 12 149 323 | 8 919 481 | 3 142 232 | 6 646 040 | 9 612 143 | 5 274 939 | 6 442 859 |
| Германия | 10 447 987 | 9 583 664 | 3 023 827 | 4 894 875 | 6 666 948 | 6 626 031 | 4 927 533 |
| Гърция | 150 967 | 283 482 | 152 532 | 39 130 | 10 097 | 35 557 | 4 833 |
| Унгария | 222 723 | 464 030 | 213 637 | 65 046 | 194 841 | 102 953 | 56 827 |
| Ирландия | 528 896 | 313 121 | 510 505 | 751 550 | 314 346 | 265 490 | 170 582 |
| Италия | 3 520 823 | 5 350 170 | 1 893 543 | 1 609 129 | 2 221 041 | 1 339 153 | 1 538 238 |
| Люксембург | 687 353 | 829 380 | 912 418 | 92 003 | 313 630 | 68 035 | 155 025 |
| Холандия | 4 626 100 | 2 784 949 | 885 546 | 2 055 137 | 2 885 343 | 1 379 882 | 2 371 972 |
| Норвегия | 1 178 504 | 1 124 709 | 709 223 | 1 886 733 | 905 065 | 966 689 | 1 657 336 |
| Централна и Източна Европа | 163 751 | 82 483 | 128 289 | 47 126 | 38 864 | 138 005 | 49 351 |
| Полша | 434 188 | 635 724 | 274 567 | 652 691 | 678 436 | 473 015 | 380 033 |
| Португалия | 213 039 | 358 836 | 303 408 | 192 266 | 531 858 | 228 301 | 321 123 |
| Румъния | 212 445 | 293 961 | 220 871 | 119 138 | 65 918 | 27 606 | 70 099 |
| Испания | 3 697 120 | 2 199 113 | 1 114 293 | 2 945 905 | 2 349 828 | 2 012 605 | 1 969 208 |
| Швеция | 3 085 305 | 2 288 301 | 1 112 092 | 2 766 545 | 3 354 258 | 2 527 281 | 813 725 |
| Швейцария | 1 522 647 | 876 608 | 582 657 | 1 344 989 | 1 184 981 | 1 840 218 | 755 133 |
| Украйна | 261 666 | 353 745 | 38 219 | 96 208 | 63 309 | 43 314 | 18 933 |
| Великобритания | 20 028 342 | 13 127 501 | 5 037 897 | 12 718 413 | 10 248 721 | 10 024 945 | 9 616 015 |
| ***Общо в Европа*** | ***69 841 155*** | ***53 365 731*** | ***24 308 411*** | ***41 918 466*** | ***44 870 147*** | ***36 752 294*** | ***35 726 211*** |

## *Източник: European Private Equity Activity Data 2007-2014, EVCA,* [*http://www.evca.eu/news-opinion/publications/#i*](http://www.evca.eu/news-opinion/publications/#i)

**Таблица №2 Статистика на рисковите инвестиции в Европа по сектори (хил. евро)**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Инвестиции / сектори* | *2007 г.* | | *2008 г.* | | *2009 г.* | | *2010 г.* | | *2011 г.* | | *2012 г.* | | *2013 г.* | |
| Размер | % | Размер | % | Размер | % | Размер | % | Размер | % | Размер | % | Размер | % |
| Селско стопанство | 454564 | 0,62 | 163802 | 0,30 | 206686 | 0,83 | 195113 | 0,45 | 136641 | 0,29 | 119165 | 0,32 | 758020 | 2,01 |
| Бизнес и индустриални продукти | 9473532 | 13,00 | 8796048 | 16,10 | 2576824 | 10,29 | 3623410 | 8,36 | 6403467 | 13,61 | 4721084 | 12,52 | 4908982 | 13,01 |
| Бизнес и индустриални услуги | 7324077 | 10,05 | 4938865 | 9,04 | 1899312 | 7,58 | 3939839 | 9,10 | 3207550 | 6,82 | 4321302 | 11,46 | 3230498 | 8,56 |
| Химия и материали | 2628237 | 3,61 | 2479815 | 4,54 | 695921 | 2,78 | 1367624 | 3,16 | 1405822 | 2,99 | 1902149 | 5,05 | 843456 | 2,24 |
| Комуникации | 10506121 | 14,42 | 5877969 | 10,76 | 3594398 | 14,35 | 4956677 | 11,44 | 5112969 | 10,87 | 3651795 | 9,69 | 3437998 | 9,11 |
| Компютри и електроника | 3986269 | 5,47 | 4345677 | 7,95 | 1948763 | 7,78 | 3830510 | 8,84 | 4936132 | 10,49 | 2857103 | 7,58 | 2831354 | 7,51 |
| Строителство | 3541889 | 4,86 | 2287917 | 4,19 | 439484 | 1,75 | 586972 | 1,36 | 1212074 | 2,58 | 829330 | 2,20 | 413581 | 1,10 |
| Потребителски стоки & търговия на дребно | 10708562 | 14,70 | 7100192 | 12,99 | 3023495 | 12,07 | 8780236 | 20,27 | 6990642 | 14,86 | 5260499 | 13,96 | 5452809 | 14,46 |
| Потребителски услуги | 7519233 | 10,32 | 3157401 | 5,78 | 1729693 | 6,91 | 3670489 | 8,47 | 3236879 | 6,88 | 3383059 | 8,98 | 3469865 | 9,20 |
| Енергия и околна среза | 1845534 | 2,53 | 4871404 | 8,92 | 1877168 | 7,49 | 1658613 | 3,83 | 2352220 | 5,00 | 1964166 | 5,21 | 2635460 | 6,99 |
| Финансови услуги | 3583703 | 4,92 | 3039414 | 5,56 | 2374519 | 9,48 | 2433663 | 5,62 | 3304616 | 7,02 | 1560412 | 4,14 | 2193952 | 5,82 |
| Наука за живота | 6879902 | 9,44 | 5922141 | 10,84 | 3658807 | 14,61 | 5953914 | 13,74 | 5922674 | 12,59 | 5552760 | 14,73 | 5694054 | 15,09 |
| Недвижимо имущества | 230427 | 0,32 | 70072 | 0,13 | 76543 | 0,31 | 204648 | 0,47 | 599881 | 1,28 | 703272 | 1,87 | 123479 | 0,33 |
| Транспорт | 3843072 | 5,27 | 1299686 | 2,38 | 677789 | 2,71 | 2085135 | 4,81 | 2202419 | 4,68 | 755424 | 2,00 | 1306597 | 3,46 |
| Некласифицирани | 330685 | 0,45 | 289349 | 0,53 | 269914 | 1,08 | 31681 | 0,07 | 19808 | 0,04 | 112607 | 0,30 | 421478 | 1,12 |
| **Общо инвестиции** | **72855807** | **100** | **54639754** | **100** | **25049319** | **100** | **43318526** | **100** | **47043793** | **100** | **37694128** | **100** | **37721583** | **100** |
| *в т.ч. Високи технологии* | *6808540* | *9,35* | *5132011* | *9,39* | *2876628* | *11,48* | *3536955* | *8,16* | *5610635* | *11,93* | *3168227* | *8,41* | *3225750* | *8,55* |

*Източник: European Private Equity Activity Data 2007-2014, EVCA,* [*http://www.evca.eu/news-opinion/publications/#i*](http://www.evca.eu/news-opinion/publications/#i)

инвестиции, а през 2013 г. тази цифра достигна 24,92 % (Таблица 1). Кулминацията на тази печеливша тенденция е през 2010 г., когато инвестициите възлизат на 12,7 д. евро, или 28,63 % от всички европейски инвестиции. Любопитно е да се отбележи, че Великобритания доминира и при инвестициите на неевропейски фондове за рисков капитал в Европа (следвана от Германия, Италия и Франция), като процента дори се покачва от 60,3 % в началото на периода до 61,7% в края му. Това може да се обясни с аутсайдерската концепция за управление на капитала и ликвидния капиталов пазар, които дават големи възможности за печалби при изход от инвестицията.

Другите основни играчи на европейския пазар са най-големите икономики на Стария континент, а именно Франция, Германия и Италия. Позицията им на пазара е стабилна, като през 2007 г. в тези три страни се инвестираха 26,1 млрд. евро, или 34,96 % от целия обем на инвестициите (срещу 33,45 % в края на периода). При тези страни повечето средства се набират на националните им пазари и остават в страната под формата на инвестиции, които, в случая на Италия и Германия през 2009 г., се допълват от капитал, внесен отвън.

Предпочитаният вариант за изход от на инвестицията в Европа е търговска продажба (26,61 % от изходите за 2013 г.), последван от препродажбата на друг риск инвеститор (26,22 %) и едва на трето място процедурата по публична емисия на акции (6,69%). Срокът за успешен изход от инвестицията при търговска продажба на бизнеса е константна за периода около 5,7-6,3 г, докато при изхода посредством капиталовия пазар се наблюдава забавяне с около 2 пъти (от 3,8 до 6,3 г.). Най-голямата пречка за повечето IPO-та се явява лошото състояние на пазара и по-ниската оценка в сравнение с тази от частния сектор.

По отношение на секторната концентрация, данните показват, че рисковите инвестиции в Европа са съсредоточени главно в пет сектора (Таблица 2): потребителските стоки и търговията на дребно (лидер в три от анализираните шест години), изместени по настоящем от инвестициите в сектор наука за живота, комуникациите, бизнес и индустриалните продукти и потребителски услуги. През 2013 г. най-висок е делът на инвестициите в компании от сектор наука за живота 17,14 % (или 906 компании), последвани от инвестиции в компании от сектора на бизнес продуктите 10,52 % (556 компании) и 9,39 % инвестиции в компании от сектора за потребителски стоки (496 компании). Това в голяма степен съответства на глобалните тенденции в рисковия капитал, като се забелязват по-ниски нива на подкрепа за високотехнологичните начинания, в сравнение със САЩ.

На фона на активността на рисковите инвестиции в Европа, тази в България е вяла. Източниците на рисков капитал в България са главно правителствени агенции (70 %) и частни индивиди (26,32 %). На практика пенсионните фондове и застрахователните компании не участват в подкрепата за рискови начинания. Географски източните на фондовете са основно европейски 91,37 % (като само 17,35 % от тях са местни). Благоприятна тенденция се наблюдава в използването на средствата – докато в началото на периода те главно се използват за изкупуване на бизнеси, то от 2008 г. насам се насочват за развитие на продукта/услугата. По отношение на съотношението между първоначална и последваща инвестиция в портфейлната компания не може да се изведе ясна тенденция.

Безспорният лидер при рисковите инвестиции в България за разглеждания период са комуникациите (с най-нисък относителен дял от 66,39 % през 2007 г. и най-висок 88,93 % през 2011 г.), следвани от сектора на финансовите услуги (най-предпочитани през 2008 г. с дял от 43,17%) и потребителските стоки (на първо място за 2013 г. с дял от 54,06 %). Броят на портфейлните компании обаче е твърде нисък за периода – стартирайки с 9 компании в началото на анализирания период и 4 в края му. Като цяло, механизмът на рисковото финансиране не е достъпен за българските предприемачи, които търсят финансиране главно чрез банково финансиране.

Казаното дотук ни дава основание да заключим, че средата на финансиране за предприемачите в Европа е по-позитивна и по-добре балансирана, отколкото през последните няколко години. Има повече средства и по-голямо разнообразие от източници за стартиращи бизнес начинания. Налице е висока степен на доверие към инвестициите на късен етап, което се забелязва от стабилния брой изходи от инвестицията посредством капиталовия пазар и сделки по сливане и придобиване. Тези фактори предвещават едно активиране на рисковото финансиране в Европа.

В резултат на финансовата криза от 2008 г. и 2009 г. и на новите капиталовите изисквания, предоставянето и удължаването от банките на кредитни линии за малките предприятия и стартиращи бизнеси значително намаля. Те бяха изправени пред неотложната нужда да търсят и кандидатстват за алтернативни източници на финансиране.

Перспективата е фондовете за рисков капитал да изиграят решаваща роля за преодоляване на недостига на финансиране за инвестиции в иновации. Те предоставят финансиране в капиталови или хибридни капиталови инструменти на стартиращи компании и на малки предприятия, за които се счита, че имат потенциал за растеж в дългосрочен план, в повечето случаи - за финансиране на тяхното ранно пазарно развитие. За разлика от фондовете за дялово участие (които се съсредоточават главно върху изкупуване на дружества), фондовете за рисков капитал инвестират в дружества в дългосрочен план, наред с предприемачите.

Основният извод, който се налага е че европейският пазар на рисков капитал е фрагментиран и разпокъсан. Това води до съществено, от статистическа гледна точка, нежелание на инвеститорите да инвестират във фондове за рисков капитал. Вследствие на регулаторната фрагментация, потенциалните инвеститори в рисков капитал, като богати частни лица, пенсионни фондове или застрахователни дружества, считат, че е трудно и скъпо да започнат да насочват някои от своите инвестиции към сферата на рисковия капитал.

Настоящата липса на финансови ресурси, които да бъдат насочени към рисковия капитал, е пряка причина за това средният размер на типичния европейски фонд за рисков капитал да бъде значително под оптималния за този вид инструмент за финансиране. На този етап рисковият капитал играе ограничена роля във финансирането на стартъпи. Отсъствието на ефикасен сектор за рисков капитал не позволява на европейските новатори и иновативни бизнес начинания да разгърнат напълно търговския си потенциал. Това от своя страна оказва отрицателно въздействие върху цялостната конкурентоспособност на Европа.

Това значително намалява инвестиционния потенциал и ограничава притока на капитали към малките и средните предприятия, особено новаторските, което ги поставя в зависимост от банковия сектор. Тази ситуация е още по-трудна предвид факта, че в светлината на новото регулиране, продиктувано от съображения за благоразумие, банките са значително по-малко склонни да финансират предприятията, които са в начален стадий на развитието си, дори новаторските.

Библиография

1. Berkery, D. Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur, 2008
2. Adapting and evolving. Global venture capital insights and trends 2014, Ernst & Young,<http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_venture_capital_insights_and_trends_2014/$FILE/EY_Global_VC_insights_and_trends_report_2014.pdf>

## EVCA, European Private Equity Activity Data 2007-2014, <http://www.evca.eu/news-opinion/publications/#i>

1. European Economic and Social Committee, European venture capital funds, 2012 <http://www.europarl.europa.eu/RegData/courrier_officiel/arrivee/2012/EP-PE_LTA%282012%29006002_XL.pdf>

1. Berkery, D. Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur, 2008, p.97 [↑](#footnote-ref-1)
2. ## По данни на Европейската асоциация за рисков капитал. European Private Equity Activity Data 2007-2014, <http://www.evca.eu/news-opinion/publications/#i>

   [↑](#footnote-ref-2)
3. Adaptingandevolving*.* Global venture capital insightsandtrends 2014, Ernst & Young, р.22*,* <http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_venture_capital_insights_and_trends_2014/$FILE/EY_Global_VC_insights_and_trends_report_2014.pdf> [↑](#footnote-ref-3)
4. European venture capital funds, European Economic and Social Committee, 2012, p. 4, <http://www.europarl.europa.eu/RegData/courrier_officiel/arrivee/2012/EP-PE_LTA%282012%29006002_XL.pdf> [↑](#footnote-ref-4)