

Karsai Judit

## A kapitalizmus új királyai



Karsai Judit

# A kapitalizmus új királyai

Kockázati tőke Magyarországon  
és a közép-kelet-európai régióban

Közgazdasági Szemle Alapítvány  
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
Közgazdaság-tudományi Intézet  
Budapest, 2012

A kötet megjelenését az Országos Kutatási Alapprogramok (OTKA)  
és a Magyar Vállalatgazdasági Kutatásokért Alapítvány támogatta.

Lektorálta  
**Vince Péter**

# Tartalom

Bevezetés	7
<b>1. A kockázati tőke-ágazat működési módja</b>	<b>11</b>
A kockázati tőke modellje	11
A kockázati tőke jelentősége	19
A kockázati tőke kilépése a befektetésekből	26
A kilépések hozama	34
Az ágazat fejlődési ciklusai	48
Következtetések	55
<b>2. Intézményesült kockáztatás – I.</b>	
<b>A kockázati tőke-alapok finanszírozása</b>	<b>59</b>
A kockázati tőke-alapokat finanszírozó intézményi befektetők	59
A kockázati tőke helye az intézményi befektetők portfóliójában	63
A kockázati tőke-piac forrásai	68
Az intézményi befektetők szerepe a kockázati tőke-piac forrásaiban	73
Következtetések	79
<b>3. Intézményesült kockáztatás – II.</b>	
<b>A kockázati tőke-befektetések finanszírozása</b>	<b>81</b>
A finanszírozás módja	82
A finanszírozás külső forrásai	83
A finanszírozás szerkezete	87
Következtetések	95
<b>4. Az állam szerepvállalása a kockázati tőke-piacon</b>	<b>97</b>
Az állami beavatkozás eszközrendszere	98
Az állami részvételű tőkealapok ösztönzése	101

Az állami beavatkozás értékelése	106
Következtetések	117
<b>5. A kockázati tőke gazdasági hatása</b>	<b>119</b>
A kockázati tőke hatása az innovációra	119
A kockázati tőke-befektetéseket ért bírálatok	124
A befektetések hatása a portfóliócégekre	128
Következtetések	138
<b>6. A kockázati tőke Közép-Kelet-Európában</b>	<b>141</b>
A régió kockázati tőke-ágazatának fejlődése	141
A régió kockázati tőke-ágazatának sajátosságai	149
A régióban befektethető tőke	151
A régióban befektetett tőke	159
A kockázati tőke a régió vállalataiban	169
A régióbeli ügyletek finanszírozása	175
A kockázati tőke kivonása a régió vállalataiból	181
Következtetések	192
<b>7. Kockázati tőke Magyarországon</b>	<b>195</b>
A kockázati tőke jelentősége Magyarországon	197
A magyarországi befektetésekre rendelkezésre álló tőke	201
A magyarországi cégekbe fektetett tőke	207
A magyarországi cégekből kivont tőke	221
Következtetések	225
<b>Hivatkozások</b>	<b>229</b>

## Bevezetés

*A kapitalizmus új királyai* – kissé szenzációhajhász s nem is eredeti cím. Az *Economist*<sup>1</sup> gazdasági hetilap még 2004-ben adta ezt a címet a kockázatitőke-ágazat fejlődéséről közölt terjedelmes elemzésének. Az elnevezéssel a lap az akkor már milliárddolláros kockázatitőke-alapokat kezelők egész vállalatbirodalmak felett szerzett rendkívül jelentős gazdasági befolyására és mesés jövedelmére célzott. E királyságok azóta is fennmaradtak, bár fényük – a profiljukba tartozó cégek egy részének problémái, az ágazatba áramló tőke és a hitelfelvételi lehetőségek korlátozottsága miatt – kissé halványabb lett.

Noha a kockázati tőkéről az elmúlt években több könyv és számos cikk is megjelent magyarul, a kockázati tőke magyarországi működését változatlanul meglehetősen *homály* fedi. Ezt csak részben magyarázza, hogy a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások természetükből adódóan maradnak távol a nyilvánosságot jelentő tőzsdétől. A tisztánlátás, a nagy publicitás ugyanis az ágazat szereplőinek sem feltétlenül érdeke, mivel a kockázati tőke hozama, azaz a vállalatokban átmeneti időre szerzett részesedések vételi és eladási árfolyamának különbsége nagyrészt a befektetők féltve őrzött *know-how*-jától függ.

Üzleti sajtóból vagy szaklapokból megismerni az intézményi befektetők és a vállalkozások közötti pénzügyi közvetítést végző kockázatitőke-ágazatot, már csak a befektetett tőke és a befektetők sokféle elnevezése miatt is nehéz. A kockázati tőkének számos rokon értelmű kifejezése létezik. Csak néhány elnevezést említve példaként: vállalkozói tőke, fejlesztő tőke, magántőke, kivásárlási tőke – ráadásul mindegyik elnevezésnek van egy „civil” jelentése is. Ugyanez a helyzet a befektetőkkel, akik magukról ritkán jelentik ki, hogy ők „kockázatitőke-befektetők”. Így a napihírekben sem ekként, hanem befektetési alapként, magántőkealapként, befektetőtársaságként vagy egyszerűen csak sima részvénytársaságként szerepelnek.

<sup>1</sup> A cikk címe *The new kings of capitalism* volt (*Economist*, 2004. október 27. 3–16. o.). A lap három évvel később a kockázatitőke-befektetőket 2007-ben ért nyilvános kritikák megalapozottságát vizsgáló *The uneasy crown* című cikkének címében is visszautalt e korábbi titulusra (*Economist*, 2007. február 10. 73–75. o.)

További keveredést okoz, hogy a befektető elnevezés hol a kockázatitőke-alapok kezelőit, hol pedig magukat az alapokat jelenti. Végül, hogy a fogalmi zűrzavar teljes legyen, a kockázati tőke elnevezés a mások megtakarításait befektető s ilyen értelemben intézményesült kockázatitőke-befektetők mellett a saját vagyonuk egy részét rendszeresen más vállalatokba befektető magán-személyek, az *üzleti angyalok* befektetéseit is jelöli. A kockázatitőke-piac ezen nem intézményesült, informális szeptével – mivel erről még az intézményes befektetőkhez képest is sokkal kevesebb információ áll rendelkezésre – a könyv nem foglalkozik.

A kötet a kockázatitőke-ágazat két szegmensét – a klasszikus kockázatitőke-befektetéseket és a kivásárlásokat – működési módjuk egyezőségei alapján *együtt* tárgyalja. Célja az egész kockázatitőke-ágazat jobb megismertetése, jelentőségének és hatásának reális bemutatása. A könyv megírásának időpontja sajátos módon lehetővé tette azt is, hogy fellendülés és válság idején is tanulmányozni lehessen az ágazat viselkedését.

A nagyközönség az ágazat működését az üzleti sajtó híradásai alapján főként a befektetéseken keresztül érzékeli. E könyv azonban nem erre, hanem az ágazat mozgatórugóink vizsgálatára helyezi a hangsúlyt: a befektetéseket végző alapok tőkeellátását, valamint befektetési és tőke kivonási gyakorlatát s ezek ciklikusságát elemzi. A tőzsdéi ügyletek hivatalos statisztikáihoz hasonló adatok hiányában az olvasó a kockázatitőke-ágazat működését a nemzetközi szakirodalom, a nemzetközi tanácsadó cégek és részben a szerző által gyűjtött adatok segítségével ismerheti meg.

A könyv elméleti összefüggések tárgyalásával indul, s innen halad a nemzetközi folyamatok elemzésén át a magyarországi gyakorlat felé. Nem kívánja egy újabb tőkebefektetési kalauzként növelni azon magyar és angol nyelvű könyvek számát, amelyek a befektetők és a tőkét kereső vállalkozások közötti együttműködést technikai oldalról segítik. Ehelyett a magyarországi kockázatitőke-ágazatot a tőkepiac húsz év alatt kiépült olyan szeleteként igyekszik bemutatni, amelynek tevékenysége kezdettől fogva beágyazódott a nemzetközi trendekbe, s amelyet igen kevés nemzeti sajátosság jellemez. Ennek érdekében a könyv a kockázati tőke működési módjának általános bemutatása mellett főként azokat a kérdéseit tárgyalja, amelyek az ágazat magyarországi fejlődését alapvetően meghatározzák. Így kiemelt figyelmet szentel a hazai kockázatitőke-alapokhoz érkező tőke forrásainak, a befektetések pénzügyi konstrukcióinak, a befektetésekből történő kilépések módozatainak, valamint a befektetések révén nyert hozamoknak az ágazat tőkeellátására gyakorolt hatásának. A tapasztalatok szerint ugyanis az, hogy milyen intézményi befektetőktől érkezik tőke a kockázatitőke-alapokhoz, maga is befolyásolja az alapokban összegyűjtött tőke felhasználását, kihat az alapok portfóliójának összetételére, azaz a finanszírozásra kiválasztott cégek életkorára és szakága-



zatára, sőt még az alapok ellenőrzésére is. Mindez végső soron az alapok által elért hozamokban is tükröződik.

A könyv a magyarországi kockázatitőke-piac nemzetközi beágyazódását először a közép-kelet-európai régióban tapasztalt trendek részeként vizsgálja. Bemutatja azokat a sajátosságokat, amelyek a fejlett tőkepiacokhoz képest számottevő késéssel és fejletlenebb pénzügyi kultúrával induló régióban az ágazatot jellemzik. Számba veszi azokat a tényezőket, amelyek a globális tőkepiaci folyamatok érvényesülését mozgatják a kockázatitőke-piacon, külön kitér a felzárkózó közép-kelet-európai régióbeli hatásukra.

A kötet szerzője elsősorban azt igyekszik nyomon követni, hogy a kockázati tőke áramlásába csak évtizedes késéssel bekapcsolódó térségben mennyire volt összeegyeztethető a piacgazdaság kiépülésének folyamata egy minden ízében „kapitalista” tőkeközvetítő ágazat kifejlődésével, mely ütközőpontokat látott e fejlődést, s ez miként hatott a régióbeli működés hatékonyságára, esetleg származott-e előny a „későn jövők” speciális helyzetéből.

A kockázatitőke-befektetések sikerességének, így az ágazat működésének az érintett cégekre s közvetve a gazdaság egészére gyakorolt hatásáról a könyv csak másodlagos források alapján nyújt – meglehetősen ellentmondásos – képet. E téren a mások által, zömében az Egyesült Államokban s elsősorban tőzsdei cégek körében készített elemzések módszertanának és mintavételének különbözőségeiből adódó eltérésekre is rámutat a szerző. A kockázatitőke-piacon a befektetésekre vonatkozó információkat rendszerint üzleti titkokként kezelik, amelyeket az alapok a kutatókkal sem osztanak meg szívesen, s ez alól a hazai piacon aktív alapok kezelői sem jelentenek kivételt. A befektetőktől származó információk hiányában a könyv a sajtóban megjelent hírek alapján, számos régióbeli vállalat konkrét példáján keresztül, ezen belül magyar befektetésekkel illusztrálva igyekszik megvilágítani a régióban folytatott befektetési stratégia konkrét cégekre gyakorolt hatását.

Különösen nem érthető az, hogy miért készült csak ilyen kevés elemzés az állam szerepvállalásáról. A régió országaiban számos kockázatitőke-befektetés zajlik kizárólag állami szereplőkkel, ami pedig indokolná a költségvetési források elköltésének ellenőrzését hatékonyság és eredményesség szempontjából. Az állam részvételének eszközeit és nemzetközi gyakorlatát tárgyaló fejezetből azonban látható, hogy a tranzíciós országokban – köztük Magyarországon is – a hatásvizsgálatok csak formálisak, vagy teljességgel hiányoznak. Annyi azonban határozottan megállapítható, hogy a magyar piacon az állam szerepvállalásának nagysága és intézményi megoldásai a nemzetközi trendektől esetenként eltérő irányú.

A magyarországi kockázatitőke-ágazat adatokkal alátámasztott részletes elemzését egy, a régióban is egyedülálló módon rendelkezésre álló, húsz évre vonatkozó adatbázis teszi lehetővé. A szerző a kétezres évek elejétől aktívan

bekapcsolódott a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület munkájába, s hatékony segítséget nyújtott a magyarországi kockázati-tőke-befektetések adatbázisának nemzetközi standardokhoz igazodó felépítéséhez és adatokkal való feltöltéséhez. E munkája „gyümölcsét” szüreteli le, amikor ezen adatbázis felhasználásával összegezi a magyar kockázati-tőke-ágazat húszéves fejlődésének állomásait és elért eredményeit. E felmérés a magyarországi kockázati-tőke-befektetésekről az üzleti sajtóban 1989 és 2010 között nyilvánosságra hozott ügyletek, valamint a kockázati-tőke-befektetőket tömörítő Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület által regisztrált befektetési tranzakciók egyedi adatait együttesen tartalmazza. A rendszerváltás óta eltelt több mint húsz év során a magyarországi székhelyű cégek mintegy 800-900 tranzakció keretében ötmilliárd dollár kockázati tőkéhez jutottak. A könyv tulajdonképpen arra igyekszik választ adni, hogy e nem kis összeget kik, mikor, hogyan, hová és milyen eredményesen fektették be.

A könyv tárgyalásmódja magán viseli szerzője foglalkozásának nyomait. Így egyrészt a tudományos kutatói pályából eredő azon törekvést, ami elengedhetetlennek tartja az egyes állítások szakirodalmi hivatkozásokkal történő alátámasztását. Másrészt a kockázati-tőke-befektetőket tömörítő egyesületben a statisztikai adatokért viselt felelősség nyomán a statisztikai adatok minél teljesebb körének bemutatását. A fő cél azonban mindezek segítségével a kockázati tőke elméleti és gyakorlati működési mechanizmusának bemutatása.

# 1.

## A kockázati tőke-ágazat működési módja

### A kockázati tőke modellje

A szakirodalomban sokféle definíció olvasható a kockázati tőkéről. Ezek alapján a kockázati tőke négy alapvető tulajdonsága rajzolódik ki. 1. A kockázati tőke pénzügyi közvetítő szerepet lát el, azaz mások tőkéjét összegyűjtve azt közvetlenül befekteti vállalkozásokba. 2. Csak olyan cégekbe fektet be, amelyek részvényei a befektetést követően nem szerepelnek tőzsdei kereskedelemben. 3. Résztulajdonosként aktív szerepet játszik az általa finanszírozott cégek életében. 4. Végül elsődleges célja annak a hozamnak a maximalizálása, amit az általa finanszírozott vállalkozások értékesítésekor realizál, azaz amikor tulajdonosként kilép az érintett cégekből.

A pénzügyi közvetítő funkció azt jelenti, hogy a kockázati tőke nem saját magát, azaz nem saját tőkéjét teszi kockára, amikor cégeket finanszíroz. Szokás ezért a kockázati tőkét intézményes kockázati tőkének is nevezni, ami megkülönbözteti a saját vagyonukat kockára tévő üzleti angyalok tőkebefektetéseitől, valamint a magánszektorban működő befektetési vállalkozások befektetéseitől. Ahogyan erről még részletesen szó lesz, a kockázati tőke befektetésére jogilag rendszerint egy meghatározott időre szóló befektetési társulás jön létre, amelyben a tőkéjüket befektetési céllal átadó intézmények és a befektetést ténylegesen végrehajtó alapkezelők vesznek részt. Az intézmények által befektetési célból kezelésre átadott tőkéből az alapkezelők egy olyan tőkealapot hoznak létre, amely előre meghatározott idő után megszűnik, s a kezelésre kapott tőkét a hozamokkal együtt visszafizetik a rendelkezésre bocsátó intézményeknek.

A második jellemző, azaz a nem nyilvános cégekbe történő tőkebefektetés annyira fontos tulajdonsága a kockázati tőkének, hogy ennek alapján az európai szakirodalomban a kockázati tőkét magát is „magántőkeként” emlegetik. A magyarul sok félreértésre okot adó elnevezés ebben az értelemben tehát nem a tőke forrására, tulajdonosaira utal – vagyis a kifejezés nem arra vonatkozik, hogy a befektetett tőke nem állami szférába irányul, hanem arra, hogy a kockázati tőke által finanszírozott cégek nem nyilvánosak, s így tulajdoni részesedéseikkel nem kereskednek a tőzsdén. A nyilvánosság hiá-

nya azonban csak a befektetést követő állapotra igaz, mivel a kockázati tőke gyakran fektet be tőzsdei, tehát nyilvános cégekbe. A befektetést követően azonban az érintett cégeket kivezetik a tőzsdéről. A zárt cégekbe történő befektetésnek igen lényeges hatása van a befektetésekkel együtt járó kockázatvállalásra. Az, hogy a finanszírozásra kiválasztott cégekről egyrészt nem állnak a befektetők rendelkezésére ellenőrzött, publikus adatok, másrészt a befektetők nem tudják könnyen, gyorsan eladni az érintett vállalkozásokban szerzett részesedéseiket, egyaránt kockázatnövelő tényező. A nyilvános kereskedés hiánya ugyanakkor módot ad a kockázati tőkéseknek olyan, az érintett cég hatékonyságát és jövedelmezőségét javító beavatkozásokra is, amelyek a tőzsdei cégek részvényeseinek és irányítóinak rövid távú érdekeltségével esetleg nehezen lennének összeegyeztethetők.

A harmadik jellemző az aktív tulajdonosként történő viselkedés. A kockázati tőkét az általuk kiválasztott cégekbe befektető alapkezelők ugyanis nem pusztán a tőkét adják, hanem saját szakértelmüket, kapcsolatrendszerüket is. Ez az aktív szerep egyaránt megnyilvánul a kiválasztás folyamatában, a befektetést követő folyamatos monitorozásban, illetve a kiszállás megtervezésében és végrehajtásában. Annak érdekében, hogy a kockázati tőkések a befektetés sikere érdekében eltervezett stratégiájukat a finanszírozott cégben érvényre juttathassák, s tanácsaiknak megfelelő súlyt adhassanak, rendszerint befolyásoló tulajdoni hányadot szereznek az érintett vállalkozásokban, s ennek megfelelő pozíciót szereznek maguknak a finanszírozott cégek tulajdonosi irányító és ellenőrző testületeiben. E funkciójukban tehát fontos szerepük van többek között a cégek belső információs rendszerének működtetésében, a felső vezetők lecserelésében, a hitelszerkezet megújításában, sőt az eredményesebb működéshez szükséges felvásárlások és leépítések eldöntésében is. Az aktív tulajdonosi szerep egyúttal megkülönbözteti a kockázati tőkéseket a tőzsdei befektetőktől.

A kockázati tőke negyedik vonása egyenesen következik a tőkeközvetítő funkcióból, s szorosan összefügg a kockázatitőke-alapok előre rögzített élettartamával. A kockázatitőke-tulajdonos a finanszírozott vállalkozások tulajdonosi körébe – átmeneti időre – csak azért lép be, hogy lefölözhesse a befektetési és eladáskori árfolyam közötti nyereséget. Ez az átmeneti időre szóló tulajdonosi szerep különbözteti meg a kockázati tőkést a zárt cégekben részesedéssel rendelkező más tulajdonosoktól, így többek között a stratégiai befektetőktől, avagy a családi vállalkozások tulajdonosaitól. A kockázati tőkések többféle módon is túladhathatnak befektetéseiken. Eladhatják tulajdoni részüket stratégiai befektetőknek, pénzügyi intézményeknek, a cégek korábbi tulajdonosainak. Ám a rendszerint legmagasabb hozamot nyújtó megoldást is választhatják, amikor tőzsdére viszik az általuk finanszírozott céget, s a tőzsdei kereskedés keretében válnak meg részvényeiktől. A tulajdonosi részesedéstől való megválásnak azért

van kitüntetett szerepe, mert ekkor dől el, hogy a kockázati tőke-alapok kezelői mekkora hozamot tudnak elérni az intézményektől kapott tőkén. Bár a tőke és a hozamok visszafizetése a kilépések ütemében történik, az alapok által elért tényleges hozam mértéke csak akkor állapítható meg, amikor a finanszírozott cégek mindegyike kikerül a portfólióból.

A kockázati tőke e jellemzői egyúttal arra is választ adnak, hogy miben különbözik a kockázati tőke más tőkebefektetőktől, illetve tőkeközvetítést végző intézményektől, így például a befektetési alapoktól, a fedezeti alapoktól vagy nagyvállalatok befektetéseitől. Más (nem kockázati tőke-) befektetéseknél nem rögzítik előre az alap élettartamát vagy méretét, előre kikötik a kezelésre átadott tőke – teljes egészében vagy részbeni – visszaválthatóságát, nem korlátozzák a tőke ismételt befektetésének lehetőségét, és a befektetők nem gyakorolnak a portfólióban lévő cégekben aktív tulajdonosi szerepet. Továbbá másképpen alakítják ki az alapkezelők érdekeltségi rendszerét is: a kezelési díjakat és a kezelők profitrészesedésének vetítési alapját és esedékességét is.

A kockázati tőke-alapok egyidejűleg több funkciót is betöltenek. Egyrészt lehetővé teszik a tőke összegyűjtését a tőzsdén nem jegyzett vállalkozások finanszírozásához. Másodszor lehetővé teszik, hogy a befektetések alapkezelői olyan szakemberek legyenek, akiknek jelentős tapasztalataik vannak e téren, s akik képesek olyan cégeket keresni, minősíteni és kiválasztani, amelyekről jelentős többletérték teremtése várható. Harmadszor az alapkezelők ahhoz is értnek, hogy a kiválasztott cégek finanszírozását lebonyolítsák, a vállalkozások vezetőit szaktanácsokkal lássák el, valamint részletekbe menően ellenőrizzék. Végül az alapok kezelői mérlegelik és választják ki azokat a kilépési lehetőségeket, amelyek a tulajdonrészek eladásakor realizálható legtöbb tőkejövedelmet biztosítják az alapok befektetői számára (*EVCA White paper* [2010]).

A kockázati tőke-alapokat jellemzően korlátolt felelősségű társulási (*limited partnership*) formában, tízéves élettartamra hozzák létre, ami elegendő idő a megfelelő befektetések kiválasztásától a tulajdonrészek eladásáig. A kockázati tőke-alapokat kezelő cégek a társulásokban olyan általános felelősségű tulajdonostársként (*general partner*) vesznek részt, amelyek a befektetéseket kiválogatva, fejlődésüket nyomon követve, szükség esetén a cégeket átalakítva és mindvégig ellenőrizve teremtenek többletértéket a társulásban tőkéjükkel részt vevő, korlátolt felelősségű intézményi befektetők (*limited partner*) számára, amelyeknek a felelőssége csupán a források biztosítására és az alapkezelők ellenőrzésére korlátozódik (*Gompers–Lerner* [1999]). Az alapok létrehozását az alapkezelők kezdeményezik, jegyzési felhívásukban körvonalazva az általuk eltervezett befektetési stratégiát, a befektetések fő típusait, szakterületét, földrajzi hatókörét, valamint tájékoztatva a potenciális befektetőket saját korábbi eredményeikről, szakértelmükről. Ez utóbbi különösen fontos információ, mivel a befektetők elsősorban ennek alapján választják ki

a beérkező ajánlatok közül a legjobbnak tartott alapkezelőket. A kutatási tapasztalatok is alátámasztják azt a befektetők körében elterjedt nézetet, hogy a korábban bizonyítottan jó eredményeket produkáló alapkezelők kiemelkedő teljesítménye a jövőben is fennmarad (Sanders [2010]). Tehát a hozamok alapján legfelső negyedbe került alapkezelők újabb alapjai is a legfelső negyedben végeznek. A befektetésre vállalkozó intézmények az alapkezelők mélyreható elemzése után döntenek az alapokba történő befektetésről, s pozitív döntés esetén megállapodnak az alap számára odaigért összegről, amelyet az alapkezelők az aktuálisan esedékessé váló befektetések ütemében hívnak le. Az odaigért összegek egyoldalúan nem változtathatók meg, viszont mód van az alapoknak odaigért befektetési kötelezettségek, illetve járandóságok úgynevezett másodlagos piacon, diszkontált áron történő eladására. A megállapodást követően a befektetők a számukra negyedévente vagy félévente küldött beszámolók, az alapkezelők által évente tartott befektetői találkozók, valamint egy, a fontosabb befektetőket tömörítő tanácsadó testületek ülésein keresztül ellenőrizhetik, hogy az alapkezelők valóban az előre meghirdetett stratégia szerint s megfelelő gondossággal járnak-e el. Az alapkezelők gyakorlati tevékenységébe azonban közvetlenül már nem szólhatnak bele.

A kockázatitőke-alapok kezelői rendszerint több alapot kezelnek egyszerre, tekintve hogy egy-egy alap meghatározott időre, jellemzően tíz évre jön létre, amit szükség esetén egy-két évvel meghosszabbítanak. Az újonnan felállított alapok a befektetéseket általában életük első öt évében hajtják végre, majd ezt követően alapkezelőik már új alapokat indítanak. Az első öt évben az alapkezelők számára feladatuk ellátása a későbbi időszakhoz viszonyítva jóval több munkát ad és sokkal több időt vesz igénybe. Az éves alapkezelői díjak időben csökkenő aránya is ezt a kezdeti ráfordítástöbbletet tükrözi. Az alapkezelőknek a megfelelő befektetési célpontok kiválogatásához számtalan befektetési ajánlatot kell megvizsgálniuk, azaz sok céget kell átvilágítaniuk, majd a befektetéseket ténylegesen le is kell bonyolítaniuk. A fejlesztési célú befektetések esetében a finanszírozott cég által elért eredményekhez kötött, egymást követően több fordulóban végrehajtott befektetés szigorú ellenőrzés mellett történik. A már megerősödött, érett vállalatok átvételére rendszerint egyetlen aktusban kerül sor. A megvétel után az alapkezelők tevékenységének súlypontja átkerül a cégek irányítására és tulajdonosi ellenőrzésére, valamint olyan értékteremtő tevékenységek végzésére – így például költségcsökkentésre, tevékenység-racionalizálásra, határon átnyúló terjeszkedésre, a vezetés cseréjére –, amelyeket a piac feltehetően majd magasabb vételárral honorál. Az alapok életének második felében az alapkezelőknek meg kell kezdeniük cégeik eladásra történő előkészítését. A nem megfelelően működő, ám ígéretes cégek szerkezeti átalakítását is végre kell hajtani, a jövedelmező eladással nem kecsegtető befektetésektől pedig idejekorán meg kell válni, míg a teljesen reménytelen részle-

geket le kell építeni, be kell zárni. Végül az alapok portfóliójában lévő cégek mindegyikét el kell adni, s a tőkével és a hozamokkal az alap befektetőivel el kell számolni. A kockázati tőke-alapok kezelőinek jártassága, korábbi szakmai tapasztalata pozitívan befolyásolja a finanszírozott vállalatokkal fenntartott kapcsolatot, az irányításában való részvételt, a vezetők utánpótlását, a tőkeforrások megszerzését és a kapcsolattartás interaktivitását (*Botazzi és szerzőtársai* [2008]). Az azonos befektetőhöz tartozó cégek között kialakított stratégiai szövetség révén szinergiahatás érhető el (*Lindsey* [2008]).

A kockázati tőkének, miközben számos lényegi vonásában különbözik más tőkeközvetítő intézménytől, két alapvető fajtája különböztethető meg: a klasszikus kockázati tőke, valamint az úgynevezett kivásárlásokat finanszírozó tőke. Míg a klasszikus kockázati tőke-alapok kezelői a gyors növekedésre képes, fejlődésük korai szakaszában tartó, főként csúcstechnológiai cégeket válogatják ki és futtatják fel,<sup>1</sup> addig a kivásárlást végző alapok elsősorban az érett, stabil várható bevételt hozó vállalkozások felett szerzik meg az irányítást – rendszerint úgy, hogy a vállalat felvásárlásához felvett hitelhez az érintett cég vagyona szolgál fedezetül. A klasszikus kockázati tőke esetében a befektetők rendszerint megemelik a finanszírozandó vállalkozás tőkéjét annak érdekében, hogy legyen miből finanszírozni annak fejlődését. A kivásárlás elnevezés viszont arra utal, hogy a befektetők a felvásárolt cég meglévő tulajdoni részeit veszik át a korábbi tulajdonosoktól, azaz vásárolják ki őket.

A kockázati tőke e két fő területe egyúttal a finanszírozott vállalkozások fejlődési fázisaihoz igazodik. Míg a klasszikus kockázati tőke a cégek indulását, életének korai szakaszát, valamint terjeszkedését finanszírozza, a kivásárlás révén megvalósuló befektetés a már érett vállalatok tulajdonosi körét változtatja meg. A befektetők célja mindkét esetben az, hogy a (rész)tulajdonukba került vállalkozást közreműködésük révén értékesebbé tegyék, s ezt a többletértéket tulajdoni részesedésük eladásakor a piaccal elismertessék. A tőkejövdelem maximalizálása érdekében az alapkezelők két fő csoportja által ellátott tevékenységek is hasonlóak, azaz mindkét esetben a befektetési lehetőségek közötti szakszerű válogatás, a portfólióba került cégek tevékenységének megújítása, gazdálkodásának figyelemmel kísérése (monitorozása) és ellenőrzése, valamint a kilépés legelőnyösebb módjának és idejének megválasztása és lebonyolítása a feladatuk.

Ugyancsak nagyrészt hasonló eszközrendszerre épülnek a klasszikus kockázati tőke-befektetéseket végző és a kivásárlásokat lebonyolító alapok befektetői és alapkezelői, valamint az alapkezelők és a portfóliójukban lévő

<sup>1</sup> *Puri–Zarutskie* [2010] adatai szerint a kockázati tőke által finanszírozott cégek fiatalabban, gyorsabban növekednek és nagyobb méretűek, mint a nem kockázati tőke által finanszírozott társaik.

cégek között kötött szerződések. E szerződések elsősorban a kölcsönös érdekesség megteremtését és a kockázatok csökkentését szolgálják.

Mindkét terület alapkezelői zárt végű, általában tízéves élettartamú társulási szerződéseket kötnek az alapok befektetőivel. Az alapkezelő cégek irányítói egyénileg is hozzájárulnak tőkével az általuk kezelendő alapokhoz, ennek mértéke 1–5 százalékos lehet.

Az alapkezelőknek a portfóliójukban lévő cégeikbe rendszerint még közvetlenül is be kell fektetniük egy kisebb összeget annak érdekében, hogy ezáltal is nőjön az érdekelttségük (*EVCA Industry Reponse* [2009]). Az alapok kezelői a befektetők által az alapok számára odaigért tőke előre rögzített hányadát – az alapok méretétől függően 1-2 százalékat – kapják éves kezelési díjként. Az alapkezelésért járó díj a klasszikus kockázati tőke kezelői esetében rendszerint magasabb, míg a kivásárlást végző alapkezelők emellett többnyire közvetlenül a portfóliójukban lévő cégeiknek is felszámítanak tranzakciós és egyéb díjakat. Mindkét terület képviselőinek erőteljes teljesítményérdekelttségét az alap hozamából a 20 százalékos profitrészesedés (*carried interest*) lehetősége biztosítja, amit az alapkezelők általában csak akkor kaphatnak meg, ha teljesült az alapkezelői szerződésekben előre rögzített – általában 8 százalékos – hozamküszöb-követelmény (*hurdle rate*). (Ezek az arányok a legfejlettebb országokban az iparág működésének több évtizede alatt alakultak ki, s viszonylag állandónak tekinthetők.)

Az alapkezelők érdekelttségét erőteljesen befolyásolja, ha a nyereségből történő részesedés után tőkejövedelemként, nem pedig az ennél rendszerint magasabb adóteherrel járó személyi jövedelemként kell adózniuk. (Ha az alap lezárásakor utólag kiderül, hogy az alapkezelők – a befektetőknek ügyletenként visszautalt tőkéből alkalmanként levont – részesedése nagyobb volt, mint ami a portfólió egészére vonatkozóan járt volna nekik, akkor egy úgynevezett visszatérítési klauzula értelmében a már felvett többlet-nyereségrészesedést a szükséges arányban vissza kell utalniuk a befektetők számára.) Közös vonása a klasszikus kockázati tőke és a kivásárlások befektetői és alapkezelői közötti szerződéseknek az olyan kötelezettségek vállalása is, ami az alapkezelőknek megtilt minden olyan tevékenységet – például más alapokba történő befektetést –, amely az adott alap befektetőivel ellentétes érdekeltséget teremtene.

A kockázati tőke-befektetők mindkét típusa hasonló mechanizmusok révén biztosítja a portfólióba választott cégek érdekelttségét a sikerben. A befektetők egyrészt ragaszkodnak hozzá, hogy a cég életében meghatározó vezetők és alkalmazottak vagyoni hozzájárulásuk révén akkora tulajdoni hányadot szerezzenek, ami már érdekeltté teszi őket az eredményes vezetésben. Másrészt a vezetők díjazását is szorosan az általuk elért teljesítményhez kötik. Ennek keretében például kiterjedten alkalmazzák a vállalatvezetők teljesítményéhez kapcsolódóan nyújtott tulajdoni részesedés opciójának rendszerét.



Jóval több eltérés figyelhető meg az alapkezelők két csoportja között a befektetésben részesülő vállalkozások tulajdonosaival/irányítóival kötött szerződések tekintetében.

Így a klasszikus kockázati tőkét nyújtó alapok rendszerint csak kisebbségi tulajdoni hányadot szereznek, s olyan átváltható értékpapírok révén igyekeznek probléma esetén irányítani a céget, amelyekkel lehetővé válik a befektetők számára a tőke és a hitel közötti átjárás.<sup>2</sup> A klasszikus kockázati tőkére jellemző a több egymást követő fázisban végrehajtott, az érintett cégek elé állított követelmények teljesítéséhez kötött befektetés, amivel a veszteséget igyekeznek csökkenteni. Ugyancsak a kockázat mérséklését szolgálja az ügyletek szindikálása, azaz ha több alap hajt végre közös befektetést. Ez egyúttal nagyobb méretű befektetéseket tesz lehetővé, ami azért is fontos lehet, hogy a finanszírozáshoz ne kelljen hitelt igénybe venni.

A kivásárlásokat végző alapok ezzel szemben általában eleve ellenőrzést biztosító tulajdoni hányadot szereznek a felvásárolt cégekben, s az alapok a vállalatátvételt jellemzően saját tőke és hitel kombinációjával finanszírozzák.<sup>3</sup> A hitel nemcsak azért játszik fontos szerepet, mert a felvásárolandó cégek árának hitel nélküli kiegyenlítése jelentős sajáttőke-befektetést igényelne az alapoktól, hanem azért is, mert a portfólióba kerülő cégek által törlesztendő – vagyonukkal fedezett – hitelt a cégek költségként elszámolhatják, ezáltal a felvásárlás pénzügyi struktúrájának kialakítása a majdani tőkejövedelem alakulására is erőteljes hatást gyakorol. A felvásárlások hitelhányada a hitel- és tőkepiacok aktuális helyzetétől függ. Ha a felvásárlások olcsó hitelekkel és kötvényekkel finanszírozhatók, s a hitelek igénybevételi feltételei is kedvezők, akkor a hitelek aránya a kivásárlások vételárának igen magas, akár 60–70 százalékát is elérheti. Válság esetén viszont a hitelcsapok elzáródnak, ami a vételár sajáttőke-hányadának erőteljes növekedésével jár.<sup>4</sup>

Hasonló szervezeti megoldások alkalmazásával érik el a klasszikus kockázattőke-alapok és a kivásárlási alapok a portfóliójukban lévő cégek többi tulajdonosaival és vezetőivel kötött szerződésekben a szoros tulajdonosi ellenőrzést biztosító pozíciók kialakítását. Az információs aszimmetria nyo-

<sup>2</sup> Amennyiben érdekeik azt diktálják, tulajdoni hányadukat növelik meg, ellenkező esetben pedig a cég hitelezőiként lépnek fel.

<sup>3</sup> A hitel a kivásárlás esetében a klasszikus kockázati tőkések több részletben történő befektetéséhez hasonló biztosítékot jelent, azaz a szabad pénzeszközök elvonásával, vagyis hiteltörlesztésre fordítási kényszerével mindkét csoport a portfólióba kerülő cég irányítóinak fegyelmezett gazdálkodását kívánja elérni (*Jensen* [1989]).

<sup>4</sup> A hitel igénybevételével végrehajtott európai kivásárlásoknál a vételár sajáttőke-hányada 2000 és 2003 között átlagosan 37-38 százalék körül mozgott, a 2005 és 2007 közötti fennálló éveiben a tőke aránya 33-34 százalék közötti szintre esett, majd a válság nyomán 2009-ben 53 százaléknál érte el a csúcst (EVCA *Barometer* [2010b] 20. o.).

mán fellépő megbízó–ügynök-probléma kezelésére alkalmazott eszközök a kockázatitőke-ágazat mindkét területén igen hasonlóak. A megoldások közé tartozik a felső vezetők cseréjéről, a teljesítmények értékeléséről és a stratégiai döntésekről határozó legfelső ellenőrző szervezetekben – így az igazgatótanácsban és a felügyelőbizottságban – elfoglalt meghatározó pozíció kikötése, a tulajdontól elváló többlétszavazati jogkör megszerzése, s számos olyan kötelezettségvállalás elérése, amely korlátozza a keletkező tőkeforrások és a meglévő vagyoneszközök feletti rendelkezési jogot, avagy együttes eladási kötelezettséget ír elő a portfólióba kerülő cégek többi tulajdonosa számára.<sup>5</sup>

A sok hasonlóság ellenére meglepő módon eddig kevés kutatás vizsgálta egységes szemléletben a kockázatitőke-alapok két fő típusának működését.<sup>6</sup>

A két terület különbözőségét, a kockázatitőke-ágazat két területén működő alapok elkülönültségét hangsúlyozza az Egyesült Államokban használt eltérő elnevezés.<sup>7</sup> Így ott a klasszikus kockázati tőke esetében a vállalkozói tőke (*venture capital*) elnevezés terjedt el, míg a kivásárlásokat magántőke (*private equity*) néven említik. Európában ezzel szemben a kockázati tőke mindkét területét együtt hívják magántőkének, s ennek keretében beszélnek a klasszikus kockázati tőke esetében vállalkozói tőkéről, a kivásárlások esetében pedig hol a magántőke, hol pedig a kivásárlás (*buyout*) elnevezést használják. Mindez persze korántsem könnyíti meg az elemzők dolgát a kockázatitőke-ágazat tevékenysége nemzetközi összehasonlításánál. A magyar nyelven az egész eszközosztályra, azaz mindkét részterületre átfogóan használt kockázati tőke elnevezés eredetileg a klasszikus kockázati tőkére német nyelvterületen használt kifejezés (*risiko kapital*) alapján terjedt el,<sup>8</sup> amely a befektetések kockázatosságát hangsúlyozta,

<sup>5</sup> Bloom–Sadun–van Reenen [2009] elemzése szerint a kockázati tőke által finanszírozott cégek vezetése jobb, mint a másfajta tulajdonosokkal rendelkező vállalkozásoké. Hellmann–Puri [2002] szerint a kockázati tőke által finanszírozott cégek irányítása professzionálisabb más hasonló adottságú cégeknél.

<sup>6</sup> Kivételt jelent Metrick–Yasuda [2010b], valamint Cumming–Walz [2009], e tanulmányok szerzői mindkét területen szisztematikusan tekintik át az eddigi kutatási eredményeket. (A kockázatitőke-alapok gyakorlati működéséről magyarul lásd Szlovák [2006]).

<sup>7</sup> „In Europe, the asset class as a whole is called »private equity«, and it is broadly subdivided into »buyout« and »venture capital« (or just »venture«) ... While this broad classification also holds good in the USA, different terms are frequently used. There, the asset class as a whole is usually called »venture capital« and buyouts (particularly large ones) are often referred to as »private equity«. I think you will see at once the huge scope for confusion which it creates.” (Fraser–Sampson [2007] 4–5. o.)

<sup>8</sup> „Amikor a nyolcvanas évek derekán kockázati tőkére magyarítottuk az akkor általánosan használt *venture capital*-t, azt a vonását igyekeztünk megragadni, hogy innovációs fejlesztésekhez ad pénzt kockázatviselő módon. Ezt igyekeztünk felmutatni az akkori honi kormányzatnak, természetesen azért, hogy hasonlóképpen járjon el, adjon ilyen pénzt innovációs munkára. Igyekeztünk nem is volt sikertelen: az akkori Tudománypolitikai Bizottság 400 millió forintos keretet adott ilyen célokra – a kockázati tőke kifejezéstől viszont azóta sem tudunk szabadulni.” (Osman [2005] 4. o.)

szemben az angolszász elnevezéssel, amely a kockázati tőke vállalkozásfejlesztő (*venture*) vonását emelte ki.<sup>9</sup> A klasszikus kockázati tőke és a kivásárlások együttes elnevezésére az utóbbi időben európai mintára Magyarországon is egyre inkább terjed a *magántőke* kifejezés használata. Mivel a köznyelvben Magyarországon a *kockázati tőke* kifejezés egyszerűen a tőke kockázatos befektetését takarja, a *vállalkozói tőke* kifejezés általában a vállalkozók tőkéjére vonatkozik, a *magántőke* a magánszektorból származó, azaz a nem állami befektetéseket fedi, a *kivásárlás* pedig lényegében nem használt kategória, a kockázati tőke mint tőkeközvetítő ágazattal kapcsolatos összes elnevezés használata rendkívül sok félreértés forrása. A könyv a továbbiakban a tőkeközvetítő ágazat egészére, így a klasszikus kockázati tőke és a kivásárlások együttes megnevezésére, valamint ezen belül a klasszikus kockázati tőkére a *kockázati tőke* elnevezést, a kivásárlások megjelölésére pedig a *kivásárlás* elnevezést használja.

## A kockázati tőke jelentősége

A kockázati tőke az elmúlt két évtizedben számos vállalat létrejöttét, megerősödését, talpra állását, tulajdonosi cseréjét, illetve tőzsdére jutását segítette elő. Ahogy arról már volt szó, a kockázati tőke két fő területe, a klasszikus kockázati tőke és a kivásárlás gyökeresen eltérő helyzetű cégek finanszírozásában játszik kulcsszerepet.

A klasszikus kockázati tőke-befektetők a kirobbanó növekedésre és átlagon felüli nyereségesség elérésére képes cégeket életük igen korai szakaszában kiválasztják, majd támogatni kezdik mindaddig, amíg azok értéke jelentősen növelhető. Az innováció megszületését és piacra kerülését elsősorban a cégek megalapításakor, indulásakor, illetve életük nagyon korai szakaszában rendelkezésre bocsátott kockázati tőke segíti elő. A statisztikai összesítések szerint azonban ennek az időszaknak a befektetései a kockázati tőkék befektetéseinek csupán töredékét képviselik. A statisztikai adatok ugyanis mindenhol csak az intézményes kockázati tőke-befektetéseket, azaz a mások megtakarításait befektető professzionális finanszírozók tőkebefektetéseit mutatják ki, miközben a korai szakaszban a legnagyobb volumenű befektetés az informális

<sup>9</sup> „Nem elméleti, hanem inkább gyakorlati megfontolásból egyesek a magánemberek vállalkozói befektetéseit kockázati tőkének, a hivatásos befektetőkét pedig vállalkozói tőkének nevezik, s a részvénytőke-befektetés is lényegében vállalkozói tőkének minősül.” (Varga [1990] 71. o.) „A kockázati tőke angolszász elnevezése (*venture capital*), ami vállalkozási tőkét jelent, jobban tükrözi a kifejezés lényegét, mint a magyar, ami a kockázatra helyezi a hangsúlyt, azt sugallván, hogy annak tulajdonosa kifejezetten keresi a kockázatot, olyan, mint egy szerencsejátékos, aki bedobja a pénzét a játékgépbe és vagy nyer vagy nem.” (*Start Tőkegarancia Zrt.* [2009] 5. o.)

kockázatitőke-befektetésekkel foglalkozó magánszemélyektől – az úgynevezett üzleti angyaloktól – származik (Karsai [2002a]).

A kis- és középvállalati szektoron belül a kiemelkedő növekedési képességű, csúcstechnológiát bevezetni vagy alkalmazni képes fiatal cégek számára különösen nagy a klasszikus kockázati tőke jelentősége. A technológiaorientált cégek számára a kockázati tőke kiemelkedő jelentőségét jelzi Freear–Wetzel [1989] felmérése, amely szerint a kockázati tőke közel kétharmadát adta a nem nyilvános, technológiaalapú cégek magánszektorbeli forrásokból biztosított sajáttőke-jellegű külső finanszírozásának. Az innovációt megvalósító cégek körében egy-egy kutatás vagy egyedi felmérés adatain kívül azonban a kockázatitőke-finanszírozás jelentőségéről rendkívül hiányosak, esetlegesek az ismeretek. Ez egyaránt következik az innovatív cégek számbavételének nehézségeiből, valamint az informális befektetők, azaz az úgynevezett üzleti angyalok elsődleges szerepéből. E kifejezetten „rejtőzködő”, a saját vagyონukat kockára tévő, hivatalosan nem regisztrált befektetők tevékenységéről különösen kevés adat áll rendelkezésre. Az üzleti angyalok fontos szerepét e vállalati kör számára az indokolja, hogy egyedi befektetéseik összege jól illeszkedik a fiatal, technológiaorientált kisvállalkozások tőkeigényéhez, s az általuk alkalmazott technikák révén e befektetők inkább képesek a finanszírozással együtt járó kockázatot kezelni. Személyes részvételük maga is hozzájárul a finanszírozott vállalkozások fejlesztéséhez és sikeréhez.<sup>10</sup>

A kivásárlási tranzakciókhoz nyújtott kockázati tőke világszerte a gyors és radikális szervezetátalakítás egyre fontosabb mechanizmusává vált. A kivásárlások<sup>11</sup> célpontjai az eladók szerint csoportosítva sokféle forrásból

<sup>10</sup> Egyes szakértők becslése szerint az üzleti angyalok befektetése azokban az országokban, ahol a kockázati tőke a legfejlettebb, 3-5-szöröse, mások szerint akár 10-szerese az intézményes kockázatitőke-befektetők által befektetett kockázati tőkének, a cégek számát tekintve pedig 30-40-szer annyi vállalkozást finanszíroznak, mint intézményi keretek között működő társaik (Van Osnabrugge [2000], Bygrave–Hunt [2004]. Freear–Wetzel [1989] azt is kimutatta, hogy az Egyesült Államokban a kockázati tőkéhez jutó vállalkozások 35 százalékát korábban üzleti angyalok finanszírozták. Az induló cégeket finanszírozó üzleti angyalok befektetési 50 ezer dollár és 1 millió dollár közötti intervallumban mozogtak. Az európai üzleti angyalok hálózata, az EBAN (*European Trade Association for Business Angel, Seed Funds and other Early Stage Market Players*) becslése szerint Európában 75 ezer üzleti angyal évente három-négy milliárd eurót fektet be, míg az Egyesült Államokban működő közel 260 ezer főre becsült üzleti angyal éves befektetésének volumene megközelíti a 18 milliárd dollárt (Munck [2011]).

<sup>11</sup> A kivásárlások elnevezés gyakran az ügyletet kezdeményező szereplők kilitére is utal. Így a célvállalat korábbi vezetősége által kezdeményezett kivásárlásokat menedzseri kivásárlásnak (*management buyout, MBO*), a befektetők által kezdeményezett azon ügyleteket, amikor a vezetők is kívülről érkeznek a kivásárolt céghez, vezetői bevásárlásoknak (*management buyin, MBI*) nevezik.

származhatnak – így a tőzsdei cégek, a nagyvállalatok részlegei, a más kockázati tőkések portfóliójában lévő vagy családi cégek, az állami szektorban működő, valamint a csődbe jutott cégek kivásárlásából. A kivásárlások esetében a felvásárolt cégek a kivásárlást megelőzően rendszerint rosszabbul teljesítenek, mint amennyire lehetőségeik, képességeik engedik. A kivásárlók rendszerint nem a kielégítő teljesítményű cégekbe fektetik tőkéjüket, hanem azokba, amelyek „javításra szorulnak”, vagyis ahol a tranzakció előtti gazdálkodási és foglalkoztatási szint nem lett volna fenntartható. Ahhoz, hogy a befektetők néhány éven belül növelhessék cégük értékét, a cégek egyes részeit először át kell strukturálni, csak ezután válnak képessé növekedésre. Az átstrukturálás számos érdekelt számára fájdalmas, de a kivásárlások értéket teremtenek az új növekedési stratégia, a befektetést követő további felvásárlások, a nemzetközi terjeszkedés, valamint új kutatás-fejlesztési és marketingkezdeményezések révén. A kivásárlásokat követően általában a felvásárolt cégek állapota javul, azaz jövedelmezőbbé válnak, és növekedési mutatóik is kedvezőbbek. A kivásárlások olyan eszközt jelentenek a felvásárolt cégek számára, amivel – a versenyképesebb cégek létrehozása érdekében – előmozdítják és lehetővé teszik a szükséges átstrukturálási lépéseket és a növekedést. Előfordul azonban az is, hogy a kivásárlást követően egy cég csődbe megy, rossz döntések születnek, visszaélés történik, s az is megtörténik, hogy a kivásárló alap lerombolja a céget. Ezek azonban a kivételek (*Gottschlag* [2007]).

Némileg érzékelteti a kivásárlások keretében nyújtott kockázati tőke jelentőségét, ha a kockázati tőkével finanszírozott cégek arányát a vállalatátvételek (összeolvadások és felvásárlások, *mergers and acquisitions, M&A*) körében vizsgáljuk. 2010-ben világszerte az ilyen ügyletek értékének közel 7,5 százaléka kötődött kockázati tőkéhez, ám ez az elmúlt tíz év egyik legalacsonyabb aránya volt. Különösen 2006-hoz képest esett vissza jelentősen a kockázati tőke által finanszírozott ügyletek részaránya a vállalatátvételek között, amikor ezen ügyletek az összes ügylet értékének még ötödét adták (*TheCityUK* [2011]).

Az intézményes keretek között nyújtott klasszikus kockázati tőke-befektetés hagyományosan nagyon ritka finanszírozási eszköz, amely kevés, de kivételesen nagy növekedési lehetőségekkel kecsegtető induló cég számára nyújt tőkét. Az ezredforduló körül *Lawton* [2002] fél százalékra becsülte a klasszikus kockázati tőkéhez jutó cégek arányát. Az e forrás igénybevételének gyakoriságát 2001-ben 29 országra kiterjedő nemzetközi felmérés szerint háromezer vállalkozás közül mindössze egy kapott kockázati tőkét intézményes befektetőktől (*GEM* [2001]). Az európai klasszikus kockázati tőke-finanszírozás amerikaiainál jóval alacsonyabb arányát jelzi, hogy 1998-ban a kockázati tőkét kapott kis- és közepes méretű vállalkozások részaránya mindössze 0,03 százalék

volt (SEC [2001]). *Bygrave–Hunt* [2004] azt találta az Egyesült Államokban, ahol a világ legfejlettebb kockázatitőke-piaca működik, hogy ezer vállalkozás közül 2002-ben alig egy jutott klasszikus kockázati tőkéhez, s a magvető életciklusban lévő cégek közül pedig minden tízezredik cég kapott ilyen forrást. Egy 2003-ban Európában készült felmérés szerint az európai vállalkozások 2 százaléka vette igénybe kockázatitőke-befektetők finanszírozását (COM [2003]). 2006-ban az Egyesült Államokban 10 ezer új cégből mindössze 1 vállalkozás kapott kockázati tőkét az indulásához. A létrehozásuk óta életük bármely fázisában egyáltalán kockázati tőkéhez jutó cégek aránya ezerből mindössze egy volt (*Bygrave–Quill* [2007]). Az EU 2005. évi, az üzleti siker tényezőit elemző felméréséből az derült ki, hogy a vállalkozók cégük indulásához a kockázati tőkét csak utolsó mentsvárként használták, igénybevételi aránya nem érte el a vállalkozások egy százalékát sem. Az expanzív fejlesztés szakaszában tartó vállalkozásoknál minden harmadik vállalkozást alapító jelölte meg a kockázati tőke elérhetőségének nehézségeit az üzlet fejlesztésének akadályaként (*Eurostat* [2007]).

A viszonyítási alapként az évente újonnan létrejövő cégek számát alapul vevő adatokból is az derül ki, hogy a klasszikus kockázati tőke mennyire nem elterjedt finanszírozási forma. Az Egyesült Államokban például az évente létrejövő 600 ezer olyan új vállalkozás közül, amely az alapítón kívül másokat is foglalkoztat, átlagosan csupán ezer kap úgynevezett első körös finanszírozást (*Kaplan* [2010]). Hasonló arányt állapít meg *Puri–Zarutskie* [2009]. Európában az évente klasszikus kockázati tőkében részesülő mintegy 1200 kis- és középvállalat a régióbeli 20 millió cégnek mindössze 0,1 százalékát teszi ki,<sup>12</sup> míg az Egyesült Államokban a kockázati tőke a hasonló vállalati kör kétszer ekkora hányadát finanszírozza (*Mawson* [2010]).

Ráadásul Nyugat- és Közép-Kelet-Európában a kockázati tőke igénybevételenek gyakorisága erőteljesen eltér egymástól. Az EU 2006. évi felmérése szerint a kockázati tőke az újonnan csatlakozott országokban a kis- és középvállalati finanszírozás gyakorlatilag még nem létező formáját képviselte (*Flash EB* [2006]). A felmérésben részt vevő cégek mindössze egy százaléka fordult kockázatitőke-szervezethez finanszírozásszerzési céllal, s a megkérdezett kis- és középvállalatok két százaléka szerette volna tőkéjét kockázatitőke-alapoktól származó forrásokkal növelni.<sup>13</sup>

<sup>12</sup> Az üzleti angyalok is hasonló számú céget finanszíroznak évente Európában (*Mawson* [2010]).

<sup>13</sup> A hazai kis- és középvállalatok 2001-ben kockázati tőkéhez jutó hányada még Európához képest is nagyságrenddel kisebb, 0,003 százalékos részesedésű volt. (2001-ben a közel 806 ezer mikro-, kis- és közepes méretű vállalkozásból mindössze 28 kapott kockázati tőkét, feltételezve, hogy ebben az évben az összes hazai befektetés a kis- és középvállalati szektorban történt.) (*Karsai* [2002]). Az összes regisztrált cég száma és a Magyar Kockázati

Noha az induló cégek igen kis hányada részesül kockázati tőkében, azon cégek körében, amelyek eljutnak a tőzsdére, igen magas a kockázati tőkével finanszírozottak aránya. 1999 és 2009 között a tőzsdén első ízben megjelent cégek több mint 60 százaléka olyan vállalkozás volt, amelyet kockázati tőkés is finanszíroztak. Vagyis az induló cégek ritkán jutnak kockázati tőkéhez és ritkán kerülnek tőzsdére, ám a kockázati tőke bekapcsolódása jelentősen növeli a tőzsdére jutás valószínűségét (*Kaplan [2010]*). A kockázati tőke kiemelkedő szerepét jelzi a tőzsdén első ízben megjelenő (*initial public offering, IPO*) vállalatok körében, hogy 2006-ban a tőzsdén először megjelentek között a kockázati tőke háttérű vállalkozások a harmadát adták az összes új tőzsdei cégnek (*Jensen [2007]*).<sup>14</sup>

A statisztikai adatok szerint a kockázati tőke az elmúlt tíz évben világszerte a cégek fejlesztésének és radikális átalakításának egyre fontosabb finanszírozási forrásává vált, bár a közelmúltbeli növekedése és a pénzügyi rendszer néhány szegmensében játszott fontossága ellenére a vállalatok csak viszonylag kis hányadát finanszírozza.

A kockázati tőke mint tőkeközvetítő csatorna jelentősége nemcsak a vállalatfinanszírozás egészéhez viszonyítva mérhető, hanem a nyilvánosan jegyzett vállalkozások értékéhez képest, illetve az egyes országok által megtermelt GDP nagyságához viszonyítva is. Abszolút módon érzékelteti jelentőségét az ilyen céllal évente az intézményi befektetők által a kockázati tőke-alapoknak odaígért tőke volumene, az alapok kezelésében lévő tőke összege, az általuk egy-egy évben ténylegesen befektetett tőke értéke és a kockázati finanszírozásban részesült vállalkozások száma. Végül a kockázati tőke-befektetések jelentősége azon keresztül is érzékeltethető, hogy az ily módon finanszírozott vállalkozások mekkora szerepet játszanak az egyes országok gazdaságában, illetve maguk a befektetések mekkora jelentőségűek voltak, milyen változást eredményeztek a tőkében részesülő cégek életében.

A kockázati tőke-piac nagyságrendjének megítélését segíti, ha méretét a nyilvános részvénytőzsdéken jegyzett részvények értékéhez viszonyítjuk. A kockázati tőke-alapok portfóliójában lévő vállalatok értéke nélkül számított,

---

és Magántőke Egyesület által közzétett kockázati tőke-befektetések száma alapján 2006-ban 0,016 százalékos, 2007-ben 0,01 százalékos részarány adódott. (2006-ban a mintegy 243 ezer regisztrált cég közül 39 kapott kockázati tőkét, míg 2007-ben közel 262 ezer regisztrált cég közül 26 részesült kockázati tőke-befektetésben.)

<sup>14</sup> 2009-ben a korábbi évben mért 6-tal szemben 12 kockázati tőke által is finanszírozott céget vezettek első alkalommal tőzsdére az Egyesült Államokban (*NVCA [2010]*), míg Európában csupán hat cég jelent meg első ízben kockázati tőke közreműködésével (*EVCA Yearbook [2010]*). 2010 első felében a kockázati tőke-alapok világszerte 62 céget vittek tőzsdére, ebből 32-t az amerikai kontinensen, 11-et pedig Európában (*Ernst&Young [2010]*).

csupán az egyes években tőkebefektetési céllal intézményi befektetők által a klasszikus kockázatitőke-alapok számára odaítélt tőke piaci kapitalizációhoz viszonyított arányát *Kaplan* [2010] az elmúlt 30 évben 0,10 és 0,20 százalék közötti, viszonylag stabil hányadra becsüli. Ez az arány sohasem csökkent 0,05 százalék alá, s eltekintve a dotcomboom időszakától, sohasem emelkedett 0,23 százalék fölé. 2002 óta a tőkeigérvények (azaz a befektetési célra az alapok számára odaígért tőke) 0,146 százalékos arányukkal kissé a történelmi átlag (0,138 százalék) fölé emelkedtek. 2009-ben viszont a klasszikus kockázatitőke-alapok számára megígért tőke aránya az Egyesült Államokban a válság hatására az átlagot jelentő 0,138 százalékhoz képest rendkívül lecsökkent, mindössze 0,086 százalékos arányt képviselt (*Kaplan* [2010]).<sup>15</sup> Két másik statisztika szerint is a kockázatitőke-alapok által ellenőrzött cégek tőkeértéke a nyilvános tőkepiacokon jegyzett összes részvény tőkeértékének 2-3 százalékát teszi ki (*Kehoe–Palter* [2009], *Davis és szerzőtársai* [2008]). A kockázatitőke-alapok portfóliójában lévő vállalkozások aggregált értékét *Meyer* [2009] 2008-ra átmenetileg még ennél is magasabbra, a teljes tőkepiaci kapitalizáció 4,5 százalékára becsülte, figyelembe véve, hogy a válság nyomán a tőzsdei részvények leértékelődését mindig csak késéssel követi a kockázatitőke-portfóliók értékének valós piaci értékhez igazítása.

A European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA, az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület), az európai kockázatitőke-befektetők érdekvédelmi szervezete az európai kockázatitőke-alapok által kezelt kockázati tőke értékét az európai nyilvános tőkepiacok értékének körülbelül 3 százalékára becsüli (*EVCA Industry Response* [2009]). Az Egyesült Államok kockázatitőke-alapjai számára ígért tőkének az ottani tőzsdei kapitalizációhoz viszonyítva átlagosan közel 1,5 százalékos aránya alapján *Norbäck–Persson–Tag* [2010] a kockázatitőke-befektetőket a vállalati vagyonok fontos tulajdonosainak nevezi.

További összehasonlítási alapot jelent a kockázatitőke-befektetések egyes országokban végrehajtott *összes befektetéshez* történő viszonyítása. *Fraser-Sampson* [2007] a kockázatitőke-befektetések közül csupán a klasszikus kockázati tőkeként befektetett összegekre vonatkozóan általánosságban azt állapította meg, hogy ezek a befektetések az Egyesült Államokban évente végrehajtott összes befektetésnek még az 1 százalékát sem érik el.

<sup>15</sup> *Kaplan* [2010] becslése szerint az elmúlt 30 évben a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozásokba fektetett klasszikus kockázati tőke értéke viszonylag állandó, 0,15 százalékos arányt ért el az egyesült államokbeli nyilvános részvenyiacok értékéhez viszonyítva. Számítása szerint az egyesült államokbeli klasszikus kockázatitőke-befektetések a tőzsdei érték átlagosan 0,164 százalékát tették ki, s a dotcomboom idejét leszámítva arányuk sohasem haladta meg a 0,203 százalékos értéket. 2002 óta a befektetések 0,155 százalékos hányaddal kissé a történelmi átlagot jelző 0,164 százalék alá kerültek.



Olyan makroszintű elemzések is készültek, amelyek az egyes országokban megtermelt GDP volumenéhez viszonyítva érzékeltetik a kockázati céllal befektetett tőke nagyságrendjét. E mutatók a kockázati tőke-befektetések nagyságát évente vetik össze az egyes országok GDP-jével, s állapítanak meg ennek alapján sorrendet az országok között. E mutató előnye, hogy az egyes gazdaságok méretét is figyelembe veszi a kockázati tőke-befektetések szintjének összehasonlításakor.

Némileg félrevezető megállapítás, hogy mind az Egyesült Államokban, mind pedig Európában a kockázati tőke-befektetések a GDP 0,2 százalékát tették ki 2009-ben (*NVCA* [2010], *EVCA* [2010]). Az adatok összehasonlítását ugyanis irreálissá teszi, hogy míg az egyesült államokbeli adatok csak a klasszikus kockázati tőke-befektetésekre vonatkoznak, az európai számokat a kivásárlásokkal együtt kell érteni. A hasonló európai adat csupán 0,03 százalék lenne (*EVCA* [2010]). Európán belül a közép-kelet-európai országokban a kockázati tőke mindkét területére – azaz a klasszikus kockázati tőke-befektetésekre és kivásárlásokra – együttesen vonatkozó GDP-arányszám 2009-ben 0,239 százalék volt, azaz magasabb, mint Európa egészében (*EVCA CEE* [2010]). A magyarországi kockázati tőke-piac az európai adatokhoz viszonyítva jelentős méretű: a magyarországi székhelyű cégekbe történt befektetések értékének GDP-hez viszonyított aránya alapján Magyarország az Európai Unió országai között 2006 és 2009 között minden évben az első tíz ország között foglalt helyet. A kedvező európai helyezés azonban évente csupán egy-egy nagy értékű kivásárlási ügyletből származó befektetés relatíve magas éves értékének köszönhető, a klasszikus kockázati tőke-finanszírozás volumene alapján Magyarország mindig az utolsó helyezettek között szerepelt Európában.

A befektetések jelentőségét érzékelteti a kockázati tőke-befektetésben részesült vállalkozások száma: 2007 elejére a világon közel 14 ezer cég volt kockázati tőke-befektető (rész)tulajdonában, holott 2000-ben e cégek száma még csak 5 ezer, a kilencvenes évek közepén pedig mindössze 2 ezer volt (*Lerner–Gurung* [2008]). *Bosma–Levie* [2010] az utóbbi negyven év alatt a klasszikus kockázati tőke-befektetőktől intézményes módon tőkében részesülő cégek számát 30 ezerre becsülte az Egyesült Államokban. Európában 2004-ben még csak 7 ezer cég részesült a kockázati tőkében, 2008-ra pedig elérte a 25 ezres nagyságot (*CRA* [2009]). 2009-ben a válság hatására ismét jóval kevesebb, közel 7,5 ezer európai vállalat részesült kockázati tőkében, ezek közül 123 cég Közép-Kelet-Európában. A hét és fél ezer európai cég közül 2009-ben 5 ezer kapott klasszikus kockázati tőkét, míg a többi vállalat kivásárlás keretében jutott tőkéhez. A hét és fél ezer európai cég közül 2009-ben közel 3 ezer első ízben jutott kockázati tőkéhez, a többiek a már korábban megkezdett befektetés újabb részletét kapták meg (*EVCA Yearbook* [2010], *EVCA CEE* [2010]).

## A kockázati tőke kilépése a befektetésekből

A kockázati tőkés átmeneti időre vállalt tulajdonosi szerepe szükségképpen együtt jár a befektetésekből történő kilépésével. Ha a kilépés után az eredeti tulajdonos saját maga kívánja tulajdonolni a céget, akkor vagy tőzsdére kell azt vinnie, vagy tőkét kell szereznie a kockázati tőkés kivásárlásához. Ellenkező esetben a vállalkozást egy azonos szakterületen működő másik cégnek adják el. Tőzsdei megjelenés esetén a vállalkozó megszerezheti a cége feletti jövőbeli ellenőrzést, azaz önállóságát vissza is szerezheti, míg a szakmai befektető tulajdoni részesedése mindezt kizárja (*Schwiebacher* [2002]). Ennek megfelelően a kilépés kérdésében az érintett feleknek már a befektetéskor döntést kell hozniuk, s ha ekkor nem látszik lehetőség a befektetés likviddé tételére, akkor nem is kerül sor a befektetésre. A kilépés azért fontos a kockázati tőkés számára, mert ekkor válik láthatóvá befektetésének eredményessége. A klasszikus kockázati tőke esetében, ha a befektetés nem vezet pozitív pénzügyi mérleghez, a kilépés az egyetlen megoldás arra, hogy a kockázati tőkés hozamot realizáljon befektetésén. A kivásárlások esetében pedig a befektetett tőke és az eladási ár különbözeteként jelenik meg a hozam. Amikor a kockázati tőkés kiszáll a portfólióbeli cégeből, a többi tulajdonos számára már van lehetőség a vállalkozás további finanszírozására, amire a kockázati tőkés megjelenése előtt nem volt mód vagy a cég kockázatosága, vagy nehéz pénzügyi helyzete miatt. A kockázati tőkés kilépése után a kockázati tőkénél olcsóbb finanszírozási megoldás is kínálkozhat.

A kilépés a kockázati tőkés által finanszírozott vállalkozásban ellátott feladatkör utolsó, egyben egyik legfontosabb mozzanata. A kilépés lényegében két alapvető döntéssel jár: a kilépés formájának és időzítésének eldöntése. A tulajdonosi részesedés értékesítésének megfelelő időzítése, árfolyamának kialakítása és módjának megválasztása nagyban befolyásolja az összes ráfordítás megtérülését. Nem véletlen tehát, hogy a kockázati befektetők már a befektetés eldöntésekor igen komolyan mérlegelik és megtervezik a majdani kiszállás időpontját és módját.<sup>16</sup> A kilépésnek – amikor a kockázati tőkés eladja a finanszírozott vállalkozásban lévő részesedését – több módzata van, például a tőzsdei értékesítés, a cég tőzsdén kívüli értékesítése egy szakmabeli másik vállalatnak, egy pénzügyi befektetőnek, esetleg egy másik kockázati tőkésnek, illetve a korábbi társtulajdonosoknak (így akár a cég vezetőinek, ami inkább már visszavásárlás). Egy további, nem önként választott megoldás az, amikor a vállalkozás csődbe jut, és a kockázati tőkés

<sup>16</sup> Jól tükrözi ezt a szemléletet az a kockázati tőkések körében gyakran idézett mondat, amely szerint „a kockázati tőke hátrafelé jön be az ajtón, mert azt lesi, hogyan tud kimenni”.

kénytelen veszteséget elkönyvelni. Mindig az adott vállalkozás jellemzői és a piaci helyzet dönti el, hogy a kockázati tőkés és a társtulajdonos(ok) melyik megoldást részesíti(k) előnyben.

A szakirodalom egységesen a tőzsdei értékesítést tekinti a legjövődelműbb, leginkább kívánatos kilépési megoldásnak. Amikor az értékpapírokat először meghirdetik, a korábban zárt körben forgalmazott részvények meghirdetett hányada nyilvánossá válik. A tőzsdei megjelenéshez szigorú követelményeknek kell megfelelni, így ez a kilépési mód csak a tőkeerős és hosszabb múltú cégek esetében járható út. Igaz viszont, hogy a kockázati tőkések számára rendszerint ez vezet a legmagasabb részvényárfolyamhoz, hiszen a nyilvánosan árult részvények likviditása nagyobb, ami a részvényeket értékesebbé teszi. Később pedig a már tőzsdén lévő cégnek könnyebb újabb tőkét is bevonnia. A tőzsdei értékesítés azonban igen drága tranzakció, a cégről nagyon sok információt kell nyilvánosságra hozni, s hiteles jelzéseket kell adni arról, hogy a részvények képesek lesznek a folyamatos értéknövekedésre

A tőzsdei kiszállás nem feltétlenül jelenti azt, hogy a kockázati tőkések a tulajdonukban lévő teljes részvényhányadot eladják. Ha egy cég igazán jól megy, egy részt gyakran változatlanul fialtatnak benne. Ekkor azonban már nem kell jelentős kockázatot vállalni, hiszen a céget jól ismerik, és tudják, hogy a megtartott részvényüket a tőzsdén bármikor el tudják adni. A részvények egy részének megtartása a piac számára is bizalomnövelő jelzés. Tekintettel arra, hogy a tőzsdei eladások árfolyama nyilvános, igen sok elemzés készült a kiszállás e módjáról. Ezekből az derül ki, hogy a kockázati tőkések tulajdonképpen már azzal is hozzájárulnak valamely vállalkozás értékesebbé tételéhez, hogy segítenek megválasztani a tőzsdére vitel megfelelő időpontját, beárazni a részvényeket, s adott esetben az ő jó hírnevük is hozzájárulhat a részvények iránti kereslet növekedéséhez.

A tőzsdei megjelenésnek természetesen korlátokat szab magának a tőzsdének a fejlettsége. Azokban az országokban, ahol a tőzsde fejlett, s a vállalkozások külső tőkéhez jutásában jelentős szerepet játszik a tőkepiac e szegmense, ott a kilépés esélyei is jobbak. Különösen igaz ez azokban az országokban, ahol a tőzsde már maga is szakosodott a tipikusan a kockázati tőkével finanszírozott cégek befogadására. Fontos tehát, hogy legyen a tőzsdének egy szekciója, ahol mód van viszonylag új és kisméretű vállalkozások megjelenésére, ahol a nyilvánosan meghirdetendő részvényhányadra vonatkozó előírás kevésbé szigorú, a tájékoztatási követelmény kisebb és a bejegyzés olcsóbb. Ilyen speciális tőzsdei szekció – National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) néven – elsőként az Egyesült Államokban jött létre, ahol a kockázati tőke-ágazat a legfejlettebb. Az ígéretes, gyorsan növekvő cégek tőzsdei megjelenését az egyes országok nemzeti tőzsdéin kialakított, viszonylag enyhébb előírásokat tartalmazó speciális szekciók is igyekez-

nek elősegíteni. Összességében elmondható, hogy ahol a tőzsde nem fejlett, ott ez az ágazat sem lehet az.

A kockázati tőke kivonásának másik igen gyakran alkalmazott megoldása a finanszírozott cég értékesítése harmadik fél számára. Ilyenkor nemcsak a kockázati tőkés, de gyakran a korábbi kiinduló társtulajdonos(ok) is kiszáll(nak) a cégből. A harmadik fél rendszerint valamilyen szakmai befektető, esetleg egy multinacionális vállalat, amelyik vállalatbirodalmába – mivel annak fejlesztőire, új termékeire vagy piacaira szüksége lehet – beilleszthetőnek tartja a kockázati finanszírozással immár számára is értékesé váló céget. Az ilyen értékesítések sikerességéről sokkal kevesebbet tudunk, mert az értékesítési szerződések tartalma rendszerint üzleti titok, így a kiszállásoknak ez a módja sokkal kevésbé elemezhető. Tulajdonképpen még az sem biztos, hogy minden ilyen ügyletet nyilvántartanak. Az azonban tudható, hogy a harmadik félnek történő eladások jelentik Európában és Magyarországon a kilépések leggyakoribb módját.

Kilépéskor egy másik befektető is átveheti a tulajdoni hányadot. Lehet akár egy másik, a cég fejlődésének következő stádiumát finanszírozó kockázati tőkés, lehet valamilyen pénzügyi csoport, de lehetnek akár a cég korábbi irányítói vagy korábbi tulajdonosai. Előfordulhat, hogy a kockázati tőkés maga is segít az új tulajdonosnak a tulajdoni részt megvenni, például hitelt nyújt számára, vagy garanciát vállal, esetleg úgy, hogy fokozatosan adja el saját részesedését.

A kilépés sikerességét tekintve az eleve eltervezett – a finanszírozott vállalkozás felfutását követő – kilépésektől gyökeresen különbözik az idő előtti kényszerkiszállás. A célvállalat pénzügyi helyzetének téves megítélése, esetleg rossz befektetői döntések vagy a piaci helyzet nem várt alakulása következtében a kockázati tőkés csak a cég felszámolásával jut befektetett tőkéjének egy hányadához. A kiszállás e nemkívánatos módja a nagy kockázatú ügyletek természetes velejárója.

A kockázati tőke kilépésére vonatkozó kutatások zöme az adatok hozzáférhetősége miatt eleinte elsősorban a tőzsdei megjelenés útján történő kilépések elemzésére koncentrált. Azt vizsgálta, hogy a tőzsdére vitt cégek sikeresebbek, vagy a más tulajdonosi kör számára értékesítettek. *Schwiebacher* [2002] az európai és az egyesült államokbeli kilépéseket is összehasonlította, s azt találta, hogy mindkét kontinensen a szakmai befektetőknek történő eladások voltak túlsúlyban, noha a befektetők számára egyaránt a tőzsdei megjelenés kínálta a legjövedelmezőbb kilépéseket.

A kutatások szerint a klasszikus kockázati tőkével finanszírozó befektetők, miután korai fázisukban felfuttatják az általuk kiválasztott céget, leginkább arra törekednek, hogy szakmai befektetőknek adják el vagy vezessék be a tőzsdére a céget (*Murray* [1994], *Amit és szerzőtársai* [1998], *Black–Gilson* [1998]).

Meglepő módon csak kis hányaduk kívánt oly módon kilépni, hogy újabb (későbbi stádiumot finanszírozó) kockázatitőke-befektetőknek adja el a céget (Murray [1994]). A klasszikus kockázati tőkések számára a kiszállások közül összességében a tőzsdei megjelenés képviselte a legjövődélmezőbb kilépési útvonalat (Black–Gilson [1998]). A kilépéseket elemző kutatások a korai és a későbbi fázisban befektetett klasszikus kockázati tőke közül az utóbbi esetében találtak magasabb hozamokat (Murray–Marriott [1998], Murray [1999], Cumming [2002], Manigart és szerzőtársai [2002], Cumming–Waltz [2004]), bár az Egyesült Államokban a korai fázis finanszírozói jobb eredményeket értek el a későbbi fázist finanszírozó kollégáiknál, illetve az ugyancsak korai fázisban más földrészekben befektető kockázati tőkéséknél. Ezt a teljesítményben tapasztalt eltérést részben a korai fázisú amerikai kockázatitőke-befektetők jobb vállalatirányítói képességeinek (Sapientza és szerzőtársai [1996]), részben pedig a technológiai cégek minimálisan gazdaságos méret nagyságból adódó sajátosságainak lehetett tulajdonítani (Murray–Marriott [1998], Murray [1999]).

Az európai kockázatitőke-alapok körében 2008 nyarán végzett, 2006-ra és 2007-re vonatkozó felmérés eredményeiről beszámoló EVCA Barometer szerint a klasszikus kockázatitőke-alapok 57 százaléka szakmai befektetőnek adta el a finanszírozott cégben lévő tulajdonrészét, ötszörös vagy még nagyobb hozamszorzóval értékesítve azokat. A kilépések harmadában a tőzsdére vitték a cégeket. A tőzsdei megjelenések felére még 2005-ben került sor, de ezen esetekben is a teljes kiszállás átlagosan csak fél év múlva fejeződött be (EVCA Barometer [2008] 8. o.).

Ugyanebben az időszakban a felmérésben részt vevő kivásárlási alapok körében a szakmai befektetőknek és az újabb kockázatitőke-alapnak történő eladás az ötszörös vagy e feletti hozamszorzójú kilépések 40 százalékát tette ki. A tőzsdei megjelenés a kivásárlási alapok kilépésének negyedét adta. Míg a szakmai felvásárlás és a tőzsdei megjelenés Európában korábban is hagyományos kilépési útnak számított, az alapok egyre gyakrabban másik kockázati tőkésnek adták el tulajdoni részesedésüket. Az ügyletek értékét tekintve 2007-ben már ezek az úgynevezett másodlagos kivásárlások (*secondary buyout*)<sup>17</sup> jelentették a fő kilépési módot, a kilépések száma alapján pedig a második leggyakoribbat (uo.).

Az EVCA által 2010 februárjában megismételt felmérés szerint a kockázatitőke-alapok portfóliójában lévő közel 840 cég nem egészen 20 százaléka volt kész a kilépésre, ezen belül a cégek közel 20 százaléka tőzsdei megjelenésre, 80 százaléka szakmai befektetőnek történő eladásra várt. A cégek közel harmadát csak középtávon kívánták az alapok piacra vinni, mégpedig az értéke-

<sup>17</sup> A másodlagos kivásárlások keretében a kockázatitőke-alap portfóliójában lévő céget egy másik kockázatitőke-alap vásárolja meg.

sítés módja szerint hasonló megoszlásban, mint a már eladásra érett cégeket (*EVCA Barometer* [2010a]).

A kockázatitőke-alapok szerint főként az szólt a szakmai befektetőnek történő értékesítés választása mellett, hogy cégeik *mérete* többnyire nem érte el a tőzsdei megjelenéshez szükséges méretet, emellett úgy vélték, hogy csak a stratégiai partnereknek éri meg méltányos árat fizetni a cégekért az így nyerhető szinergia, termékdiverzifikációs lehetőség, illetve piaci terjeszkedés miatt. Ráadásul sokkal rugalmasabban lehet szakmai befektetőknek értékesíteni, és lehetőség nyílik azonnali teljes kilépésre. A tőzsdére lépés lehetőségét erőteljesen befolyásolja a tőzsdei kereskedés aktuális helyzete, likviditása. A felmérésben részt vevő kivásárló alapok 93 százaléka elsősorban a saját székhelye tőzsdéit részesíti előnyben, míg a klasszikus kockázatitőke-alapoknak csak 40 százaléka. A tőzsdei megjelenést kifejezetten akadályozza, ha nincs a régióban fejlett nyilvános tőkepiac, s erre példának az alapok éppen Kelet-Közép-Európát említik. A felmérés szerint a kockázatitőke-alapok 60 százaléka számított arra, hogy kilépéseinél a hozamszorító várhatóan 1 és 3 közötti intervallumban lesz, míg közel 40 százaléku ennél jóval magasabb, 3 és 10 közötti szorzót várt (uo.).

A Preqin cég világszerte 21 ezer kivásárlási ügylet adatai alapján azt állapította meg, hogy 2006 és 2010 között a kiszállások 2007 közepén érték el a csúcspontot – legtöbben, illetve legnagyobb értékben a vizsgált öt év közül ebben az évben adták el szakmai befektetőknek tulajdonrészüket, bonyolítottak le másodlagos kivásárlást és jelentek meg a tőzsdén. Ezt követően 2008 első negyede és 2009 harmadik negyede között a kilépések száma és értéke rendkívül erőteljesen visszaesett, miközben a módszer is nagymértékben átrendeződött. Míg a tőzsdei kilépések részaránya a fellendülés időszakához képest felére csökkent, a hitelek újratárgyalását igénylő restrukturálási ügyletek részaránya viszont rendkívül megnőtt. A válság enyhülésekor ismét megnőtt a tőzsdei kilépések száma és értéke. 2010-ben már világszerte 145 kivásárolt cég jelent meg a tőzsdén, közel 40 milliárd dollár értékben, ami kétszerese volt a 2009-ben elért értéknek, s 12-szerese a legrosszabb, 2008-as eredménynek (*Preqin* [2011d]).

A kilépési csatornák típusai markánsan különböztek a hozamok alapján a legfelső és legalsó negyedbe tartozó kockázatitőke-alapok között. Például a legalsó negyedbe tartozók 6 százaléka ismerte el a könyvérték leírásával befektetése sikertelenségét, és 16 százaléka jelent meg a tőzsdén, szemben a legfelső negyedbe tartozók mindössze 2 százalékos bukási részarányával, és 23 százalékos tőzsdei megjelenésével. Ugyancsak különbség volt közöttük a másodlagos kivásárlások terén is: 30 százaléku adta el másik kockázatitőke-alapnak cégét, míg a legjobbaknak csupán 24 százaléka (uo.).

Az elmúlt évtizedben a kilépések hagyományos útvonalai mellett viszonylag újak is egyre fontosabb szerephez jutottak. Ilyennek minősült például a

már tárgyalt másodlagos kivásárlás, amikor a kockázatitőke-alap tulajdonában lévő cég egy másik kockázatitőke-alaphoz kerül, de új típusú megoldásnak számított a tőkeáttételes feltőkésítés is,<sup>18</sup> valamint azok a másodlagos piaci tranzakciók is, amelyek során egész befektetési portfóliók kerültek át másik pénzügyi intézmény tulajdonába (*Gillian–Wright* [2010]).

A nagyméretű másodlagos kivásárlások száma 2001 és 2007 között jelentősen megnőtt, ami egy olyan időszakban teremtett likviditást a kivásárlási piac számára, amikor a tradicionális kilépési lehetőségek egyre nehezebbekké váltak. Ezek az ügyletek lényegében meghosszabbították azt az időszakot, amíg a cégek a nyilvános piacok figyelő tekintete elől elzárva fejlődhetnek. Ugyanakkor felvetik azt a kérdést is, hogy ha a korábbi kockázatitőke-befektető hatékonyan látta el a feladatát, akkor mennyire valószínű, hogy a következő hasonló tulajdonos további teljesítménytöbbletet érhet el. Eddig kevesen hasonlították össze a másodlagos kivásárlások teljesítményét más kilépési módokkal. Az eddigi adatok azt jelzik, hogy a másodlagos kivásárlások hozamai elmaradtak a tőzsdéi megjelenéstől és a szakmai befektetőktől származó hozamtól (uo.). A kivásárlási piac kezdeti működése idején a kivásárlási alapok ritkán vásároltak egymástól, ám 2001 és 2007 között már megszokottá vált, s például az Egyesült Királyságban a nagyméretű kivásárlások kilépéseinek harmadát már ez a kilépési útvonal tette ki. A meghatározott élettartamra létrehozott alapok közeledve a lejáratú idejükhöz arra kényszerülhetnek, hogy akkor is túladjanak a befektetéseiken, ha azok értékesítése valamilyen okból még nem optimális. Az is előfordulhat, hogy a kivásárlási alapkezelő egy másik alapja veszi meg a céget, akár másik alap mellé beszállva.

Az említett tőkeáttételes feltőkésítés vagy rekapitalizáció során a portfólióban lévő cég, ha már törlesztette a kivásárláskor felvett hitelt, ismét hitelt vesz fel, vagy növeli a korábbról maradt adósságát egy újabb bankhitelfelvétellel, amit a cég kivásárlás óta megjavult teljesítménye tesz lehetővé. Ezt az új kölcsönt a cég az eredetileg a kivásárláshoz kapcsolódó hitelrészének visszafizetésére és/vagy átalakítására használja fel, amibe a kockázatitőke-alaptól kölcsönkötvényként vagy elsőbbségi részvényként kapott befektetés visszafizetése és osztalékfizetés is beletartozik. A hozam tehát a kölcsönkötvény visszafizetése és osztalékfizetés formájában jelentkezik.<sup>19</sup> A tőke visszafizetése adómentes, mivel nem keletkezik nyereség vagy veszteség.

<sup>18</sup> A tőkeáttételes feltőkésítés vagy rekapitalizáció (*leveraged recapitalisation* vagy *dividend recapitalisation*, röviden: *recup*) hitellel feltőkésített osztalék formájában történő kilépést takar. Ilyenkor a kivásárláskor felvett hitelhez képest a portfólióbeli cég újabb hitelfelvételéből fizet osztalékot a kivásárló alapnak, s ezáltal teszi lehetővé az alap számára a kilépést.

<sup>19</sup> E megoldást korábban negatív kiszállásnak tartották, mivel a cégre nézve veszélyes volt a tőke/hitel arányának módosulása, miután az osztalék kifizetéséhez a céget újabb hitellel terhelték meg.

Eddig kevesen vizsgálták az újratőkésítés hatását a kockázatitőke-befektetések teljesítményére. Az újratőkésítésre általában azért kerül sor, mert újra felvehetővé válik a már visszafizetett hitel, a jobb teljesítmény magasabb eladósodásra ad lehetőséget, a bankok a befektetéshez szükséges összeg magasabb hányadát hajlandók hitelezni. A hitelboom idején a bankok kínálata különösen megnőtt az újratőkésítések terén. Növeli a hatékonyságot, ha egy cég a drágább hitelét olcsóbb elsőbbségi hitelre cserélheti, miközben a pénzügyi kockázat a hitel nagyságával nő. Az alap hozamát emeli a befektetők számára gyorsítva visszafizetett készpénz, bár a pénzügyi kockázatot ismét visszahelyezi a portfólióba (*Gillian–Wright* [2010]). E megoldás kapcsán az alapok kezelőinél olyan érdekkonfliktus keletkezhet az általuk finanszírozott cég iránt érzett felelősség és a befektetőknek kifizetni kívánt hozam között, ami nem feltétlenül zárul az érintett cég számára egészséges kompromisszummal. Előfordulhat azonban az is, hogy e megoldás az adókedvezmények és a tőke/hitel arány megváltozásával megnövekvő fundamentális érték miatt az érintett cég számára is előnyös (*Preqin* [2011b]).

A kivásárolt cégek körében az átstrukturálással járó kilépések aránya 2006 harmadik negyedéve és 2007 negyedik negyedéve között a világon mindössze a kilépések számának 0,7 százalékát adta, majd 2008 első negyedéve és 2009 harmadik negyedéve között részarányuk 9,2 százalékra nőtt. A kötvény- és hitelpiac normalizálódásával 2010-ben ezek az ügyletek visszaestek, mivel a cégek már képesek voltak refinanszírozni lejáró hiteleiket. Ezzel együtt az ügyletek számának 4,6 százalékával ez a kilépési mód továbbra is jelen maradt a piacon (uo.).

A kockázatitőke-alapok tulajdoni részesedéseinek készpénzre váltására 2010-ben alkalmazott rekapitalizáció értéke 31 milliárd dollár volt. Ezek az ügyletek a válságot megelőző időszakhoz képest sokkal biztonságosabban, visszafogottabb hitelezés mellett valósultak meg, ugyanis az EBITDA-hoz<sup>20</sup> képest még az ötszörös arányt sem érték el, szemben a csúcsidőszakban végrehajtott hétszeres és nyolcszoros szorzóval (*Bain* [2011]).

A tőzsdei nyilvános részvényeladások értéke 2010-ben világszerte megduplázódott 2009-hez viszonyítva: közel 40 milliárd dollárt ért el (ami 12-szerese a válság csúcspontján, 2008-ban eladott értéknek). 2010-ben a tőzsdei úton történő kilépések száma az összes kilépés 17 százalékát érte el, ami a 2008-as 5 százalékos aránnyal összevetve igen jelentős változás. A válságot megelőzően, 2006-ban ez a részarány 16 százalékos volt. Az összes kilépés számának több mint kétharmadát a tőzsdei értékesítések és a szakmai befektetőknek

<sup>20</sup> Adózás előtti nyereség (*earnings before interest, taxes, plus depreciation and amortisation, EBITDA*), azaz az adózás, kamatfizetés és rendkívüli tételek előtti eredmény (üzemi eredmény) plusz elszámolt értékcsökkenés.



történő eladások, az egyharmadát pedig a másodlagos eladások és a hitel-visszafizetések tették ki (*Preqin* [2011d]).

2010-ben a tőzsdai eladások Európában is a fellendülés jeleit mutatták: a korábbi évben megvalósított mindössze egy tőzsdai megjelenéssel szemben 14 céget adtak el kockázati tőkések tőzsdai úton. Ugyancsak megnőtt a kockázatitőke-alapok közötti másodlagos eladások száma Európában, olyannyira, hogy 2010-ben már ezek képviselték az összes kilépési ügylet értékének majdnem felét – főként közepes méretű kivásárlási alapok nagyméretű, globális óriásalapoknak adták el cégeiket (*European Firms Set...* [2011]).

A kilépések számát tekintve, 2006 óta minden évben leginkább – a kilépések több mint felében – szakmai befektetőknek értékesítették a cégeket. A kockázatitőke-alapok közötti másodlagos eladások 2006 és 2008 között az ügyletek számának több mint 30 százalékát tették ki, 2009-ben már csak 16 százalékát, majd 2010-ben már ismét több mint negyedét. A másodlagos kivásárlások helyét többnyire a portfólióbeli cégek újratőkésítése vette át. A tőkeáttételes újratőkésítés aránya 2006-ban és 2007-ben mindössze 1 százalék volt, 2008-ban 8 százalékra nőtt, és 2009-ben már 18 százalékot tett ki, de 2010-ben ez az arány 4 százalékra csökkent (*Preqin* [2011d]).

2010-ben mind a kilépések száma, mind pedig az értéke világszerte a mérsékelt fellendülés jeleit mutatta. A kivásárlások csúcsevében, 2007-ben elért 355 milliárd dollárról 2008-ban 151 milliárd dollárra visszaeső, majd 2009-ben mindössze 72 milliárdos értékre tovább zuhanó kilépések 2010-ben már számottevő növekedést jeleztek: 232 milliárd dollárra emelkedtek. Ekkor a fő kilépési csatornák közül csak a kockázatitőke-alapok egymás közötti ügyletei biztosítottak konzisztensen vonzó alternatívát. A 2010. évi kiszállások egyértelműen legkedvezőbb útvonalatát, a lebonyolított eladások értékének negyedét olyan kilépések képviselték, ahol a vevői oldalon is kockázati tőkések szerepeltek. E tranzakciók esetében ideálisan találkozott egyes alapoknál a vagyon mielőbbi pénzzé tételének és más alapoknál a rendelkezésre álló tőke gyors befektetésének igénye. A vállalatfelvásárlások növekedése 2009-hez képest a világon nem érte el a 20 százalékot sem, s a gazdasági növekedésben bizonytalan cégek részéről a kockázatitőke-alapok tulajdoni részesedéseinek stratégiai célú felvásárlása inkább csak 2010 vége felé nőtt meg jelentősen. A tőzsdére lépés lehetősége ugyancsak javult 2010-ben, de még bizonytalan maradt. Míg 2009-ben világszerte csupán 55 kockázati tőke háttérű cég jelent meg a tőzsdéken, 2010-ben már 154, ebből 60 az utolsó negyedévben, amikor már megerősödött az expanzió tartósságába vetett bizalom a világon.

Bár a válság után a kockázatitőke-alapok kilépési lehetőségei 2009 utolsó negyedévével kezdve 2010-ben lényegesen javultak, a felhalmozódott eladatlan cégekben lekötött vagyon értéke 2010 végére már 1,5 ezer milliárd dollárra duzzadt, ebből 663 milliárd dollár a kivásárlási alapoknál gyűlt össze.

Ezzel a kockázati tőkések által kezelt eladatlan vagyon értéke már 50 százalékkal magasabb volt, mint a befektethető tőke, megközelítve az általuk kezelt összes tőke 60 százalékát, ami évek óta a legmagasabb érték volt. Az eladatlan kivásárolt cégvagyon 70 százalékát a 2005-ben és 2007-ben végrehajtott befektetések tették ki, s lényegében nem volt olyan 2004 után felállított kivásárlási alap, amely már visszautalta volna befektetőinek a tőkét. A 2005 és 2007 között létrehozott alapok harmada hívta le az odaígért tőke több mint kétharmadát, de 2010-ben még egyikük sem fizette vissza a már lehívott tőkét.

Amennyiben a recesszió egy újabb hulláma nem akadályozza meg, ez a helyzet 2011-ben még inkább arra fogja készíteni a kockázatitőke-alapokat, hogy az általuk finanszírozott cégeikből kilépési lehetőséget keressenek. Erre ösztönzi őket, hogy valós képet nyújthassanak befektetőiknek a meglévő alapok teljesítményéről az újabb alapok felállításakor. Ugyanakkor a *Bain* [2011] által végzett felmérés szerint a kockázatitőke-alapok portfóliójában aktuálisan bent lévő cégek eladása még az elvárt hozamot sem biztosítaná, azaz az alapkezelők nem részesülnének az eladások hozamából, ami viszont lassítja az eladásokat. 2011 elején még úgy tűnt, hogy az eladásra már megérett cégekből történő kilépéshez ugyanakkor a három legfontosabb kilépési útvonal sokkal kedvezőbb lehetőséget biztosít, mint korábban.

A *Bain and Company* tanácsadó cég 2011 elején – tehát a gazdasági fejlődés ismételt lassulását megelőzően – készített előrejelzésében 2011-re a stratégiai befektetők sokkal nagyobb aktivitását várta (*Bain* [2011]). Úgy vélte, hogy a 2010-re lecsengő válság alatti költségcsökkentés után a cégek ismét erőteljesen növekedhetnek. A vállalatfelvásárlások a szerves növekedéshez képest inkább lehetővé teszik számukra a növekedést egy lassan növekvő környezetben, s a nagy pénzkészletek a tranzakciók lehetőségét is megteremtik. Mihelyt lefejeződik azonban a gazdasági növekedés, azonnal vége ennek a folyamatnak. A kiszállások másik fontos útvonalát, a tőzsdei megjelenést ugyancsak járható útnak tartotta az előrejelzés a jó minőségű, gyorsan növekvő cégek számára, amit azzal támasztott alá, hogy a kockázati tőkések jó néhány cég 2011. évi tőzsdére vitelét készítették elő. Végül a kockázatitőke-alapok egymás közötti adásvételének ugyancsak erőteljes fennmaradásával számolt 2011-ben az előrejelzés, miközben úgy vélte, hogy a stratégiai befektetők nyomása erősödhet (uo.).

## A kilépések hozama

A kockázatitőke-ágazat mindkét területén, azaz a klasszikus kockázatitőke-befektetések és a kivásárlások esetében az alapok egyaránt illikvid befektetéseket hajtanak végre nem nyilvános cégekbe. Az egyes befektetési ügyletek hozamának realizálása egyedi esemény, mérésük csak akkor válik lehetővé, ha

a finanszírozott cégek kikerülnek a portfólióból, előtte viszont „nem hoznak pénzt”. A kockázati tőkének ez a vonása erősen megnehezíti a teljesítmény – más tőkeközvetítő ágazatokhoz hasonló – standard, kockázathoz igazított módszerekkel történő mérését.

Az alapok hozamát vagy a belső megtérülési ráta, vagy a hozamszorzó fejezi ki. Az alapok teljesítményét rendszerint a nettó jelenérték kiszámításán alapuló belső megtérülési rátával (*internal rate of return, IRR*) mérik, amely mellett a befektetés nettó jelenértéke nulla. Számításakor figyelembe veszik az alapokba fektetők be- és kifizetéseinek időzítését, valamint a portfólióbefektetések időtartamát. Igen elterjedt emellett azoknak a hozamszorzóknak az alkalmazása is, amelyek a befektetett tőke hányadában, azaz egy egyszerű szorzószámmal fejezi ki a hozammal növelt bevételt. Az alapokra vonatkozó mérőszámok rendszerint nettó mutatók, azaz már nem tartalmazzák az alapkezelők díja és profitból történő részesedése utáni levonásokat.

Mind a klasszikus kockázati tőke-alapok, mind pedig a kivásárlási alapok esetében a teljesítményt lehet mérni a portfólióban lévő cégenként, valamint egy-egy alapra összesítve. Az alapok hozamának mérésekor előny, hogy az már nem tartalmazza az alapkezelők kezelési és sikerdíját, ugyanakkor az aggregálás során elvesz az egyes befektetések és kilépések időzítésére vonatkozó információ. Ez különösen az értéküket teljesen elvesztő befektetések esetében jelent problémát, mivel nem lehet tudni, hogy pontosan mikor keletkezett az adott veszteség. Az ügyletenként mért adatokkal jobban ellenőrizhető a sikertelen befektetések végső kimenetele. Az ügyletenkénti adatok viszont messze nem teljesek (*Kaplan és szerzőtársai [2002], Maats és szerzőtársai [2010]*). Ráadásul az ügyletenkénti elemzések az adatok hiánya miatt szükségképpen azokra a cégekre vonatkoznak, amelyek vagy tőzsdére kerültek, vagy a kivásárlás előtt szerepeltek a tőzsdén, de ezek a befektetéseknek csak egy kis és válogatott alcsoportját képviselik.

A kockázati tőke hozamszámításait – más tőkeközvetítő szervezetek működéséhez képest – alapvetően megnehezíti, hogy az ágazatban sem az alapokba történő befektetés, sem pedig az alapok által a befektetőknek történő kifizetés nem egyetlen időpontban egyszerre, hanem több részletben, időben elhúzódva történik (*Fraser-Sampson [2007]*). Az alapok indításakor a befektetők által odaigért összeget az alapok kezelői csak a tényleges befektetési igények felmerülésekor hívják le, a kifizetések pedig az egyes cégek eladásakor, a ténylegesen befolyó összegekből történnek. Az alapok tevékenységének eredményességét, azaz a befektetések hozamát csak akkor lehet teljes körűen felmérni, ha az alapok már minden befektetésükön túladtak. Ez azonban csak nagyon korlátozott számú alap esetében tenné lehetővé az értékelést, mivel éppen a legújabb alapok rendszeresen hiányoznának a kalkulációból. Mivel azonban az alapok rendszerint tíz évig állnak fenn, s a piac időközben is

tájékozódni szeretne a hozamokról, már csak az alapkezelők által indítandó újabb és újabb alapokba történő befektetéssel kapcsolatos döntéshozatal miatt is, többféle mutatószámot is használnak a hozamok becslésére. Ezek azonban messze nem precízek, többféle szempontból is torzítanak.

A torzítások egyik fontos összetevője, hogy az alapok életük első időszakában – a dolog természetéből adódóan – veszteségesek (negatív a hozamuk). Ahogyan a befektetések „beérnek”, s egyre több kilépésre és így – hozammal növelt – kifizetésre kerül sor, úgy javul az egyes alapok hozama. Ez az úgynevezett *J*-görbe hatás. Az aktuálisan a piacon lévő kockázatitőke-alapok összesített hozamát tehát nemcsak az befolyásolja, hogy kezelőik mennyire jól dolgoztak, s működésük ideje alatt a gazdaság fejlődését fellendülés vagy recesszió jellemzi-e, hanem az is, hogy az alapok éppen mennyi ideje léptek a piacra.

Mindezek alapján az alapok teljesítményét nem egyszerűen az általuk egyes években aktuálisan elért eredményekkel mérik, hanem a létrehozásuktól a mérés időpontjáig eltelt összesített adatokkal. Az ágazat egészére vonatkozó adatok kiszámításakor az összes alap közül az azonos évben létrehozott alapok adatait – azaz a létrehozásuk éve és a mérés éve között mért értékeket – összevonják. Minél több év telik el az alapok létrehozása és a mérés időpontja között, az adatok annál megbízhatóbban tükrözik az alapok valódi teljesítményét.

Gyakran készülnek olyan hozamszámítások, amelyek az alapok hozamának összetevőit is vizsgálják. Ehhez az alapok még nem értékesített vagyonelemeit, azaz a vagyon úgynevezett maradványértékét a befektetőknek történő várható kifizetesként értelmezik. Minél kisebb ez a hipotetikus vagyonérték, annál kisebb torzítást visz ez a számítási mód a hozam kiszámításába.

A kockázati tőke és a tőzsdei befektetések összehasonlítására szolgál a jövedelmezőségi index (*Profitability Index, PI*), amely a befektetőknek átutalt összeg nettó jelenértékének és a befektetők által az alapokba befizetett összeg nettó jelenértékének hányadosa. Ezen index kapcsán az elemzők többféle mutatót is használnak. Ezek közül a legelterjedtebben használt mutató az, amikor az alapok által a befektetőknek kifizetett tőke összegét a befektetők által az alapnak átutalt tőkeösszeg százalékában mutatják ki (*Distribution to Paid-In, DPI*). Egy másik mutató a befizetett tőke százalékában mutatja meg a kifizetett tőke és a befektetőknek a jövőben kifizetendő maradványérték összegét (*Total Value to Paid-In, TVPI*). Míg a *DPI* mutató nem veszi számba a még nem értékesített vagyonelemeket, addig a *TVPI* mutató már ezzel is számol.

Az összehasonlítható tőzsdei befektetések hozamával diszkontálva a jelenértékadatokat, olyan profitabilitási index is kiszámítható, amely közvetlenül jelzi a kockázatitőke-alapoknak az összehasonlítható tőzsdei befektetésekhez képest elért többletjeljesítményüket, ezt a nyilvános piaci hozammal ekvivalens hozamnak (*Public Market Equivalent, PME*) nevezik. Ha a nyilvános piaci hozammal ekvivalens hozam magasabb egynél, akkor a kockázatitőke-

befektetés hozama jobb, mint amit az alternatív tőzsdei befektetés eredményezett volna.

A kockázatitőke-alapok portfóliójának teljesítményét a nyilvános piacokkal többféle időszakra vonatkozóan is össze lehet hasonlítani. Erre szolgálnak a különböző időhorizontra vonatkozóan kiszámított belső megtérülési ráták (*horizon internal rate of return*). Az alapokat finanszírozó intézményi befektetők számára a befektetési stratégia kialakításakor azért különösen hasznosak az adott időponthoz képest egy-, három-, öt- vagy tízéves időhorizontra vonatkozóan visszszámolva kiszámított hozamok, mert lehetővé teszik az összehasonlítást más befektetési eszközökkel. Ennek egy speciális esete az a széleskörűen használt hozammutató, amely az egyes alapokra az alapok létrehozásának évétől kezdve a mérés időpontjáig mutatja az elért hozamot. Ennek a mutatónak többféle változata is létezik: olyan, amely például az átlagot, a középértéket, az összevont pénzáramlást és a tőkével súlyozott hozamot mutatja. Ezek közül éppen a legtöbb adatot és a leginkább számolást igénylő utolsó változat – a tőkével súlyozott, több alap tőkéjéből kialakított, összevont belső megtérülési ráta – tükrözi legjobban azt az ágazatra jellemző hozamot, ami a befektetők számára a legjobb tájékozódást nyújtja a befektetések eszközosztályok közötti allokációjához.

A kockázatitőke-alapok teljesítményének objektív értékelését a tízéves élettartam során mindvégig megnehezíti a még nem eladott befektetések, azaz az alapok portfóliójában bent lévő cégek piaci értéken történő becslése (*Bottazzi* [2010]). Miután a hozamokról statisztikai összesítéseket készítő tanácsadó cégek számára az inputadatokat önbevalláson alapuló kérdőíveken maguk a kockázatitőke-alapok küldik meg, ez az eljárás az adatok jelentős torzulásának lehetőségét is magában hordozza. Nemcsak azért, mert a maradványérték becslését az alapok szubjektivitást sem nélkülözve maguk végzik el, hanem azért is, mert a számviteli előírások is különbözhetnek, arról nem is beszélve, hogy az alapok a létrehozásukat követő első néhány évben különösen nem szívesen közölnek – szükségképpen – negatív hozamokat.

A kockázatitőke-befektetők által elért hozamokról a legtöbb elemzés az Egyesült Államok piacára vonatkozóan készült, s arra igyekezett választ adni, hogy az ügyletek a nyilvános értékpapírokba történt befektetésekhez képest jobb vagy rosszabb hozamokat értek-e el. Az elemzések vegyes képet festenek a kockázatitőke-alapok tőzsdén elért hozamokhoz viszonyított teljesítményéről. A klasszikus kockázati tőke és a kivásárlások teljesítménye abban is hasonlít, hogy egyik területről sem állítható, hogy jelentősen jobb teljesítményeket érnének el a kockázathoz igazított, összehasonlítható tőzsdei mutatókhoz képest (*Metrick–Yasuda* [2010b]).

A statisztikai adatok modellszerű elemzése számos nehézséget vet fel akkor is, ha a befektetési és kilépési adatok rendelkezésre állnak. Egyrészt egy-egy

alap egészére és az egyes ügyletekre vonatkozó elemzési modellek feltételezései a kockázat mérésekor némileg eltérnek egymástól. Másrészt a portfólióbeli cégek értékelésekor az önbevalláson nyugvó hozambecslések nem megfelelően veszik figyelembe, hogy a vállalatok értékelése nem folytonos, rendszerint azt csak a befektetési fordulók vagy a kilépések kapcsán végzik el. Ugyancsak nehéz kezelni a modellekben a nagyarányú hitelek igénybevétele miatt felmerülő, ügyletenként eltérő kockázatokat. *Groh–Gottschalg* [2009] kivásárlási alapokra vonatkozó számításai rávilágítanak, hogy a hitelek magas aránya miatt különösen problematikus a hipotetikus nyilvános piaci indexek kialakítása és a tényleges kivásárlási hozamok ezzel való összehasonlítása.

A kétezres évtizedben jó néhány olyan kutatásra került sor, amely egyre kifinomultabb módszerekkel mérte az ágazat relatív teljesítményét. Olyan modellek születtek, amelyek a nyilvános piaci befektetésekkel való összehasonlítás során tényezőkre bontva is vizsgálták a teljesítmény alakulását, így elemezték a hitel arányának, a tőke portfólióban tartási idejének, a portfólióbeli cégek teljesítményének, valamint a kezelők által alkalmazott irányítási és ellenőrzési tevékenységeknek a hatását.

*Kaplan–Schoar* [2005] szerint a kockázatitőke-alapok hozama lényegében azonos volt a hasonló feltételezésekkel mesterségesen kialakított S&P 500 index – nyilvános piaci hozammal ekvivalens hozam – hozamával. Ezzel szemben *Ljungqvist–Richardson* [2003] adatai – amelyek a mintavétel sajátosságai miatt inkább tükrözték a kivásárlási alapok teljesítményét, mint a klasszikus kockázatitőke-alapokét – 5,7 százalékkal magasabb belső megtérülési rátát mutattak a S&P 500 esetében számolt hasonló adatokhoz képest.

*Gottschalg* [2007] 5500 kivásárlás adatait feldolgozó számításai során arra a következtetésre jutott, hogy történelmi távlatban nézve a kockázatitőke-alapok 3 százalékponttal magasabb éves bruttó hozamot értek el a nyilvános részvénytőkeindexekhez képest. Ugyanakkor a kockázatitőke-alapok kezelőinek díjazása miatt a kockázatitőke-alapok befektetői valójában 3 százalékpontos hozamemelésben voltak a nyilvános részvénytőkeindexekhez képest, azaz a kezelési díjak miatt 6 százalékpontos a különbség a bruttó és a nettó hozamok között. Korábban *Phalippou–Zollo* [2005] is hasonló, a nyilvános piacokon elért hozamoknál 3,3 százalékkal alacsonyabb belső megtérülési rátát mért a kockázatitőke-alapoknál. A kezelőknek járó díjat és sikerdíjat egyaránt tartalmazó 6 százalékpontos eltérés más alapkezelők díjaihoz viszonyítva magasnak tűnik, ám azt tükrözi, hogy a kockázatitőke-alapok sokkal több erőfeszítést és sokkal nagyobb jártasságot követelnek meg kezelőiktől, mint más alapok. Tehát a kutatások szerint az intézményi befektetők számára a kockázatitőke-alapokba való befektetés hozama 3 százalékponttal maradt el a nyilvános piacokon elérhetőtől. Azt, hogy mégis érdemes kockázatitőke-alapokba befektetni, megmagyarázza, hogy a legjobban és a

legrosszabbul dolgozó alapok között óriási különbség mutatkozik, mivel a legjobbak több mint a tízszeresét érték el a tőzsdei hozamoknak, miközben a legrosszabbak a nekik odaigért tőke nagy részét elbukták.

*Gottschalg* [2010] számításai azt mutatták, hogy a kockázati tőke átlagos hozama kismértékben meghaladja a nyilvános piacok részvényhozamát. Az alapok többlethozama a kutatás szerint részben a befektetések megfelelő időzítésében, részben pedig az eleve előnyösebb szektorok kiválasztásában jelentkező jártasságnak köszönhető. A szerző figyelembe vette a kockázati tőke befektetésének rendszertelenségét, a működési kockázatot, a kockázati tőke-befektetések és nyilvános piaci részvények eltérő szektorális összetételét, valamint a tőkeáttétel különbözőségét. A hozamok alapján a legfelső negyedbe tartozó kockázati tőke-alapok előnye még jobban látható: teljesítményük nemcsak a kockázati tőke-alapok, de a nyilvános piacok átlagos hozamát is jelentősen meghaladja.

*Lopez de Silanes és szerzőtársai* [2010] ugyancsak a kivásárlások területén végzett kutatása egyúttal az alapok közötti hozameltérések egyik okára is rávilágít. E szerint a kivásárlások terén az alapok méretének növekedésével romlanak a hozamok, azaz negatív összefüggés áll fenn az ügyleteken elért hozam és a befektetést végző alapok mérete között. E kutatás szerint egyébként az ügyletek tizede csöddel végződött, míg negyede 50 százalék feletti belső megtérülési rátát produkált.

A hozamszámítások a kockázati tőke-befektetéseknek egy olyan különleges sajátosságára is felhívják a figyelmet, amely más tőkeközvetítő ágazatok esetében kevéssé érvényesül. Mégpedig arra, hogy mind az alapkezelőket, mind az alapok befektetőit, mind a kockázati tőkével finanszírozott cégeket tekintve, az elért jobb teljesítmény tartósan is fennmarad – mind a klasszikus kockázati tőke-befektetések, mind a kivásárlások területén, bár az előbbinél ez a tendencia erősebb (*Metrick–Yasuda* [2010b]). A kockázati tőke-ágazatot finanszírozó befektetők esetében ez azt jelenti, hogy az alapkezelők kiválasztásának kiemelt szerepe van a befektetési döntések meghozatalakor, azaz az alapkezelők jellemzőinek megismerése különleges körültekintést igényel. A felmérések tanúsága szerint ugyanis a legjobban teljesítő alapok tartósan is jobb teljesítményt érnek el, azaz a már megállapodott, nagyobb tapasztalatú alapok általában magasabb hozamokat érnek el. *Kaplan–Schoar* [2005] adatai azt igazolják, hogy ha egy alapkezelő egyik alapja az ágazat egészéhez képest jobb teljesítményt produkál, akkor nagy valószínűséggel ugyanezen alapkezelő későbbi alapjai is jobbak lesznek az átlagnál. A teljesítmény tartóssága a klasszikus kockázati tőke-alapoknál azért érvényesül erőteljesebben a kivásárlási alapokhoz képest, mert a kivásárlási alapok alapkezelői a klasszikus kockázati tőkéhez képest gyorsabban növelik későbbi alapjaik méretét (*Metrick–Yasuda* [2010a]). *Lerner és szerzőtársai* [2011] azt is kiszámolták, hogy

a 200 millió dollárnál többet kezelő klasszikus kockázatitőke-alapok esetében a nagyobb méret már nem jár együtt jobb hozamokkal, s a félmilliárdos alapoknál már egyenesen csökkenni kezd a teljesítmény. A kivásárlási alapok esetében viszont az egy befektetési szakemberre jutó magasabb kezelt összeg éppen a nagyobb méretű kivásárlási alapoknál hoz többet a többi alaphoz képest (*Kaplan–Schoar* [2005]).

A teljesítmény tartósságának hátterében több tényező áll. A klasszikus kockázatitőke-alapok esetében, ha kevesebb projekt jut egy főre, és a portfólió mérete kisebb, akkor az átvizsgálás alaposabb, és így jobbak a hozamok. *Hsu* [2004] azt igazolta, hogy a jó hírnevű klasszikus kockázati tőkések ajánlatát a vállalkozók nagyobb valószínűséggel fogadják el, miközben alapjaik olcsóbban jutnak tulajdoni részesedésekhez a cégekben, amelyek teljesítményére a jó nevű kockázati tőkés pozitív hatással van, s az ebből eredő többleten a cég és a befektető megosztózik. A jó nevű klasszikus kockázati tőkések rendszerint még akkor is ragaszkodnak a későbbi sikeres kilépéshez szükséges feltételekkel történő befektetésekhez, ha a tőke kínálata a piacon megnő (*Kaplan–Schoar* [2005]). *Gompers és szerzőtársai* [2008] azt is igazolták, hogy a jó nevű kockázatitőke-alapok tapasztaltabb kezelői akkor növelték leginkább befektetéseiket, amikor a tőzsdéi jelzések a legkedvezőbbek voltak. A piaci hírekre ők sokkal érzékenyebben reagáltak társaiknál, s a gyorsabb befektetési ütem náluk nem csökkentette a sikeres befektetések arányát. A kutatások szerint a jó nevű kockázatitőke-alapok sikere részben annak a hálózatnak is köszönhető, amelynek keretében az ügyletek szindikálása révén időről időre részt vesznek egymás tranzakcióiban. Ez – miközben emeli a befektethető tőke volumenét, s csökkenti az egyedi befektetők kockázatát – egyben korlátot is emel más befektetők számára. *Hochberg és szerzőtársai* [2007] szerint a hálózatokba jobban beágyazódó klasszikus kockázatitőke-alapok kezelői nagyobb arányban sikeresek a kilépések során, könnyebben tudnak az ajánlatok között szelektálni, illetve nagyobb jártasságuk révén magasabb hozzáadott értéket érnek el. *Lerner* [1994] szerint a tapasztaltabb klasszikus kockázati tőkések tapasztaltalanabb társaiknál jobban ki tudják választani a kilépés, így a tőzsdére vitel, illetve ezt követően a részvények nyilvános piaci eladásának időpontját is. Az azonban még feltárássra vár, hogy a jobb eredmény abból adódik-e, hogy a tapasztaltabb befektetőkkel inkább szerződnek a jobb cégek, avagy a jó hírű befektetők tudják-e jobban kiválasztani a jobb cégeket.

A kivásárlásokat végző alapkezelők esetében a teljesítmény tartósságát elemző felmérések többnyire két tényezőt vizsgáltak. Egyrészt az alapkezelők hírnevének a banki kapcsolatokra gyakorolt hatását, azaz hogy az alapok a pozitív hatást a hitelek árazása révén érik-e el. Másrészt azt, hogy a hírnév folytán beszálláskor jobb felvásárlási árakat tudnak-e elérni. *Demiroglu–James* [2010] szerint a nevesebb kivásárlók jobban tudják ügyleteiket a hitelpiacok



aktuális helyzetéhez igazítani, illetve kedvezőbb hitelfeltételeket képesek kialakítani. Az utóbbi állítást *Ivashina–Kovner* [2010] is megerősítette: az erősebb banki kapcsolatok a kivásárlók számára kedvezőbb kölcsönöket tesznek lehetővé. A jó nevű kivásárlók hitelhányada magasabb, mint társaiké, ám ezért nem kell magasabb árakat fizetniük. A felvásárlások időzítése és a vállalatértékelések terén a jó nevű kivásárlási alapok a klasszikus alapok kezelőihöz hasonlóan ugyancsak kedvezőbb eredményeket érnek el (*Hsu* [2004], *Gompers és szerzőtársai* [2008]). Összességében a kutatások azt igazolják, hogy a neves kivásárlók által a hitelnyújtóknál elért jobb hitelárazási feltételek kifejezetten hozzájárulnak a jobb teljesítmény fennmaradásához.

A kutatások eltérő hozamokat mértek nemcsak az azonos tevékenységet végző színvonalas és kevésbé színvonalas alapok között, hanem a kockázatitőke-alapok két alaptípusa, azaz a klasszikus és a kivásárlást végző alapok között is. A kivásárlási alapok belső megtérülési rátái következetesen magasabbnak bizonyultak a klasszikushoz képest, ami az életciklusuk későbbi fázisában lévő cégek finanszírozásánál elérhető nagyobb hozamot jelzi.

A kutatók ugyanakkor azt is kimutatták, hogy a hozamok földrajzi régiók szerint is jelentős eltérést mutattak. Így a korai fázisú finanszírozás hozamai általában magasabbak voltak az Egyesült Államokban, mint Európában (*Wright és szerzőtársai* [2009]). Például az 1991 és 2007 közötti időszakot alapul véve, a klasszikus kockázatitőke-befektetések átlagos hozama – öt éves gördülő belső megtérülési ráták alapján számolva – Európában 6,9 százalék volt, míg az Egyesült Államokban 18,9 százalék (*Clarysse és szerzőtársai* [2009]).

Az alapok által elért hozamokat az egyes ügyletekből történő kilépés módja is befolyásolja. A legjobb eredményeket a portfóliók azon cégei produkálták befektetőik számára, amelyekkel az alapok első ízben jelentek meg a tőzsdén (IPO), míg második helyen a szakmai befektetőknek történő cégeladások szerepeltek. Emellett a nagyobb összegű tőkebefektetés és a portfólióban tartás idején végrehajtott, a portfóliócégeket hízaló több kiegészítő felvásárlás is többet hozott a befektetők számára (*Nikoskelainen–Wright* [2007]).

Az alapok hozamaira a kockázatitőke-alapok befektetőinek összetétele, illetve kiléte is hatással van. A kutatások szerint például szélesebb sávban alakulnak az alapítványok és a nyugdíjpénztárak által finanszírozott alapok, valamint a bankok és egyéb piaci befektetők hozamai. A kockázatitőke-befektetésekben kevésbé jártas és a teljesítményre kevésbé érzékeny intézményi befektetők sokszor a rosszabbul teljesítő alapok számára is lehetővé teszik új alapok gyűjtését. Emellett a kockázatitőke-befektetés hozamát felülíró egyéb szempontok, azaz például a stratégiaileg fontos befektetőkkel létrehozott kapcsolt ügyletek is torzíthatják az adatokat (*Lerner és szerzőtársai* [2007]).

Az adatok alapján az is kiderül, hogy a gazdasági ciklusok miatt a hozamok alakulását jelentősen befolyásolja az alapok létrehozásának időpontja is. Pél-

dául a nyolcvanas években gyűjtött kockázatitőke-alapok magasabb hozamúak voltak, mint a kilencvenes években létrehozottak. A fellendülés idején gyűjtött alapok kezelői kisebb valószínűséggel tudtak újabb alapokat létrehozni, ami végső soron azt jelezte, hogy kevésbé jó teljesítményt értek el. A kockázatitőke-alapok létrehozásának időpontja azért játszik kitüntetett szerepet az elemzésekben, mert a befektetések hozamát alapvetően befolyásolják a gazdasági növekedés általános ciklusai. Az alapok teljesítménye igen érzékeny kapcsolatban áll mind az üzleti ciklusokkal, mind pedig a tőzsdei ciklusokkal (*Leleux* [2007]). Ez érthető, mivel a (nemzetközi) gazdaság egyes fejlődési szakaszaiban a versenyhelyzet alakulásától függően változik a vállalatok értékelése, s ez nyilvánvalóan hat a befektetési döntésekre. Az egyes cégek befektetési és kiszálláskori értékelése pedig meghatározó szerepű a kockázatitőke-befektetők által az egyes befektetéseken elérhető hozamok szempontjából.

*Kaplan–Schoar* [2005] a piacra újonnan belépő alapok és tőke nagysága, valamint az alapok teljesítménye közötti negatív összefüggésre hívta fel a figyelmet. *Kaplan* [2010] rámutatott, hogy a tőkegyűjtés és a befektetésen elért hozam kölcsönhatása nem csupán az egyes alapkezelők szintjén érvényesül, hanem ez a klasszikus kockázatitőke-ágazat egészére nézve is fennáll. Amikor jó teljesítmények érhetőek el az ágazatban, akkor megnő az oda áramló befektethető tőke mennyisége. Ha az odaigért, illetve a ténylegesen befektetett tőke volumene megnő, az adott évben létrehozott alapok hozamai később ezt megszenvedik. A kockázatitőke-piacon lényegében egy önkorrekciós mechanizmus érvényesül: a rosszabb hozamú időszak nyomán csökken a tőke beáramlása, ami a hozamok javulásához vezet. Történelmileg tehát a kockázatitőke-ágazat hozamának fontos tényezője az átlaghoz való visszatérés jelensége (*Kaplan* [2010]).

Az *Inderst–Muller* [2004] által kidolgozott egyensúlyi modellben a tőkepiaci jellemzők hatnak a klasszikus kockázati tőke kínálatára és keresletére, ami ennek következtében befolyásolja a vállalkozók és a kockázati tőkések közötti alkut, s ez így módon hat a cégértékelésekre, illetve a kockázati tőkések és a vállalkozók relatív tulajdoni hányadára. A modell magyarázza az ágazat ciklikusságát, különösen az internetboom és visszaesés idején. A boom során a vállalkozók számára kedvezően magasra értékelték a cégeket, amelyek ezért nagy részvényhányadot megtarthattak maguknak. A visszaesés idején viszont a kockázati tőkések szereztek meg sokkal nagyobb hányadokat, miközben ragaszkodtak az alacsony értékeléshez.

*Gompers–Lerner* [2001] szerint az általános makrogazdasági feltételek és a kockázatitőke-ágazatban kialakult verseny erőssége egyaránt hat az egyes befektetési ügyletek értékelésére. Rövid távon a piacon már bent lévő alapok felgyorsíthatják befektetési tevékenységüket, s ezáltal több hozamot érhetnek el. Hosszabb távon azonban az ágazatban elérhető hozamok csök-

kenéséhez vezet, amikor már sok alap gyűjt tőkét a piacon, ugyanakkor a befektetésre igazán érdemes cégek száma korlátozott. Az ágazatba áramló tőke volumenének növekedése a vállalatok felértékeléséhez vezet, ami csökkenti a befektetéseken elérhető hozamokat. A tőke növekvő kínálatának hatására élesedik a verseny a befektető alapok között, s a befektetők csökkentik a befektetések költségeit, rontva a kiválasztás gondosságát. A tőke kínálatának megnövekedése nyomán a piac túlfűtötté válik, amit az elért hozamok romlása kísér. *Ljungqvist–Richardson* [2003] bemutatja, hogy az alapokat körülvevő versenykörnyezet hatást gyakorol a befektetések kezelésére is. Hogy előnyt kovácsoljanak a kedvező üzleti klímából, kedvező befektetési időszakban a klasszikus kockázati tőke-alapok gyorsabban fektetnek be és gyorsabban szállnak ki az általuk finanszírozott cégekből, ami javítja a hozamukat. Amikor azonban az alapok között erősebbé válik a verseny, az alapkezelők már lassabban hívják le az ügyletek végrehajtásához a befektetők odaígért tőkéjét, s a cégeket hosszabb ideig tartják bent a portfólióikban, ami csökkenti a hozamot. *Gottschalg és szerzőtársai* [2004] szerint részben éppen a klasszikus kockázati tőke kínálatának ilyen mintájú növekedése magyarázza az európai befektetések amerikaiánál rosszabb hozamát. *Kaplan* [2010] az amerikai klasszikus kockázati tőke-ágazatban pedig a tőkeigérvények és a hozam közötti történelmileg fennálló kapcsolatra hivatkozva valószínűsítette, hogy az odaítélt tőke alacsony összege miatt a 2009-ben és 2010-ben létrehozott alapok hozamai kedvezőek lesznek.

A klasszikus kockázati tőkéhez hasonlóan a kivásárlások esetében is működik az önkorrekció. *Fraser-Sampson* [2007] az 1990-es években mért egyesült államokbeli és európai kivásárlási adatok elemzése alapján egyenesen úgy fogalmazott, hogy az alapok mérete és a tőke elérhetősége a hozamok „ellensége”: minél több tőke áll rendelkezésre befektetési céllal, és minél nagyobb az átlagos alaplátszám egy adott évben a korábbi évhez viszonyítva, annál alacsonyabb hozamok valószínűsíthetők az abban az évben létrehozott alapok esetében. A kivásárlási alapok – egyrészt az alapok zárt végű szerkezete, valamint az alapkezelőknek a nyereségből való részesedése miatt – fellendülés idején tartózkodnak a túlzott mértékű befektetésektől, ugyanakkor az ügyletenkénti hitelfinanszírozás a recesszió idején védi meg az alapokat a rossz befektetésektől (mivel szigorodnak a hitelfelvételi lehetőségeik). *Axelson és szerzőtársai* [2009b] szerint e modell magyarázza a kivásárlásoknál a befektetési volumen ciklusokhoz igazodását, valamint a teljesítmények anticiklikus alakulását. A 2008-ban beköszöntő válság nyomán nehéz helyzetbe került kivásárlási alapok nagy száma azonban azt mutatja, hogy a kivásárlási alapok önkorrekciója a felívelő szakaszban messze nem kellő hatékonysággal működött, azaz nem védte meg az alapokat az „olcsó pénz” idején a túlzott befektetésektől. A válság nyomán megdráguló hitelek már valóban visszafogták az újabb be-

fektetéseket, amit csak felerősített, hogy a kilépések megnehezülése miatt a portfólióbeli cégek szándékoltnál tovább tartó finanszírozása is lekötötte az alapok eszközeit.

A tudományos kutatások mellett számos szakmai szervezet és gazdasági tanácsadó cég is rendszeresen közzéteszi a kockázatitőke-alapok egyes években elért hozamaira vonatkozó számításait. A kockázatitőke-alapok kezelőitől beérkezett adatok alapján a tanácsadó cégek – így például a Thomson Financial (VentureXpert) illetve a Preqin cég – által kiszámolt és az érdeklődőknek térítés ellenében szolgáltatott megtérülési mutatók segítségével a hozamok a különböző időszakokban létrehozott alapok között összehasonlíthatók. Továbbá az ágazat eltérő profilú – azaz például klasszikus kockázatitőke-befektetéseket végző, a kivásárlásokra szakosodó vagy a befektetések minden területét egyaránt vállaló – alapjainak teljesítménye is összevethető, valamint az egyes kontinenseken működő alapok által elért hozamok, s az ágazat egészének teljesítménye is összehasonlítható a nyilvános piacokon elérhető hozamokkal.

Az Egyesült Államokban a hozamok alapján a legfelső negyedbe tartozó kivásárlási alapok 1997 óta számolt öt éves nettó hozama 19 százalékponttal volt jobb a nyilvános piacokénál, Európában pedig 27 százalékponttal (Bain [2011] 26. o.). A túteljesítés nem a véletlen műve, mivel a nyilvános piacoktól eltérően a kockázatitőke-alapok hozama nem a normális eloszlás görbéjét követi. A kiemelkedő hozamokat elérő, jobb teljesítményű alapokhoz tartozó pontoknál a hozamgörbének nagyobb és hosszabb „farka” van. Gottschalg [2010] több mint 700, 1972 és 2003 között létrehozott egyesült államokbeli és európai kockázatitőke-alap által elért többlethozamot vizsgálva, ugyancsak megerősítette, hogy az alapok teljesítményének megoszlása a jobban teljesítők felé tolódik el.

A kockázatitőke-alapok európai szakmai szervezete (EVCA) által 2010 elején készített elemzés szerint az európai kockázatitőke-alapok létrehozásuk kezdete óta mért hozama jobb volt, mint a nyilvános piaci összehasonlítható részvényhozamoké<sup>21</sup> (így a HSBC Small Company Index és a Morgan Stanley Euro Index hozamánál), s elmaradt a nyilvános piaci kötvényhozamtól (így a JP Morgan Euro Bond index hozamától) (EVCA Performance Benchmarks [2010] 14. o.). 2009 decemberében az alapok létrehozása óta számolt nettó belső megtérülési ráta az európai kockázatitőke-alapok esetében 8,9 százalékot ért el, ami 200 bázisponttal magasabb volt a HBSB Small Company Index 6,9 százalékos, valamint 800 bázisponttal a Morgan Stanley Euro Index 0,9 százalékos hozamánál, viszont a JP Morgan Euro Bond index 9,8 százalékos hozama 90 bázisponttal lekörözte a kockázati tőke hozamát. A

<sup>21</sup> Az index kiszámítása időben a kockázatitőke-alapokban mérthez hasonló struktúrájú pénzáramlást feltételezve történik más eszközosztályokba.

kockázati tőke-alapokon belül a kivásárlási alapok 11,9 százalékos belső megtérülési rátával minden nyilvános piaci indexnél jobb hozamot produkáltak, a klasszikus kockázati tőke-alapok viszont mindenhol alulmaradtak a tőzsdei indexekhez képest. Tízéves időhorizonton összehasonlítva a hozamokat, a kockázati tőke csak a Morgan Stanley Euro indexet pipálja le, öt éves és három éves távon már a HBSB Small Company Equity indexnél is jobban teljesít, ám továbbra is a JP Morgan Euro Bond index mögött teljesít. 2009 decemberében az egyéves teljesítményt tekintve a kockázati tőke-alapok hozama minden tőzsdei hozamtól messze elmaradt, ami a befektetések hosszú távú jellege miatt korántsem meglepő.

A Bain and Company tanácsadó cég következtetése szerint a hozamadatok összességében azt igazolják, hogy a kockázati tőke-alapokba történő befektetés előnyös a befektetők számára. Sőt a befektetők portfóliójában a kockázati tőke egyike a legjobban teljesítő eszközosztályoknak. A 2010 közepéig tartó öt éves időszak során például az állami nyugdíjalapok által a kockázati tőke-alapok révén keresett hozamok középértéke nemcsak a portfóliójuk egészen elért hozamot haladta meg, de minden más portfólióbeli eszközosztály hozamát is (*Bain* [2011]).

Az alapok felállításának időpontja és az általuk elért hozamok közötti összefüggést vizsgálva, a Preqin tanácsadó cég világszerte mintegy 700 klasszikus kockázati tőke-alap hozama alapján azt találta, hogy a legjobb eredményeket 1996 és 2007 között az 1997-ben létrehozott alapok produkálták, körükben 23 százalék volt a belső megtérülési ráta középértéke. Egy 1997-ben felállított, a hozamok alapján a legfelső negyedbe tartozó klasszikus kockázati tőke-alap például akár 75 százaléknál magasabb hozamot is fizetett a befektetőinek. A később létrehozott alapok hozamára azonban a technológiai buborék 2000-ben történő kipukkanása már rendkívül negatívan hatott, s ezt az alapok azóta sem heverték ki. Az 1998-ban létrehozott alapok hozamának középértéke 6 százalékos volt, s még a legfelső negyedbe tartozóké is csak 17,5 százalékot ért el. Ezután három éven át lényegében negatív hozamú alapok születtek. Ugyanezt a képet mutatja a 20 százalékos vagy ennél magasabb hozamú alapok számarányának alakulása 1996 és 2007 között. A 20 százalékos vagy e feletti hozamot produkáló alapok számaránya az 1996-ban létrehozott alapok között 35 százalék volt, míg az 1997-ben alapítottak körében már minden második alap ilyen volt. Még az 1998-ban felállított alapok közel negyede is hozta ezt a teljesítményt, ám ezt követően már a 20 százalékot hozó alapok aránya csak 5–8 százalék körül mozgott. Egészen 2007-ig ennél lényegesen magasabb (20 százalékos vagy e feletti) hányadot az alapok csak 2005-ben értek el. Ekkor a hozamok középértéke 6 százalék feletti volt, ám rendkívül magas, 25 százalékos szórással. Mindez az alapok kiválasztásának fontosságát jelzi az alapok lehetséges befektetői számára (*Preqin* [2010k]).

Az alapok mérete, elért hozama és a létrehozásuk időpontja közötti összefüggéseket 1200 kivásárlási alap hozamadatai alapján is elemző Preqin számításai szerint a kivásárlási alapok hozamszorzóit az 1997 és 2002 között létrehozottak esetében 1,5–2,2-szeres tartományban mozogtak. A legnagyobb és a legkisebb kivásárlási alapok körében a 2001-ben létrehozott alapok produkáltak a legmagasabb – 2,2-szeres – hozamszorzókat. Ezután a 2003 és 2005 közötti években alapított alapok hozamszorzóit 1,5-szeresről 1,0-szeresre estek vissza. 2006-tól a hozamszorzők már az 1,0-szeres szint alattiak voltak. A 2000 és 2003 között létrehozott legnagyobb méretű kivásárlási alapok belső megtérülési rátái 20 és 35 százalék között alakultak, míg a 2004 és 2005-beliek számottevően alacsonyabb, 6,9 százalékos és 9,7 százalékos hozamokat produkáltak. A nettó belső megtérülési ráta a legnagyobb méretű, 2006-ban és 2007-ben felállított kivásárlási alapoknál alacsonyabb hozamú volt, mint a kisebb kivásárlási alapok hozama. A nagy, a közepes és a kisebb méretű kivásárlási alapok a 2000 és 2003 közötti időszakot tekintve kissé mindig alacsonyabb hozamokat produkáltak a legnagyobbaknál. A kisméretűek a nagyméretűeknél jobban teljesítettek 2005-öt követően, mivel ezek az alapok nem használtak nagy összegű hiteleket a felvásárlásaikhoz, így a pénzügyi válság kevésbé érintette a kisebb alapokat. Összességében megállapítható, hogy az eltérő méretű alapok az eltelt időszak során jellemzően eltérő hozamokat produkáltak, ahol a legnagyobbak teljesítettek a legjobban, de a válság is ezeket érintette legerőteljesebben (*Preqin [2010g]*).

A kétezres évek részében a hozamokat magasan tartották a könnyen elérhető hitelek és a vállalatok értékéhez viszonyított magas hitelszorzők. A még a recesszió előtt, azaz az 1999 és 2001 között létrehozott alapok a fellendülés nyújtotta kedvező feltételek közepette igen jó teljesítményt értek el. A hozamokat részben a tőkeáttételes kivásárlásoknál elért emelkedő szorzó növelte, ami az Egyesült Államokban az EBITDA 2001-ban mért 6-szoros szintjéről 2007-re az EBITDA 9,7-szeresére emelkedett, míg Európában a 7,1-szeres szint 9,7-szeres szintre nőtt. Emellett a nagyvonalú tőkeáttételi szintek és a lazább kölcsönfelvételi lehetőségek ugyancsak előmozdították a hozamok növekedését (*Bain [2011]*).

A kockázati tőke kedvező hozamait a 2008. évi pénzügyi válság, a recesszió és az értékelések valós piachoz igazítása miatti tetemes könyvleírások nagyon lecsökkentették, s a hozamgödörből az alapok csak 2010-ben kezdtek kikerülni. Mivel a válság legerőteljesebben a válság előtti időszakban létrehozott, nagyméretű kivásárlási alapokat sújtotta, a felértékelődés is ezeknél az alapoknál volt a legnagyobb. A nemzetközi gazdaság 2011 őszi bekövetkező ismételt lefékeződése előtt a szakértők 2011-től a kockázati tőke-hozamok mérsékelt emelkedésére számítottak. A Bain and Company tanácsadó cég a következő évekre a hozamok nagyságát átlagosan 15 százalék körül valószínű-

sítette, azaz azt várta, hogy több százalékponttal el fognak maradni a 2002 és 2007 közötti időszakban mért 25 százalékos körüli hozamrátától. Ugyanakkor a kiemelkedő teljesítményt nyújtó alapkezelők átlaghozamainak még a múltban tapasztalt aránynál is erőteljesebb túlszárnyalását várta (*Bain* [2011]). A növekedés ismételt megtorpanása azonban nyilván lefelé fogja korrigálni a fenti becsléseket.

A pénzügyi válság kitörése után a hozamok visszaesése erőteljesen rontotta a kockázatitőke-piac alapgyűjtésének lehetőségeit. A Preqin cég 2009. évi felmérésében világszerte 1700 kockázatitőke-alap bevételi/kiadási adatain alapulva vizsgálta meg a dollárral súlyozott belső megtérülési rátákat a kezelési díjak és a profitból való kezelési részesedések levonása után. Az egyéves időhorizontú belső megtérülési ráta 2008. december 31-én azt jelezte, hogy minden alap átlagosan negatív belső megtérülési rátát (veszteséget) könyvelhetett el. Összességében az egész ágazat 2008-ban  $-27,6$  százalékos negatív „hozamot”, azaz  $27,6$  százalékos veszteséget szenvedett, s még 2009 első felében is  $23$  százalék volt a veszteség. 2009 decemberére azonban már jelentős javulás következett be, amikor az egyéves hozam nemcsak pozitívba fordult, hanem  $13,8$  százalékot ért el. Ennek ellenére a befektetők számára a kockázati tőke vonzerejét csökkentette, hogy e befektetések éves hozama elmaradt a legfontosabb nyilvános tőkepiaci indexek teljesítménye (S&P 500, MSCI Europe, MSCI Emerging Markets) mögött.

Mivel a kockázati tőke hosszú távú befektetés, a finanszírozók számára elsősorban a közép- és hosszú távú teljesítmény adatai a fontosak. 2008 decemberéig a kockázatitőke-alapok hároméves horizonton  $11,3$  százalékos, ötéves távlatban pedig  $20,1$  százalékos hozamot produkáltak. 2009 végére a válság hatása már a hároméves horizontú hozam adatokban is jelentkezett, ugyanis a – viszonylag jól teljesítő ( $+6,5$  százalék) *mezzanine* alapok kivételével – a kockázatitőke-alapok éppen csak  $0$  százalék feletti hozamot értek el. Ennek ellenére a kockázati tőke teljesítménye az MSCI Emerging Markets index kivételével az összes nyilvános piaci indexnél jobb lett, ötéves horizonton pedig már kivétel nélkül minden jelentős tőzsdéi indexet túlszárnyalt a 2009 végén mért évesített  $17,5$  százalékos hozam (*Preqin* [2009b], [2010b]). A különböző időhorizontra vonatkozó belső megtérülési rátákat azonban óvatosan kell kezelni, mert a kalkulálásukhoz szükséges várható bevételeket és a portfólióértékeléseket az alapkezelők saját becsléseik alapján maguk adják meg (*Preqin* [2009b]). A Preqin cég egy későbbi felmérése szerint a kockázatitőke-befektetések hozama világszerte éves szinten  $16$  százalékos, hároméves szinten  $2,2$  százalékos, ötéves szinten pedig  $13,7$  százalékos belső megtérülési rátát produkált. Ezzel lényegében mind a három-, mind pedig az ötéves időszakot tekintve hasonló hozamot becsült, mint az MSCI Emerging Markets index. A cég kockázatitőke-befektetésekre vonatkozó hozamadatai, valamint az MSCI Emerging Markets

index értékei egyaránt jóval túlszárnyalták az S&P 500 és az MSCI Europe indexek hozamát. A vizsgált indexek közül az egyéves hozam a 20,2 százalékot felmutató MSCI Emerging Markets index esetében volt a legmagasabb, a kockázatitőke-befektetések hozama ennél alacsonyabb, 15 százalék feletti volt, míg az S&P 500 10 százalék körüli hozamot produkált, az MSCI Europe pedig 2,5 százalék körüli eredményt ért el (*Preqin [2011d]*).

A tanácsadó cégek prognózisa szerint az alapok meglévő befektetéseinek teljesítménye – különösen a 2005 és 2007 között létrehozott kivásárlási alapok esetében – várhatóan javulni fog, de kevésbé erőteljesen, mint a korábbi visszaeséseket követő fellendülések idején. A 2003 és 2004 között létrehozott alapoknak még volt idejük a válság előtt számos befektetésből kilépni, a 2005 és 2007 közötti alapoknak viszont már nem. Mivel sokuk portfóliójában jelentős a ciklus csúcspontján végrehajtott befektetések részaránya, a tervezetthez képest a hosszabb idejű portfólióban tartás a belső megtérülési rátákat lefelé fogja nyomni. Kérdés, hogy ezeknek az alapoknak lesz-e lehetőségük a következő években a hozamok feltornázására, amikor már új, ígéretes befektetéseket tudnak végezni abból a tőkéből, amit még nem hívtak le, de amelyet a befektetők már a létrehozásukkor odaígértek. A Bain and Company befektetők körében 2011 elején végzett felmérése szerint a befektetők a következő 3–5 évre 16 százalék alatti éves hozamra számítottak (*Bain [2011]*), amit azonban megkérdőjelezhetnek a 2011 nyarán kedvezőtlen irányban változó világgazdasági körülmények.

## Az ágazat fejlődési ciklusai

Az elmúlt évtizedekben a kockázatitőke-ágazat egyre nagyobb összegű tőkét vonzott. Ez a fokozódó tőkebeáramlás hozzájárult az ágazat dinamikájának, összetételének, tevékenységének, valamint a nemzetközi gazdaságra gyakorolt hatásának megváltozásához. A kockázatitőke-ágazatba áramló egyre nagyobb összegű forrás következtében az ágazat tevékenysége is sokkal inkább láthatóvá vált, miközben innovatívabb módszereket alkalmazva maga is megújult.

Az ágazat 1980-as évekbeli megszületése óta három nagyobb fellendülésen ment keresztül. Az 1980-as években még a nem kellő hatékonysággal irányított vállalati konglomerátumok működőképzetlensége és a bővlikötvenypiac felfutása, az 1990-es években a gazdaság gyors növekedése, a 2000-es években a nemzetközi tőke kiugró likviditása és a hitelbuborék táplálta a fellendülést (*Bain [2010]*). Míg az ágazat fejlődésének kezdetén még a klasszikus kockázati tőkének volt meghatározó szerepe, az 1980-as évek közepe óta a kivásárláshoz gyűjtött kockázati tőke mennyisége – a 2000-es internetboom időszakának kivételével – meghaladta a klasszikus kockázati tőke finanszíro-



zására szánt tőkét. Ez a fordulat elsősorban a kivásárlások által elérhető magasabb hozamnak köszönhető, de a kivásárlásokhoz szükséges eleve nagyobb összegek is szerepet játszottak az ágazatbeli súlypont eltolódásban. Az alapok által gyűjtött tőke nagysága még nem is tükrözi objektíven a két terület közötti nagyságrendbeli különbséget. Míg ugyanis a klasszikus kockázati tőkét ritkán egészíti ki hitel, addig a kivásárlások finanszírozása rendkívül nagy összegű hitelek felvételével kapcsolódik össze. Így az sem véletlen, hogy a kockázati tőke piacának eddigi fellendülési időszakai a hitelpiacok gyengülése miatt értek véget.

Az 1980-as években az ágazat felfutását az táplálta, hogy viszonylag olcsón meg lehetett venni a nem megfelelően irányított tőzsdéi nagyvállalatok részlegeit. E cégek megvételét nagyrészt bővlikötvényekkel finanszírozták. A piac bővülésének a magas hozamú kötvénypiac hirtelen összeomlása vetett véget, ami az 1990–1991-es recesszióhoz vezetett. A kockázati tőke-piac első fellendülése háttérben a vállalatkonglomerátumok gyenge hatékonysága és a bővlikötvénypiac felfutása állt.

Az 1990-es évtizedben a hitelfinanszírozás már kevésbé játszott kiemelt szerepet. A piac felfutását inkább a növekedés táplálta, s a viszonylag hosszú expanzív időszak alatt a vállalatokat egyre kedvezőbben értékelték. A kockázati tőke-alapok mind nagyobb összegeket gyűjtöttek a növekvő méretű ügyletek egyre agresszívebb árazású finanszírozásához. A befektetők számára nagy haszonnal járt a felvásárlási piac fellendülése és az új tőzsdéi megjelenések prosperálása. A boom végül a technológiai buborék kipukkadásával ért véget, aminek következtében a hitelezés szigorodott. Ezt egy viszonylag rövid és enyhe recesszió követte 2001-ben. A klasszikus kockázati tőke különösen megszenvedte a technológiai cégek iránti kereslet zuhanását. Az ágazaton belül ismét a kivásárlásoké lett a főszerep (*Kaiser–Westarp* [2010]). A kockázati tőke-piac e területen viszonylag gyorsan feléledt, 2003-ra a befektetési tevékenység már meghaladta a recesszió előtti csúcst.

A 2000-es évtizedben a kockázati tőke az alacsony kamatokkal felduzzasztott hitelexpanziót kihasználva fedezte bővülő ügyleteit. A kockázati tőke „aranykora” azoknak a befektetőknek köszönhető, akik képesek voltak kihasználni a hatalmas globális likviditást. A hitelezés minden korábbinál nagyobb mértékűvé és összetettebbé vált, miután a befektetők strukturált finanszírozási eszközök iránti kereslete fűtötte a hitel iránti keresletet. A több milliárd dolláros kivásárlások finanszírozását kedvező hitelpiaci és tőkegyűjtési feltételek tették lehetővé. Ez az „aranykor” a jelzálogpiaci hitelek válságával ért véget, ami 2008-ban befagyasztotta a hitelpiacokat és olyan globális visszaeséshez vezetett, ami szinte minden ágazatra kiterjedt (*Király–Nagy–Szabó* [2008]).

2009-től az ügyletkötések már kezdtek a normális kerékvágásba visszatérni, de a hitelpiac zavarai továbbra is bizonytalanságot okoztak a hitellel fi-

nanszírozott befektetések számára. A tőkegyűjtés továbbra is küzd a lefagyott állapotból való visszatérésért, mivel az alapok (vég)befektetői allokációikban a kockázati tőke magas arányával és likviditási problémákkal birkóznak. Túlzottnak tartják a kezelési díjakat, s arra törekednek, hogy érdekeiket jobban érvényesítsék az alapkezelőkkel szemben. A kockázati tőke-alapok hozamait a ciklus csúcsán készített túl optimista értékelések továbbra is rontják.

Erőteljes ciklikusság jellemzi a kockázati tőke-ágazatot. A könnyű finanszírozási lehetőség – ami gyakran a korábbi tranzakciók sikerének a következménye – lehetővé teszi az ügyletek felfutását, a hitelek nagyobb mértékű igénybevétele és a magasabb árazásokat, amit viszont a befektetések sokkal nagyobb számú bukása követ. Ezt a működési mintázatot számos tudományos elemzés igazolta. *Axelson és szerzőtársai* [2009b] bebizonyította a hitelhasználat ciklikusságát a kockázati tőke-ágazatban. Közel 1200 darab 1985 és 2008 között végrehajtott ügyletet elemezve rávilágított, hogy a hitelek felhasználásának mértéke jobban függött a költségektől, mint azoktól a szakágazati és vállalati jellemzőktől, amelyek a nyilvános tőkepiacokon alakítják a hitelek felvételét. A hitelekhez történő hozzáférés ugyancsak szoros kapcsolatban áll azzal, hogy a vállalatokat magasabbra értékelték. *Kaplan–Stein* [1993] dokumentálta, hogy az 1980-as kivásárlási boom a vállalatok értékelésének emelkedésével, a nyilvános hitelekre való erőteljesebb támaszkodással és ösztönzési problémákkal járt. Sőt a fellendülés csúcsán kötött ügyletek esetében kiábrándító eredmények születtek: az 1986 és 1988 közötti 66 legnagyobb kivásárlási ügylet közül 38 százalék pénzügyi nehézségekhez vezetett. Ez pedig a fizetési kötelezettségek nehézségei miatt csődököt kényszerít ki vagy a hitelkötelezettségek átstrukturálását. Az ügyletek 27 százaléka ténylegesen is csődbe torkollott. *Kaplan–Schoar* [2005] több szerzőhöz hasonlóan közvetett módon igazolta, hogy az alapok teljesítménye negatívan korrelál az ágazatba beáramló tőke volumenével. A nagyarányú tőkebeáramlások idején létrehozott alapok, azaz amelyek a piaci csúcspontokhoz kapcsolódnak, más társaiknál sokkal rosszabbul teljesítenek.

Mindez alátámasztja azon feltételezést, hogy a finanszírozás elérhetősége hatással van a kockázati tőke-ágazatban váltakozó fel- és leszálló időszakokra. Amikor a piaci csúcspontokon fokozottan támaszkodnak a hitelekre a kivásárlási alapok kezelői, akkor ezt követően az erőteljes kivásárlási tevékenységet mutató ágazatokban intenzívebb visszaesés is prognosztizálható. Sőt az ilyen túlzott befektetések hatását még fel is erősítheti, ha a kockázati tőkések által finanszírozott cégek arra sarkallják a más módon finanszírozott versenytársait, hogy agresszíven fektessenek be, és vegyenek fel hiteleket.

Egy alternatív megközelítést képvisel az az empirikusan még nem bizonyított nézet, hogy a kockázati tőkével finanszírozott cégek jobban boldogulnak a recesszió idején, mivel befektetőik olyan koncentráltabb tulajdonosi kört alkotnak, amely képes a részvénytőkével történő finanszírozást

recesszió idején más cégek számára nehezen megoldható módon folytatni. E nézet azt is feltételezi, hogy a kockázati tőkével finanszírozott cégek visszaesés idején társaiknál jobban teljesíthetnek, mivel olyan forrásokhoz juthatnak hozzá, amelyekhez a többi cég nem. A befektethető tőkével rendelkező kockázattőke-alapok tulajdonosi jelenléte így kevesebb bukáshoz vezethet a gazdaság visszaesése idején.

Egy ehhez kapcsolódó – eredetileg még *Jensen* [1989]-től származó – érvelés szerint a kivásárlásoknál felvett hitelek magas aránya arra szorítja a cégeket, hogy társaiknál korábban és erőteljesebben reagáljanak a szakágazatukban jelentkező negatív sokkokra. Emiatt a kockázati tőkések cégei már szakágazatuk visszaesése kezdetén gyorsabban válaszlépésekre kényszerülhetnek, ami számukra a recesszió könnyebb átvészelését teheti lehetővé. Ezt az érvelést támasztja alá *Andrade–Kaplan* [1998] az 1980-as években bajba jutott közel 30 kivásárlási ügyletre vonatkozó elemzése is, amely szerint ezen cégek értéke a kivásárlás előttihez képest kissé javult, azaz még a válságban legsúlyosabban érintett, hitellel kivásárolt cégeknél is keletkezett némi hozzáadott érték.

*Bernstein és szerzőtársai* [2010] szerint a kockázattőke-alapok és a pénzügyi közvetítés más intézményei közötti szerkezeti eltérések is alkalmasabbá tehetik a kivásárlási alapokat az iparági sokkokra adott érzékenyebb reagálásra. Ezek ugyanis nem maguk adósodnak el, azaz nem ők vesznek fel hiteleket, így velük szemben csak saját befektetőiknek lehet követelése, de őket köti az alapok tízéves élettartama. Így az alapoknak nincsenek rövid távú – hitelnyújtásból kimenekülni szándékozó – hitelezői. Ezzel szemben az alapok a portfóliójukban lévő cégeket jelentős hitelekkel terhelik meg. Ezeket a hiteleket a hitelezők olyan koncentrált köre nyújtja, amelynek nincs visszahatása az alap portfóliójában lévő többi cégre, sem az alapra általában. Tehát egy hitelező akciója nem érinti a többi lehetőségét arra, hogy hitelét neki visszafizessék, ily módon csökkentve a kimenekülésre való ösztönzést.

A kockázattőke-ágazat erősödésével azok az aggodalmak is fokozódtak, hogy ennek nincsenek-e negatív hatásai a gazdaság fejlődésére. Ezért *Bernstein és szerzőtársai* [2010] azt vizsgálta, vajon a kockázattőke-befektetők jelenléte az egyes ágazatokban nem erősíti-e maga is a gazdasági fejlődés ciklikusságát. Erre azonban 20 ágazatban és 26 országban az 1991 és 2007 között végrehajtott kockázattőke-befektetések hatását vizsgálva nem találtak bizonyítékot. Mivel a hatások csak időben visszafelé mérhetők, a legutóbbi válság következményei még nem értékelhetők ebből a szempontból.

A klasszikus kockázattőke-ágazat volatilitását számos kutatás igazolta, ami több területen – az alapokhoz áramló tőke, a finanszírozott cégekbe való befektetések, valamint a finanszírozott vállalkozások és a kockázattőke-alapok teljesítménye terén – is megnyilvánul (*Gompers–Lerner* [2001]). E volatilitás nagy része a nyilvános tőkepiacokon tapasztalható vállalatértéke-

lésekhez kapcsolódik. Az első alkalommal tőzsdén megjelenő cégek felértékelődése több tőke gyűjtésére sarkallja a kockázati tőkések (*Gompers–Lerner* [1998], *Jeng–Wells* [2000]), s ez a hatás a fiatalabb alapkezelők körében különösen erőteljesen érvényesül (*Kaplan–Schoar* [2005]). Sőt az alapok által elért hozamok erős korrelációt mutatnak a piac egészénél jelentkező hozamokkal (*Cochrane* [2005], *Kaplan–Schoar* [2005], *Ljungqvist–Richardson* [2003]). Számos szakértő szerint az ágazat volatilitása a kockázati tőkések és a vállalkozók észlelt befektetési lehetőségekre való túlzott reagálásának következménye. E kilengésekkel magyarázható az időszakok váltakozása: az olyan periódust, amikor túl sok versengő céget finanszíroznak, olyan időszak követi, amikor a vállalatok nem képesek elegendő tőkéhez jutni.

Az 1998 és 2000 közötti fellendülés különösen jól illusztrálja ezt a problémát. Ekkor a finanszírozás szintje 30-szorosa volt az 1991-es finanszírozásnak, s főként két területre, az internetre és a telekommunikációs cégekre koncentrálódott. Itt nagyon hasonló cégek jutottak igen jelentős befektetésekhez, míg sok más területen az ígéretes cégek csak azért nem kaptak tőkét, mert a kockázati tőkések a legjobban látható és legnépszerűbb befektetési területekért versenyeztek. Ez a túlreagálás a kockázati tőkések viselkedésének torzulásában gyökerezhet, akik irracionális módon kötik a múltbeli sikerekhez a jövőbeli befektetési lehetőségeket. De származhat olyan kockázati tőkésektől, akik kényszerítve érzik magukat a többiek követésére (nyájhatás), nem számolva a másként viselkedés saját hírnevükre gyakorolt következményeivel (*Scharfstein–Stein* [2000]). Valójában 1999-ben még a hitellel történő kivásárlásokra mandátumot kapó kivásárlási alapok kezelői is induló internetes cégek támogatására éreztek kényszert.

Egy ezzel ellentétes nézet szerint az ágazat volatilitása nem a túlreagálásból fakad, hanem a fundamentumokban rejlő (azaz a cégek tényleges értékét takaró) volatilitásból. E szerint a kockázati tőke-befektetések kilengése csupán válasz a befektetések terén nyíló lehetőségek megváltozására. Sokkhatások érhetik a meglévő vállalkozások befektetési vagy az új vállalkozók piacra lépési lehetőségeit, ami egyaránt növeli a tőke iránti keresletet. *Gompers és szerzőtársai* [2005] tovább finomította a túlreagálásra és a fundamentumokra építő álláspontok megkülönböztetését azzal, hogy a kockázati tőke-befektetők különböző csoportjainak viselkedését is górcső alá vette. A szerzők abból indultak ki, hogy a tapasztaltabb alapkezelők általában jobb eredményeket érnek el (*Sørensen* [2004]), s megnézték, hogy ezek a sokkal sikeresebb befektetők hogyan reagáltak a befektetési lehetőségek jelzésére a nyilvános piacokon. Azt találták, hogy a tapasztaltabb alapkezelők sokkal érzékenyebben (fogékonyabban) reagáltak a nyilvános piacok befektetési lehetőségekre vonatkozó jelzéseire a tapasztalatlanabb vagy a más területeken tapasztalatokat szerző befektetőkhez képest. A befektetési ráták növekedése náluk nem hatott szá-

motteveően negatív módon a tranzakciók sikerére. Ez a kutatók számára azt jelezte, hogy a vállalatértékelések volatilitása a kockázatitőke-ágazat ingadozásainak fontos összetevője, ami konzisztens azzal a nézettel, hogy a kockázati tőkések ésszerűen reagálnak a nyilvános piaci változások által jelzett vonzó befektetési lehetőségekre. (Ha azt tapasztalták volna, hogy a kevésbé tapasztalt kockázati tőkések nagyobb valószínűséggel növelik a befektetési tevékenységüket a túlfűtött piacokon, akkor az arra utalt volna, hogy a túlreagálás fontosabb oka lenne a kockázatitőke-ágazat változékonyságának.)

Az, ahogy a kockázatitőke-ágazat alkalmazkodik a nemzetközi gazdaság időről időre bekövetkező fellendüléséhez és válságba kerüléséhez, alapvetően meghatározza, hogy működése a tőke körforgásával történik. A „kockázati tőke körforgása” (Gompers–Lerner [2000]) olyan folyamatként írható le, amely az alapok tőkegyűjtésével indul, az összegyűjtött tőke befektetésével, majd a finanszírozott cégek ellenőrzésével folytatódik, s véget ér, amikor az alapok kivonják tulajdonrészüket ezekből a cégekből, illetve akkor, amikor a tőke-alapok kezelőitől a befektetésekből felszabaduló tőke a hozamokkal együtt visszakerül az alapok befektetőihez. Az újabb ciklus kezdetén a tőkealapok kezelői a befektetők tőkéjéből újabb alapokat hoznak létre. Az ágazat alkalmazkodása a tőke kínálatában és keresletében bekövetkező változásokhoz azonban lassú. Az alapok számára a befektetők tíz évre ígérnek oda a tőkét annak érdekében, hogy az alapoknak legyen idejük a finanszírozott cégek fejlesztésére és átalakítására. Így a tőke kínálata nem képes gyorsan alkalmazkodni a befektetési lehetőségek megváltozásához. Még azoknak a szakágazatoknak a beazonosítása is nehéz, ahol valószínűsíthetően túl sok vagy túl kevés a tőkebefektetés. Fellendülés esetén a rövid távú alkalmazkodást, vagyis az új kockázatitőke-alapok gyűjtését megnehezíti, hogy az új alapkezelőknek még nincsenek múltbeli eredményeik, s a megfelelő jártasság megszerzése is nehéz és időigényes az alapkezelők számára. A jelentős piaci változások idején ezért az alkalmazkodás az alapkezelők számában csak lassan megy végbe (uo.). Recesszió idején a még befektethető tőkével rendelkező alapok egy ideig a piacon maradnak. A sikertelen alapkezelők majd csak az újabb tőkegyűjtési kísérletük idején szorulnak ki a piacról, amikor a kiábrándult befektetők már csak a legjobb hírű alapok számára adnak friss tőkét.

A kockázatitőke-ágazat dinamikája a kereslet és kínálat alakulásán keresztül érthető meg, ez mozgatja az alapok által gyűjtött tőke kínálatát és keresletét, ami a befektetők által realizált hozamot is befolyásolja (Lerner [2002a]). A kockázati tőke kínálatát az alapokba tőkét befektetők tőkenyújtási hajlandósága határozza meg az alapok kezelői számára. Ez a hajlandóság attól függ, hogy mekkora a kockázati tőkétől várható hozam a másfajta befektetésekhez képest. Ha másfajta befektetésekhez képest nő a várható hozam, a tőke kínálata is nagyobb lesz. A kockázati tőke iránti keresletet viszont a kockázati tőkét

kereső vállalkozások száma határozza meg. A kereslet ugyancsak a befektetők által várt hozamtól függően változik. Amennyiben emelkedik a befektetők által minimálisan várt hozam, akkor kevesebb vállalkozás képes megfelelni eme hozamkövetelménynek. A kockázati tőke kínálata és kereslete együtt határozza meg a kockázati tőke szintjét a gazdaságban. Ez nem állandó. Akár a kínálatot, akár a keresletet megváltoztathatja például a szabályozás megváltozása vagy egy új technológiai vívmány hirtelen piaci megjelenése. Az alapok által gyűjtött tőke mennyisége és hozama azonban nem képes gyorsan és zökkenőmentesen alkalmazkodni a kereslet és kínálat változásaihoz. Az alkalmazkodási folyamat lassúsága és egyenetlensége tartós egyensúlytalansághoz vezethet a kockázati tőke piacán. Amikor a nyújtott tőke mennyisége reagál a megváltozott helyzetre, a váltás könnyen túllőhet az ideális mértéken, ami így további problémát okozhat. A reagálás késedelmét egyaránt magyarázza az alapok struktúrája és az az időtartam, amíg a hozamokra vonatkozó információk visszajutnak a befektetőkhez.

Amikor a nemzetközi tőkeáramlás folyamata egy válság kezdetén elakad, akkor a kockázati tőke-alapok számára a befektetők által már korábban megígért tőke még rendelkezésre áll. Ebből az alapok elvileg még végezhetnek „anticiklikus” befektetéseket, ám ezt több dolog is akadályozza. A megfelelő befektetési célpontok kiválasztását a klasszikus kockázati tőke-befektetések és a kivásárlások esetében is megnehezíti a vállalatértékelések bizonytalanná válása. A kivásárlásoknál a vételár előteremtését a hitelcsapok elzáródása is akadályozza. Mivel ekkor a kivásárlási alapoknak a vételár nagy hányadát saját forrásból kell fedezniük, ez nemcsak megdrágítja számukra a befektetést, de számottevően rontja az elérhető hozamokat is, mivel nem tudják kiaknázni a hitelek kamatainak költségként történő leírásából származó előnyöket. Válság idején az alapok csak akkor hajtanak végre befektetéseket meglévő saját forrásaikból, ha a nehéz helyzetbe került cégek tulajdonosai hajlandók cégeik értékét olyan alacsonyra engedni, ami már kellő hasznot hajt a befektetőknek. További probléma, hogy a válság miatt a kockázati tőke-alapok kezelésében lévő vagyonon belül az új befektetésekre mozgósítható szabad tőke rovására megnő a finanszírozott cégekben lekötött vagyonrész. Az alapok ugyanis a megváltozott piaci helyzetben tulajdoni részüket sem képesek kivonni a tervezett időszakban, ha a kilépést épp a válság idejére ütemezték. A beszálláskori vállalatértékelések ugyanis az új helyzetben már nem érvényesíthetők, így az eladásokkal mindenképpen várni kell. A tervezettnél tovább megtartott cégek finanszírozása pedig nemcsak azért jelent gondot, mert ez az alapok nem erre szánt forrásait köt le, hanem azért is, mert a kilépések elmaradása az új alapok gyűjtését is megnehezíti.

Az új alapok potenciális befektetői ugyanis rendszerint a korábbi alapoktól visszakapott forrásokat fordítják az új kötelezettségek finanszírozására. Vál-

ság idején a jövőbeli befektetők forrásai amúgy is megcsappannak, hiszen a nyilvános tőkepiacokon lévő vagyonuk értéke is leértékelődik. A befektetők megcsappant értékű eszközeik terhére a bizonytalan piaci helyzetben amúgy sem szívesen vállalkoznak relatíve kockázatosabb befektetésekre. A válság hatására tehát az újabb kockázati tőke-alapok tőkegyűjtése lelassul, az újonnan létrehozott alapok kisebbek lesznek, s a piac zsugorodása miatt az alapkezelők száma is megcsappan. Amikor a válság véget ér, először a kilépések lendülnek fel, s ennek nyomán az alapok forrásai felszabadulnak, a tőke visszakerül a befektetőkhez, akik a bizalom növekedését érzékelve a piacon már hajlandók kockázatos befektetésekre is vállalkozni. Azaz készek olyan újabb alapokat is finanszírozni, amelyektől – a vállalt magasabb kockázat fejében – a tőzsdei befektetésekhöz képest magasabb hozamokat várnak. A forrásgyűjtés fellendülése és a hitelpiac megnyílása kitarja a kaput az újabb kockázati tőke-befektetések előtt, azaz megindul a befektetések fellendülése.

A leírtak alapján látható, hogy a kockázati tőke-ágazat saját ciklusa miatt mindig kisebb késéssel reagál a gazdasági ciklusok alakulására. Ugyanakkor maga is hozzájárul a válságból történő kilábaláshoz azzal, hogy a befektetők tőkéjét olyan vállalkozásokhoz képes eljuttatni, amelyek rendbetételében, illetve talpra állításában perspektívát lát. A kockázati tőke alkalmazkodóképességét jelzi, hogy megnőtt azoknak az alapoknak a száma, amelyek a nehéz helyzetű cégek finanszírozására, illetve a befektetők tőkeigényeinek és meglévő alapokban fekvő portfóliójának diszkontáron történő átvételére szakosodnak.

## Következtetések

A kockázati tőkét négy alapvető tulajdonsága 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 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 cégekből.

A kockázati tőke-befektetők tulajdonosi modellje lényegében a befektetési stratégián és az ehhez kapcsolódó szerződésén alapul. A befektetési stratégia rendszerint tőzsdén nem jegyzett, ritkábban tőzsdei vállalkozások részvényeinek megvásárlását takarja. A befektetést követően a szóban forgó cégek részvényei nyilvánosan nem jegyezhetők. A befektetés célja a portfólióba bevásárolt cégek fejlesztése és/vagy értékének növelése, eszköze pedig a vezetői

döntések ellenőrzése, a felelősségi körök pontos meghatározása és megfelelő ösztönzési rendszer kialakítása.

A kockázati tőke üzleti modellje a befektetők és a vállalatvezetők érdekeinek sokrétű összehangolásával – így az ösztönzés, az ellenőrzés és a hitel kombinációjával – igyekszik hozzájárulni a cégek teljesítményének javulásához. Az alapok befektetőinek és kezelőinek érdekeit egy olyan szerződésrendszer biztosítja, amely az alapkezelők számára a kezelt tőke értékének bizonyos hányadában meghatározott alapkezelői díjat állapít meg. Ezenfelül az alapok kezelői egy meghatározott hozamküszöb elérését követően maguk is részesednek az alap által elért hozamokból is, ami a magasabb hozam elérésére ösztönzi őket. A befektetők mellett az alapkezelők kis hányadban maguk is befektetnek az alapokba, s ezáltal érdekeltté válnak az alapok nyereséges működésében.

A kockázati tőke két területe, a klasszikus kockázati tőke és a kivásárlás gyökeresen eltérő helyzetű cégek finanszírozásában játszik kulcsszerepet. Míg a klasszikus kockázati tőke a cégek indulását, életének korai szakaszát, valamint expanzióját finanszírozza, a kivásárlás keretében történő befektetés a már érett vállalatok tulajdonosi körét változtatja meg. A befektetők célja mindkét esetben az, hogy a (rész)tulajdonukba került vállalkozást közreműködésük révén értékesebbé tegyék, s ezt a többletértéket részvényeik eladásakor a piaccal elismertessék.

Az intézményes keretek között nyújtott klasszikus kockázati tőke igen ritka finanszírozási eszköz, amely kevés, de kivételesen gyors növekedésre képes cég indításához nyújt tőkét. Noha az induló cégek igen kis hányada kap kockázati tőkét, a tőzsdére bekerülő cégek körében igen magas a kockázati tőkével finanszírozottak aránya. A kivásárlásokhoz nyújtott kockázati tőke nagyságrendjét a kockázati tőke-befektetők által finanszírozott ügyleteknek az összes vállalatfelvásárlási ügyletek közötti részaránya jelzi. A kockázati tőke-ügyletek aránya a válságot megelőző időszakban már megközelítette a vállalatfelvásárlások ötödét, majd a válság hatására tíz százalékra esett.

A kockázati tőke tulajdonlása mint átmeneti tulajdonlási forma szükségképpen magában foglalja a befektetésekből történő kilépést. A kilépés fontosságát a kockázati tőkés számára az adja, hogy e lépéssel válik láthatóvá befektetéseik eredményessége. A tulajdonosi részesedés értékesítésének megfelelő időzítése, árfolyamának kialakítása és módjának megválasztása nagyban befolyásolja az összes addigi erőfeszítés és ráfordítás elismertetésének lehetőségét.

Annak, ahogy a kockázati tőkés eladja a finanszírozott vállalkozásban lévő részesedését, több módzata van. Ezek közé tartozik a tőzsdei értékesítés, a cég tőzsdén kívüli értékesítése szakmabeli másik vállalatnak, pénzügyi befektetőnek, esetleg másik kockázati tőkésnek, illetve a korábbi társtulajdonosoknak, így akár a cég vezetőinek. Egy további, nem önként választott megoldás a kilépésre az, amikor a vállalkozás csődbe jut és a kockázati tő-



kés kénytelen befektetésén jelentős veszteséget elkönyvelni. A hagyományos kilépési módok mellett az elmúlt évtizedben viszonylag új kilépési útvonalak is egyre fontosabb szerephez jutottak: így az úgynevezett másodlagos kivásárlás, amikor a kockázatitőke-alapok tulajdonában lévő cégeket más kockázatitőke-alapok veszik meg; a hitelek és elsőbbségi részvények visszafizetésével járó úgynevezett tőkeáttételes feltőkésítés, valamint azok a másodlagos piaci tranzakciók, amelyek során egész befektetési portfóliók kerülnek át másik pénzügyi intézmény tulajdonába

Mind a klasszikus kockázatitőke-alapok, mind pedig a kivásárlási alapok esetében a teljesítmény lemérhető egyrészt finanszírozott cégenként, másrészt egy-egy alap egészén. A befektetési ügyleteket tekintve, a befektetések hozamának realizálása egyedi esemény, ám a kockázatitőke-alapok portfóliójának összesített hozama nehezen állapítható meg a még nem realizált ügyletek miatt. A kockázati tőke e vonása megnehezíti a teljesítmény – más tőkeközvetítő ágazatokhoz hasonló – standard, kockázathoz igazított módszerekkel történő mérését. A kockázatitőke-alapok teljesítményét nem egyszerűen az általuk egyes években aktuálisan elért eredményekkel mérik, hanem a létrehozásuktól a mérés időpontjáig eltelt összesített adatokkal. Az alapok hozamát vagy a belső megtérülési rátával, vagy a hozamszoróval mérik.

A legtöbb vizsgálat azt jelzi, hogy a kockázatitőke-alapok magasabb bruttó éves hozamot értek el a nyilvános részvénytőkeindexekhez képest, ugyanakkor a kockázatitőke-alapok kezelőinek díjazása miatt a kockázatitőke-alapok befektetői valójában mégis hozamelmaradásban voltak a nyilvános részvénytőke befektetőkhez képest. A kezelési díjak miatt a bruttó és nettó hozamok között olyan nagyok lettek a különbségek, hogy a kockázatitőke-alapokba való befektetés hozama összességében kisebb lett az intézményi befektetők nyilvános piacokon elérhető hozamainál. A kockázatitőke-alapokba való befektetéseket azonban mégis megmagyarázza, hogy a legjobban és a legrosszabbul teljesítő alapok között óriási eltérés mutatkozik. A legjobb kockázatitőke-alapok több mint a tízszeresét érték el a tőzsdei hozamoknak, miközben a legrosszabbak a nekik odaigért tőke nagy részét elbukták. A kockázatitőke-ágazatot finanszírozó befektetők számára ez a tulajdonság kiemeli az alapkezelők kiválasztásának fontosságát. Tovább erősíti ezt az a tény, hogy a legjobban teljesítő alapok tartósan is jobb teljesítményt érnek el, azaz a már megállapodott, nagyobb tapasztalatokkal rendelkező alapok általában is magasabb hozamokat produkálnak.

Az alapok létrehozásának időpontja is jelentősen befolyásolja az elérhető hozamokat. Az alapok teljesítménye érzékenyen reagál az üzleti/tőzsdei ciklusokra, mivel a (nemzetközi) gazdaság egyes fejlődési szakaszaiban a versenyhelyzet alakulásától függően változik a vállalatok értékelése, ami hat a befektetési döntésekre. Az egyes cégek befektetési és kiszállási érté-

kelése pedig meghatározó szerepű a kockázatitőke-befektetők által az egyes befektetéseken elérhető hozamok szempontjából.

A kockázatitőke-ágazatnak a nemzetközi gazdaság fellendüléséhez és válságba kerüléséhez történő alkalmazkodását alapvetően meghatározza, hogy működése a tőke körforgásával történik. A kockázati tőke körforgása az alapok tőkegyűjtésével indul, az összegyűjtött tőke befektetésével, majd a finanszírozott cégek ellenőrzésével folytatódik, s a finanszírozott cégek tulajdonrészeinek értékesítésével ér véget, amikor a tőkealapok kezelőitől a befektetésekből felszabaduló tőke a hozamokkal együtt visszakerül az alapok befektetőihez.

Az ágazat alkalmazkodása a tőke kínálatában és keresletében bekövetkező változásokhoz azonban lassú. A reagálás késedelmét egyaránt magyarázza az alapok struktúrája és az az időtartam, amíg a hozamokra vonatkozó információk visszajutnak a befektetőkhez. Ugyanakkor az ágazat maga is hozzájárul a válságból történő kilábaláshoz, miután lehetővé teszi a befektetők tőkénének eljuttatását olyan vállalkozásokhoz, amelyek rendbetételét, illetve talpra állítását perspektivikusnak látja.

# 2.

## Intézményesült kockáztatás – I. A kockázati tőke-alapok finanszírozása

A kockázati tőke-ágazat egy pénzügyi közvetítő ágazat. Az intézményi befektetők<sup>1</sup> által nyújtott finanszírozási forrás befolyásolja a kockázati tőke-alapokban összegyűjtött tőke felhasználását, kihat a finanszírozásra kiválasztott cégek életkorára és szakágazatára, azaz az alapok portfólió-összetételére, sőt az alapok ellenőrzésére is. Mindez végső soron hozamaikban is tükröződik. A kockázati tőke-befektetések tőkeháttéréről eddig mégis viszonylag kevés elemzés született, mivel a statisztikai adatok hiánya rendkívül megnehezíti a téma kutatását. Megoldatlan például a források és a végrehajtott befektetések adatainak összekapcsolása. A befektetést végző alapok tulajdonosi háttéréről, konkrét befektetéseiről és ezek hozamairól sem áll rendelkezésre átfogó nyilvános adatbázis.

### A kockázati tőke-alapokat finanszírozó intézményi befektetők

A kockázati tőke-alapokhoz érkező tőke forrása – azaz hogy mely intézményi befektetők nyújtják a tőkét – hatással van az alapok által összegyűjtött tőke felhasználására: a finanszírozásra kiválasztott cégek életkorára, technológiai fejlettségére, azaz végső soron az alapok portfóliójának összetételére. Emellett a tőke forrása befolyással van az alapok ellenőrzésére is, s mindez megmutatkozik az alapok által elért hozamokban. Noha szoros kapcsolat áll fenn a kockázati tőke-alapok számára forrást biztosító intézmények és a befektetésre kiválasztott cégek jellemzői között, a befektetésekre természetesen számos más tényező is hat.

*Mayer–Schoors–Yafeh* [2005] vizsgálta a kockázati tőke-alapok forrásai és tevékenysége közötti kapcsolatot négy országban (Németország, Izrael, Japán, Egyesült Királyság). E szerint a finanszírozás forrásai erőteljesen kihatnak az

<sup>1</sup> Az intézményi finanszírozók közé tartoznak az állami és a magánnyugdíjpénztárak, az esernyőalapok, a bankok, a biztosítók, az állami vagyonalapok (SWF), valamint a családi és alapítványi vagyonok kezelői.

adott országon belüli befektetési tevékenységre. A befektetések által érintett vállalatok életkora, szakágazata és földrajzi elhelyezkedése a vizsgált országok között eltért, aminek egyik okát a források különbözőségében kell keresni. Például a banki és nyugdíjpénztári tőkével finanszírozott kockázatitőke-alapok a magánszemélyek és nagyvállalati befektetők alapjaihoz képest inkább fektettek be fejlődésük későbbi szakaszában tartó cégekbe, míg ez utóbbiak az előbbiekhöz képest sokkal több földrajzi régióban szelektáltak a célpontok között. Az állami forrásokat befektető alapok viszont inkább az érintett ország határain belüli, s főként a korai fázisban tartó cégek tevékenységét finanszírozták.

Ezeket az eltéréseket nem kizárólag a források különbözősége magyarázza, erre számos egyéb tényező is hat, így többek között a vállalkozók kínálata, más forrásai, eltérő szervezeti megoldásai. A források és a befektetések közötti kapcsolat ugyanakkor országonként is eltérő összefüggést mutat. A banki forrásokat közvetítő kockázatitőke-alapok Németországban és Japánban – más alapokhoz hasonlóan – maguk is finanszíroztak korai fázisú cégeket, ezzel szemben Izraelben és az Egyesült Királyságban inkább csak a későbbi fázisban tartó vállalkozásokat választották célpontul (*Mayer–Schoors–Yafeh* [2003]).

Az egyes intézményi befektetői csoportok eltérő magatartásának hátterében a befektetések eltérő célja húzódik meg. A nagyvállalatok nagyrészt az új technológiák megszerzéséhez és az új termékek kifejlesztéséhez biztosítanak kockázati tőkét (*Siegel–Siegel–MacMillan* [1988], *Winters–Murfin* [1988], *Hellman–Puri* [2000], *Chesbrough* [2002], *Hellman* [2002]). A nyugat-európai nagyvállalatok technológiai okokból főként a fiatal és technológiaorientált cégekbe kívánnak befektetni (*Schertler* [2004]). A tudományos intézmények nagyobb súlya a rendelkezésre bocsátott forrásokon belül ugyancsak növelte a korai fázisban finanszírozottak részarányát (különösen a biotechnológia és a gyógyszerészet terén).

A bankok és az állami nyugdíjpénztárak profitmaximalizálási törekvése némileg eltérő, mivel a bankok számítanak arra, hogy portfóliójukbeli cégeik igénybe veszik szolgáltatásaikat, aminek révén többletbevételekhez juthatnak (*Hellmann–Lindsay–Puri* [2008]). Ez érthetővé teszi, hogy esetükben miért lehet alacsonyabb a közvetlen hozam. A bankok így olyan kockázatitőke-alapba is befektethetnek, ami a bankcsoport tranzakciói – hitelezési vagy tanácsadói közreműködésük – révén növeli meg a jövőbeli díjbevételeket. Azaz a bankok inkább termékpalletájuk teljessé tétele miatt nyújtanak kockázati tőkét, s nem kizárólag a várható hozam miatt (*Fang–Ivashina–Lerner* [2011]).

Az intézményi befektetők egyes csoportjainak teljesítménye közötti eltérésekhez az úgynevezett megbízó–ügynök-probléma eltérő kezelése is hozzájárul. Például a befektetési tanácsadók gyenge ösztönzése vagy az alkalmazottak gyakori cseréje egyaránt ronthatja a befektetések hozamát. Más-más eredményekhez vezet, ha az intézmények tőkéjének kezelői pusztán a befek-

tetések végrehajtásában érdekeltek, mint ha annak eredményességében is. A bankok által finanszírozott kockázatitőke-alapok rosszabb teljesítményének emellett más okai is lehetnek, mivel nemcsak a kivásárlási alapok, hanem a klasszikus kockázatitőke-alapok esetében is érvényesül ez a hozamkülönbség, holott ez utóbbiak esetében a várható díjbevételeknek sokkal kisebb a szerepük (*Lerner–Schoar–Wongsunwai* [2007]). Az Egyesült Államok befektetéseit vizsgáló *Fang–Iwashina–Lerner* [2011] szerint a banki befektetések hozama alacsonyabb, csődbe jutási aránya pedig magasabb volt más intézményekéhez viszonyítva, azaz a bankoknál nem érvényesült az információs előny, holott az általuk finanszírozott alapok cégei a befektetők anyabankjai révén kedvezőbb feltételekkel jutottak hitelekhez. Hasonlóképpen, az állami nyugdíjpénztárak és állami alapítványok rosszabb teljesítményét sem pusztán azok a politikai megfontolások magyarázzák, hogy a helyi területeket profitszempontoktól függetlenül kívánják támogatni. Ugyanis akkor is alacsonyabb a hozamuk magánszektorbeli befektetőtársaikhoz képest, ha nem helyi területekre fektetnek be.

Meghatározó lehet a kockázati tőke befektetésének módja is: az, hogy az intézményi befektetők a saját vagy a tőlük független – egyidejűleg többféle intézményi befektetőtől tőkét gyűjtő – kockázatitőke-alapokat finanszíroznak-e. A tapasztalatok szerint a nyugdíjpénztárak, alapítványok és életbiztosítók a kockázatitőke-piacra szánt tőkét többnyire tőlük független kockázatitőke-alapokba helyezik, míg a bankok, a brókercégek, valamint a nagyvállalatok rendszerint saját kockázatitőke-részlegeik számára biztosítják a tőkét, s csak ritkábban bízzák tőkéjüket harmadik fél által kezelt alapokra.

Az egy-egy intézménytől függő és a független kockázatitőke-alapoknál a megbízó–ügynök-probléma eltérő módon jelentkezik (*Van Osnabrugge–Robinson* [2001]). A független alapoknak – éppen függetlenségük következtében – kevésbé kell a forrást nyújtók sajátos szempontjaira tekintettel lenniük, így körültekintőbben válogathatnak a befektetési célpontok között, nagyobb hangsúlyt helyezhetnek a hozamkövetelményekre, miközben a szerződések révén szorosabb ellenőrzést képesek gyakorolni, s a befektetések megtörténte után is inkább figyelemmel tudják kísérni befektetéseiket.

Az egyetlen intézményi befektető érdekeltségébe tarozó (azaz tőle függő), illetve a több befektetőtől is tőkét gyűjtő (azaz tőle független) kockázatitőke-alapok eltérő befektetési magatartásában és sikerességében mutatkozó különbségek az állami háttérű alapok gyakran kifejezetten kockázatkerülő viselkedésével is összefüggnek. Ennek megfelelően a leginkább innovatív projekteket jellemzően független kockázatitőke-alapok finanszírozzák, míg a legkevésbé innovatívokat államiak (*Hirsch–Walz* [2006]). Karakteres piaci szegmentáció zajlik az eltérő tulajdonosi háttérű kockázatitőke-alapok között. Az állami kockázatitőke-alapok inkább finanszíroznak kevésbé innovatív olyan projekteket, amelyek esetében nincs akkora szükség a kockázati tőkésé-

finanszírozáson kívüli, nehezen megszerezhető szakértelmére.<sup>2</sup> A banki tulajdonban lévő kockázatitőke-alapok ugyancsak hajlamosak a kevésbé innovatív projektek finanszírozására, ha a portfólióbeli cégek – jelentős vagyoni fedezetüknek és korábban megszerzett külső forrásaiknak köszönhetően – alacsonyabb kockázatúak. A független kockázatitőke-alapok ugyanakkor inkább fektetnek innovatívabb projektekbe, s aktív közreműködésüket rendszerint igyekeznek több szerződési biztosítékkal körülbástyázni.

A befektetők különböző típusai szignifikánsan és tartósan eltérő hozamokat érnek el: az alapítványok a legjobbak, a bankok és biztosítók a legrosszabbak, a nyugdíjpénztárak pedig középen helyezkednek el. *Lerner–Schoar–Wongsunwai* [2007] elemzése szerint a vizsgált mintában a kockázatitőke-alapok 1991 és 2001 között átlagosan 6,7 százalékos éves belső megtérülési rátát (*internal rate of return, IRR*) produkáltak, ezen belül azok az alapok, amelyekbe alapítványok fektettek be, az átlagos teljesítménynél sokkal jobb, 20,5 százalékos hozamot értek el. Az állami és a vállalati nyugdíjalapok átlagosan 7,8 százalékos, illetve 5,1 százalékos hozamot értek el, a biztosítók pedig 5,5 százalékot. Ugyanakkor a bankok által választott kockázatitőke-alapok veszteségesek voltak: átlagosan –3,2 százalékos hozamot mutattak.

Természetesen a különböző intézményi befektetők befektetési jártassága, tapasztalata ugyancsak kihat a befektetések kiválasztására és sikerességére. Például minél hosszabb ideje aktív egy befektető a kockázatitőke-piacon, rendszerint annál jobban hozzá tud férni a vezető alapkezelők által indított új alapokhoz. A családi vagyonokat és az egyetemek tőkéjét kezelő alapítványok az Egyesült Államokban a kockázati tőke legkorábbi befektetői voltak, s így igen nagy tapasztalatot szereztek a befektetések e területén (*Müller* [2008], *Lerner–Schoar–Wongsunwai* [2007]).

Az intézményi befektetők különböző csoportjai abban is eltérnek egymástól, hogy mennyire képesek kiválasztani azokat az alapokat, amelyek a jövőben jobb teljesítményre lesznek képesek. Például *Lerner–Schoar–Wongsunwai* [2007] szerint azok az alapok, amelyekbe az alapítványok ismételten fektettek, sokkal magasabb hozamokat értek el, mint azok, amelyekkel az alapítványok szakítottak (belső megtérülési rátájuk 31 százalék szemből a 7 százalékkal). Az eredményt tehát a befektetések megújításakor az információk hasznosításának módja is befolyásolja, azaz hogy az intézmények vagyonkezelői mennyire követik nyomon a kockázatitőke-piac történéseit, így többek között az alapkezelőknél végbemenő fluktuációt, illetve az alapkezelők által követett befektetési modellek változásait.

<sup>2</sup> A sikeres korai fázisú befektetések esélyét az állam közvetlen – kizárólag költségvetési forrásból finanszírozott, állami alkalmazottakkal működtetett befektető szervezetek révén való – részvétele Magyarországon sem javította a kockázatitőke-piacon (*Karsai* [2004]).

## A kockázati tőke helye az intézményi befektetők portfóliójában

Az intézményi befektetők elsősorban azért lépnek a kockázati tőke-piacra, hogy javítsák portfóliójuk abszolút hozamát, és csökkentsék volatilitását. Az egyes intézmények vagyonának befektetésekor a kockázati tőke optimális allokációs arányát mindig a szabályozás és a kötelezettségek szabta keretek között kell vizsgálni. Az intézményi befektetőknél a diverzifikációs lehetőség kihasználásához nemcsak az eszközosztályok (így például a tőzsdei részvények, kötvények vagy az alternatív eszközök) közötti, hanem a kockázati tőke-befektetéseken belüli diverzifikációra is szükség van. A diverzifikáció érinti az alapok típusait és stratégiáit, a finanszírozott szektorokat és földrajzi területeket.

Abban, hogy az intézmények bevonnak-e portfóliójukba kockázati tőkét, döntő elem az általuk kezelt vagyon nagysága. Az intézményi befektetők számára a befektetés részarányának meghatározásakor alapvető szempont az adott intézmény mérete, mivel a kockázati tőke-befektetések kezelése költséges, s a költségek nagy része fix költség.

Az intézményi befektetők vagyonának allokációját elemző legtöbb tanulmány a teljes vagyon 5–10 százaléka közötti arányra becsüli azt a kockázati tőke-részarányt, amely esetén – ismerve ezen eszközosztály kockázat/hozam jellemzőit – a kockázati tőke javíthatja a portfólió kockázathoz igazított hozamát (*Jeng–Wells* [2000], *Mayer–Schoors–Yafeh* [2005], *Cumming–Fleming–Suchard* [2005]). Minimum 5 százalék az a részarány, amelynek még bármely eszközosztály esetében jelentősége lehet (*FW Capital* [2007]). A csak kisebb összegeket befektetni kívánó intézményi finanszírozók nehezen képesek diverzifikálni, ugyanis a jó minőségű kockázati tőke-alapok egyenként legalább 5–10 millió dollár közötti befektetéseket igényelnek. Tehát egy megfelelően diverzifikált, 15–20 alpból álló kockázati tőke-portfólió minimum 75 millió dolláros befektetést igényel. Az esernyőalapok<sup>3</sup> – más néven „alapok alapjai” – alkalmazása azonban bővítheti a kisméretű befektetők lehetőségeit is, mivel megoldhatja, hogy az egyedi befektetők olyan alapkezelőkhöz férjenek hozzá, amelyek szakértelemmel, forrásokkal és kapcsolatrendszerrel rendelkeznek a diverzifikált portfólió kiépítéséhez, és képesek szelektálni a korlátozottan elérhető alapkezelők között (*FW Capital* [2004]).

A nyugdíjpénztáraknak is csak akkor éri meg portfóliójukba kockázati tőkét bevonni, ha képesek megfelelően nagy összegeket e célra fordítani (*Burgel* [2000]). Ugyanis a kiegyensúlyozott bevételekhez, valamint a hozamok szóródásából eredő kockázatok kivédéséhez elengedhetetlen, hogy megfelelő

<sup>3</sup> Az esernyőalapok olyan speciális alapok, amelyek az intézményi finanszírozók náluk elhelyezett tőkéjét fektetik be kockázati tőke-alapokba.

nagyságú összegeket helyezzenek ki, ezért a kisebb nyugdíjpénztárak számára csak közvetetten, kizárólag esernyőalapokon keresztül javasolt a befektetés. A kockázatitőke-alapokban ugyanis egy befektetőnek minimum 1 százalékos részesedést kell megszereznie. Az egy befektetőtől elfogadott hányad maximuma pedig 10 százalék. A legtöbb ilyen alapnak 10 és 30 közötti befektetője van. Ráadásul, mivel a nyugdíjpénztárak által odaíért tőkének általában csak 80–95 százalékát hívják le ténylegesen, a nyugdíjalapoknak arra kell felkészülniük, hogy amennyiben a megcélzott kitétséget (azaz a vagyonon belül a kockázati tőkébe fektetendő allokációs arányt) el kívánják érni, akkor még ennél is magasabb nominális allokációt kell biztosítaniuk. A kockázatitőke-alapok csak a befektetések esedékessé válásakor, azaz több részletben hívják le a nekik odaíért összegeket. A gyakorlatban ez évente a teljes odaíért tőke 20–40 százalékának lehívását jelenti. A nyugdíjpénztárak által odaíért tőkéből tehát mindig csak egy bizonyos hányad „dolgozik”, hiszen időközben még az azon részek után járó összegeket is visszafizetik, ahonnan a kockázatitőke-alapok közben kiszálltak. Így végeredményben csak az odaíért tőke mintegy kétharmadával lehet számolni. A hozamok kiszámításakor azt is figyelembe kell venni, hogy a kockázatitőke-alapok által ígért hozamok is csak a lehívott összegekre és a tényleges kezelés idejére vonatkoznak. Ezért a még le nem hívott tőkét a nyugdíjpénztári befektetőknek az átmeneti időre likvid eszközökbe kell fektetniük (*Burgel [2000]*).

A befektetők szempontjából a kockázatitőke-alapok megfelelő kiválasztásának rendkívül nagy jelentősége van, hiszen a befektetők – eltérően a tőzsdei indexektől – nem vehetnek „kockázatitőke-indexet”. Ugyanakkor a befektetők számára meglehetősen nehéz a legjobbak kiválasztása, mivel az alapok pontos összehasonlítását az általuk közölt mutatók és referenciaértékek nehezen teszik lehetővé. Az alapkezelők kiválasztásának fontosságát mutatja, hogy a felmérések tanúsága szerint a legjobban teljesítő alapok tartósan jobb teljesítményt érnek el, azaz a már megállapodottabb, nagyobb tapasztalattal rendelkező alapok hozamai általában magasabbak. Minél kevesebb projektet bonyolít egy befektetési szakember, és minél kisebb méretű portfóliót kell átvizsgálnia, annál alaposabb lesz az átvizsgálás, és annál magasabbak lesznek a hozamok, miközben a nagyobb összegek kezelésekor a nagyobb méretű kivásárlási alapok képesek a legmagasabb hozamot nyújtani a többi alaphoz képest (*Kaplan–Schoar [2005]*). Ezeket a megállapításokat alátámasztja a Preqin cég által közzétett statisztika, amely szerint a legfelső negyedbe tartozó kockázatitőke-alapok kezelőinek kétharmada következő alapjával is jobb hozamot ért el a középértéknél, s 39 százaléka ismét a legfelső negyedben végzett (*Preqin [2010e]*).

A hozamok alakulására kezelőik jártassága mellett az alapok létrehozásának időpontja is befolyással van. Például a nyolcvanas években gyűjtött



kockázati tőke-alapok magasabb hozamúak voltak, mint a kilencvenes években létrehozottak. A fellendülés idején gyűjtött alapok kezelői kisebb valószínűséggel hoztak létre újabb alapokat, ami végső soron azt jelezte, hogy kevésbé jó teljesítményt értek el (*Lerner–Schoar–Wongsunwai* [2007]). A gazdasági visszaesés idején összegyűjtött alapok viszont valójában igen jó teljesítményt tudnak felmutatni. Válság idején, amikor eleve nehéz a cégeknek forrást bevonni, kénytelenek alacsonyabb árfolyamon eladni a kockázati tőkéseknek vagyonrészeiket, akik így a kiszálláskor nagyobb hozamra tehetnek szert. Fellendüléskor pedig azért nő a forrást kereső cégek kínálata, mert egyre több vállalkozási lehetőség kínálkozik a gazdaságban. Az eszközeik befektetéséről döntő intézményi befektetők pedig az alapok korábbi – a válságot is magában foglaló időszakban elért – hozamai alapján döntenek a befektetésekről. Például a 2001-ben és 2002-ben a dotcomválság idején – igen nehéz alapgyűjtési környezetben – létrehozott kivásárlási alapok a belső megtérülési ráta középértéke alapján minden idők legjobban teljesítő alapjai közé tartoznak. A befektetési ajánlatok száma ugyanis a válság vége felé megemelkedik, s néhány befektetés extrém magas hozamot érhet el (*Preqin* [2009b]).

Az intézményi befektetők vagyonának kockázati tőkébe fektetését lényegesen befolyásolja, hogy működési helyükön van-e aktív ilyen jellegű tevékenység, amely révén a befektetőknek eleve inkább lehetnek ismereteik az ágazatról. A kutatások azt támasztják alá, hogy azok az intézményi befektetők, amelyek olyan területeken működnek, ahol a kockázati tőke aktív, többet fektetnek be kockázati tőkébe, mint mások. Ahol például a tőzsde megfelelő kilépési utat kínál a kockázati tőke-alapok kezelőinek a portfólióbeli cégek eladására, így a befektetett tőke visszafizetésre, ott a kockázati tőkébe való befektetés is élénkebb. A helyi kockázati tőke-ágazat élénksége azért is fontos tényező, mert az intézményi befektetők kezelői jobban ismerik a hazai pályát, s ha ott kevésbé aktív a kockázati tőke, akkor inkább olyan eszközosztályba fektetnek, amelyet jobban ismernek (*Chemla* [2005]).

Az intézményi befektetők tőkéjének összegyűjtését – az említett szempontokon túl – végső soron mindazon tényezők befolyásolják, amelyek hatással vannak a gazdasági növekedésre. A gazdaság általános növekedése maga is kihat a tőkeigéretre a kockázati tőke-piacon. Egy növekedésben levő gazdaság több lehetőséget kínál új cégek indulására, ami megnöveli a kockázati tőke iránti keresletet (*Gompers–Lerner* [1998]). Ha a GDP és a tőzsdei hozamok nőnek, a kockázati tőke iránt is nő a kereslet. Az általános gazdasági növekedés pozitívan hat mind a kockázati tőke kínálatára, mind a keresletére (*Brynas–Holthammar* [2006]). Az első nyilvános részvénykibocsátások száma (*initial public offering, IPO*) az egyik legfontosabb olyan tényező, ami az intézményi befektetők tőkeallokálásánál pozitívan hat a kockázati tőke-befektetésre (*Marti–Balboa* [2001]). Az első nyilvános kibocsátásokon keresz-

tüli kiszállásra nagyobb lehetőséget biztosító aktív tőzsde alapvető fontosságú az élénk kockázatiőke-piachoz (*Black–Gilson* 1999). Szignifikáns kapcsolat volt kimutatható a kockázatiőke-alapok által finanszírozott cégek első nyilvános kibocsátásainak a száma és a következő években az alapkezelőknek tett új tőkeigérvények között (*Brynas–Holhammar* [2006]).

A feltörekvő piacokon, így például Közép-Kelet-Európában a kockázatiőke-befektetésekről döntő intézményi finanszírozók szempontjai között a tulajdonosi jogok hatékony védelme kiemelten fontos (*Groh–Liechtenstein–Canela* [2008]). Ugyancsak döntő elem a helyi alapkezelők vezetési színvonala, valamint az adott régió tőkepiacainak mérete és likviditása. A válság kitörését megelőzően e tényezők például a közép-kelet-európai régióban inkább még gátolták a tőke odaigérését, miközben a vonzó növekedési kilátások már kifejezetten ösztönözték ezt. Szintén pozitív hatása volt e régióban a korábban szerzett befektetési jártasságnak és tapasztalatoknak, ugyanis az itteni befektetéseket már korábban finanszírozók kifejezetten elégedettek voltak az általuk elért kockázat/hozam aránnyal, s ennek kapcsán kedvező véleményük volt a helyi vállalkozási lehetőségekről, a régió alapkezelőinek jártasságáról.

Az intézményi kockázatiőke-befektetésekre vonatkozó előírások világszerte két alaptípusba sorolhatók. Az egyik szerint előre meghatározott korlátokat kell beépíteni a szabályozásba, s a befektetők csak e korlátok szabta határokon belül valósíthatnak meg meghatározott befektetéseket, azaz például az általuk kezelt vagyonnak csak egy meghatározott hányadát fektethetik kockázati tőkébe. A kontinentális Európa nagy részén ezt az elvet követik, e szigorú szabályozás a befektetők által viselt kockázat csökkentését szolgálja. A másik álláspont a konkrét, számszerűsített előírások rögzítése helyett liberálisabb módon, az adott intézményi befektetőre bízva portfóliója diverzifikálását, s azt feltételezi, hogy az intézmény hosszú távú érdekeit követve úgy fog eljárni, ahogyan azt bármelyik prudens befektető tenné. Ez utóbbi megközelítés az úgynevezett óvatossági szabály (*prudent man rule*) néven vált ismertté, s ezt alkalmazzák az angolszász piacokon. Nem véletlen tehát, hogy e területeken a nyugdíjpénztárak a kockázatiőke-piacon sokkal nagyobb szerepet játszanak, mint a kevésbé liberális szabályozás alá tartozó országokban.

A válságot megelőzően a pénzügyi szabályozás az egész világon egyre inkább a kockázatvállalást jobban az intézményekre bízó prudenciális rendszerek felé fordult (*BIS* [2007]). A válság hatására a pénzügyi szabályozás 2009-ben kilátásba helyezett várható változásai azonban új, a korábbinál szigorúbb előírások és korlátozások bevezetését valószínűsítik a kockázatiőke-befektetések és a kockázatiőke-alapok számára. E változások csökkenthetik azoknak az alapoknak a számát, amelyekhez az európai intézményi befektetők, így többek között a nyugdíjpénztárak hozzáférhetnek. A kockázatiőke-alapok működését érintő változások között szerepel többek között az egyesült

államokbeli tőkejövedelem-adó megváltoztatása, a bankok kockázati tőkepiaci részvételének korlátozása, az Európai Unió alternatív befektetési alapok kezelőire vonatkozó irányelve<sup>4</sup> pedig új közzétételi, tőkemegfelelési, letétkezelési és hitelezési előírásokat és korlátok állít (IFSLS [2009]).

Az intézményi befektetők a különböző eszközosztályok között a kockázati tőkét az úgynevezett alternatív befektetések<sup>5</sup> között tartják számon. Bár az alternatív eszközök súlya az elmúlt évtizedben határozottan emelkedett, a befektetések között továbbra is csak periferikus szerepet játszanak. A kockázati tőke-befektetések súlya a befektetések összességéhez viszonyítva még inkább eltörpül, hiszen a kockázati tőkéreallokált összeg még az alternatív eszközöknek is csak kis hányadát teszi ki. Ez az összeg azonban a kockázati tőke-alapok tőkéjének meghatározó hányadát képviseli, s számukra ez a legfontosabb tőkeforrás.

Az alternatív eszközökbe történő befektetés aktuális és tervezett nagyságrendjét világszerte rendszeresen felmérő Russell Research 2010 januárjában közel 120 intézmény vagyonában az alternatív eszközök súlyát globálisan 14 százalékosnak találta. Ezen belül a kockázati tőke részaránya 22 százalék volt, vagyis az intézményi befektetők vagyonában a kockázati tőke átlagosan 3,1 százalékot képviselt. Ez – a két évvel korábban mért részarányhoz viszonyítva – a válság hatására kétharmados visszaesést mutat. (2001 és 2007 között az egyesült államokbeli és a kanadai intézményi befektetők átlagosan portfóliójuk 6-8 százalékát helyezték kockázati tőkébe, míg Európában a kockázati tőke aránya az intézmények portfóliójában 3-5 százalékos részarányú volt.) 2012-re a megkérdezett intézmények világszerte vagyonuk 4,9 százalékát tervezték kockázati tőkeként befektetni. Észak-Amerikában ez 6,8 százalékos, Európában pedig 3,7 százalék feletti hányadot takar (Russell Research [2010]).

Az Investment & Pension Europe európai intézményekre kiterjedő, zömmel európai nyugdíjpénztárak portfóliójának összetételét, s ezen belül a kockázati tőke arányát 2009-ben vizsgáló felmérése szerint az összes országot tekintve csökkent az alternatív eszközök súlya az intézményi befektetők eszközportfóliójában, azaz amíg 2008-ban a vagyon átlagosan 10 százalékát adta, 2009-ben már csak 8,7 százalékot ért el. Az európai intézmények alternatív befektetéseiben belül a kockázati tőke részaránya 1,7 százalékra csökkent az előző évi 2 százalékhoz képest. A kockázati tőke a második legnépszerűbb alternatív befektetési eszközcsoportot képviselte az európai intézményi befektetők körében, bár a fedezeti

<sup>4</sup> Az Európai Unió alternatív befektetési alapok kezelőire vonatkozó irányelve az európai székhelyű vagy ottani alapokat kezelőkre vonatkozó, még életbe nem lépett előírás. Az érintett alapkezelők közé a kockázati tőke-alapok kezelői mellett a fedezeti alapok, valamint az ingatlanalapok kezelői tartoznak (Európai Parlament [2011]).

<sup>5</sup> A kockázati tőkén kívül az alternatív eszközök közé a fedezeti alapokba, az ingatlanba és a tőzsdéi termékekbe való befektetéseket sorolják.

alapok és a kockázati tőke között nem mutatkozott jelentős eltérés (*IPE* [2009]). A felmérésből a közép-kelet-európai intézményi befektetők vagyonának befektetéséről is képet lehet alkotni: Közép-Kelet-Európában az alternatív befektetések súlya a fejlett európai országokhoz viszonyítva a legalacsonyabb volt, 2007-ben 4 százalékot, 2008-ban pedig 2 százalékot tett ki. 2008-ban e régióbeli intézmények alternatív befektetései között a fedezeti alapok részesedése 1,9 százalékot ért el, a kockázati tőke aránya 0,1 százalék volt, míg az ingatlanoké 2 százalék, a tőzsdei árucikké pedig 0,2 százalék.

Az intézményi befektetők összességére vonatkozó összevont statisztikai mutatószámok eltakarják az egyes intézményi csoportok befektetései közötti jelentős eltéréseket. Tekintve, hogy az intézményi befektetők egyes csoportjainál a kockázati tőke-befektetések célja, likviditási igénye különbözik, ezen intézményi befektetői csoportok vagyonuk különböző hányadát kívánják kockázati tőkébe fektetni.

A Preqin cég felmérése szerint 2009-ben az intézményi befektetők egyes csoportjai által világszerte kezelt vagyonból a legmagasabb hányadot a családi vagyonok kezelői, valamint az egyetemi és egyéb alapítványok fektették kockázati tőkébe (8,9, illetve 8,3 százalék), e szervezeteket 6,5 százalékos aránnyal a különböző vagyonkezelők követték. A kezelt vagyon méreténél fogva a kockázati tőke-piac szempontjából leginkább meghatározó állami és magánnyugdíjpénztárak befektetési portfólióikban 2009-ben 5,0 százalékos, illetve 4,3 százalékos kockázati tőke-arányt alakítottak ki. A kockázati tőkébe ugyancsak befektető állami vagyonalapok (*sovereign wealth fund, SWF*)<sup>6</sup> befektetéseiből a kockázati tőke 3,7 százalékkal, míg a biztosítócégek vagyonában 2,6 százalékkal részesedett (*Preqin* [2010c]).

## A kockázati tőke-piac forrásai

2008–2010 során a nemzetközi kockázati tőke-ágazat tízéves fejlődésének legnagyobb visszaesése következett be. A befektetések értéke, a befektetési céllal gyűjtött tőke volumene, valamint a kilépések értéke egyaránt jóval a válság előtti szint alá esett. A kockázati tőke-befektetések értéke világszerte 2009-ben 110 milliárd dollárt ért el, ami még a fele sem volt a 2008-ban mért 251 milliárd dollárnak, s több mint 70 százalékkal alacsonyabb volt a 2007-ben mért 395 milliárd dollárhoz viszonyítva (*1. táblázat*). 2010-ben a

<sup>6</sup> Az állami vagyonalapok (*sovereign wealth funds, SWF*) közvetlen állami ellenőrzés alatt álló, az állami devizatartalékoktól elkülönülten és nem nyilvánosan kezelt alapok. Az ilyen alapokban kezelt vagyont a tartós megtakarítási többlettel rendelkező országok kormányai fektetik be külföldön.

befektetések értéke ismét növekedésnek indult, ám 180 milliárd dolláros értékkel továbbra sem érte el a 2008-as szintet, s még mindig csupán a 2007-es érték 55 százalékát tette ki. 2011 első felében tovább folytatódott az ágazat növekedése, amikor a befektetések értéke már fél év alatt 200 milliárd dollárt ért el (*TheCityUK* [2011]).

### I. táblázat

A befektetések és az évente gyűjtött tőke értéke a világ kockázatitőke-ágazatában, 2000–2010 (milliárd dollár)

Év	A befektetések értéke	A tőkegyűjtés értéke
2000	145,2	225,4
2001	70,2	153,7
2002	74,6	90,3
2003	103,7	82,5
2004	129,8	138,5
2005	157,9	274,3
2006	283,0	418,8
2007	395,1	465,9
2008	251,4	416,2
2009	110,1	141,8
2010	179,0	150,0

*Megjegyzés:* a befektetési értékek hitel nélkül értendők.

*Forrás:* *TheCityUK* [2011].

Az ágazat jelentőségének csökkenését jelzi, hogy 2009-ben a világszerte végrehajtott felvásárlási ügyletek értékének mindössze 6,3 százalékát adták a kockázatitőke-ügyletek, ami 10 év óta a legalacsonyabb hányad volt. 2010-ben 7,4 százalékot elérve kicsit tovább emelkedett ezen ügyletek aránya. Holott 2006-ban – az ágazat fénykorában – ezeknek az ügyleteknek a súlya még 21 százalék volt. 2009-ben a kockázatitőke-befektetéseken belül a kivásárlások részaránya 57 százalékra esett vissza a 2008-ban mért 66 százalékról, mivel ekkor már második éve igen nehéz volt bankhiteleket szerezni a kivásárlások útján megvalósítandó befektetésekhez. Ennek megfelelően az ügyletek finanszírozásában 2009-ben a befektetési érték felét már a tőkehányad tette ki, míg 2008-ban csupán 43 százalék, 2007-ben pedig 33 százalék volt a tőke aránya a hitelhez képest (uo.). 2010-ben már az ágazat erejének ismételt visszatérését prognosztizálta, hogy 10 százalékkal közel 70 százalékra nőtt a kivásárlások részaránya, ám a kivásárlások finanszírozására szolgáló tőkeáttételes hitelek kibocsátása továbbra sem érte el a gazdasági visszaesés előtti szintet. A finanszírozási rést a magas hozamú kötvények kibocsátásának emelkedése fedezte.

A vételárban a hitelek szerepének növekedését jelzi, hogy 2010-ben némileg emelkedett a saját tőke hányada, amely ekkor már az ügyletek értékének fele helyett csupán a 44 százalékát finanszírozta (uo.).

A klasszikus kockázatitőke-befektetést és a kivásárlásokat egyaránt magában foglaló kockázatitőke-ágazaton belül a klasszikus kockázatitőke-befektetések értéke a válság nyomán közel harmadával esett vissza 2009-ben a korábbi évek szintjéről, 2010-ben már emelkedésnek indult, igaz, a kivásárlásokéhoz képest csak lassúbb ütemben. A 2010-ben elért 55 milliárd dolláros érték 2009-hez képest 5 milliárd dollárral volt magasabb, ám még továbbra is messze elmaradt a két évvel korábbi 87 milliárdos csúcstól (uo.).

A válság hatása a kockázatitőke-befektetések céljára évente összegyűjtött tőke volumenének erőteljes visszaesésében is megmutatkozott. Az 1. táblázat adatai szerint 2009-ben a világszerte gyűjtött kockázatitőke-források értéke az előző évhez képest kétharmaddal, 142 milliárd dollárra esett, ami 2004 óta a legalacsonyabb éves tőkegyűjtési volumennek felelt meg (uo.). A tőkegyűjtés feltételei 2010-ben sem javultak, ami immár a második olyan évet jelentette, amikor a gyűjtött források 150 milliárd dolláros szinten mozogtak, ami a válság előtti tőkegyűjtés harmadának felel meg (uo.).

A válságot megelőző időszakban még erőteljes verseny folyt a befektetők között a kockázatitőke-finanszírozás terén, azaz jelentős be nem fektetett tőke, úgynevezett száraz puskapor (*dry powder*) gyűlt össze az alapoknál. A 2009-et megelőző három év során minden korábbi rekordot megdöntő, több mint 1,3 ezer milliárd dollár összegű tőke keletkezett az alapokban.

A kockázatitőke-alapok kezelésében lévő – azaz a befektetésekre rendelkezésre álló és a portfóliócégekben lekötött – tőke 2009 végére már közel 2,5 ezer milliárd dollárra emelkedett, kissé meghaladva ezzel a 2008-as szintet. A kezelt tőke értéknövekedése részben a lecsökkent befektetési tevékenység, részben pedig a kockázatitőke-alapok portfólióiban lévő cégek eladása terén tapasztalt nehézségek következménye volt. 2010-ben a kilépések élénkülése nyomán az alapok által kezelt tőke volumene valamelyest, 2,4 ezer milliárd dolláros szintre csökkent (2. táblázat).

A befektetésekre rendelkezésre álló tőke 2010 végén a kezelt volumen 40 százalékát tette ki. Azaz világszerte közel ezermilliárd dollár értékű tőke várt arra, hogy kockázati tőkeként befektessék. Ennek felét a befektetők kivásárlások finanszírozására szánták, további 15 százalékot klasszikus kockázati tőkeként kívánták befektetni, a maradékból pedig ingatlanok vásárlását tervezték. A kockázatitőke-alapok előre meghatározott életkorából adódóan a fenti összeg jelentős részét a következő néhány évben az alapoknak nagy valószínűséggel be kell majd fektetniük, mivel sokuk ér majd el azon időszak végére, amikor a tőkét az eredeti szerződés szerint – a befektetésekből kivonva – már vissza kellene juttatnia a befektetőknek (*TheCityUK* [2011]).

## 2. táblázat

A kockázati tőke-alapok kezelésében lévő vagyonból világszerte befektethető és a portfóliócégekbe fektetett tőke értéke, 2003–2010 (milliárd dollár)

Év	A befektetésekre rendelkezésre álló	A portfóliócégekben lekötött
	kockázati tőke értéke	
2003	403	464
2004	408	554
2005	562	675
2006	805	898
2007	1010	1265
2008	1074	1204
2009	1067	1413
2010	964	1415

Forrás: *TheCityUK* [2011].

Európában az évente a kockázati tőke-ágazatba érkező friss tőke értéke 2006-ban volt a legmagasabb, közel 108 milliárd euró. Az ezt követő két évben a tőkegyűjtés 80 milliárd euró közeli értéken stagnált, majd 2009-ben a válság hatására drasztikusan, 16 milliárd euróra esett. A visszaesés egyidejűleg adódott az alapok befektetőinél jelentkező likviditási problémákból (amit csak felerősített a már meglévő alapoktól érkező visszafizetések lelassulása), a jövőt övező általános bizonytalanságból (ami miatt a befektetők a kivárási stratégiáját választották), valamint a kilépések leállása miatt az alapok tényleges eredményeiről tudósító adatok hiányából. Az általános rossz hangulatban az alapok kezelői maguk is késleltették az új alapok meghirdetését. Az alapkezelők esetenként lecsökkentették a már létrehozott alapok méretét is, hogy ezzel is könnyítsenek a befektetők nehezedő likviditási nyomáson, s hozzáigazítsák az alapok stratégiáját az ügyletek csökkenő méreteihez. Feltételezhetően a 2009. évi rendkívül alacsony értékű forrásgyűjtés mögött a 2006 és 2008 között már begyűjtött igen nagy tőkevolumen is meghúzódik, azaz a korábban gyűjtött tőke jelentős hányada az alapokban még befektetésre vár (*EVCA Yearbook* [2003]–[2010]).

Mind a kockázati tőke-befektetések, mind pedig a tőkegyűjtés regionális alakulását tekintve a kontinensek között elmozdulás figyelhető meg. A két-éves évek elejéhez képest a befektetésekben Észak-Amerika súlya megnőtt Európa rovására, az alapgyűjtésben pedig változatlanul megmaradt rendkívül domináns szerepe (3. táblázat). Az adatok 2011 elején a feltörekvő piacok további előretörését jelezték az alapgyűjtés területén (*TheCityUK* [2011]).

## 3. táblázat

A kockázati tőke-befektetések és kockázati tőke-befektetési céllal világszerte gyűjtött tőke értékének földrajzi régiók szerinti megoszlása, 2000 és 2010 (százalék)

Régió	A befektetések értéke		A tőkegyűjtés értéke	
	2000	2010	2000	2010
Észak-Amerika	68	45	71	53
Európa	23	32	20	18
Ázsia/Csendes-óceáni térség	8	17	8	22
Egyéb	1	6	1	7

Forrás: ThyCityUK [2011].

A kockázati tőke-ágazat fejlődése egyértelműen a befektetések nemzetköziesedésével járt, az elmúlt évtizedben mind a tőkegyűjtés, mind pedig a befektetés erőteljesen globalizálódott. 2000 és 2008 között a kockázati tőkében részesülő cégek több mint harmada világszerte olyan befektetőtől kapott tőkét, amely nem abban az országában működött, ahol a cég székhelye volt. A külföldi befektetők jellemzően nagyobb valószínűséggel vesznek részt nagyobb méretű ügyletekben, különösen ahol a portfólióban lévő cég egy kis országban található. Az információtechnológia, a gépipar és a biotechnikai szektor cégeit más ágazatbeli vállalkozásokhoz képest sokkal nagyobb valószínűséggel finanszírozzák külföldi befektetők (*Tykvova-Schertler* [2009]).

Az egyes földrajzi régiókban, illetve kontinenseken elérhető hozamok eltérése maga is magyarázza a befektetők külső piacokra történő belépését. A Preqin cég felmérése szerint az 1996 és 2007 között felállított alapok nettó belső megtérülési rátájának középértékét tükröző számok azt mutatják, hogy az észak-amerikai piacra befektető regionális alapok érték el a legalacsonyabb hozamot, az Európára és Ázsiára szakosodó regionális alapok teljesítménye felülmúlta az egy-egy régióra nem szakosodó globális alapokét, miközben a válság nyomán az új alapoknál a hozam világszerte mindenhol visszaesett (*Preqin* [2010d]).

Az ágazat helyzete összességében a 2008-ban kirobbant globális pénzügyi és gazdasági válság következtében meggyengült. Az új ügyletek visszaestek, az odaígért tőke lecsökkent, az ügyletek finanszírozásában mérséklődött a hitelek aránya, nehezebbé vált a kilépés a portfóliókban lévő cégekből. Mivel a befektetések értékesítése nehezebbé vált, a kockázati tőke-alapok a tervezettnél tovább tartották cégeiket portfólióikban, s ez nemcsak a befektetési portfóliók nyereségességét befolyásolta, de egyúttal lassította, illetve csökkentette a tőke visszafizetését a kockázati tőke-alapok befektetői számára. Megváltozott a befektetők által előnyben részesített régiók/országok kedveltsége



is. Árnyalatnyival nőtt a feltörekvő piacok iránti befektetői érdeklődés, ezen belül pedig különösen megnőtt Ázsia, elsősorban Kína és India népszerűsége. Ugyanakkor egyre több befektető tekint bizakodva a brazil és általában a dél-amerikai piacokra, míg Közép-Kelet-Európa, Afrika és Oroszország, valamint a Közel-Kelet népszerűsége kisebb lett (*Preqin* [2010]).

A visszaesés a kivásárlások mellett az eleve sokkal kockázatosabb klasszikus kockázatitőke-befektetéseket különösen hátrányosan érinti, holott ezen ügyletek finanszírozása már a válságot megelőzően is korlátozott volt. E helyzetben felértékelődött az EU által 2007-ben indított Jeremie-program jelentősége. A program közösségi források lehívását teszi lehetővé olyan holdingrendszerű alapok felállításához, amelyek tőkéjére a magánszektorbeli befektetőktől és a közösségi forrásokból származó tőkét együtt befektetni kész kockázatitőke-alapok kezelői pályázhatnak.

## Az intézményi befektetők szerepe a kockázatitőke-piac forrásaiban

A kockázati tőkébe fektető intézmények száma és köre az elmúlt évek során jelentősen szélesedett, miközben a befektetők egyes csoportjainak jelentősége is változott. Így többek között a bankok vezető szerepét a nyugdíjpénztárok vették át, miközben új befektetői csoportként megjelentek a kockázatitőke-piacon az állami vagyonalapok (SWF). A nyugdíjpénztárok kiemelkedő szerepét nemcsak a közvetlen, hanem az esernyőalapokon keresztül lebonyolított befektetéseik is megalapozzák. Mivel a nyugdíjpénztárok részvétele lehetővé teszi a nyugdíjcélú megtakarítások egy részének befektetését kockázatitőke-szektorba, az ágazat működésének eredményessége végső soron kihat a vele közvetlenül kapcsolatban nem lévő dolgozók millióinak időskori életére is.

A nyugdíjpénztárok világszerte az ágazat legfontosabb befektetői. Míg a nyugdíjpénztárok az Egyesült Államokban hagyományosan a legjelentősebb finanszírozóknak számítanak, Európában csak 2003 után nőtt meg a jelentőségük. A Preqin cég 2009 januárjában közzétett felmérése szerint 960 nyugdíjpénztár közel félmilliárd dollárral járult hozzá 2008-ban a kockázatitőke-befektetésekhöz. A nyugdíjalapok az általuk kezelt vagyon átlagosan 4,8 százalékát fektették be kockázati tőkeként. A legnagyobb 20 nyugdíjpénztár eszközeiben a kockázati tőke még ennél is nagyobb, 8,6 százalékos súllyal szerepelt (*Preqin* [2009a]). Jól illusztrálja a legnagyobb nyugdíjpénztárok jelentőségét a kockázatitőke-piacon a legjelentősebb kockázatitőke-alapok kezelői által 2007 és 2011 között létrehozott alapok befektetői körében elfoglalt túlsúlyuk (4. táblázat).

## 4. táblázat

A tíz legnagyobb alapkezelő által a közelmúltban létrehozott kockázatitőke-alapok befektetői (2007–2011)

Alap neve	Alap típusa	Létrehozás éve	Befektetők neve
Apax Europe VII	kivásárlás	2007	Royal Bank of Scotland, JP Morgan Chase, Bank of Tokyo – Mitsubishi UFJ, Bank of Scotland, Mizuho Corporate Bank
Apollo European Principal Finance Fund	nehéz helyzetű cégek hitelezése	2008	California Public Employees' Retirement System (CalPERS), State of Wisconsin Investment Board, San Francisco City & County Employees' Retirement System, Teachers' Retirement System of Louisiana, Portfolio Advisers
Bain Capital Venture Fund 2009	klasszikus kockázati tőke	2009	State Teachers' Retirement System of Ohio, Alaska Permanent Fund Corporation
Blackstone Capital Partners VI	kivásárlás	2011	CalPERS, California State Teachers' Retirement System (CalSTARS), CPP Investment Board, New York State Common Retirement Fund, Florida State Board of Administration
Carlyle Asia Growth Partners IV	növekedés	2009	CalPERS, Florida State Board of Administration, Monex Alternative Investments, Deutsche Bank
CVC European Equity Partners V	kivásárlás	2008	CalPERS, CalSTARS, CPP Investment Board, New York State Common Retirement Fund, Florida State Board of Administration
OCM Opportunities Fund VIII	nehéz helyzetű cégek hitelezése	2010	New York State Common Retirement Fund, Florida State Board of Administration, Teacher Retirement System of Texas, Oregon State Treasury, Washington State Investment Board
TPG Partners VI	kivásárlás	2008	SAFE Investment Company, CalPERS, CalSTARS, CPP Investment Board, New York State Common Retirement Fund

*Forrás: Prequin [2011b].*

Az Egyesült Államokban 1978 és 2009 között az összes kockázatitőke-ügylet negyedét banki tulajdonban lévő alapok hajtották végre. A banki háttérű alapok részvétele a befektetésekben nagyon hektikusan alakult, a több intézménytől forrásokat gyűjtő alapokhoz képest is sokkal nagyobb kilengéseket mutatott. Ezt jelzi, hogy míg 2005–2006-ban a befektetési boom idején az érintett bankok tőkéjük átlagosan 23 százalékát helyezték el kockázatitőke-alapjaikba, addig az ezt megelőző időszakban tőkéjüknek csupán 5 százalékát (*Fang–Iwashina–Lerner [2011]*).

Az 5. táblázat adatai szerint 2008-ban az állami nyugdíjpénztárak által elért 26,6 százalékos részesedés a 2007-ben képviselt 27,3 százalékhoz képest alig

csökkent. A magánszektorbeli (vállalati) nyugdíjpénztárak súlya viszont 2008-ban jelentősen, 8,3 százalékról 13,2 százalékra emelkedett. A tőkegyűjtésben második helyet elfoglaló esernyőalapok részaránya 2008-ban a 2007. évi 17,2 százalékról 14,2 százalékra esett. A harmadik és negyedik helyen egyaránt 10,3 százalékos részarányal az alapítványok és a bankok szerepeltek, részarányuk lényegében nem változott a 2007. évi 9,4, illetve 9,1 százalékhoz képest. Jelentősen, közel felére esett vissza ugyanakkor az ötödik helyen álló biztosítók hozzájárulása a gyűjtött tőkéhez, e befektetők részaránya a 2007. évi 20,2 százalékról 5,5 százalékra zsugorodott. Míg 2007-ben az állami vagyonalapok még nem is szerepeltek a kockázatitőke-ágazat számára forrásokat biztosító intézmények között, 2008-ban már 5,4 százalékos részarányuk közel azonos volt a biztosítótársaságok tőkeigérvényével. A családi vagyonokat, alapítványi pénzeket és magánszemélyek tőkéjét kezelő vagyongazdálkodók részaránya 2008-ban 4,8; 3,6 és 3,6 százalékot tett ki. Ez a 2007. évi részesedéshez képest a családi vagyongazdálkodók esetében jelentős, közel 50 százalékos visszaesést mutatott, míg a másik két vagyongazdálkodó csoportnál (1,7 és 1,8 százalékról) jelentős emelkedést jelzett (*Dow Jones [2009b]*).

#### 5. táblázat

Az intézményi befektetők egyes csoportjainak megoszlása az Egyesült Államokban, 2007, 2008 (százalék)

Megnevezés	2007	2008
Állami nyugdíjpénztárak	27,3	26,6
Magán- (vállalati) nyugdíjpénztárak	8,3	13,2
Esernyőalapok	17,2	14,2
Alapítványok	9,4	10,3
Bankok	9,1	10,3
Biztosítók	20,2	5,5
Állami vagyonalapok (SWF)	–	5,4
Családi vagyont kezelők	2,4	4,8
Alapítványi pénzeket kezelők	1,7	3,6
Magánszemélyek vagyongazdálkodói	1,8	3,6

*Forrás: Dow Jones [2009b].*

A 2000-es évek második felében Európában is megnőtt a nyugdíjpénztárak jelentősége, így az Egyesült Államokhoz hasonlóan a nyugdíjpénztárak Európában is átvették a kockázatitőke-ágazat forrásellátásában korábban domináns bankok szerepét. 2008-ban a befektetésre odaigért források egynegyedével Európában is egyértelműen a nyugdíjpénztárak voltak a legfontosabb tőkenyújtók, s már a 2007-ben elért 15 százalékos részarányukkal is a legfőbb

intézményi csoportot képviselték. (Európában az állami és a magánszektorbeli nyugdíjpénztárak részesedését a statisztikai adatok nem különítik el.) Amerikához hasonlóan Európában is a kockázatitőke-alapokba befektető esernyőalapok álltak – 14 százalékos részesedéssel – a második helyen, míg 2007-ben elért 10 százalékos arányukkal az esernyőalapok még a harmadik helyen szerepeltek a bankok mögött. A bankok, amelyek Amerikában az alapítványokkal osztoztak a harmadik helyen, 2008-ban Európában ugyancsak a harmadik legjelentősebb intézményi finanszírozói csoportot képviselték a tőkeigérvények 7 százalékaival, ami esetükben visszaesést jelentett a 2007. évi második helyet hozó 11 százalékkal szemben. Európában az alapítványok hozzájárulása a tőkeigérvények biztosításához általában sokkal kisebb jelentőségű, mint Amerikában. A biztosítótársaságok – Amerikához hasonlóan – Európában is a negyedik legjelentősebb forrást képviselték a 2008-ban elért 7 százalékos részesedésükkel, míg egy évvel korábban még a nagyvállalati befektetők mögötti ötödikek voltak. Európában – Amerikától eltérően – az állami vagyonalapok még 2008-ban sem szerepeltek a kockázatitőke-piac forrásai között (*IFSL* [2009], *EVCA Yearbook* [2009]).

A legfrissebb európai adatok (*EVCA Yearbook* [2011]) az intézményi befektetők kockázatitőke-piaci forrásellátásában az egyes intézmények súlyának jelentős átrendeződését mutatják. A nyugdíjpénztárak által közvetlenül és esernyőalapokon keresztül odaigért tőke mennyisége 2010-ben stabilizálódott a 2009-ben bekövetkezett drasztikus csökkenés után. Ezzel a nyugdíjpénztárak és az esernyőalapok újra a piac legjelentősebb forrásellátói lettek, mivel 2010-ben ők adták az összes odaigért tőke 23 százalékát. A bankok részaránya, amely 2009-ben még az összes tőkegyűjtés 19 százaléka volt, 2010-ben rendkívül erőteljesen (9 százalékra) esett vissza, miközben a családi vagyonok kezelői növelték részesedésüket, 6-ról 9 százalékra. A kormányzati szereplők részvétele a kockázatitőke-alapok forrásellátásában 2010-ben lényegében nem változott, a 2009-es 9 százalékos szinten maradt.

A válság nyomán a kockázatitőke-alapok forrásainak szerkezetében mind Amerikában, mind pedig Európában erőteljesen átrendeződés várható. Az egyes intézményi csoportok viselkedése részben az általuk kezelt vagyon nagyságától, részben pedig annak korábbi diverzifikáltságától függ. Minél nagyobb egy befektető mérete, s minél kisebb hányadot fektet be vagyonából kockázati tőkébe, annál kevésbé érzi meg kockázatitőke-portfóliója a válság hatását. Emellett a befektetők reakcióját az általuk kezelt vagyon leértékelődése, az évente kezelésre beérkező források stabilitása, illetve bővülésének valószínűsége is meghatározza.

A válság hatására a nyugdíjpénztárak befektetési portfólióinak más eszközcsoportokba allokált részei értéküket veszítették, ezért vagyonportfóliójuk kockázatitőke-hányada automatikusan felértékelődött. Ez az úgynevezett

denominátorhatás rövid távon az eredetileg tervezett hányad fölé emelte a nyugdíjpénztárakban lévő kockázati tőke arányát, ami a nyugdíjpénztárakat akadályozta a további befektetésekben. A szakértők kétezres évek végi várakozása szerint a nyugdíjpénztárak várhatóan kevesebbet fognak kockázati tőkébe fektetni, de még mindig sokkal aktívabbak lesznek e téren, mint a többi befektető, így részarányuk az összes tőkegyűjtésben akár még nőhet is. Az esernyőalapokat a legtöbb ágazati résztvevő továbbra is aktív szereplőnek várja, mert esetükben nem kell aggódni a a részesedésnövekedés miatt, mivel összes tőkájük kizárólag kockázati tőkét finanszíroz (*Dow Jones* [2009c]). Európában a nyugdíjpénztárak részaránya a 2008-ban mért 28 százalékról 2009-ben a felére esett, míg az esernyőalapok részaránya 2008-hoz képest nem változott.

A válság hatására Amerikában sok bank eladta vagy csökkentette részesedését, vagy összeolvadt, a befektetési bankok bankholdingokká alakultak, s a sokféle kockázatsökkentő intézkedés – a magasabb tőkefedezeti követelmény és a közvetlen tőkebefektetésekre vonatkozó szigorúbb befektetési szabály – következtében a bankok visszahúzódtak az ágazatból. Hasonló volt a helyzet a biztosítóknál (*Dow Jones* [2009c]). Európában a bankok 2009-ben az előző évhez viszonyítva felére csökkentették ígervényüket, ám ennek ellenére – Amerikától eltérően – a piac fő forrásává váltak, mivel részarányuk a 2008-ban elért 7 százalékról 18 százalékra nőtt. A bankok vezető befektetővé válása egyrészt a nyugdíjpénztárak és az esernyőalapok tőkeígervényeinek rendkívül erőteljes (90, illetve 80 százalékos) visszaesése miatt következett be. Másrészt a vezető szerep a bankok által a saját tulajdonukban lévő kockázati tőke-alapoknak adott nagyobb befektetéseknek volt a következménye, ami az összes banki forrásból nyújtott tőke harmadát tette ki (*EVCA Yearbook* [2010]).

Mivel gazdasági visszaesés idején rendszerint a családi vagyontörzseket kezelők, az alapítványok és a gazdag magánszemélyek a legerősebben érintettek a többi befektetői csoport közül, így ők elsőnek lépnek ki a kockázati tőke-piacról. E szervezeteknek általában kisebb a vagyoni részesedésük más intézményi befektetőkhez képest, s így nehezen küzdenek meg a kockázati tőke hosszú távú tőkeigényével, amikor a kockázati tőke-befektetések értéke a többi vagyontörzshez képest visszaesik (*Dow Jones* [2009c]).

Mindezen szempontok alapján összességében a szakértők várakozása szerint, miközben jóformán minden befektetői csoport kisebb mértékben fog kockázati tőkébe fektetni, a nyugdíjpénztárak és az állami vagyonalapok súlya a tőkegyűjtésben várhatóan nőni fog, míg a családi vagyontörzseket kezelők és a gazdag magánszemélyek inkább kilépnek a kockázati tőke-piacról. A bankok szerepe is visszaesik, mivel ők csak akkor fektetnek be, ha az idő alkalmas a haszon lefoglalására.

A Boston Consulting Group és az IESE Business School által 2009 közepén végzett közös kutatás ugyancsak arra kereste a választ, hogy a válság hatására

az intézményi befektetők egyes csoportjai között milyen elmozdulások várhatóak a kockázati tőke-alapoknak korábban tett ígérek betartásában (6. táblázat). A kutatók az intézményi befektetők hét fő csoportját különböztették meg, s e csoportok relatív fontosságát a kockázati tőke szempontjából az általuk korábban odaígért, ám a kockázati tőke-alapok által még nem lehívott, azaz a következő években még befektethető tőkéből való részesedésének nagyságával mérték (*Meerkatt–Liechtenstein* [2009]).

#### 6. táblázat

Az intézményi befektetők egyes csoportjainak részaránya a világszerte befektetésre váró kockázati tőkében, 2008

Intézményi befektető típusa	Odaígért, be nem fektetett kockázati tőke (milliárd dollár)	Részarány az összes odaígért, be nem fektetett kockázati tőkéből (százalék)
Állami nyugdíjpénztárak	150	30
Biztosítók	90	17
Magánnyugdíjpénztárak	80	16
Pénzügyi intézmények (bankok)	75	15
Állami vagyonalapok (SWF) és kormányzati ügynökségek	50	10
Családi vagyonkezelők	30	6
Alapítványok	25	6
Összes odaígért be nem fektetett tőke	500	100

Forrás: *Meerkatt–Liechtenstein* [2009].

E kutatás is megerősítette, hogy világszerte az állami nyugdíjpénztárak játszzák a kockázati tőke-ágazat tőkeellátása szempontjából a legfontosabb szerepet. Ezeknek az intézményeknek a fontossága valószínűsíthetően nőni fog, hasonlóan a biztosítók, az állami vagyonalapok és a kormányzati ügynökségek szerepéhez. A magánnyugdíjpénztárak, amelyek a felmérés szerint a harmadik helyen állnak a befektethető források biztosítása terén, várhatóan megtartják súlyukat, ugyanakkor a pénzügyi intézmények, a családi vagyonok kezelői és az alapítványok fontossága valószínűleg csökkenni fog a kockázati tőke-ágazatban (uo.).

Az intézményi finanszírozók tőkeigérvényeit összességében az jellemzi, hogy a befektetők szigorúan figyelemmel kísérik az alapkezelők korábbi eredményeit, az alapok egyes típusainak korábbi teljesítményét és kockázat/hozam mutatóit. Bár az alapok korábban elért hozamai nem jelentenek garanciát a jövőben elérhető hozamokra, a befektetők azzal számolnak, hogy a múltban a visszaesések

idején gyűjtött alapok különösen jó hozamokat értek el. Az új alapkezelőknek rendkívül erős versenyben kell a tőkét megszerezniük, ami csak innovatív stratégiával és specializációval lehetséges, s csak a korábbi alapjaikkal kivételesen jó hozamokat elérő alapok tudnak majd friss tőkét szerezni.

A válság nyomán az intézményi befektetőknel – részben a teljes vagyon zsugorodása miatt – a korábbi évekhez képest eleve kisebb összegű tőke állt rendelkezésre. A lassulás fő oka a már említett denominátorhatás volt, azaz az, hogy a befektetők kockázatitőke-kihelyezése látszólag megnőtt a portfólióban a más eszközosztályokbeli befektetések csökkenése miatt. Ez főként azon intézményeknél okozott gondot, ahol a jóváhagyott keretekhez képest amúgy is túlígérték a kockázati tőke részesedését. Az intézményi befektetők aggódtak az odaíért, de még le nem hívott forrásaikkal kapcsolatos kötelezettségvállalások teljesítése miatt. A hozamok esése is negatív hatást gyakorolt a befektetőkre. Mindezek nyomán 2009-ben az ágazat 2004 óta a legkevesebb tőkét gyűjtötte össze.

## Következtetések

A kockázatitőke-ágazatba a tőke túlnyomó része intézményi befektetőktől érkezik. Az elmúlt évtizedek során jelentősen kibővült az intézményi befektetők köre, az általuk kezelt vagyon értéke jelentősen megnőtt, megváltozott az egyes intézmények súlya. Világszerte a nyugdíjpénztárak lettek a kockázatitőke-ágazat legfontosabb befektetői. Az intézményi befektetők által a kockázatitőke-piacon befektetni kívánt eszközök mennyiségét elsősorban a tőkepiac aktuális helyzete határozza meg.

Az egyes intézményi befektetői csoportok viselkedése részben az általuk kezelt vagyon nagyságától, részben pedig annak diverzifikáltságától függ. Minél nagyobb egy befektető, s vagyonából minél kisebb hányadot fektet kockázati tőkébe, annál kevésbé érzi meg kockázatitőke-portfóliója a válság hatását.

Az intézményi befektetők körében a válság ellenére viszonylag pozitív maradt a kockázatitőke-befektetések megítélése. Miután a kockázati tőke jobb teljesítményt mutatott a nyilvános piacokénál, a kockázatitőke-alapok gyűjtésénél jelentkező hiány inkább volt a tőkehiánynak, semmint az ágazat megítélésének a következménye. Sok befektetőnek egyáltalán nem, vagy csak kevesebb pénze volt új alapokba fektetni. A válság nyomán sok befektető átértékelte, hogy a kockázatitőke-ágazaton belül az alapok mely típusai azok, amelyek a leginkább vonzóak. Főként a nehéz helyzetű cégek befektetésére szakosodó, valamint a kis- és középméretű kivásárlásokat végző alapok iránt nőtt meg a kereslet, de nőtt az érdeklődés a kockázatitőke-alapok portfólióit megvásárló, azaz a másodlagos piacon működő alapok iránt is.





# 3.

## Intézményesült kockáztatás – II.

### A kockázattőke-befektetések finanszírozása

A kockázattőke-alapok befektetéseik értékének növelését sokféle módon érhetik el. Többek között a finanszírozott cégek fejlesztésével, működésének javításával, a részvényárak esetében a piacok közötti árazási különbségek kihasználásával, valamint tőkeáttétel alkalmazása révén, azaz a vételár jelentős hányadának hitellel történő finanszírozásával. A kockázati tőke értéknövelésének eszközei között a finanszírozási struktúra kialakítása, azaz a saját tőke és a hitel megfelelő aránya elsősorban a kivásárlási alapok esetében játszik fontos szerepet. Amint arról már volt szó, a klasszikus kockázattőke-befektetések és a kivásárlások finanszírozása alapvetően eltérő, miután az első csoport ügyleteit rendszerint hitel igénybevétele nélkül, azaz saját tőkéből hajtják végre, míg a kivásárlások finanszírozása rendszerint igen magas hányadban hitellel történik.

A hitelek nyújtásakor nem kizárólag a bankok mérlegeiben szereplő, a bankok számára felszámolás esetén elsőbbségi jogokat garantáló hitelfajták jöhetnek számításba, hanem olyan egyéb, a bankok követeléseihez képest alárendelt helyzetű kölcsönök is, amelyeket különféle egyéb biztosítékok védenek, illetve amelyek nyújtásának kockázatát rendkívül magas hozamok kompenzálják. A kivásárlási alapok vállalatátvételeinél a finanszírozott vállalkozás megvásárlásához igénybe vett hitelek között az úgynevezett magas tőkeáttételű hitelek<sup>1</sup> vannak túlsúlyban (*Gilligan–Wright* [2010]).<sup>2</sup> A finanszírozás egyéb lehetőségei közé tartoznak a magas hozamú kötvények, ám ezek az eszközök inkább csak a kivásárlások legnagyobb méretű ügyletei számára nyújtanak valódi alternatívát. További lehetőség az úgynevezett *mezzanine* hitel (amely

<sup>1</sup> A magas tőkeáttételű hiteleket (*leveraged loans*) a szakértők többféleképpen kategorizálják. Egyesek a hitelfelárat veszik alapul, s a LIBOR feletti 125 vagy 150, illetve ennél magasabb felárat esetében nevezik a hitelt magas tőkeáttételűnek. Mások a hitelminősítők besorolása alapján végzik az osztályozást, s a BB+, illetve az ennél alacsonyabb minősítésű hitelekre alkalmazzák az elnevezést. Más megközelítésben az elnevezés kritériuma, hogy a hitel meghaladja a vagyon értékének felét, vagy az adózás előtti nyereség (EBITDA) háromszorosát (*Gilligan–Wright* [2010]).

<sup>2</sup> A piac nagy tőkeáttételű szegmensébe a nem befektetési minősítésű cégek vagy az olyan nem minősített cégek hitelfelvételei tartoznak, amelyeknek eleve magas az adósságállományuk.

igény szerint részvénné alakítható), valamint az eladó által nyújtott hitel. A felveendő hitelek nagyságát a finanszírozandó cég készpénztermelő képessége, a hitelpiac aktuális állapota és a kockázatitőke-alapok kezelőinek – azok hírnevétől is függő – alkuereje együttesen határozza meg. A piaci helyzettől nemcsak a hitelek nagysága, hanem feltételei is erőteljesen függenek, így például a hitelek árazása, lejáratának ideje, kamatának nagysága, a hitel és a kamat törlesztésének módja, valamint a hitelek igénybevételével vállalt kötelezettségeket tartalmazó záradékok (*covenants*), amelyek megsértésével megváltoznak a feltételek.

## A finanszírozás módja

A kockázati tőke befektetésekor három kiinduló helyzet lehetséges. Az első esetben, amely nagy értékű ügyleteknél egyre ritkább, a kockázatitőke-alap keres egy célpontot, s exkluzív tárgyalásokba kezd a célpontot jelentő vállalkozás tulajdonosaival. A második esetben egyidejűleg több kockázatitőke-alap verseng egy – rendszerint befektetési bank által szervezett – aukció keretében a célvállalat megvételi jogáért. Az igazán nagyméretű ügyleteknél a versengés már nem is egyes alapok között folyik, hanem több alap által létrehozott konzorciumok között, amelyek ajánlatot tesznek a kivásárlásra. A konzorciumokba – más néven klubokba – tömörült alapok által végrehajtott, rendszerint nagyméretű befektetési ügyletek az úgynevezett klubügyletek. A tőkebefektetések harmadik alapesete a tőzsdén keresztül zajlik, azaz amikor a kivásárlási célpont egy nyilvánosan jegyzett cég.

A befektetés *technikailag* mindhárom esetben úgy történik, hogy a kockázatitőke-alap kezelői egy új céget hoznak létre. Ez az új cég tesz ajánlatot a kiszemelt vállalkozás részvényeire, mégpedig ellenőrző tulajdoni hányad, sőt igen gyakran többségi részesedés megszerzésére. Az ajánlat megtételére és a tranzakció lebonyolítására létrehozott új cég csak jelképes tőkével és ideiglenesen kinevezett igazgatókkal rendelkezik. A technikai okokból létrehozott ajánlattevő új cég hitelességét a mögötte álló, a finanszírozásra készülő kockázatitőke-alap(ok) kezelői adják. (Amennyiben az ajánlatot nem követi befektetés, az új céget nem aktiválják.) A kivásárlási lehetőséget a kockázatitőke-alap(ok) kezelői mutatják be a bankoknak hitelkérelmi céllal, azaz annak érdekében, hogy a bankok a tőkealapok finanszírozóitól származó saját tőke mellé nyújtsanak az új cégnek hitelt a célvállalat felvásárlásához (*Axelsson és szerzőtársai* [2007a]).

A kockázatitőke-befektetések finanszírozása történhet kizárólag a befektetőktől a kockázatitőke-alapokba gyűjtött (saját)tőkéből. Rendszerint ez a jellemző a klasszikus kockázatitőke-ügyletekre, különösen a korai fázisú

vállalkozások finanszírozására, ahol a finanszírozott cégek nyilvánvalóan nem képesek hiteltörlesztésre.<sup>3</sup> A kivásárlások esetében azonban a vételár kiegyenlítésében a hitelnyújtók is fontos szerepet játszanak.<sup>4</sup> Azok lehetnek hitelezők, akik hajlandók az ideiglenesen létrehozott új cégnek hitelt nyújtani fedezetként tekintve a felvásárlásra kiszemelt vállalat vagyont. E hiteleket jellemzően a szindikált hitelpiacon keresztül nyújtják. A kivásárlásokhoz felhasznált hitel maga is rendszerint többféle részből, elsőbbségi és alárendelt hitelekből tevődik össze. Az elsőbbségi hitelek is többféle lejáratral, törlesztési és kamatfizetési móddal, valamint kielégítési jogosultsággal rendelkező részekre válhatnak szét.

## A finanszírozás külső forrásai

A kivásárlásokhoz aktuálisan megszerezhető hitelek kínálatát a kivásárlási alapok szempontjából külső tényezők határozzák meg. A globalizáció és a megtakarítási ráták országok közötti differenciálódása nyomán a 2000-es évek második felében a kötvénypiac növekedése a bankok számára megteremtette annak lehetőségét, hogy a kivásárlások piacán megváltoztassák üzleti modelljüket. Ennek lényege, hogy a bankok csökkentették a saját mérlegeik terhére nyújtott hitelekből származó bevételeik arányát, azaz jövedelmük nagyobb részét hitelek megszervezése és szindikálása után kapott díjak<sup>5</sup> tették ki.

A bankok árukapcsolást is végeztek, hiszen saját szolgáltatásaikat is igénybe vették az általuk kiközvetített hitelek felvásárlói. Miután a bankok ösztönzésének súlypontja áthelyeződött a szindikált hitelek volumenének növelésére, a más intézmények által nyújtott hitelek szindikálása csökkentette a bankok számára a hitelezés kockázatát. A bankok érdekeltségének megváltozása a hitelpiac gyökeres megváltozását eredményezte. A szindikálásban történő részvétel lehetősége megnövelte a piac más résztvevőinek hitelnyújtási étvágyát. A szindikálásba bevont intézmények számára az elérhető hozamok mellett az is előnyös volt,

<sup>3</sup> Viszonylag új jelenség a korai fázisban tartó cégek kockázati tőke-finanszírozásához kapcsolódó hitelfajta, az úgynevezett kockázati hitel (*venture debt*) megjelenése. Ez segít a fejlődésük korai stádiumában tartó cégeknek, hogy eljuthassanak a több részletben folyósított kockázati tőke újabb fordulójához. Európában ez a hitel a kockázati tőke-befektetések értékének közel 6 százalékát teszi ki (*BVCA* [2011]).

<sup>4</sup> Mivel a sikeres ajánlattételt követően már néhány napon belül szükség van a tranzakció befejezéséhez a tőkére, az ennél lényegesen hosszabb időt igénylő kötvényfinanszírozás itt nem jöhet szóba.

<sup>5</sup> A bankok szervezésért kapott díjai az odaígért hitelek értékének 1–5 százalékos sávjában mozogtak attól függően, hogy az adott konstrukció mennyire volt bonyolult, illetve hogy milyen volt a piac aktuális helyzete.

hogy immár olyan hitelügyletekben is részt tudtak venni, amelyekre méretük-nél fogva korábban nem voltak alkalmasak, illetve ezáltal diverzifikálni tudták portfóliójukat olyan piacokon is, ahol egyébként nem voltak jelen.

Mindennek következtében a kivásárlási piacon megnőtt az igénybe vehető hitelek volumene, és kedvezőbbé váltak a hitelfelvételek feltételei. A bankok által szervezett és az intézményi befektetők által finanszírozott szindikált hitelek sokkal kevésbé voltak költségesek a hitelek igénybevevői számára, mint a hagyományos kétoldalú bankhitelek. A kivásárlási alapok számára különösen kedvező volt a hitelminősítő cégek által értékelt, a piac szélesebb körének szindikálási célból felkínált származékos termékek megjelenése. Az intézményi tőke beáramlása különösen meghatározó volt a piac magas tőkeáttételű hitelszegmensében, azaz az olyan hitelfelvevőknek nyújtott hiteleknél, amelyeket magas meglévő adósságú, alacsony hitelminősítésű cégeknek nyújtottak (*BB+* vagy ez alatti, illetve magas hozamú vagy bővli minősítésűek). Ilyen hitelekkel főként a magas hitelarányral lebonyolított kivásárlásokat, részvény-visszavásárlásokat, vállalat-összeolvadásokat és -felvásárlásokat finanszírozták. A hitelek széles körű szindikálása nyomán azonban a kockázat is szétterült a résztvevők között. Miközben csökkentette egy-egy cég bedőlésének hatását, egyúttal megnehezítette a kockázat tényleges viselésének átláthatóságát az egész rendszeren belül. Ebben a felállásban a bizalom hirtelen csökkenése a likviditás rendkívül erős visszaeséséhez vezetett a banki piacon, miután a piaci résztvevők nem tudtak különbséget tenni az eszközökön belül, ami miatt a hitelezés teljesen összeomlott.

A szindikált hitelek piacán az Egyesült Államokban 2001 és 2007 első fele között szinte kizárólag az intézményi (azaz nem banki) finanszírozás volt jellemző. A hitel szindikálása lehetővé tette az intézményi befektetők széles körének – így többek között a strukturált alapoknak, a fedezeti alapoknak, a befektetési alapoknak, a nyugdíjalapoknak és a biztosítóknak – a részvételét a vállalati hitelpiacon. 2007-ben az intézményi finanszírozók finanszírozták a tőkeáttételes hitelek kibocsátásának 62 százalékát, holott arányuk 2001-ben még csak 15 százalék volt. 2007-ben a tőkeáttételes hitelügyletek a teljes szindikált hitelkibocsátás 41 százalékát képviselték, ami a 2001. évi 20 százalékos szintről nőtt ekkorára. 2007-re a tőkeáttételes hitelek piacán az intézményi befektetők részvételének fő formája a szintetikus fedezett adósságkötelezettség (*collateralized debt obligation, CDO*) lett (lásd például Gyarmati–Medvegyev [2011]). A hitelszindikálás 63 százalékát CDO-befektetők nyújtották (Iwashina–Sun [2010]). A szindikált hitelpiac általános növekedése a hitelpiac magas tőkeáttételű szegmenséhez kapcsolódott. A 2001 és 2007 közötti növekedés a magas tőkeáttételű hitelek volumenénél elsősorban az intézményi finanszírozóknak volt köszönhető. Míg az időszak során a banki finanszírozás dollárértéke lényegében azonos szinten maradt, az intézményektől érkező finanszírozásé közel 12-szeresére nőtt (Iwashina–Sun [2010]).

A szindikált hitelek piacán lényegében kétféle befektető van jelen: a bankok és az intézményi befektetők. A két résztvevő igényeinek megfelelően a szindikált hitelek is két alapvető részből épülnek fel: a bankok úgynevezett arányos<sup>6</sup> (*pro rata*) hiteléből és az intézményi befektetők hiteleiből. A bankok által nyújtott arányos hitelek ugyancsak két alrészről, az újra feltöltődő,<sup>7</sup> valamint a rögzített futamidejű, törlesztőrészes hitelekből (*amortizing term loan*) állnak. A kétezres évek végére, amikor az intézményi befektetők szerepe a hitelpiacon már meghatározóvá vált, a szindikált hitelek szerkezete is lényegében leegyszerűsödött az újra feltöltődő banki és a rögzített határidejű intézményi hitelrészre.

A rögzített futamidejű (*term loan*) hitelek között a bankokra szindikált hitelek (*A*) elsőbbséget élveznek az intézményi befektetőkre szindikált, hosszabb lejáratú (*B, C, D* stb.) hitelekhez képest. A rögzített futamidejű, elsőbbségi *B, C, D* stb. hitelek feltételei egymáshoz képest az *ABC* sorrendjében haladva eltérnek. A rögzített futamidejű hiteleket az igénybe vevő cég vagy részletfizetéssel törleszti, vagy lejáratkor egy összegben téríti meg. A törlesztőrészes (*amortizing*) hitel esetében a hitel törlesztése folyamatos, rendszeresen átutalt részekben történik. A törlesztőrészlet nélküli (*non-amortizing* vagy más néven *bullet*) hiteleknél egy előre megállapodott időtartam alatt nem kell folyamatosan törleszteni a hitelt.

A rögzített futamidejű hitelek mellett a nagyméretű hitelek esetében további hitelszeleteket (*tranches*) is használnak. Az intézményi befektetők által finanszírozott, rögzített futamidejű, elsőbbségi (*B, C, D*) hitelek közül nőttek ki a másodrendű (*second lien*) és a könnyített kötelezettségvállalású (*covenant lite*) hitelek. A másodrendű hitelek elsőbbségi hitelek, fedezetük azonos az elsőbbségi hitelekével, de a hitelezők közötti külön megállapodás biztosítja, hogy a másodrendű hitelezők ne gyakorolhassák jogaikat a fedezetet illetően az elsőrendű (*first lien*) hitelezők előtt. A másodrendű hitelek kevésbé szigorú kötelezettségvállalásokat kérnek a hitel igénybevevőitől, amelyek főként likviditási problémákkal küszködő cégek. A szigorúbb és a kevésbé szigorú kötelezettségvállalások közötti eltérés főként abban mutatkozik meg, hogy rendszeresen vagy alkalmilag kell-e a vállalás teljesülését ellenőrizni. Míg az utóbbi csak valamely, a teljesülést befolyásoló lépés megtétele esetén követeli meg annak deklarációját, hogy az adott lépés a kötelezettségvállalással szinkronban van, az előbbi rendszeres időközönkénti

<sup>6</sup> A *pro rata* elnevezés onnan ered, hogy eredetileg a hitelkibocsátás szervezői az újra feltöltődő és a rögzített futamidejű, törlesztőrészes hiteleket a bankokra és a pénzügyi vállalatokra arányosan szindikálták.

<sup>7</sup> Az újra feltöltődő (*revolving*) hitelt az igénybe vevő cég lehívhatja, visszafizetheti és újra kölcsönveheti.

ellenőrzést ír elő a vállalt kötelezettségek teljesülésére, s így nehézségek jelentkezése esetén a hitel kibocsátói számára korábbi beavatkozásra nyújt lehetőséget.

Az intézményi befektetők a hitelpiacon elsősorban strukturált befektetési eszközöket: fedezett hitelkötelezettségeket (*collateralized loan obligations, CLO*) nyújtanak, valamint hitelnyújtó befektetési alapokon (*prime funds*) keresztül jelennek meg.

A fedezett hitelkötelezettség (CLO) egy olyan speciális célt szolgáló befektetési eszköz, amely valójában a bankoktól megvásárolt különböző minőségű hitelekből összeállított csomag, s ezt fedezetként felhasználva bocsátanak ki különböző osztályokba besorolt kötvényeket az intézményi befektetők számára. A CLO formájában kibocsátott kötvényeket hitelminősítő cégek osztályozzák. Minél nagyobb kockázatúak a felkínált kötvények, annál nagyobb hozamokra számíthatnak a potenciális kötvényvásárlók. Ezzel az eredetileg a hitelek teljesüléséhez kapcsolódó kockázatot a CLO-k révén a piacon a befektetők között szétterítik.

Az intézményi befektetők hitelnyújtásra specializálódott alapjai mellett a fő tevékenységüket tekintve másra szakosodó fedezeti alapok, magas hozamú kötvényeket kibocsátó alapok, nyugdíjpénztárak (alapok), valamint biztosítótársaságok is részt vesznek a hitelek szindikálásában. Az intézményi befektetők hitelezési tevékenységének 60 százalékát képviselve 2007-re a CLO-k váltak a magas tőkeáttételű hitelpiac intézményi finanszírozásának meghatározó formájává. Amikor azonban 2007 végén a hitelpiac kezdett összeomlani, a fedezett hitelkötelezettségek kibocsátása is visszaesett. 2009 közepére a fedezett hitelkötelezettségek részaránya közel 30 százalékra csökkent. 2010 végén a fedezett hitelkötelezettségek formájában nyújtott hitelek a piacon a kint levő tőkeáttételes hiteleknek már ismét több mint felét képviselték. A fedezett hitelkötelezettségek az intézményi kereslet 60–75 százalékát tették ki 2001 és 2007 között, míg 2010-ben az új kibocsátású tőkeáttételes hitelek iránti intézményi keresletnek már csak 45 százalékát adták (Bain [2011]).

A világgazdaság növekedési ütemének ismételt lassulásával előrejelzésben még nem számoló Bain & Company 2011 elején úgy vélte (uo.), hogy 2011-ben a kockázati tőke számára a gazdasági fellendüléssel együtt javuló hitelpiaci feltételek várhatóan lehetővé teszik az ügyletek számának emelkedését. A hitel továbbra is elérhető lesz az új tőkeáttételes kivásárlásokhoz olyan mennyiségben, ami már elegendő lesz a kockázatosabb vagy a nagyobb ügyletekhez is. Az Egyesült Államokban és Európában a hitelezési kötelezettségvállalások lazulása is azt jelezte, hogy a bankok a nagyobb, magasabb kockázatú cégeket is hajlandók hitelezni, beleértve a kockázati tőke-ügyleteket. Úgy tűnt, hogy a bankok is képesek lesznek majd nagyobb, kockázatosabb hiteleket szindikálni az intézményi befektetők számára. Az alacsony kamatok

mellett 2011-ben a hozamra éhes intézményi befektetők körében erős keresletre lehetett számítani a tőkeáttételes hitelek iránt. Összességében 2011 elején a tőkeáttételes hitelekkel végrehajtott kivásárlások számára több hitel és könnyebb hitelfeltételek ígérkeztek, valamint az is várható volt, hogy folytatódhat a 2010-ben a tőkeáttétel volumenében elért növekedés, s az ehhez kapcsolódva fenntartható puhább kötelezettségvállalás (Bain [2011]). Az élénk befektetői kereslettel számoló előrejelzést azonban a 2011 őszen bekövetkező lassulás feltehetően megcáfolja.

## A finanszírozás szerkezete

A kivásárlások finanszírozásának részleteiről meglehetősen nehéz adatokat szerezni, mivel az ismeretek birtokában lévő hitelminősítő cégek nem hozzák nyilvánosságra az ügyletek egyedi adatait. Ezért nem meglepő, hogy viszonylag kevés tudományos elemzés készült az utóbbi években végrehajtott kivásárlási ügyletek finanszírozási struktúrájáról, illetve az erre ható tényezőkről. Kivétel ez alól *Axelsson és szerzőtársai* [2007a], valamint *Demiroglu–James* [2010] kutatása. *Axelsson és szerzőtársai* [2007a] 153 olyan kivásárlás adatait dolgozta fel, amelyeket az öt legjelentősebb kivásárlási alapkezelő hajtott végre világszerte 1985 és 2006 között, tőzsdei és tőzsdén nem jegyzett cégek körében. *Demiroglu–James* [2010] elemzése ugyancsak a finanszírozási szerkezet alakulását vizsgálta meg 180 olyan egyesült államokbeli kivásárlási ügyletnél, amelyekre 1997 és 2007 között került sor, s amelyek mindegyike tőzsdei céget kívánt kivásárolni.

*Axelsson és szerzőtársai* [2007a] másodlagos forrásokra támaszkodva azt állapította meg, hogy 2005-ben az európai kivásárlásokhoz nyújtott elsőbbségi hiteleknek az adózás előtti nyereséghez (EBITDA) viszonyított átlagos aránya meghaladta a 4-es szorzót (5,3-es szorzó), míg a kivásárolt cégek értékéhez viszonyítva a hitel átlagos nagysága 64 százalékot tett ki. Az Egyesült Államokban végrehajtott ügyletek finanszírozási szerkezete az európaihoz nagyon hasonló volt, kivéve, hogy gyakran kizárták a hitel igénybevételenek ideje alatti törlesztést. A nyújtott hitel teljes összegét csak lejáratkor visszafizető hiteleket Európában csak 2006-ban kezdték alkalmazni. *Axelsson és szerzőtársai* [2007a] számításai szerint a kivásárlások finanszírozási struktúráját mind az Egyesült Államokban, mind pedig Európában az egyre nagyobb hitelhányad jellemezte. A hitelhányad emelkedése nemcsak a tőkehányadhoz képest látszott, hanem a – felvásárolt cégek készpénztermelő kapacitását tükröző – adózás előtti nyereség arányában mérve is fennállt. Az elsőbbségi hitelek az EBITDA négyeszeresét érték el, amelyhez hozzáadódott újabb alárendelt hitelek egyszeres EBITDA nagyságú mennyisége.

*Axelson és szerzőtársai* [2007a] szerint a nagyméretű, 1985 és 2006 közötti amerikai kivásárlási tranzakciók finanszírozásában a bankhitelek részaránya meghaladta a 81 százalékot. A hitelfelvétel átlagosan közel négy különböző hitelsávra bontva történt. A hitelfinanszírozás több mint felét az elsőbbségi (*senior*) hitelek tették ki, az alárendelt (*junior*) bankhitelek aránya csak közel 5 százalék volt, míg a fennmaradó részhez elsősorban olyan feltöltődő (*revolving*) hitelek tartoztak, amelyeket nem a tranzakció idején hívtak le, hanem az operatív működéshez szükséges tőkeigény felmerülésekor. A negyedik rész a tőkeberuházás vagy a célvállalatnál szükségessé váló felvásárlás finanszírozására szolgált. A bankoktól igényelt hitelek mellett kisebb arányban (13 százalék) kötvényekből is biztosítottak a kivásárlások finanszírozásához tőkét. Ugyancsak előfordult, hogy kisebb mennyiségeket az eladó bocsátott a felvásárló rendelkezésére, emellett mérlegen kívüli tételekkel is történhetett a finanszírozás, sőt még a megvett cég adósságának refinanszírozásával is előteremthető volt forrás.

A finanszírozás szerkezetében eltérés mutatkozott a kontinensek között. Így az Egyesült Államokban Európához képest inkább támaszkodtak a kötvényekre, Európában viszont a bankhitelek aránya volt magasabb, közel 90 százalékos. Az Európában felvett hitelek erőteljesebben „szetelettek” voltak, mint Amerikában, s Európában inkább támaszkodtak a finanszírozásnál a célvállalatra, mint a tengerentúlon. A kivásárlások alaptípusait tekintve is némileg eltért a finanszírozás struktúrája. A tőzsdéi kivásárlások esetében volt a legmagasabb a tőkeáttétel, azaz a hitelek aránya. A klubügyletek és az egyedi alapok versengésével kötött tranzakciók szerkezetében nem mutatkozott lényeges eltérés, s ez mindkét kontinensre igaz volt. A hitelek aránya időben tendenciaszerűen nőtt a 2006-ig vizsgált ügyleteknél, miközben a nagyobb ügyletek sokkal magasabb tőkeáttételűek voltak, s nagyobb hányadban használtak fel alárendelt hiteleket.

*Demiroglu–James* [2010] a banki hitelek arányának jelentős csökkenését figyelte meg 2002 után. Ugyancsak csökkent ezen időszak során a jelentős hiteláttételű kivásárlási ügyleteknél a hitelek pénzügyi megállapodásaiban foglalt kötelezettségvállalások száma és szigorúsága. Ugyanezen időszak alatt nőtt a hitelek és az ügyletek értékének az adózás előtti nyereséghez viszonyított aránya. Hasonlóan, *Axelson és szerzőtársai* [2007a] vizsgálata is azt állapította meg, hogy határozott fordított összefüggés állt fenn a hitelpiaci feltételek és a hitelek volumene, illetve az ügyletek árazása között. A hitelek költsége és a velük kapcsolatos kötelezettségvállalások száma és szigorúsága szoros kapcsolatban állt a hitelkockázatokkal. A kutatók úgy találták, hogy a hitelhányad és a banki finanszírozás aránya olyan tényezőkkel állt kapcsolatban, mint a hitelezési kockázat és a célvállalat növekedési kilátásai.



*Demiroglu–James* [2010] adatbázisa azt igazolta, hogy 2005-től a hagyományos bankhitelek jelentősége visszaesett a befektetőknek továbbadott, s így nem banki intézmények által finanszírozott úgynevezett intézményi hitelek javára. Ilyenek hitelek voltak például az intézményi finanszírozóknak továbbadott *B* futamidejű, másodrendű (*second-lien*) hitelek. A kétezres évek második felében hitellel finanszírozott kivásárlások látszatra biztonságosabbak voltak, mint az 1980-as években mért, 10–15 százalékos középértékű sajáttőke-hányadúak (*Kaplan–Stein* [1993]), mivel ekkor a kivásárlások átlagos sajáttőkearánya viszonylag stabilan a 30–40 százalékos sávban mozgott. Ugyanakkor a kivásárlási hitelek EBITDA-hoz viszonyított nagysága jelentősen megnőtt az évek során, s így a kivásárolt cégek hitelterhe emelkedett. A 2004–2007 közötti időszakban a hitelteher egy másik mutatója – a kivásárlás első évében a cégek árbevételenek az előrevetített kamatfizetéshez mért aránya – ugyancsak jelentősen megnőtt a 2001–2003 közötti időszakhoz képest (*Demiroglu–James* [2010]). A tradicionális bankhitelek, így az újra feltöltődő hitelek és a bankok könyveiben nyilvántartott (*A* futamidejű) hitelek aránya egyaránt visszaesett. 2007-ben az előbbieket aránya 34 százalékról 10 százalék alá, a másiké 32 százalékról 9 százalék körüli hányadra csökkent. Az összes kivásárlási hitelen belül a tradicionális bankhitelek éves átlagos aránya, beleértve az újra feltöltődő és a kibocsátó bankok könyveiben tartott (*A* futamidejű) hiteleket, igen jelentősen, a 2001-ben mért 55 százalékról 2007-ben 19 százalék alá esett.

Mindez a tradicionális bankhitelek kivásárlások finanszírozásában játszott csökkenő jelentőségét húzza alá. A tradicionális bankhitelek csökkenő aránya egybeesett az intézményi befektetők által finanszírozott hitelek megnövekvő használatával. Például az elsőrendű (*B* futamidejű) hitelek aránya a kivásárlási hiteleken belül a 2001–2003-ban mért 12 százalékról 2007-ben már közel 48 százalékra emelkedett. Az ilyen típusú hiteleket alkalmazó kivásárlások számaránya ugyanekkor majd kétszeresére nőtt, elérve az ügyletek közel 97 százalékát. A kielégítési sorrendben következő másodrendű hitelek összes kivásárlási hitelhez viszonyított átlagos volumene a 2005–2007 közötti időszak során valamivel 7 százalék feletti volt. A független hiteleket, azaz a kötvényeket, a zártkörű kibocsátást és a *mezzanine* hiteleket bevonó kivásárlások részaránya az 1997-ben mért közel 78 százalékról 2002-re 20 százalékra esett vissza, majd 2007-ben ismét 60 százalékra nőtt. Ugyanakkor e független forrásból származó hitelek jelentősége a kivásárlási hiteleken belül lényegében nem változott, azaz e hiteleket az újabb tranzakciónál nem váltották fel hagyományos bankhitelekkel (*Demiroglu–James* [2010]).

A kivásárlási hitelek kamatát és lejáratát illetően a szerzők azt állapították meg, hogy az átlagos hitelfelárák (*spread*) fordított *U* alakot írtak le, hasonlóan a *BB* és *AAA* minősítésű vállalati kötvények hozamához. Az intézményi befektetők által nyújtott (*B* futamidejű) hitelek felárai magasabbak voltak a banki

(A futamidejű) hitelek felárainál, s e hitelek sokkal volatilisabbak és érzékenyebbek voltak a különböző hitelkockázati felárakat tekintve. Az intézményi befektetők által nyújtott hitelek ára rendszerint magasabb a folyamatos törlesztésű bankhitelekénél, mivel hosszabb a lejárat, és a lejáratához közel kerül a visszafizetés terhe. Ugyanakkor a tradicionális bankhitelek és az intézményi hitelek felárai közötti eltérés csökken, amikor magas az intézményi kereslet a kivásárlási hitelek iránt. Az alárendelt helyezésnek megfelelő módon a másodrendű hitelek jelentősen magasabb hozamúak voltak más rögzített futamidejű intézményi hitelekhez képest. Az ugyanazon kivásárláshoz felhasznált első- és másodrendű hitelek felárai között körülbelül 350 bázispontos eltérés jelentkezett. Az intézményi hitelek lejáratideje is rövidebb lett, ami az ellenőrzés csökkenéséért kárpótolhatta a hitelezőket, tekintve a kötelezettségvállalásokat tartalmazó záradékok (*covenants*) csökkenő számát. 2002 és 2007 között a kötelezettségvállalások átlagos száma jóval kisebb lett, míg ugyanezen időszak alatt a nem kivásárlási hiteleké alig változott.

A kivásárlások számára nyújtott hitelek kapcsán vállalt pénzügyi kötelezettségvállalás más típusú tranzakciók hitelezéséhez képest sokkal kevésbé volt jelentős. Míg 2004 előtt nem voltak könnyített kötelezettségvállalású (*covenant-lite*) hitelek, 2007 első nyolc hónapjában már a kivásárlások közel 60 százalékában ilyen hitelkonstrukciókat alkalmaztak. Ha volt is kötelezettségvállalás, az sokkal lazább lett. Az utóbbi években a halasztott kamatfizetési biztosítékok (*PIK-toggle*)<sup>8</sup> jelentősége is megnőtt. Ezek a konstrukciók lehetőséget adtak a hitelek felvevőinek arra, hogy hozzászámítsák a kamatot a tőkerészhez, vagy olyan új hitelt vegyenek fel, ahol a tőkerész azonos a kamattal növelt hitellel, ezzel könnyítve a cég nehéz helyzetét (*Demiroglu–James* [2010]).

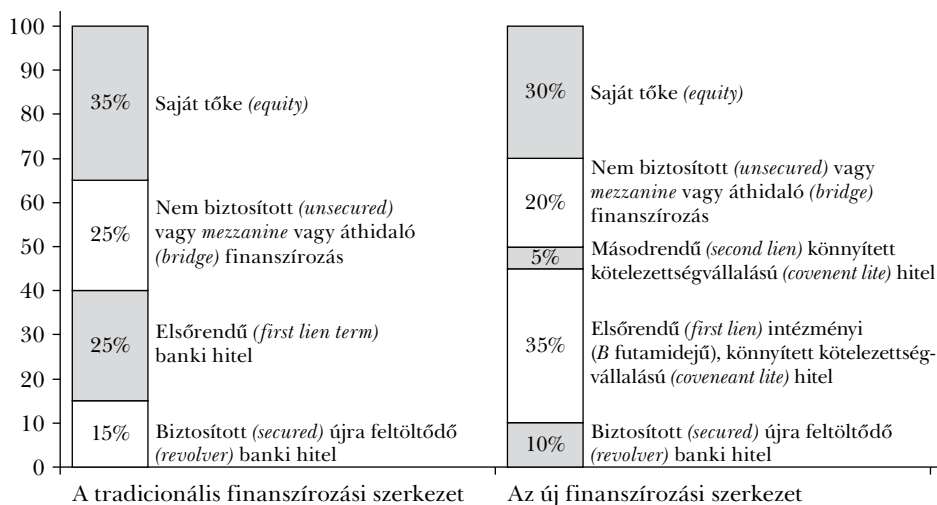
*Demiroglu–James* [2010] kutatása arra is rávilágított, hogy a finanszírozás szerkezetére a kivásárlási alapok kezelőinek hírneve is jelentős hatással van. E szerint a híres kockázatitőke-alapok kezelőihez alacsonyabb hitelfelár, a banki finanszírozású hitelek alacsonyabb aránya, az intézményi hitelek magasabb aránya, megnövekedett hitelhányad és a tradicionális banki hiteleknel hosszabb lejáratidő kapcsolódik.

<sup>8</sup> Az úgynevezett „természetbeni” hitelre (*payment in kind, PIK*) nem pénzbeli kamat, hanem egy hasonló hitel jár. A hitel lejáratkor vagy eladásakor az eredeti hitel teljes összegét és a kamat fejében kibocsátott PIK-jegyvet egyszerre fizetik vissza. A hitelező számára ez azért előnyös, mert magasabb nominális kamatot kap, mint a normál pénzkamatú hitelek esetében, a hitelfelvevőnek pedig azért, mert a hitel lejártáig nem terheli kamatfizetési kötelezettség. Hasonló hatású az a megoldás, amikor a kamatot görgetik, és csak a lejáratkor fizetik meg. A „természetbeni” és a görgetett kamatozással fizetett hitelek közötti egyetlen eltérés, hogy az előbbinél a kamat gyorsabban nőhet, míg a görgetett kamatozásnál a kamatra nem kell kamatot fizetni (*Gilligan–Wright* [2010]).

## I. ábra

A jelentős mértékben hitellel finanszírozott kivásárlások tőkestruktúrájának változása

Százalék



Megjegyzés: a tradicionális ügyletek 2004-re és ezt megelőző évekre vonatkoznak, az új szerkezet a 2005 és 2007 közötti időszak kivásárlásaira.

Forrás: Demiroglu–James [2010] 49. o.

A kutatók azt a kérdést is megvizsgálták, hogy mennyivel volt biztonságosabb a kivásárlási tőkestruktúra a hitelt felvevők számára a válság előtti utolsó években, mint a korábbi válságok előtti időszakokban. A nagyobb biztonságot jelzi, hogy sok 2007-ben és 2008 első háromnegyed évében végrehajtott ügylet esetében nem, vagy csak kevés kötelezettségvállalás kapcsolódott a hitelekhez. Ez a lazább szerkezet ugyan a hitelek túlzott igénybevételére ösztönzött, ugyanakkor ellenállóbbá is tette a cégeket a pénzügyi csőddel szemben. A kutatások megállapították, hogy azóta sokkal konzervatívabb lett a kivásárlások szerkezete. A könnyített kötelezettségvállalású hitelek aránya nem volt magas, Európában az ügyleteknek 5 százaléka, az Egyesült Államokban 15 százaléka, s csak a 2007-es ügyletek esetében jelent meg. A nehéz helyzetbe került ügyletekhez viszont kapcsolódott kötelezettségvállalás. Az 1980-as évekhez viszonyítva a kétezres évek végén kötött ügyletek tőkestruktúrája nagyobb lehetőséget és rugalmasságot nyújt az átstrukturáláshoz. Az 1980-as években a kivásárlások jellemzően 1,0-1,1-es EBITDA/kamat arányt képviseltek, s jellemzően törleszteniük kellett a tőkét. Az utolsó hullámbeli ügyletek esetében a fenti arány sokkal inkább az 1,5–2,0-es sávban mozgott, s sokkal enyhébb hitel-visszafizetési időzítésűek voltak. Mivel a kockázati tőke-alapok kezelői gyorsan reagáltak a lejtnemetre, így az EBITDA sem zuhant (Haarmeyer [2010]).

A 2010-es kivásárlási hitelfeltételeket vizsgáló *Bain* [2011] szerint a 2010-ben végrehajtott tőkeáttételes kivásárlásoknál a hitel/EBITDA szorzó viszszaért a 4,6-szoros szintre az Egyesült Államokban, a válság során 2009-ben mért legalacsonyabb, 3,8-as szintről. Európában pedig a tranzakciók átlagosan 4,4-szeres hitel/EBITDA szorzót értek el, megemelkedve a 2009-es 4,0-szeres szintről. A sajáttőke-hozzájárulás (beleértve az újra feltöltődő tőkét) az Egyesült Államokban ezalatt visszaért a 44 százalékos arányra, a válság során mért 51 százalékos csúcshoz képest, míg Európában 51 százalékra esett a 2009-es 53 százalékos hozzájárulásról. Bár jelentősen magasabbak, e tőkeáttételi szintek még konzervatívok maradtak a felívelés idején mértékekhez képest.

Az előrejelzések 2011 elején még azzal számoltak, hogy amennyiben a felindulás nem torpan meg, a tőkeáttételes hitelekkel végrehajtott kivásárlások számára több hitel és a hitelfelvételi feltételek könnyítése várható 2011-re. Úgy vélték, hogy ha a befektetői kereslet élénk marad, a tőkeáttétel volumenében 2010-ben elért növekedés, amit a kockázati tőke-befektetők képesek voltak elérni a tőkeáttételes kivásárlások finanszírozásánál, s az ehhez kötődően általuk elért puhább kötelezettségvállalások 2011-ben is folytatódhatnak. Az optimista várakozások azonban a világgazdasági-pénzügyi válság újabb hulláma miatt nem igazolódtak be.

Ez azonban 2010-ben még nem volt érezhető, amikor a bankok hitelezési feltételeinek könnyítése és a befektetők befektetési étvágyának köszönhetően a tőkeáttételi szintek a nagy kivásárlások esetében az Egyesült Államokban fokozatosan emelkedő trendet mutattak, s az év végére már a hitel/EBITDA arány ötszörösét érték el. 2010 egészének átlagát nézve, 4,6-szoros szorzó volt a hitel/EBITDA arány. A hitel nagyobb elérhetősége lehetővé tette a kivásárló alapok számára, hogy a kivásárlásoknál 41 százalékra csökkentsék az átlagos sajáttőke-hozzájárulási arányukat 2010 végére, szemben az egy évvel korábbi 51 százalékos csúcscsal.

A hitelnyújtók nagyobb hajlandósága a magasabb tőkeáttételre kiegészült a hitelezési futamidő könnyítésével. A könnyített kötelezettségvállalású hitelek aránya 2010 második felére közel 10 százalékra nőtt az Egyesült Államokban kibocsátott összes tőkeáttételes hitelen belül. 2011 januárjában e hitelek részaránya megközelítette a 26 százalékot, ami már megegyezett a 2007-es boom idején mért szinttel, amikor a tőkeáttételes hitelek negyede könnyített kötelezettségvállalású volt. Bár még nem tértek vissza azon hitelek, amelyek megengedték a kölcsön felvevőinek, hogy a kamat fizetését újabb hitelekkel finanszírozzák (lejáratkor egy összegben fizetendő kamattal kapcsolt hitel, *PIK-toggle*), de a szakértők azzal számoltak, hogy később ezek a konstrukciók is beindulhatnak. A hitellel törleszthető hitelek 2007 első felében a piac több mint 10,5 százalékát tették ki, s 2010-re 0,2 százalékra csökkentek.

A hitelpiacok javuló dinamikája 2010 végén még azzal kecsegtetett, hogy gazdaságosabbá – és így vonzóbbá – válhatnak a tőkeáttételes kivásárlások, s ez 2011-ben majd előmozdítja az ügyleti tevékenységet, s segítheti a kivásárlási alapkezelők portfóliójában lévő cégek refinanszírozását és ezen cégek mérlegének átstrukturálását.

A kockázatitőke-befektetések finanszírozása szempontjából a magas hozamú kötvények és magas tőkeáttételű hitelek piacán a legnagyobb kérdés az volt, hogy mi történik majd a korábban felvett nagyarányú hitelek lejáratakor. A banki és a befektetői kapacitás hagy-e elegendő refinanszírozási keretet a cégek új tőkeigényének fedezésére, beleértve az új kockázatitőke-ügyletek finanszírozását? Várhatóan csak az Egyesült Államokban 515 milliárd dollár spekulatív minősítésű hitel éri el a lejáratot a következő néhány évben. Ebből 265 milliárd dollár a tőkeáttételes hitelek, 250 milliárd dollár pedig a magas hozamú kötvények terén fog jelentkezni. 2011-ben egy mérsékelt kezdet után, amikor 46 milliárd dollár, főként magas hozamú kötvény járt le, a refinanszírozási teher erős növekedésére lehetett számítani 2013-ra és 2014-re, egészen 2017-ig árnyékot vetve a piacokra (*Bain* [2011]).

A befektetők kapacitása nem elegendő a növekvő refinanszírozási igények kielégítésére, s ez súlyosan korlátozhatja a hitelkeresletet az új kivásárlások finanszírozásakor, s ez a hiány már 2010-ben megjelent. A következő öt évben a spekulatív minősítésű hitelek kibocsátóinak – ezen belül a kockázatitőke-befektetésekhez használni kívánt hitelek felvevőinek – durván 850 milliárd dollár lejáró hitelt kell majd refinanszírozniuk, amiből 500 milliárd dollár a tőkeáttételes hitel, és 350 milliárd dollár a magas hozamú kötvény. A csak lassan esedékessé váló refinanszírozási kötelezettség 2010-ben 50 milliárd dollár volt, de 2014-re meredeken nőni fog, amikor már mintegy 355 milliárd válik aktuálissá. 2012 és 2014 között a kint lévő hiteleknek több mint 85 százaléka jár le. E hitelek legnagyobb részét a kockázatitőke-alapok portfóliójában lévő cégeknek kell majd visszafizetniük. A helyzet megoldása érdekében 2009-ben a 2010-ben és 2011-ben lejáró hiteleket újratárgyalták, s ennek keretében 20 százalékkal csökkentették, évekkel kitolva a visszafizetés időpontját. Ezen belül a kivásárlások szempontjából leggyakoribb hitelek, a tőkeáttételes hitelek esetében az érintettek 47 százalékkal csökkentették a 2010-ben és 2011-ben lejáró hiteleket. A valódi próbatétel annak a 460 milliárd dolláros adósságnak a kezelése lesz, amely 2012 és 2014 között válik esedékessé, s amelynek eddig mindössze 7 százalékat sikerült átütemezni. Még ha valamiképpen sikerül is a helyzetre folyamatosan megoldást találni, ami a válság újabb hulláma miatt egyre kevésbé valószínű, az új kivásárlások finanszírozása akkor is problémát fog okozni (*Bain* [2010]).

Viszonylag kevesen elemezték a pénzpiacok 2007-es összeomlását megelőzően lezajlott vállalati hitelexpanziót, amelyet szinte kizárólag az intézményi

finanszírozók tőkéjének a hitelpiacra történő beáramlása hajtott. Kivétel ez alól *Kaplan–Strömberg* [2009], *Axelson és szerzőtársai* [2007a] és *Shivdasani–Wang* [2009] – e tanulmányok szerint a hitellel lebonyolított kivásárlások 2007-ig tartó fellendüléséhez jelentős mértékben a hitelpiaci feltételek járultak hozzá. *Iwashina–Sun* [2010] szerint a piaci feltételek változása a hitelboom alatt a tőke kínálatában bekövetkező változásnak volt tulajdonítható. Arra vonatkozóan nincs tudományos bizonyíték, hogy a portfóliókban lévő cégek nagyobb hitelterhe miatt a kockázatitőke-tevékenység maga is hozzájárulna a gazdasági visszaeséshez. A hitellel végrehajtott kivásárlások érintettjei más cégekhez képest rendszerint magasabb hitelhányaddal rendelkeznek (*Strömberg* [2009]). Normál körülmények között a hitelhányad pozitív hatást gyakorol a cégek pénzügyi teljesítményére és hatékonyságára, s a kivásárlások esetében a magasabb hitelarány ellenére a nehéz pénzügyi helyzetbe kerülő cégek átlagos aránya hasonló a tipikus befektetési minősítésű vállalati kötvények kibocsátóiéhoz.

A megszigorodott hitelpiaci feltételek esetén a nagy tőkeáttételű kivásárlási tranzakciók különösen magas hitelszinteket tartalmaznak, ami szokatlanul magas arányban vezethet nehéz pénzügyi helyzet kialakulásához. *Strömberg* [2009] szerint azonban még ha egy cég számára a magas tőkeáttételű kivásárlás nehéz pénzügyi helyzetet okoz, a vállalati érték akkor is növekedést mutat a kivásárlás előtt mért vállalati értékhez viszonyítva. Tehát annak ellenére, hogy visszaesés idején nőhet a csődök aránya a kockázati tőke háttérű cégek esetében, ez nem bizonyítja, hogy a kockázati tőke tevékenysége hozzájárul a mélyebb recesszióhoz. Ennek megfelelően a kockázati tőke nem jelent rendszerszerű kockázatot a pénzügyi rendszer számára. Mivel a kockázati tőke háttérű cégek irányítása jobb, feltételezhető, hogy a kockázatitőke-tulajdonosokkal rendelkező cégek kevesebb problémát fognak tapasztalni a gazdasági visszaesés idején.

*Strömberg* [2009] arra is felhívja a figyelmet, hogy visszaesések idején, amikor nehéz a hitelhez jutás, a kockázati tőkének különösen előnyös hatása van a gazdaságra. Az a tény, hogy azok a kockázatitőke-alapok, amelyek a gazdasági visszaesés idején fektetnek be, számottevően jobb teljesítményt érnek el, mint a fellendülés idején befektető társaik, a kockázatitőke-alapokat erőteljesen ösztönzi a leszálló ágban történő befektetésre. Ennek megfelelően a gazdasági visszaesés idején történő kivásárlások különösen nagy mértékben növelik az érintett cégek termelékenységét, s pozitív hatást gyakorolnak a pénzügyileg nehéz helyzetű cégek foglalkoztatására és a növekedésére. Ennek megfelelően, amikor a tőkepiacok gyengék, a kockázatitőke-befektetők által átmeneti időre biztosított tőke kifejezetten kritikus rést tölt be. Ha a tőkepiacok kevésbé likvidek, akkor a cégek indulásánál különösen jelentős a klasszikus kockázatitőke-befektetések pozitív hatása az innovációra. A rövid

leszálló időszakokban a kockázati tőke-befektetők még le tudnak hívni olyan tőkét, amit befektetők még a kedvezőbb gazdasági feltételek közepette ígértek oda (Strömberg [2009]).

A nevesebb kivásárlási alapkezelők átlagosan magasabb hitelhányaddal finanszírozták a kivásárlásokat. Így az általuk lebonyolított ügyletek érzékenyebbé váltak a tőkepiaci feltételek megváltozására. Ugyanakkor a nehéz helyzet kialakulása és a kezelők hírneve között fordított volt a kapcsolat (Demiroglu–James [2010]).

## Következtetések

A klasszikus kockázati tőke-befektetések és a kivásárlások finanszírozása alapvetően eltér egymástól, mivel az első csoport rendszerint hitel igénybevétele nélkül, azaz saját tőkéből hajtja végre ügyleteit, míg a kivásárlások finanszírozása rendszerint igen magas hányadban hitellel történik. A kivásárlási alapok vállalatátvételeinél az úgynevezett magas tőkeáttételű hitelek a meghatározók.

A kétezres évek második felében a hitelek között megnőtt a bankok által szindikált hitelek súlya, s a más intézmények által nyújtott hitelek szindikálása csökkentette a bankok számára a hitelezés kockázatát. A bankok érdekeltségének megváltozása gyökeresen átalakította a hitelpiacot.

A kivásárlási piacon megnőtt az igénybe vehető hitelek mennyisége, és kedvezőbbé váltak a hitelfelvétel feltételei. A bankok által szervezett és az intézményi befektetők által finanszírozott szindikált hitelek sokkal kevesebbe kerültek a hitelfelvevők számára, mint a hagyományos kétoldalú bankhitelek. A kivásárlási alapok számára különösen kedvező volt a hitelminősítő cégek által értékelt, a piac szélesebb körének szindikálási célból felkínált származékos termékek megjelenése.

A hitelek széles körű szindikálásával azonban a kockázat is szétterült a résztvevők között, ami egyúttal megnehezítette a tényleges kockázatviselés átláthatóságát az egész rendszeren belül. A válság kapcsán bekövetkező hirtelen bizalomvesztés rendkívül erősen csökkentette a banki piac likviditását, miután a piaci résztvevők nem tudtak különbséget tenni az eszközökön belül, s ez a hitelezés teljes összeomlásához vezetett. Sokkal konzervatívabb lett a kivásárlások szerkezete.

A kockázati tőke-befektetések finanszírozása szempontjából, a magas hozamú kötvények és magas tőkeáttételű hitelek piacán a legnagyobb kérdés az, hogy mi történik a korábban felvett nagyarányú hitelek lejáratakor, s a banki és a befektetői kapacitás hagy-e elegendő refinanszírozási keretet a cégek új tőkeigényének fedezésére, beleértve az új kockázati tőke-ügyletek finanszírozását.





# 4.

## Az állam szerepvállalása a kockázatitőke-piacon

Számos országban különböző intézkedésekkel igyekeznek feloldani azokat az akadályokat, amelyek megnehezítik az innovatív kis- és középvállalatok kockázatitőke-finanszírozását. Az állam megjelenése a kockázatitőke-ágazatban alapvetően két feltételezésen alapul: 1. 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 külső gazdasági hatással (externális) jár, ezért a kormánynak érdeke ennek költségeit részben átvállalni; 2. a kormányzat képes a piaci elégtelenséget korrigálni, azaz képes azonosítani azokat a befektetési projekteket, amelyek nagy társadalmi haszonnal kecsegtetnek, s megfelelő ösztönzéssel a pénzügyi közvetítők (a magánszektorbeli kockázatitőke-befektetők) figyelmét feléjük tudja fordítani.

Ezeknek az állításoknak a helyességét eddig kevésbé vizsgálták, holott jelentős állami források áramlanak az ágazat egyes szegmenseibe, például azért, hogy az új cégekbe elegendő kockázati tőke juthasson. A legtöbb kormány meg van győződve a támogatások szükségességéről. A befektetések szűkösségéről, illetve a javasolt programok által elérhető előnyökről ritkán készülnek becslések. Ráadásul előfordul, hogy a költségvetési forrásokból történő beavatkozás kezdeményezői egyúttal annak kedvezményezettjei is.

Beavatkozásával az állam az induló, még kezdeti stádiumban tartó, technológialapú, valamint a távolabbi régiókban működő cégek tőkehiányának negatív hatását igyekszik ellensúlyozni (*OECD* [1997], *O'Shea* [1995], *Standeven* [1993], *Mason-Harrison* [1999a], [1999b], [2000b]). E cél elérésére – saját hatósági jogkörben vagy befektetői minőségben – sokféle kormányzati intézkedés hozható.

Hatósági jogkörben például átalakíthatók azok az intézményi befektetőkre vonatkozó vagyonkezelési előírások, amelyek a kockázatitőke-piac tőkeellátása szempontjából különösen fontosak, s amelyek kihatnak a kockázatitőke-alapokba befolyó megtakarítások hányadára. Az állam az adózási szabályok megváltoztatásával is szerteágazó módon befolyásolhatja a kockázatitőke-befektetések nagyságát és kihelyezését. Az ilyen típusú beavatkozások két fontos formája: 1. személyijövedelemadó-kedvezmény nyújtása az innovatív

induló cégekbe befektető magánszemélyek számára, 2. a kétszeres – mind az alapokat, mind a befektetőket terhelő – adóztatás kiküszöbölése. Végül az állam a kockázatitőke-ágazatot befektetőként is befolyásolhatja. Egyrészt befektetési ügynökségeket vagy befektetési alapokat hozhat létre, s ezeken keresztül közvetlenül hajthat végre az általa kiemelten fontosnak tartott vállalati körbe befektetéseket.

A másik lehetőség, hogy az állam igyekszik a tőkehiányt az ágazat magánbefektetőinek ösztönzése révén, tehát közvetett módon megszüntetni. Ilyen megoldás lehet többek között a magánszektor kockázatitőke-alapjaiba történő befektetés, hibrid – azaz állami és magánszektorbeli tőkével finanszírozott – alapok létrehozása, avagy a magánszektorbeli alapokkal koordinált társbefektetés. Az állam által ellenőrzött befektetési programokat, ahol állami alkalmazottak választják ki és finanszírozzák a támogatott cégeket, a szakértők ma már gyanakvóan szemlélik. Az ilyen programok a nemzetközi megállapodások szempontjából is vitathatók, ezért az állam kockázati tőkét közvetlenül cégek számára juttató beavatkozása mára jelentősen hitelét veszítette. A negatív tapasztalatok és a közvetlen beavatkozás magas költsége miatt a professzionális és kizárólag nyereségorientált befektetők ösztönzése sokkal hatékonyabb, mintha az állam maga próbálná meg – képzett, jártassággal rendelkező – befektetőként forrásokkal ellátni az új cégeket.

Az államnak ugyanis az a szerepe, hogy segítsen a számára fontos vállalkozásokat vonzóvá tenni a befektetők számára, a cégeknek pedig alkalmassá válni a befektetések fogadására. Az előbbi szerepkörben az állam társbefektetőként átvállalhatja a költségek egy részét, lemondhat a neki járó hozam egy részéről, illetve a veszteség egy részének átvállalásával csökkentheti a befektetések kockázatát, valamint megteremtheti a befektetők számára legelőnyösebb társasági formákat. Az utóbbi szerepkörben részt vállalhat a cégek megszületését és működésének első időszakát segítő infrastruktúra megteremtésében, a szellemi tulajdon létrehozásának és védelmének folyamatában, a vállalkozók és a kockázati befektetők egymásra találásának elősegítésében, valamint a befektetők – a korai szakasz lezárultát követő – kilépésének megkönnyítésében. Nem célszerű viszont, ha az állam maga válogat a projektek között, és a piaci követelményektől eltérő norma szerint, közvetlenül juttat költségvetési forrásokat cégeknek.

## Az állami beavatkozás eszközrendszere

Az állami beavatkozás módszereinek kiválasztása, illetve a megfelelő megoldások kombinálása elsősorban egy-egy ország tőkepiacának fejlettségétől, hagyományaitól, illetve a rendelkezésre álló költségvetési források nagyságától függ. Az eszközök más-más kombinációját alkalmazhatják sikerrel azok az

országok, ahol az értékpapírpiacon jelentősége nagy, és a befektetők védelme erős, mint ahol a finanszírozásban inkább a bankhitelek vannak túlsúlyban. A választott módszerek nagyban függenek attól is, hogy az adott ország kockázatitőke-piacra mennyire fejlett. Más megoldást igényel, ha az állam feladata az, hogy az egyébként megfelelő likviditású kockázatitőke-piacon a kívánatos piaci szegmens felé terelje a befektetőket, és mást, ha a kockázatitőke-piac keresleti és kínálati oldalát egyaránt fejleszteni kell. Mivel ezt a piacot a magánszféra mozgatja, minden állami beavatkozás szükségképpen magában hordja a piac torzításának veszélyét. Az államnak ezért arra kell törekednie, hogy a szükségesnek vélt beavatkozás a lehető legkevésbé torzítsa a piacot, a lehető legrövidebb ideig tartson, kevésbé legyen bürokratikus s végül, hogy mindvégig független értékelés kísérje (Karsai [2002]).

A gyakorlatban a kínálati oldalon keletkezett problémák orvoslása sokféle módon történt. Az állam választhatta azt a megoldást, hogy maga nyújtott tőkét a kockázatitőke-alapoknak. Ehhez némileg hasonló megoldás volt, amikor már meglévő alapokban a magánszféra gyűjtött tőkét egészítette ki, vagy esetenként együtt fektetett be a magánszféra alapokkal. Dönthetett úgy is, hogy a magánszféra befektetőinek költségeit csökkenti, különös tekintettel azok általános költségeire. További lehetőségként kínálkozott, hogy kedvező feltételekkel nyújtott hitelekkel segíti elő a magánszféra befektetőinél keletkező források bővülését. Végül az állam átvállalhatta vagy megoszthatta a magánfinanszírozókkal az esetleges kockázatitőke-befektetések veszteségeit.

Az állam a következő beavatkozási módok között választhat:

- állami befektetés kockázatitőke-alapokba a magánbefektetők helyett (helyettesítés),
- állami befektetés a kockázatitőke-befektetők oldalán (társbefektetés, az alapok elérhetőségének növelésére),
- általános költségek támogatása a magánszektorban (a nagyon kis méretű, korai stádiumban tartó vállalkozói befektetések aránytalanul magas költségeinek ellensúlyozására),
- a magánszektorbeli kockázatitőke-befektetők kedvezményes feltételekkel történő újrafinanszírozása vagy eladósodásának lehetővé tétele (a rendelkezésre álló alapok volumenének növelése céljából),
- a veszteségek átvállalása vagy megosztása a magánszektorbeli befektetőkkel (vagy úgy, hogy először az állami befektetők viselik a felmerülő veszteséget, avagy garanciát nyújtanak a veszteségek ellensúlyozására),
- speciális engedélyek a tőkejövedelem vagy a személyi jövedelemadó szabályozásánál az egyéni befektetés ösztönzésére (informális vagy üzleti angajok számára) a korai fázisú cégek esetében (EC [2003]).

Az állam által választott megoldások a gyakorlatban attól függenek, hogy a beavatkozáshoz mekkora közösségi forrás áll rendelkezésre, mennyire fejlett a már

létező kockázatitőke-ágazat, illetve mekkora az a piaci rés, amit az állami beavatkozás meg kíván szüntetni. Az állam helyettesítési vagy veszteségmegosztási rendszerei leggyakrabban olyan területeken működtek, ahol a kockázatitőke-piac nagyon fejletlen volt, és ösztönözni kellett az alapkezelőket és befektetőket az adott tevékenység megkezdésére, a hiányzó tapasztalatok megszerzésére. Amint a kockázati tőke tevékenysége megszilárdul, az állami befolyásolás egyre inkább a piactorzítás veszélyét hordozza magában. Ezért ekkor már sokkal finomabb eszközökre van szükség a sikeres beavatkozáshoz.

A kétezres évtized végi pénzügyi és gazdasági válság során ismét napirendre került a kockázati tőke állami eszközökkel történő támogatása, annak reményében, hogy ez is elősegíti a gazdaság kilábalását a válságból, hosszú távon javítva a gazdasági teljesítményt (*Private Equity Findings* [2010]).

Az Európai Unió közösségi forrásokkal többféle program keretében is igyekszik előmozdítani a kockázatitőke-ágazat fejlődését, illetve ezáltal az európai kis- és középvállalkozások finanszírozását. Ezek közül az CIP/EIP és a Jeremie-programok érintik leginkább a kockázatitőke-befektetések támogatását. A versenyképességi és innovációs keretprogram (*Competitive and Innovation Framework Programme, CIP*) vállalkozás és innováció programjának (*Entrepreneurship and Innovation Programme, EIP*) pénzügyi eszközei révén a kockázatitőke-alapok támogatására az EU 2007 és 2013 között 560 millió eurót szán. E program keretében a támogatás az EU megbízásából közvetítő feladatot ellátó Európai Befektetési Alap (*European Investment Fund, EIF*) közvetítésével jut el a forrásokra pályázó kockázatitőke-alapokhoz.

Az állami tőkében részesülő kockázatitőke-alapok befektetései során kizárólag üzleti szempontok érvényesülnek. Az állami tőkebefektetőt képviselő EIF részaránya a kockázatitőke-alapok tulajdonosai körében a korai fázist finanszírozó alapok esetében maximum 10–25 százalék lehet, míg a terjeszkedési (expanzív) szakaszban tartó cégekbe befektető kockázatitőke-alapok esetében maximum 7,5–15 százalékot érhet el. 2009 végéig 15 országban 18 kockázatitőke-alap támogatásáról született döntés 205 millió euró összegben, az alapok tervezett mérete 1,35 milliárd euró. Magyarországi alap nem szerepel az EU keretprogramjának (CIP/EIP) forrásaiból finanszírozandó kockázatitőke-alapok között.

A kockázatitőke-alapok állami finanszírozásának másik kiemelt programját a Jeremie-konstrukció képviseli. E program célja, hogy a tagállamok minél jobban tudjanak élni a regionális politika adta lehetőségekkel, s mind több támogatást tudjanak eredményesen lehívni és felhasználni a Strukturális Alapokból. A tőkét az Európai Regionális és Fejlesztési Alap (*European Regional Development Fund, ERDF*) biztosítja, előre tervezett módon, az egyes országok operatív programjába illeszkedően. A támogatás kezdeményezése az országok részéről önkéntes, ám az erre elkülönített eszközök más célra már nem használhatók fel, s a befektetésekből visszanyert tőkét ismételten hasonló be-

fektetésekre kell fordítani. 2007 óta az európai tagállamok 3,1 millió eurót fordítottak a Jeremie-program keretében befektetésre, ami eltöri a CIP/EIP program 550 milliós nagyságrendje mellett. (A Jeremie-alapok nemcsak kockázatitőke-alapokat finanszíroznak, hanem mikrohitelzéssel, garanciavállalással is foglalkoznak.) Az egyes országokban először holdingtípusú alapokat hoznak létre, amelyek ezt követően pályázatokon keresztül választják ki a kockázatitőke-alapokat, amelyeknek magánszektorbeli forrásokkal is rendelkezniük kell, mivel az állami támogatás – azaz a holdingtól érkező tőke aránya – esetükben nem haladhatja meg a 70 százalékot. 2010 őszéig 30 holdingalap jött létre 15 tagállamban, ebből az EIF 11 esetben vált a holdingalap kezelőjévé, azaz lát el közvetítő szerepet az EU és a kockázatitőke-alapok között. A konstrukció keretében a Jeremie-alapok számára az EU 3,5 milliárd eurót juttatott, amelynek még igen kis részét kapták meg ténylegesen a pályázó kockázatitőke-alapok, s az alapok még ennél is jóval kevesebbet fektettek be a cégekbe. Az eddigi legnagyobb Jeremie-holdingalap Magyarországon jött létre, közel 700 millió eurós nagysággal (GHK [2009], EIF [2010]).

## Az állami részvételű tőkealapok ösztönzése

A szakértők túlnyomó többsége egyetért abban, hogy különösen a magvető és korai stádiumú technológiai cégekbe történő befektetések előmozdítása, a perspektivikus cégek kiválasztása, a befektetések végrehajtása, majd a finanszírozott cégek monitorozása olyan jártasságot igényel, aminek az állam nincs birtokában. Ezért e cégek támogatására a legjobb megoldás az, ha az állam a hivatásos magánszektorbeli befektetőket vonzza e vállalkozások piacára, s így éri el, hogy azok az általa fontosnak tartott vállalati kört finanszírozzák (Maula–Murray [2003]). E célt szolgálja a kockázatitőke-ágazatban működő magánszektorbeli befektetési alapok állami támogatása, illetve a magán- és állami tőkével dolgozó vegyes (hibrid) alapok felállítása.

E közvetett állami részvétel során azt kell eldönteni, hogy az állam inkább védje vagy inkább jutalmazza a magánszektorbeli befektetőket annak érdekében, hogy azok minél szélesebb körben vegyenek részt a támogatni kívánt befektetésekben. Az ösztönözés csökkentheti a bukás költségeit (ez az úgynevezett lefelé irányuló védelem, *downside protection*), vagy javíthatja a sikeres befektetések hozamát (ez a felfelé irányuló ösztönzés, *upside leverage*) (uo.). E megoldások nem szükségképpen jelentik egymás alternatíváit, vannak olyan esetek, amikor mindkét eljárást alkalmazzák. Az állam emellett még úgy is megváltoztathatja az alapok jövedelmezőségét, ha nem a befektetések eredményességét befolyásolja, hanem közvetlen támogatással csökkenti a kockázatitőke-alapok működési költségeit. Az állam által közvetett módon

támogatott, felfelé ösztönző programok egyre inkább terjednek a fejlett piacgazdaságokban, lehetővé téve, hogy a kockázatitőke-befektetők minden egyes dollár befektetéséhez az állam további egy vagy több dollárnyit hozzátegyen.

A felfelé irányuló ösztönzés célja, hogy javítsa a magánszektorbeli kockázatitőke-befektetések megtérülését. Ez úgy érhető el, ha az állam – miután beszállt tőkével a magánszektorbeli alapba – kisebb arányban részesedik a haszonból, mint amennyi a részesedése után egyébként neki járna. Ezt a gyakorlatban az állam hozamának korlátozásával vagy maximalizálásával érik el. Hasonlóképpen kedvezőbb helyzetbe hozhatók a magánszektorbeli befektetők, ha az alapjaiknak odaígért tőkét a befektetések aktuálisává válásakor először az államtól hívják le; illetve az állam kapja meg utoljára a maga részét az alapokba befizetett tőke visszafizetésekor vagy a hozamok lehívásakor. A felfelé irányuló ösztönzés a magánbefektetőket nem védi meg a projektek rossz kiválasztásából adódó veszteségektől, viszont a sikerből származó előnyök nagyobb részét hagyja a magánszektorbeli partnereknél. A kisebb méretű alapok számára ez különösen jelentős lehet, mivel általában a befektetések kis hányadából származik tőkejövedelmük jelentős része.

A lefelé irányuló védelmet nyújtva sok kormány indított be támogatott, garanciális vagy kezességvállaló programokat a magánszektorbeli kockázatitőke-befektetők ösztönzésére. A befektetőknek ilyenkor nem kell viselniük a sikertelen befektetés teljes veszteségét, mert azt az állam részben átvállalja. Ez a biztonsági háló a feltételezések szerint megváltoztatja a magánszektorbeli kockázati tőkések kockázati preferenciáit (*Maula–Murray* [2003]). Mivel a lefelé irányuló védelem eltéríti a befektetőt a hozam maximalizálásától, a befektetések sikerének növelése helyett inkább a kockázati befektetők túlélését segíti elő. Ezért jól megfigyelhető tendencia, hogy minél fejlettebb egy országban a kockázatitőke-ágazat, annál valószínűtlenebb, hogy a lefelé irányuló védelem lenne a kockázati tőke bátorításának fő eszköze.

Az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban a kormányzat által támogatott programokban a hangsúly elsősorban a magánszférabeli befektetők hozamának emelésén van. Ugyanakkor a kontinentális Európában a fejlettebb országokban (Franciaország, Németország, Svédország, Hollandia, és Dánia) léteznek olyan állami programok, amelyek közvetlenül vállalnak garanciákat (uo.).

Közvetett állami támogatást képvisel az alapok működési költségeihez történő hozzájárulás. Az induló cégekre specializálódó alapok általában kicsik, így nem számolhatnak méretgazdaságságból származó előnyökkel, s ezért a nagyméretű alapoknak megfelelő iparági költségnormák nem gazdaságosak a számukra. (A szokásos kezelési költség a hagyományos, érett vállalkozásokat finanszírozó tőkealapoknál a teljes összegyűjtött tőke 2–2,5 százaléka, míg a megfelelő arány a korai fázisra szakosodott technológiai alapoknál 4–5 szá-

zalék lenne, ami a kialakult tradíciók miatt nem fogadható el az alapokat finanszírozó intézményi befektetők számára.)

Országoként igen eltérő az – állami és magánszektorbeli tőkével finanszírozott – hibrid eszközök struktúrája. Az 1. táblázat bemutatja e befektetési struktúrák fő típusait néhány olyan ország példájával illusztrálva, ahol az adott megoldást használták a korai fázisú vállalkozások finanszírozásának előmozdítására.

A finanszírozást ösztönző struktúráknak három olyan különböző típusú, általánosan használt mechanizmusa van, amely a szerint változik, hogy hogyan osztják meg a profitot, hogyan időzítik a befektetéseket, és hogyan alkalmazzák a lefelé irányuló garanciavédelmet:

1. Az állami befektetőnek járó profit limitálása. Ezek a struktúrák növelik a magánszektorbeli befektetők számára megszerezhető profit többletét. Megoldható az állami befektető profitjának korlátozásával; a (sikeres) alapra vonatkozó korai kivásárlási opció nyújtásával magánszektorbeli befektetők számára; valamint kormányzati hitel nyújtásával.

2. A kockázatitőke-alapnak adott ígervénynek a kormányzati és a magánszektorbeli befektetőktől eltérő időpontban való lehívása. Az állami alapokból érkező összegek korábbi lehívása kedvező hatású a magánszektorbeli befektetők számára. A magánszektorbeli befektetők szerepét helyettesítő állami források révén a magánszektorbeli befektetők befektetési időtartama lerövidül, s az így kialakuló belső megtérülési ráta ennek megfelelően emelkedik.

3. Garancia a magánszektorbeli befektetők veszteségei egy részének megtérítésére. A biztosított garancia ritkán haladja meg a befektető veszteségének 75 százalékát, s lefelé irányuló védelmi szintet nyújt. Ennek hatása, hogy védje a magánszektorbeli befektetőket a hibás projektválasztás és a projekt sikertelenségének gazdasági következményeitől. A kockázat – lefelé irányuló – egyenlőtlen megosztásával növelhető a befektetők biztonsága. Ugyanakkor az ilyen rendszereket főként a befektetők védelmére és nem a jutalmazására tervezték. A legrosszabb esetben csökkentik a rossz döntéshozatalból eredő büntetést, ami morális kockázatot rejt magában. A garanciákat rendszerint az ösztönző program kiegészítő elemeként alkalmazzák.

*Jääskeläinen–Maula–Murray* [2006] részletesen megvizsgálta az ösztönzési struktúrák azon kínálatát, amelyeket a kormányzatok eddig alkalmaztak a hibrid alapok a magánszektorbeli alapkezelői és befektetői honorálására, s megnézte, hogy ezek az ösztönzési rendszerek milyen feltételek esetén hatnak rájuk.

– Az elemzés szerint a hibrid alapba történő be- és kifizetések eltérő időzítésén alapuló ösztönzési struktúra a leghatásosabb és legelőnyösebb a magánszektorbeli befektetők számára.

– A lefelé irányuló védelmet nyújtó, a befektetés sikertelensége ellen garanciát vállaló ösztönzés csak nagyon mérsékelt lehetőségeket hagy a hozamok

## 1. táblázat

Az állami részvétellel működő kockázati tőke-alapok ösztönzési rendszerének jellemzői

Jellemző	Leírás	Ösztönzés hatása	Példák
Társbefektetés magánszektorbeli befektetővel	Az állam befektetéseit a magánszektorbeli befektetésekhöz illeszti.	Segít alapot létrehozni. Segít a nagyságrendi megtakarításokat jelentő alapterület elérésében.*	50 százalék alatti állami részesedés: European Investment Fund (EU), FII (Finnország), Yozma (Izrael)  50 százalék feletti állami részesedés: IIF és Pre-seed Fund (Ausztrália), SBIC és SSBIC (Egyesült Államok), Regional Venture Capital Funds (Egyesült Királyság)
Egyenlőtlen részesedés az elért hozamból	Miután az összes befektető részesedett egy előre meghatározott hozamból, az ezt meghaladó hozam kizárólag a magánszektorbeli befektetőket illeti.	Az állam hátrányára történő hozameltérítés növeli a magánszektorbeli befektetők által várt hozamot, ösztönözheti a sikeres befektetésekben való részvételt.	Regional Venture Capital Funds (Egyesült Királyság), Pre-seed Fund (Ausztrália), CORFU (Chile)
Magánszektorbeli befektetők kiválsárlási opciója	Az állami részesedés megvásárlására adott opció a magánszektorbeli befektetőknek, előre meghatározott időpontban és árfolyamon (rendszerint névérték + kamat).	Hatása hasonló a hozameltérítéshez. Két további előnye:  1. a hozameltérítéshez képest a siker korábbi és jobban látható elérésére nyújt lehetőséget mindkét fél részére,  2. siker esetén az állam gyorsan visszakapja a pénzt, és nem kell várnia az alap megszűnéséig.	Yozma (Izrael), New Zealand Venture Investment Fund (Új-Zéland)



Lefelé irányuló védelem (vesztés-átvállalás)	A lefelé irányuló védelem keretében az állam viseli a portfólióból származó veszteséget.	A lefelé irányuló védelem negatívan hat, mert nem kényszerít eléggé a magánszektorbeli befektetők erőfeszítésére: csökkenti a sikeres és a sikertelen befektetések hozama közötti eltérést. Így az alap teljesítményére kisebb hatást gyakorol a befektetések megfelelő kiválasztása és a hozzáadott érték növelése érdekében.	WFG (Németország) tbg & KfW (Németország) SOFARIS (Franciaország) Vaeksfonden/Loan Guarantee Scheme (Dánia)
Hozzájárulás az alap működési költségeihez	Az állam fedezi az alapkezelőnél az alap működtetéséből származó költségek egy részét.	A működési költség neutrális a magánszektorbeli befektetők vagy az alapkezelők ösztönzése szempontjából, miközben növeli az alap hozamát.	European Seed Capital Scheme (EU)
A be- és kifizetések időzítése	Az állam teszi be először, és veszi ki utoljára a pénzt az alaptól.	A magánszektorbeli befektetők hozama emelkedhet a be- és kifizetések időzítésével, ami növeli az alap vonzerejét.	Regional Venture Capital Funds (UK)
Berekesztési opció	Próbaidőszak, amelyen belül az alap megszüntethető, ha kiderül, hogy az állam nem tud megfelelő számú ügyletet elérni.	Negatív hatású, mert nem kényszerít a hibás döntések elkerülésére: opció az alaptól való kijutásra, mert ha az sikertelen, nem ösztönöz a sikeressé tételre, s így valószínűleg növeli a bukás valószínűségét.	-

\* A magánszektorbeli befektetőkkel azonos állami befektetési feltételek nem jelentenek közvetlen ösztönzést (nem javítják a magánszektorbeli befektetők hozamát a piaci elégtelenségek területén).

Forrás: *Jtäskeläinen–Maula–Murray* [2006] 22. o. alapján.

felosztásának megváltoztatására. Egy kormányzat által társfinanszírozott hibrid kockázatitőke-alap esetében a tanulmány számításai szerint a piaci és az eltérített hozam között a legmagasabb kezelhető eltérés – az alapok által a magánszektorban elért hozamoktól függően – 5 és 9 százalék között mozog.

– A be- és kifizetések aszimmetrikus időzítése az egyetlen olyan ösztönzési rendszer, amely a magánszektorbeli befektetőket valóban abba a korai fázisú piaci szegmensbe tudja vonzani, ahol az erre szakosodott alapok által várt hozamok jelentősen alacsonyabbak, mint általában a magánszektorbeli alapoké.

## Az állami beavatkozás értékelése

Amikor a kormányzat szembekerül azzal a kérdéssel, hogyan alakíthatná ki optimálisan a beavatkozás struktúráját, akkor kénytelen a múltbeli vagy aktuálisan működő programok teljesítményére támaszkodni. E programok tulajdonságai, valamint az általuk orvosolni kívánt problémák azonban rendkívül eltérők lehetnek. Bár a kormányzati kockázatitőke-programok teljesítményének értékelésére sokféle tanulmány készült, a tapasztalatok felhasználását megnehezítette, hogy a programok erősen kapcsolódtak az egyes nemzetek intézményi (környezeti) jellemzőihez. Az összehasonlítást kevésbé lehetett számszerűsíteni, így következtetései szükségképp csak kvalitatívak lehettek. Az egyes állami szakpolitikai lépések indokainak és hatásainak koherens és generikus összehasonlítása továbbra is várat magára (*OECD* [1997], *Gilson* [2003], *Maula–Murray* [2003]).

A kockázati tőkével kapcsolatos szakirodalom a befektető–kezelő–vállalkozó közötti hármashól elsősorban csak befektető–vállalkozó-kapcsolatra, azaz „lefelé” koncentrált. Ugyanakkor eddig kevesen vizsgálták e témát az intézményi kapcsolat szintjén, azaz a „felfelé” irányuló kapcsolat szempontjából, tehát az alapok befektetői és kezelői közötti viszonyt nézve, ami pedig az megbízó–ügynök, az aszimmetrikus információ és a szerződéselmélet hasonló – a befektető és a cég között felmerülő kérdések szerinti – megközelítéseit tartalmazza. Az elméleti kutatások eddig a kockázati tőkét kizárólag mint magánszektorbeli tevékenységet elemezték, azt feltételezve, hogy minden befektető, aki tőkét fektet a kockázatitőke-alapokba, azonos feltétellel teszi ezt, s hogy a befektetők és az alapkezelők sajátos és kizárólagos célja a tőkejövedelem maximalizálása az alapok fennállásának időszakában. Ezért bár értékesek a régebbi kutatások, de kevésbé relevánsak a tekintetben, amikor a befektetők különböző típusai eltérő célokkal kerülnek be a hibrid alapokba. Tekintettel a hibrid alapok tevékenységének megnövekedett nemzetközi népszerűségére, szükség lenne az ezen új alapstruktúrából eredő teljesítménybeli következmények megértésére (*Maula–Murray* [2003]).

Az állam beavatkozása mellett és ellen egyaránt sok érv hozható fel (*Maula–Murray* [2003]. Az állami beavatkozás pártján állók (*OECD* [1997], *Aernoudt* [1999]) a kockázati tőke-ágazat gazdasági növekedésre és munkahelyteremtésre gyakorolt pozitív hatása alapján kardoskodnak az állami részvétellel történő fejlesztés mellett. Szerintük így lehet elérni, hogy csökkenjenek a kisvállalkozások tőkeszerzési nehézségei. (Sokan idézik *Lerner* [1999] kutatási eredményeit, amely szerint az Egyesült Államokban 1983 és 1997 között az úgynevezett *Small Investment Business Research (SBIR)* program keretében támogatott vállalkozások gyorsabban tudtak növekedni, és több kockázati tőkét vonzottak magukhoz, mint a támogatásban nem részesülő cégek.) A kormányzati beavatkozás mellett érvelők szerint, ha a programokat megfelelően alakítják ki, lehetőség van arra, hogy az állam hasznos szerepet játsszon a kockázati tőke-piacon (*OECD* [1997]), s e beavatkozás növeli a magánszektor kínálatát a kockázati tőke-piacon: képes a befektetőket a kockázatosabb vállalkozásokhoz vonzani, s így olyan munkahelyek is létrejönnek, olyan térségek is kockázati tőkéhez jutnak, amelyek különben nem tudnának.

A kormányzati programok közül a vállalkozásokat közvetlenül finanszírozó konstrukciókat eddig viszonylag kevés kutató elemezte (*Doran–Bannock* [2000]). Így nem alakult ki pontos kép arról, hogy vajon sikerült-e a közvetlen állami részvétellel a vállalkozások fontosnak tartott körét úgy finanszírozni, hogy azok később a kockázati tőke-piacon is forráshoz juthattak. Az sem bizonyított, hogy az állami alkalmazottak megfelelően tudták-e kiválasztani az ajánlatok közül az innováció szempontjából legígéretesebb projekteket. Hasonlóképp kérdéses, hogy az államnak sikerült-e a helyi befektetések előtérbe helyezésével számottevő gazdaságfejlesztő feladatot ellátni az egyes régiókban.

A közvetlen kormányzati részvétel feltételezett pozitívumai ellenére a kutatások szerint igen sok indok szól amellett, hogy a kormányzatoknak miért nem szabad részt venniük a vállalkozások kiválasztási döntéshozatalában, azaz a befektetési döntésekben (*Gilson* [2003], *Manigart–Bauselinck* [2001], *Bannock Ltd.* [2001]). Az első ilyen érv szerint a kormányzat közvetlen befektetése az ágazatba a magánszektorbeli kockázati tőke lassúbb fejlődéséhez vagy háttérbe szorításához vezethet (*O’Shea* [1995], *Leleux–Surlemont–Wacquier* [1998], *Gilson* [2003]). Ez az úgynevezett kiszorító hatás. Ilyenkor a költségvetési forrásokból létrehozott befektetési szervezetek a magánszektorbeli befektetők versenytársaiként lépnek fel a piacon, elnyomva és lassúbb fejlődésre kárhóztatva a kockázati tőke-ágazat magánforrásokkal dolgozó szereplőit. Ha az állam a piacnál puhább követelmények mellett vállalkozik befektetésre, a magánfinanszírozók orra előtt olyan projekteket halászhat el, amelyeket a magánszféra amúgy is finanszírozott volna, tehát a magánszférának végül csak a rosszabb projektek maradnak (*Lerner* [1999], *Manigart–Bauselinck* [2001]).

A második érv az állam közvetlen részvétele ellen, hogy az állami befektetések és támogatások nyújtása mindig magában hordozza a visszaélés lehetőségét (*Florida–Smith* [1993], *Leleux–Surlemont–Wacquier* [1998]). A személyi és politikai összefonódások, valamint szándékos visszaélések következtében a kedvezmények sokszor nem a támogatni kívánt vállalati körhöz kerülnek, így a társadalom számára haszontalanul költik el a központi forrásokat. Különösen igaz ez azoknak a támogatási megoldásoknak az esetében, ahol nincsenek egyértelműen megállapított kritériumok, s ritkán vagy egyáltalán nem ellenőrzik az állami befektetőket.

A harmadik érv az állam közvetlen részvétele ellen az állami tisztviselők alkalmasságának kérdése a befektetések kiválasztására, hiszen jutalmazási rendszerük a legtöbb esetben független a befektetések végeredményétől (*Leleux–Surlemont–Wacquier* [1998]). Az állam kockázati tőkésként is szükségszerűen a nagyobb, jelentősebb múlttal rendelkező, több embert foglalkoztató, politikailag érzékenyebb cégeket finanszírozza, mintsem a jelentős vívmányokat ígérő, ám bizonytalan kilátásokkal kecsegtető kicsiket. A kormányzati hivatalnokok a cégek között sokszor azok sikerének valószínűsége szerint válogatnak, s nem vizsgálják, hogy vajon tényleg szükség van-e a fejlődésükhöz állami pénzre. A kormányzati gondolkodás logikája nehezen egyeztethető össze a kockázati tőkések portfólióban való gondolkodásával, amely a források kifejezetten egyenlőtlen elosztását kívánja meg (*Florida–Smith* [1993]). Ellentétes a politika és a kockázati tőke beállítódása a bukás, a csőd kezelésében is. Politikailag ugyanis nehéz elfogadni a költségvetésből származó források egy részének szükségképpen sikertelen vállalatokhoz kerülését, holott ez a kockázati finanszírozás természetes velejárója. Ugyancsak nehezen egyeztethető össze a választási ciklusokhoz illeszkedő rövid távú siker felmutatása a kockázati tőke „türelmes” természetével, amely a projektek akár 5–7 év alatti beérését teszi lehetővé (*Eisinger* [1993]). További ellenérv, hogy a közvetlen állami befektetés érzékeny a politikai vagy más érdekcsoportok által kifejtett nyomásra (*Lerner* [2002b], *Eisinger* [1988], *BVCA* [2009]). Végezetül a közvetlen befektetés meglehetősen költséges megoldás, azaz sokba kerül az államnak (*Bannock Ltd.* [2001]).

*Da Rin–Nicodano–Sembelli* [2004] megvizsgálta, hogy a kormányzati beavatkozások a gyakorlatban mennyire voltak képesek hozzájárulni a korai fázisú és csúcstechnológia területén végrehajtott tőkebefektetések arányának növekedéséhez, előmozdítva aktív kockázattőke-piacok fejlődését. Eredményeik nem igazolták, hogy az ezekre a piacokra irányított nagyobb források megnövelik a korai fázisú és a csúcstechnológiai befektetések részarányát. Ehelyett azt találták, hogy sokkal sikeresebb az a megoldás, amikor a beavatkozás a projektek hozamkövetelményeinek növelését célozza meg, így változtatva meg a kockázattőke-piacok összetételét a korai fázisú és csúcstechnológiai szakágazatok javára. Tapasztalataik szerint a vonzó kilépési csatornát jelentő tőzs-

dék elérhetősége, valamint a tőkejövedelem-adó csökkenése egyaránt növeli a korai fázisú és a csúcstechnológiai befektetések részesedését.

Ma már a közvetett támogatás buktatóiról is igen sok tapasztalat gyűlt össze az amerikai gyakorlatból, ahol a magánszektorbeli kockázatitőke-alapok állami támogatásának gyakorlata a leginkább elterjedt (*Doran–Bannock* [2000]). Ezek közül különösen fontos az a tanulság, hogy a vegyes alapoknak először olyan üzleti hozamok elérésére kell törekedniük, amelyek összehasonlíthatók a hasonló méretű és életciklusú cégeket finanszírozó, tisztán magánszektorbeli alapok hozamával. A tőke hozama semmivel sem helyettesíthető, azaz minden más gazdasági mérőszám figyelembevétele csak ezután következhet. A hibás jelzések elkerülése érdekében tehát a belső megtérülési rátára kell összpontosítani, s nem az adóhitelekre vagy egyéb ösztönzőkre.

A szakértők túlnyomó többsége egyetért abban, hogy különösen a magvető és korai stádiumú, technológiai cégekbe történő befektetések generálása, beazonosítása és végrehajtása igényel olyan jártasságot, amit nem könnyű utánoznia az államnak. Ezért e vállalkozások támogatására a legjobb megoldás az, ha az állam a professzionális magánszektorbeli befektetőket vonzza e cégek piacára, s így éri el, hogy e befektetők az állam által támogatni kívánt vállalati kört finanszírozzák (*Maula–Murray* [2003]). E célt szolgálja a kockázatitőke-ágazatban működő magánszektorbeli befektetési alapokba történő állami befektetés, illetve magán- és állami tőkével dolgozó hibrid alapok felállítása.

Az Európai Bizottság felkérésére 2005-ben egy szakértői csoport áttekintette és értékelt a tagállamok kockázatitőke-piaci beavatkozásának európai gyakorlatát. Ebből az derült ki, hogy a konstrukciók 80 százaléka üzleti alapon működő magánszektorbeli kockázatitőke-alapok részvételét igényelte. A programok kétharmada az alapokat azok szakértelme és múltbeli teljesítménye alapján választotta ki az együttműködésre. Ezen alapok nagy többsége profitorientált volt, és eredményeik nyilvánosan elérhetőek voltak. A programok kétharmada a magánszektorbeli alapok társfinanszírozását tartalmazta, s bizonyos százalékban korlátozta az állami szektor részvételét az alapok tőkéjében. A kezelési költségek minden programban megfeleltek az iparágban szokásos gyakorlatnak, s a programok nagy többsége korlátozta az alapok befektetési periódusát. A legtöbb programnak a hozzájáruláskor többféle eszköz állt rendelkezésére, így lehetőségük volt sajáttőke-típusú, alárendelthitel-típusú és egyéb eszközök alkalmazására is. A legtöbb állami befektetés a magánszektorbelivel azonos feltételekkel történt. A programok negyede korlátozta az állami szektor részesedését az alapok profitjából. A programok közel felét az illetékes országban formai szempontból értékelték, és hasonló arányban készült becslés azok hatásáról a tőkében részesülő cégekre. Az esetek negyedében a programok kockázatitőke-ágazatra gyakorolt hatását is vizsgálták. Ezek az értékelések az esetek felében változásokhoz vezettek a programok

kialakításában. A programok közel felében néhány kiemelkedő befektetés, azaz gyorsan növekvő sikeres cég is született (EC [2005a]).

Az Európai Bizottság által megbízott szakértői csoport a programok tapasztalatainak értékelése nyomán arra a következtetésre jutott, hogy az állami szektor lépéseit oly módon kell megtervezni, hogy az állam a piaci mechanizmusoknak megfelelően dolgozzon, s ösztönözze a magánszektorbeli alapokat a teljesítmény javítására. Fontosnak találták, hogy az állam óvakodjon olyan konstrukcióktól, ahol az előnyök az alapkezelőknél csapódnak le, vagy ahol a konstrukciók kiszorítják a magánszektor befektetőit. Úgy látták, hogy a közvetlen állami támogatások nem ösztönöznek a megfontolt cégkiválasztásra, s nem javítják a cégek hatékonyságát. Rámutattak, hogy a siker eléréséhez az állami beavatkozás konstrukcióit mindig a kockázatitőke-piac szintjéhez kell igazítani. Így például a kapacitásépítő időszakban a konstrukciók a magánszektorbeli alapok befektetőinek veszteségeire nyújtott garanciavállalással támogathatják a kockázatitőke-alapok növekedését és túlélését. Egy sokkal érettebb kockázatitőke-piacon a magánszektorbeli alapok befektetőinek inkább a befektetéshez és a kockázat vállalásához lehet szükségük ösztönzésre. Ilyen környezetben a szakértők szerint a kockázat és a profit állami szektorral való megosztásán alapuló konstrukciók ajánlhatók. Például az állami szektor korlátozott részesedése az alap profitjából összekapcsolható az egész állami befektetési hányad lehívási opciójával, ami további ösztönzést nyújt a nyereséges befektetésekhez (uo.).

A szakértői csoport hangsúlyozta, hogy a programok minőségének biztosításához professzionális módon és megfelelő kezelési tapasztalat alapján kell kiválasztani az alapokat, illetve kezelőiket, s el kell kerülni az e csoportokra nehezedő politikai nyomást. Úgy vélték, hogy lehetőség szerint korlátozni kell a bürokráciát. Az átláthatóság – aminek feltétele a rendszeres információnyújtás – elősegítheti a befektetők tranzakciós költségeinek alacsonyan tartását. A programok értékelése azt mutatta, hogy kulcskérdés a magánszektorbeli befektetők megtalálása. Minél nagyobb a magánszektor részesedése, annál hatékonyabb az állami szektor hozzájárulása. A programok negyedének ugyanakkor nehézségei mutatkoztak abban, hogy megtalálják a megfelelő magánszektorbeli befektetőket. A magánszektor megkövetelt részvételi aránya 0 és 75 százalék között mozgott, így a maximális emelő hatás 1:3 volt. A programok ötödében az állami alkalmazottak hatékonysági kritériumok mellőzésével választották ki az alapokat. A szakértői csoport véleménye szerint az állami szektor programjainak rendszeres értékelése maga is nagyon fontos feladat, nemcsak az érintett tagország, hanem a többi ország számára is. Alapvető az állami programok átfogó hatásának értékelése a cégek, az elért növekedés és az ágazat egészének fenntarthatósága szempontjából is, mivel az állami szakpolitikának lépést kell tartania az ágazat fejlődésével. A program-

nak kilépési stratégiával is rendelkeznie kell arra az időre, amikor már nem termel további hozzáadott értéket a gazdaság számára (uo.).

Az előző felméréshez igen hasonló következtetésekre jutottak az állami beavatkozások gyakorlatát közösen vizsgáló európai és amerikai szakértők is (*EC-US* [2005]). Ők úgy vélték, hogy az állami beavatkozásnak a kockázatitőke-szektor hatékonyságát és hosszú távú stabilitását kell szolgálnia. Ehhez a kormánynak programjaiban együtt kell működnie az üzleti világgal. Eközben egyaránt ügyelnie kell arra, hogy ne szorítsa ki a piacról a magánszektorbeli befektetőket, de ne idézze elő olyan kisméretű alapok elburjánzását sem, amelyek nem képesek megfelelően kihasználni a méretgazdaságosságból származó lehetőségeket. A kisebb alapok ugyanis alapkezelőik kis száma miatt nem képesek a cégeknek tanácsot adni, nem tudnak megfelelően szelektálni az ajánlatok között, nem tudják követni és ellenőrizni a befektetéseket, s tőkéjük nem elegendő a befektetések megfelelő diverzifikálásához, miközben megfelelő erőforrások híján tapasztalt alapkezelőket sem tudnak alkalmazni. A legjobb eredmények akkor érhetők el, ha az állami szektor olyan, jól irányított kockázatitőke-alapokba fektet be, amelynek tőkéje csak részben érkezik állami forrásból. Ehhez célszerű a magánszektorbeli alapokat egyenlő eséllyel nyilvánosan versenyeztetni előre meghatározott minőségi kritériumok alapján (*EC-US* [2005]).

Az OECD megbízásából ugyancsak e témakörben készült tanulmány azt emelte ki, hogy a kormányzati beavatkozásnak el kell kerülnie a hibás ösztönzést. Azaz nem szabad a kockázati tőke alapvető természetét megváltoztatnia: a vállalkozóknak meg kell tudniuk győzni a befektetőket a magas hozam elérése reményében a magas kockázat elfogadásáról. Az a kormányzati politika, amely leszorítja a hozamot a magánszektorbeli befektetők számára még éppen elfogadható szint alá, az innovatív kis- és középvállalkozásokat kizárja a piacról (*OECD* [2006]).

Az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (*European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA*) 2010-ben készített úgynevezett fehér könyvében úgy vélte, hogy a kockázatitőke-piacon az állami részvétel szakpolitikai célokhoz kötése – azaz meghatározott technológiák avagy földrajzi területek előnyben részesítése – nem illeszkedik a kockázati tőke működésének logikájába, s így eleve csökkenti az állami hozzájárulás sikerességének lehetőségét (*EVCA* [2010]).

Az Európában legfejlettebb kockázatitőke-piaccal rendelkező Egyesült Királyságban szerzett tapasztalatokat 2009-ben összegző értékelés (*BVCA* [2009]) egy további fontos szempontra is felhívta a figyelmet a hibrid finanszírozás kapcsán. Az angliai tapasztalatokat azért is érdemes figyelembe venni, mert a kétezres évek közepén az Egyesült Királyságban a korai fázisú ügyleteknek már több mint felét hibrid alapoktól érkező befektetések adták. Az új

szempont az alapok méretének kérdése volt, ami egyúttal összefügg az alapok fenntartható működésével és sikerességével. Az Egyesült Királyságban az állami részvételű alapok mérete gyakran nem éri el azt az optimális nagyságot, amely mellett a befektetők még képesek fedezni a befektetések magas fix költségeit (ezen belül különösen a szakértők alkalmazásának költségeit), és amely lehetővé tenné az alapok számára portfólióik olyan fokú diverzifikálását, amibe a legígéretesebb cégek folyamatos újrafinanszírozása is belefér egészen a tőzsdei megjelenésig (*BVCA* [2009]).

Részben ezzel összefüggő kérdés, hogy a regionálisan létrehozott hibrid alapok befektetési méretének korlátozása, valamint a befektetések területi megkötései ugyancsak a megfelelő méretnagyság, gazdaságosság és specializáltság kialakulása ellen hatnak, figyelembe véve a megfelelő projekt kínálat esetleges regionális szűköségét, illetve a nagyobb méretű ügyletek rendszerint magasabb hozamát. A szakértők úgy vélik, hogy az ilyesfajta megkötések inkább alkalmazhatók az üzleti angyalok alkotta hálózatok támogatásánál, ami kiegészíthetné az országos léptékben, illetve valamely szakterületre specializálódva működő hibrid kockázatitőke-alapok tevékenységét. Az az állami szándék tehát, amely a befektetések méretbeli korlátozásával a kisméretű befektetések elégtelen tőkekínálatának problémáját kívánja megoldani, lényegében az alapok gazdaságos működése ellen hat. Ezért az anyag készítői szerint az üzleti angyalok hálózatainak aktívabbá válásával a befektetési korlátozások rugalmasabbá tételére lehet szükség.

Az Európai Bizottság 2009 szeptemberében készített anyaga (*EC* [2009]) már egyenesen „ördögi körről” beszél, amelyet a kisméretű alapok, az alacsony hozamok és az alapok iránti alacsony befektetői érdeklődés alkot, s amelynek megtörése csak az európai léptékű kockázatitőke-alapoktól várható.

*Brander–Hellmann–Du* [2010] a Világgazdasági Fórum számára összeállított jelentésében a hibrid alapok működésének eredményességére vonatkozó állami hozzájárulás relatív nagyságának szerepét vizsgálta. Ennek érdekében 126 ország 29 ezer olyan cégének adatait (kilépését, hozamát, innovációját és munkahelyteremtését) elemezte, amelyek kockázatitőke-finanszírozásban részesültek 2000 és 2008 között. A szerzők arra voltak kíváncsiak, hogy az állami részvétel súlya befolyásolja-e a cégek eredményességét. Számításaik szerint azok a vállalkozások érték el a legjobb teljesítményt, ahol a befektetést végző alapok tulajdonosi körében benne volt az állam, de részesedése nem érte el az 50 százalékot. E cégek még a kizárólag magánszektorbeli finanszírozók alkotta alapok portfóliójában lévő cégeknél is jobb eredményt produkáltak. Tehát a kockázatitőke-alapok tulajdonosi összetételének három lehetséges variációja közül a csak részben államilag finanszírozott alapok érték el a legjobb eredményt, összevetve a teljesen kormányzati tulajdonú és a kizárólag magántulajdonú alapok által finanszírozott cégek eredményével.



A felmérés szerint tehát van kapcsolat aközött, hogy az állam részt vesz-e a finanszírozásban, s hogyan alakul a cégek teljesítménye, de a hatás nem egyenesen növekvő: a mérsékelt állami támogatás nagy valószínűséggel növeli a cégek teljesítményét a kizárólag magánszektorbeli kockázati tőke-finanszírozáshoz képest, míg az állami kockázati tőke magas aránya már gyengébb teljesítményt eredményez. Ez egyúttal azt is jelzi, hogy az államtól független kockázati tőke-alapok bizonyos mértékű állami finanszírozása jobb eredményt produkál, mint akár a kizárólagos állami tulajdonban lévő, akár a teljesen magánszektorbeli tőkét befektető alapok. A nagyobb mértékű állami részvétel azonban már versenyt teremt a magánszektorbeli kockázati tőkének, s kiszoríthatja azt a piacról. A kormányzati kockázati tőke akkor lehet hatékony, ha az üzleti döntések meghozatala a magánszektorbeli kockázati tőkések kezében marad (uo.).

2009 végén az Egyesült Királyság számvevőszéke (*National Audit Office, NAO*) parlamenti megrendelésre készített értékelést a kockázati tőke-finanszírozásban történő állami részvétel eredményességéről (*NAO [2009]*). Ennek keretében azt állapította meg, hogy ugyan a vállalkozások tőkéhez jutási esélyeit az állami részvétel javította, de az állam nem állapított meg világosan meghatározott prioritásokat az alapok számára, s nem alakított ki olyan mércét, amely alapján meghatározta volna, hogy mit vár az adófizetők pénzéért cserébe. A korábban létrehozott alapokról ugyanakkor bebizonyosodott, hogy nem értek el pozitív hozamokat, sőt még az általuk befektetett tőkét sem nyerték vissza. Különösen a regionális kockázati tőke-alapok teljesítettek gyengén. Az értékelés összességében az államilag támogatott alapokat nem találta elég hatékornak, úgy látta, hogy az egyes alapfajták nem kapcsolódtak össze egy közös programmá, s az eredmények végső soron nem igazolták a befektetett tőke indokoltságát.

Annak érdekében, hogy a jövőben az állami részvétel kapcsán a követelményeket pontosan meg lehessen határozni és az alapok tevékenységét ennek fényében értékelni, a számvevőszéki anyag kísérletet tett olyan értékelési szempontok kialakítására, amelyek akár máshol is alkalmasak lehetnek a kockázati tőke-piac állami támogatása eredményességének mérésére.

A siker fő kritériumait a szerzők a következőkben jelölték meg:

- mennyire voltak képesek a kockázati tőke-alapok az adott állami támogatás nyomán többletforrásokat nyújtani, s nem pedig más befektetéseket kiszorítani;

- valóban a hiányzó kínálati szegmensben tették-e lehetővé a tőke megszerzését;

- tevékenységük eredményeként ténylegesen javult-e a kockázati tőke elérhetősége;

- a befektetésekhez képest hogyan alakult az alapok hozama, a sikeres ki lépések szintje, valamint az alapok kezelési költsége (uo.).

A kockázati tőke-befektetések állami szerepét évtizedek óta vizsgáló *Lerner* [2009] a pozitív és negatív tapasztalatok elemzésének szentelt könyvében a vállalkozások fejlődését ösztönző állami programok három alapvető hibájának azt tartotta, hogy nem vették figyelembe a megfelelően irányított ösztönzés szükségességét, továbbá hogy nem elemezték/értékelték, mi történt időközben magával a programmal, végül hogy tilos volt a programok nemzetközivé alakítása. Ő is fontosnak tartotta mind a kockázati tőke-befektetéssel megbízott alapokra, mind a befektetésben részesülő vállalkozásokra, mind pedig az állami tőkebefektetési programokra vonatkozó rendszeres értékelést. Azt tapasztalta, hogy ha sor is került értékelésre, az gyakran csupán sikertörténetek összeállításában merült ki. Ezt azért tartotta vitathatónak, mert a siker hallgatólagos követelménye a befektetőket arra ösztönözte, hogy olyan cégeket is finanszírozzanak, amelyek eredményeiben az állami hozzájárulás szerepe csekély. A megfelelő értékeléshez inkább azt kellett volna megtudni, hogy mi történt volna az állami részvétel hiányában.

*Lerner* [2009] a kormányzati programok tipikus hibáinak tanulmányozása kapcsán külön kiemelte azokat a buktatókat, amelyeket lehetőség szerint el kell kerülni. Így többek között ellenzi, hogy a forrásokat csak belföldi vállalkozók kaphassák meg. Egyrészt a korai fázist finanszírozó kockázati tőke-alapok közül csak azok válhatnak sikeressé, amelyeket nemzetközi intézményi befektetők is finanszírozásra érdemesnek tartanak, ami egyúttal ellentmond a befektetés földrajzi korlátozásának. Másrészt a kormányzati forrásból érkező tőke elöntheti a piacot, amit ha az nem képes felszívni, káros hatású a piaci folyamatokra. Végül az állami befektetésekhez kapcsolt korlátozás ellentétes azzal az alapelvvel is, hogy az alapoknak a piacra kell bízniuk a vonzó ajánlatok kiválasztását.

*Lerner* [2009] a kockázati tőke-alapokba befektetők számára nyújtott azonnali adókedvezményeket is ellenzi, mégpedig két okból. Egyrészt szerinte kevés a bizonyíték arra, hogy az adókedvezmények a tapasztalt intézményi befektetők tőke-hozzájárulását jelentősen megemelték volna. (Annál is inkább, mivel a kockázati tőke-ágazat legjelentősebb finanszírozói, a nyugdíjalapok és az alapítványok eleve adómentességet élveznek.) Másrészt az ágazat működése az érdekek finom harmonizálásán alapul. Egyetlen résztvevő sem juthat jelentős haszonhoz mindaddig, amíg a befektető kilépésére sor nem kerül. Márpedig a befektetéskor kapható jelentős adókedvezmény felboríthatja ezt a törekeny egyensúlyt.

Azt is kerülni kell *Lerner* [2009] szerint, hogy külső befektető cégeket gyenge ösztönzés melletti bízzanak meg valamely kormányzati program végrehajtásával. E közvetítők ugyanis rendszerint olyan magas kezelési díjat számítanak fel, ami eleve felemésztja az elérhető hozam nagy hányadát. A közvetítő cég befektetései mellett nem feltétlenül veszik figyelembe a kormányzati

szempontokat, e cégek sokkal inkább a rájuk bízott tőke gyors befektetésében érdekeltek; hogy újabb alapot hozhassanak létre, s ezzel is növelhessék a kezelésért kapott bevételt. Elképzelhető, hogy a közvetítő cégek egyes piaci szereplőkkel speciális kapcsolatot is kialakítanak, s lojalitásuk így nem elsősorban a kormányzati megbízatáshoz kötődik.

Végül *Lerner* [2009] óva int a máshol alkalmazott kormányzati konstrukciók kritikátlan lemásolásától is. Egyrészt az alkalmazás körülményei az egyes országokban nagyon különbözhetnek, másrészt lehet, hogy a szóban forgó konstrukció már a korábbi helyen sem vált be. Ez utóbbi esetre a korai fejlődési stádiumban tartó cégekbe történő befektetésekre a befektetőknek nyújtott adókedvezmény példáját hozza fel, amelyet – noha jellemzően sikertelennek bizonyult a vállalkozások előmozdítására – mégis széles körben átvettek.

A nemzetközi tapasztalatok összességében azt támasztják alá, hogy az állami szerepvállalás elvileg lehetőséget nyújt a kockázatitőke-piac tökéletlenségeinek feloldására. Ehhez mindenekelőtt pontos ismeretekkel kell rendelkezni a kielégítetlen kereslet, azaz a még hiányzó tőkekínálat nagyságáról és helyéről, vagyis azoknak a vállalkozásoknak a méretéről, szakágazatáról és földrajzi elhelyezkedéséről, amelyeket a magánszektor nem tud vagy nem akar kiszolgálni, ám amelyeket fejlődése a társadalom egésze szempontjából kívánatos lenne. Az állam megjelenése és szerepvállalása a kockázatitőke-piacon ugyanakkor nem korlátozódhat csupán a tőkekínálat hiányának tompítására. Ahhoz, hogy ez idővel megszűnjön, az állam feladata az is, hogy a magánszektor résztvevői számára a társadalomnak fontos vállalkozói kör finanszírozását vonzóvá tegye, azaz a kockázatitőke-ágazat magánbefektetőinek kínálati egyenletlenségeit korrigálja.

E funkció ellátása nyilvánvalóan csak átmeneti részvétellel képzelhető el, hiszen a kockázati tőke nyújtása alapvetően piaci tevékenység. Ha az állam piaci beavatkozása nem jár a magánszektor általa kívánatosnak tartott ösztönzésével, úgy az állam beszorul egy olyan szerepbe, amelynek ellátása folyamatosan újabb költségvetési forrásokat igényel. Ha az államnak nem sikerül ellátnia a katalizátor szerepét, akkor a beavatkozására nincs is szükség. A távlatilag a magánszektorban átadni kívánt finanszírozói szerepkör ugyanis azt igényli az államtól, hogy szerepvállalása minden részletében összeegyeztethető legyen a magánszektor mércéivel, s segítse elő, hogy megbízható befektetési partnerként fogadják el. Ilyen értelemben az egyes befektetési szervezetekben el kell válnia az állam mint befektető hozamkövetelményeinek attól, ahogy az érintett befektetési szervezet kezelői kiválasztják a finanszírozott vállalkozásokat, s meghatározzák a tőlük várt hozamot.

A magánszektorbeli résztvevők nélkül felállított befektetési szervezetek csak a tőkehiány átmeneti csökkentését képesek elősegíteni, ám a kockázatitőke-

piac hosszabb távú fejlesztési feladatát nem képesek ellátni, sőt esetenként a magánszektor kiszorításával annak ellenében is hathatnak. Ha azonban az állam ösztönzése nyomán a magánszektorbeli befektetők hajlandók az állam által fontosnak tartott vállalati kört finanszírozni, úgy egyidejűleg teljesülhet a gazdaságfejlesztési funkció és a kockázatitőke-ágazat fejlődése, s a magánszektorbeli befektetők idővel átvehetik az állam közvetlen szerepvállalását. Így pozitív válasz születhet arra az alapkérdésre, hogy vajon összeegyeztethető-e a gazdasági hozamra vonatkozó követelmény és a gazdaságfejlesztési cél.

Céljai elérésére az állam többféle megoldást alkalmazhat. Létrehozhat egy olyan központi alapot, amely befektetéseivel növeli a kockázatitőke-alapok forrásait; meghívhat magánszektorbeli befektetőket az általa felállított alapokba; avagy csökkentheti a kizárólag magánszektorbeli finanszírozók alapjainak költségeit, kockázatát. Az állami és a magánszektorbeli befektetők együttműködését számtalan olyan megoldás „olajozhatja meg”, amelyek az aszimmetrikus kockázatviselés, illetve a kedvezményekből történő egyenlőtlen részesedés következtében a magánszektor befektetői számára vonzóbbá teszik az együttes befektetéseket. A magánszektor bevonása a finanszírozásra váró projektek kiválasztásába, mentorálásába és monitorozásába a kockázatitőke-piac távlati fejlesztése mellett azért is fontos, mert csak ez biztosíthatja az üzletileg életképes, perspektivikus projektek megfelelő, politikai befolyástól mentes kiválasztását, a finanszírozás időtartamának választási ciklusoktól független meghatározását, a befektetések kezelőinek megfelelő szakértelmét és ösztönzését.

Az államnak kezdettől fogva a magánszektorbeli befektetők igényeivel konzisztens módon kell a kockázatitőke-piacon részt vennie. Ennek érdekében célszerű, hogy egyrészt társfinanszírozóként egészítse ki a magánbefektetők forrásait, a velük való együttműködést pedig oly módon szabályozza, hogy az általa támogatott befektetések kockázati szintje csökkenjen, hozama pedig nőjön a magánszektorbeli finanszírozók számára. Az államnak a megtett lépéseit széles körben nyilvánossá kell tennie, hogy a kockázati tőke szerepkörét még nem világosan értő politika és közvélemény elfogadja a piacokonform beavatkozást a kockázatitőke-piacon. Másrészt hatósági szerepkörében az érvényes jogszabályokat olyan módon kell megváltoztatnia, hogy a jelenleginél jobban biztosítsa a magánszféra által nyújtható forrásokat és a befektetők mint résztulajdonosok érdekvédelmét.

Célszerű, ha az állam segítséget nyújt az induló és korai szakaszban lévő vállalkozások „befektetéséretté” tételéhez is, ami az inkubációs periódusban nyújtott támogatások kiszélesítését igényli. Az államnak fontos szerepe van a kockázatitőke-források elérhetővé tételében is. Segítséget kell tehát nyújtania a partnerek közötti közvetítő intézmények létrehozásában és megerősítésében.

## Következtetések

A külföldi tapasztalatok összességében azt jelzik, hogy megfelelő konstrukciót alkalmazva, az állami kockázati tőke hatékony eszköze lehet az ágazat fejlesztésének, s ezáltal a gazdasági növekedés előmozdításának. A hatékony állami részvétel azonban nem egyszerűsíthető le az egyszerű tőkenyújtásra. A szakirodalom ennek kapcsán az állami kockázati tőke hosszabb távú funkcióját hangsúlyozza, kiemelve az alapkezelők szakértelmének és jártasságának rendkívüli fontosságát, valamint az állam jelentőségét a magánszektor kínálatának ösztönzésében. Ahhoz, hogy ez a hatás hatékony legyen, az állami kockázati tőkét kezdettől fogva olyan feltételekkel kell nyújtani, amelyek egyaránt konzisztensek a magánszektor standardjaival a befektetési kritériumok, a preferenciák és teljesítménykövetelmények tekintetében. Ez nagy kihívást jelent, s e téren az egyik legnagyobb akadály az, hogy az állam alapkezelői nem eléggé jártasak a kockázati-tőke-befektetésekben. Amíg ez nem oldódik meg, addig megmarad a szűk keresztmetszet a tőke kínálatában. A tőke kínálatának pusztán növelése ugyanis a gazdaságfejlesztést nem segíti a hatékonyan kezelt kockázati-tőke-alapok üzletfejlesztő/építő jártassága nélkül.

További fontos tapasztalat, hogy az államnak nem szabad közvetlenül részt vennie a cégek befektetésre való kiválogatásában. Ez kizárólag a kockázati-tőke-alapok szakembereinek lehet a dolga, akiket az állam bíz meg az alapok kezelésével. Az állami szerep tehát csak közvetett lehet. Ez a magánszektorbeli alapokba partnerként való befektetést takar, s az államnak csak azokat a kritériumokat kell megállapítania, amelyek mellett hajlandó befektetni. Bármely alapnak, amelyik megfelel ezen előírásoknak, nyilvános versenyben kell elnyernie az állami forrásokat.

Az állam sikeres közvetett finanszírozási beavatkozása képessé teszi a piacot a hatékonyabb működésre, s megosztja a kockázatot a magánszektor és az állami szektor között. Nem az állam képviselőinek, hanem a magánszektorbeli befektetőknek engedi meg a projektek közötti válogatást, miközben piaci feltételekkel nyújt forrásokat, valamint biztosítja a program önfinanszírozását.

Ha az állam ily módon értelmezi kockázati-tőke-piaci szerepkörét, akkor a kockázati tőke állami támogatása nem keveredik össze a vállalkozások „kockázati tőke köntösébe bújtatott” állami támogatásával. Az állam célja ugyanis a gazdaság versenyképességének erősítése, az innováció piaci eszközökkel történő előmozdítása, nem pedig az egyedi cégek versenyen kívüli támogatása.



# 5.

## A kockázati tőke gazdasági hatása

A gazdasági és politikai élet szereplői körében világszerte régóta vita folyik arról, hogy a kockázati tőke milyen hatást gyakorol a gazdaságra. A vita középpontjában az ilyen típusú befektetéseknek csak egy szűkebb csoportja áll, nevezetesen a tőkeáttételes kivásárlások (*leveraged buyout, LBO*) hatása. Miközben a cégek fejlődésének korai szakaszában végrehajtott kockázati tőkebefektetések pozitív hatását senki sem kérdőjelezi meg, a válság közepette különös élességgel vetődött fel a kérdés, hogy vajon a kockázati tőke valóban olyan tulajdonosi modell-e, amely képes a megvásárolt cégek fenntartható javulását előidézni, avagy csupán egy egyszerű pénzügyi konstrukció, esetleg mindkettő. A kérdés tehát valójában az, hogy a kockázati tőke azért juthat magasabb hozamokhoz, mert a kivásárlás előtt álló cégeket szakszerűbben választják ki, és tesznek rá hitellel kiegészített ajánlatot, irányítják, és adják el a tőzsdéi befektetésekhez képest magasabb hozamokat elérve, avagy csak egy pénzügyi fogásról van szó, amely az adókedvezmények kihasználásával és a cégekben lévő vagyon kiszivattyúzásával csupán átrendezi a jövedelmeket.

### A kockázati tőke hatása az innovációra

Miközben a kockázati tőkének az innovációk finanszírozásában betöltött szerepe ma már természetes, a kérdéskör tudományos feltárása még eléggé hiányos. Noha a kockázati tőke fejlődést segítő tulajdonsága fontos az egyes cégek és a gazdaság egésze számára, a kutatók csak viszonylag rövid ideje kezdtek el elemezni e finanszírozási eszköz és a vállalkozások innovatív viselkedése közötti kapcsolatot. Ez részben annak is a következménye, hogy az üzleti sajtóból megismerhető finanszírozási akciók ellenére a kockázati tőke és az innováció kapcsolatát nehéz pontosan számszerűsíteni. Ehhez tisztában kellene lenni azzal, hogy az ilyen típusú tőkebefektetések nélkül a tőzsdén nem jegyzett, vagyis nem nyilvános vállalkozások milyen dinamikával fejlődtek volna, mennyien vállalkoztak volna új – fejlett technológián alapuló – termékek kifejlesztésére és piaci bevezetésére, s ehhez például mennyit fordítottak volna K + F-re, hogyan növelték volna exportjukat, avagy mennyi

új munkaerőt vettek volna fel. Azt is tudni kellene, hogy a tőzsdére készülő vagy azt elhagyni kívánó társaságok képesek lettek volna-e más forrásból tőkéhez jutni, illetve kockázati tőke nélkül hogyan oldották volna meg a más-hol hatékonyabban működtethető részlegeik leépítését, esetleg azok eladását vezetőik számára.

A kockázati tőke és az innováció számszerű összefüggésének vizsgálata azért is nehéz, mert mind a kockázati tőkével való finanszírozás, mind pedig az innováció pozitív kapcsolatban állhat egy harmadik tényezővel: a technológiai vívmányok születésével. A gazdaságpolitikusok jellemzően magától értetődőnek tartják a kockázati tőke-befektetések és az innováció közötti pozitív kapcsolatot, azaz hogy e befektetések ösztönzik az innovációt. Ez az értelmezés azonban egyoldalú, mivel fordított oksági összefüggés is lehet közöttük. Így az is előfordulhat, hogy az innováció váltja ki a kockázati tőke-befektetéseket, s egy új technológia megjelenése növeli meg a kockázati tőke iránti keresletet új cégek indításával. Így tehát lehetséges, hogy nem amiatt kerül sor innovációkra, mert kockázati tőke finanszírozza őket, hanem azért, mert elterjed valamilyen alapvető technológiai felfedezés, ami innovációt indukál. Ilyen esetekben lehet, hogy több innovatív cég a kockázati tőkét választja finanszírozásához, ilyenkor azonban nem a kockázati tőkének tulajdonítható a cégek nagyobb innovativitása.

Az egyes cégeket vizsgálva, lényegében kétféle megközelítésben elemezhető a kockázati tőke és a cégek innovativitásának kapcsolata. Egyrészt mérhető a kockázati tőke szerepe a cég innovációs rendszerében, azaz az, hogy mennyire ösztönzi és támogatja a cégben folyó innovációt a kockázati tőke. Ezt például a kockázati tőkés megjelenése előtti és utáni években bejelentett szabadalmak számával lehet számszerűsíteni. Másrészt értékelhető a befektetés hatása a cég pénzügyi és gazdasági teljesítményének alakulására, azaz hogy a finanszírozó mennyire járul hozzá tanácsaival a marketing és a kereskedelem területén az eredmények növeléséhez. Ez utóbbi hatás például a nettó árbevétel növekedési ütemének a befektetés utáni alakulásával mérhető.

Egyes vállalatokban megvizsgálva a kockázati tőke és az innováció közötti kapcsolatot, *Hellmann–Puri* [2000], valamint *Engel* [2002] egyaránt úgy találta, hogy a kockázati tőkével finanszírozott cégek szakágazati társaiknál gyorsabban növekedtek. Az innovációt illetően *Kortum–Lerner* [2001] arra a következtetésre jutott, hogy a kockázati tőkés által felkarolt cégeknek ítelt szabadalmakat mások szabadalmainál gyakrabban idézték, ami azt jelzi, hogy a kockázati tőke által finanszírozott cégekben keletkezett szabadalmakra fontos innovatív tevékenységek épültek.

Iparági szinten *Kortum–Lerner* [2001] elemzése szerint az Egyesült Államokban a kockázati tőke-befektetések az arányukhoz képest nagyobb hatást gyakorolnak a szabadalmak számára, mint részarányuk az összes K + F-ki-



adásban. *Popov–Roosenboom* [2008] adatai szerint ugyancsak érvényesül a kockázati tőke innovációs hatása, bár az európai piacon az amerikaiénál kevésbé hatékonyan mozdítja elő az innovációt. Míg ugyanis az Egyesült Államokban a kockázati tőke 1965 és 1992 között az ipari K + F-kiadások 3 százalékát tette ki, s a szabadalmakkal mért innovációk 8 százalékában segítette a megvalósulást, addig Európában 1991 és 2004 között az összes K + F kiadás 8 százaléka és az ipari innovációk 12 százaléka kapcsolható a kockázati tőkéhez. Németországi adatokat használva *Tykvova* [2000] ugyancsak pozitív kapcsolatot talált a kockázati tőke-befektetések és a szabadalmi alkalmazások között.

*Hellmann–Puri* [2000], [2002] a Szilícium-völgyben működő induló cégekből összeállított mintára alapozva becsülte fel a kockázati tőkéseknek a vállalatok fejlődéséhez nyújtott hozzáadott értékét. Felmérésüket 170 fiatal, a Szilícium-völgyben működő olyan cég bevonásával végezték el, amelyek között egyaránt volt kockázati tőkével és anélkül finanszírozott cég. Úgy találták, hogy a kockázati tőkések stratégiai tanácsai és a monitorozása elősegíti a portfóliójukban lévő cégek piaci bevezetését és növekedési képességük kiaknázását. *Hellmann–Puri* [2000]) szerint az innovátorok szignifikánsan nagyobb valószínűséggel jutottak hozzá kockázati tőkéhez, s ezt a finanszírozást működésük korábbi szakaszában kapták, mint a többi cég. Kutatásuk szerint a kockázati tőkével támogatott cégek gyorsabbak voltak a termékek fejlesztésében és piacra vitelében, ami a technológiai piacok esetében különösen fontos előny. A kockázati tőkével finanszírozott cégek a gyakorlatban radikálisabb és ambiciózusabb termék- és eljárásinnovációkat végeztek. Fontos szerepet játszottak abban is, hogy professzionálisabbá tették a finanszírozott cégeket – például segítettek tapasztalt pénzügyi és marketingvezetőket alkalmazni, s a rosszul teljesítőket elküldeni. Az elemzés szerint az innovátor cégek a kockázati tőkéhez jutást bármely más, a finanszírozással kapcsolatos eseménynél sokkal előbbre sorolták cégük életében. A szerzők eredményei azt sugallják, hogy a kockázati tőke különösen fontos dolog az innovatív cégek számára.

A kutatási eredmények szerint a kockázati tőke innovációt előmozdító hatása még akkor is jelentkezik, ha a befektetésre a vállalatok kivásárlása keretében kerül sor. Az Egyesült Államokban *Zahra* [1995], az Egyesült Királyságban *Wright és szerzőtársai* [1992], Hollandiában pedig *Bruining–Wright* [2002] kutatási eredményei szerint a kivásárlásokat az új termékek kifejlesztése és a vállalatok vállalkozóképességének javulása követi. A *EVCA–CMBOR* [2008] felmérés szerint a kockázati tőkével finanszírozott kivásárlások 70 százaléka esetében bővült a termékkála, 63 százaléka esetében új piac bevonására került sor, 54 százaléka a cégeknek új épületekbe vagy telephelyekbe ruházott be, s 52 százalékuk fejlesztést hajtott végre a meglévő telephelyén. *Bruining–Wright* [2002] a kivásárlók fontos szerepét figyelte meg a hozzáadott érték nö-

velésében, az új vállalkozások működtetésében, a piac kiszélesítésében, valamint a termékfejlesztés értékeléséhez szükséges ismeretek megszerzésében.

A korábbi elemzések tehát pozitív kapcsolatot mutattak ki a kockázati tőke és a technológiai innováció között (*Hellmann–Puri* [2002], *Kortum–Lerner* [2001], *Kaplan–Strömberg* [2000]). A kockázati tőke innovációban játszott fontos szerepének magyarázatát a finanszírozó és a vállalkozó közötti kapcsolat sajátos jellemzőiben látják. A kockázati tőkés és a cégek közötti viszonyban ugyanis nagyon sok probléma merül fel, így például az információs aszimmetria, a kockázat becslése, amelyeknek feloldására a kockázati tőke-típusú megállapodások a legalkalmasabbak. A technológiai cégek általános jellemzője ugyanis a bizonytalanság, az információs aszimmetria, a likvid vagyon hiánya (*Armour* [2003]). A kutatások azt mutatták, hogy a kockázati tőkével finanszírozott cégek innovatívabbak, nagyobbra nőnek, és több értéket hoznak létre, mint a kockázati tőkében nem részesülő, bankok által finanszírozott vállalkozások (*Keuschnigg–Nielsen* [2007]).

*Engel–Keilbach* [2002] ugyanakkor gyenge bizonyítékot talált a kockázati tőke és az innovatív viselkedés közötti korrelációra. A szerzőpáros bemutatta, hogy az innováció csak a kockázati tőke-befektetés előtt játszik fontos szerepet, azaz csak addig, amíg odavonza a kockázati tőke-forrásokat a szóban forgó céghez. Amikor viszont a befektetés már megtörtént, az innovációs folyamat lelassul, amit ellensúlyoz az eladásokban vagy a vagyonban bekövetkező növekedés. *Stuck–Weingarten* [2005] több mint 800 elektronikai csúcstechnológiai cégből álló mintán – amelyek az induló szakasz után a világ valamely tőzsdéjén megjelentek – *ex post* elemzéssel bemutatta, hogy a vizsgált vállalatok innovációs szintje folyamatosan csökken, s a kockázati tőkével finanszírozott cégek lényegében nem különböztek a kockázati tőkével nem finanszírozottaktól. Szerintük az első nyilvános tőzsdéi megjelenés (IPO) után a cégeknek csak egy kis csoportja volt képes növelni piaci értékét.

Gyakran elhangzó érv, hogy a bankok által finanszírozott cégekhez képest a kockázati tőkével finanszírozottak jobb teljesítményének nagy része nem a kockázati tőkés számszerűsíthető értékteremtésének köszönhető. Inkább annak, hogy a kockázati tőkés egyszerűen sikeresebben képesek kiválogatni az ígéretesebb cégeket az indulók sokaságából. A *Kaplan–Strömberg*-szerzőpáros éppen a kockázati tőkés szűrő és tanácsadó tevékenységének fontosságára hívja fel a figyelmet (*Kaplan–Strömberg* [2001], [2004]). Ez egybevág *Sørensen* [2007] kutatási eredményével, amely szerint a kockázati tőkével finanszírozott cégek többlet teljesítményének fele a kockázati finanszírozók tanácsadó támogatásának tudható be, míg a maradék abból a tényből következik, hogy a tapasztalt kockázati tőkés jobban ki tudják választani az ígéretesebb vállalkozókat. Az európai adatok alapján készülő elemzések általában kevésbé meggyőzők, mint az amerikaiak. E szerint annak ellenére, hogy a kockázati tőkével finan-

szírozott cégek általában intenzívebb szabadalmi tevékenységet folytatnak, ez inkább csak azért van, mert a kockázati tőke-befektetők olyan cégeket finanszíroznak, amelyek már eleve sokkal innovatívabbak, s nem azért, mert ténylegesen növelnék a cégek innovativitását (*Caselli–Gatti–Perrini* [2008]).

*Lerner–Sørensen–Strömberg* [2008]) szerint a kockázati tőke innovációs hatása nem merül ki a legjobb cégek kiválogatásában. Az Egyesült Államok vállalati szintű adatai alapján a szerzők azt is kimutatták, hogy azoknak a vállalatoknak a termékei, amelyek kockázati tőkében részesültek, jóval gyorsabban kerültek piacra. Eredményeik azt jelzik, hogy a kockázati tőke belépésének idejére vonatkozó cégjellemzők alapján a cégek a kockázati tőke befektetését követően sokkal nagyobb – a szabadalmak idézettségében mért – befolyást gyakoroló innovációkat hajtanak végre. A szerzők egyúttal azt az állítás is cáfolták, hogy a kockázati tőke által finanszírozott cégek a hosszú távú befektetések feláldozása révén teremtenek jövedelmet a befektetőik számára. A helyzet szerintük ezzel éppen ellentétes, mivel a kockázati tőke-befektetések előnyös hatást gyakorolnak a cégek innovativitására.

A befektetés előtti időszakban tehát az adatok általában megerősítik a pozitív kapcsolatot a kockázati tőke és az innováció között. Mindezen eredmények a kockázati tőke és az innováció kapcsolatában a kockázati tőke meghatározó szerepét támasztják alá, azaz hogy a kockázati tőke előmozdítja a növekedést és az új cégek innovációját.

A befektetés utáni időszakban azonban a kockázati tőke, úgy tűnik, már nem ösztönzi az innovációt, mert általában a kockázati tőkével finanszírozott cégek kevesebb szabadalmat jelentenek be, mint a hasonló adottságú, kockázati tőkében nem részesülők. Azaz a kockázati tőke-befektetés azon cégek felkutatásán alapul, amelyek nagyobb növekedési kilátásokkal rendelkeznek, de amint megszületik a megállapodás a finanszírozásról, a kockázati tőkésék már a korábbi innovációk eladására, s nem pedig új innovációs projektek kifejlesztésére összpontosítanak (*Caselli–Gatti–Perrini* [2006]). *Lerner–Sørensen–Strömberg* [2008] az Egyesült Államok vállalati mintáját vizsgálva, ugyanakkor azt tapasztalta, hogy a szabadalmak idézésének számából ítélve a cégek több meghatározó innovációt végeztek azokban az években, amikor már lezajlott a kockázati tőke-befektetés.

Míg *Kortum–Lerner* [2001] szerint a szabadalmak ösztönzésének hatékonyságát tekintve, egy dollár kockázati tőke tízszeresét érheti egy dollár vállalati K + F-kiadásnak, *Hirukawa–Ueda* [2006]), valamint *Popov–Roosenboom* [2008]) szerint a kockázati tőke-befektetések bár valóban a szabadalmi tevékenység előmozdítói lehetnek, azonban nem javítják a termelékenység növekedését, és így nem feltétlenül mozdítják elő az innovációt. Tehát ezen amerikai tanulmányok szerint a kockázati tőke-befektetések inkább követik az innovációt, s nem pedig fordítva.

*Hirukawa–Ueda* [2008] az innováció és a kockázati tőke kapcsolatát az Egyesült Államok feldolgozóiparának adatain elemezte, s az innováció mérésére két jelzőszámot használt: a teljes tényezőtermelékenységet és a szabadalmak számát. A szerzők azt tapasztalták, hogy a teljes tényezőtermelékenység növekedése gyakran szignifikánsan pozitívan kapcsolódik a jövőbeli kockázati tőke-befektetésekhez, ami az „innováció vonzza a kockázati tőkét” feltételezést támasztja alá, s az adatok kevéssé igazolták a fordított feltételezést. Sokkal meglepőbb volt, hogy az egy év késleltetéssel mért kockázati tőke-befektetések gyakran egyaránt szignifikánsan negatív módon kapcsolódtak a teljes tényezőtermelékenységhez és a szabadalmak számához.

A kockázati tőke-befektetések és a szabadalmak közötti negatív kapcsolat *Engel–Keilbach* [2007], valamint *Caselli–Gatti–Perrini* [2008] kutatási eredményeivel is összевág. E tanulmányok német, illetve olasz adatok alapján megállapították, hogy a nagy szabadalmi múltú cégeket a kockázati tőke-befektetést követően alacsony szabadalmi tevékenység, valamint gyors árbevétel-növekedés jellemezte. A kockázati tőkések ugyanis feltehetően az érintett cégek stratégiájának olyan változásában érdekeltek, ami az innovációs tevékenység folytatása helyett a már végrehajtott innovációk hasznából származó nyereség kivonására helyezte a hangsúlyt. *Geronikolaou–Papachristou* [2008] Európára vonatkozó elemzése ugyancsak megerősíti, hogy az oksági összefüggés a kockázati tőke és az innováció között fordított, azaz a szabadalmak hatnak a kockázati tőkére, és nem fordítva, tehát az innováció teremt keresletet a kockázati tőke iránt, nem pedig a kockázati tőke növeli az innováció kínálatát. Ebből következően a kockázati tőke sikeresen képes kihelyezni a forrásokat az innovatív vállalkozásokhoz, s ezáltal elősegíteni a strukturális átalakulást és fejlődést.

## A kockázati tőke-befektetéseket ért bírálatok

A kockázati tőke terjeszkedésének 2001 óta tartó hullámát növekvő médiafigyelem és kritika kísérte.<sup>1</sup> A kockázati tőke-befektetéseket ért támadások élharcosai a kivásárolt cégek dolgozóit képviselő szakszervezetek voltak, amelyek a politikusok körében is támogatókra leltek. Az ágazat elleni támadás a médiában ismertté vált egyedi esetek, így főként a tőzsdén jegyzett nagyvállalatok kivásárlása kapcsán indult meg, s vezetett a pénzügyi szolgáltatások

<sup>1</sup> Az Európai Unióban a 2000-es évek végén 9-10 millió ember dolgozott olyan cégnél, amely részben vagy teljesen kockázati tőke-alapok tulajdonában volt, s a 30 milliót is elérte azon foglalkoztatottak száma, akiknek a cége a múltban kockázati tőke-finanszírozásban részesült (*CRA* [2009] 5. o.).

reformjának keretében a kockázatitőke-befektetők szigorúbb szabályozásának követeléséhez. Az ágazat működését érintő vitát a pénzügyi és gazdasági válság is felerősítette, tekintve hogy recesszióban a nagy hitelterhek miatt a cégekre különösen nagy nyomás nehezedik, miközben a kockázatitőke-ágazat működése maga is megnehezül.

A kockázatitőke-ágazat működésének ellenzői az alapkezelőket sok esetben a cégek elértéktelenítésével (*asset stripping*) vádolták. A vádak között tehát első helyen a vállalatok „megkopsztása” állt, azaz amikor a befektetők a vállalat vagyonát felhasználva a kivásárlás finanszírozására, jelentős tőkét vontak ki a cégekből, amelyeken azután rövid időn belül túladtak. Az, ha eleve azzal a céllal vesznek meg egy céget, hogy a vagyon eladása után annak hitelezőit, dolgozóit és nyugdíjjogosultjait kifizetetlenül hagyják, a büntető-jog területére tartozik.

Emellett a kockázatitőke-alapok kezelőit azért is támadták, hogy portfólió-cégeiket olyan átstrukturálásra sarkallják, ami negatívan hat a foglalkoztatásra és az alkalmazottak díjazására, valamint azért, mert a kivásárlást követő átalakítások is jelentős elbocsátásokhoz és a dolgozók fizetésének csökkenéséhez vezethettek.

A kockázati tőke ellenzői a cégeket jövőjük szempontjából fontos, hosszú távú befektetések elmaradásától is féltették. Továbbá azzal érveltek, hogy a kivásárlások érdekében a vállalatok hitelekkel való megterhelése és offshore tulajdonba kerülése csökkenti az adókötelezettséget, s ez vezet azután a kivásárlások kiugró pénzügyi teljesítményéhez.

A kritikusok szerint a kockázati tőke nem a portfólióbeli cégek működtetése révén ér el rendkívül magas hozamokat, hanem a cég többi érdekeltjének kárára történő érték eltulajdonításával (*FSA [2006], ITUC [2007], PSE Group [2007]*). E vádak végül a kockázatitőke-ágazat mélyrehatóbb – többek között a *TSC [2007]* – vizsgálatához vezettek az Egyesült Királyságban és az Egyesült Államok Kongresszusában.

A nagyfokú érdeklődés az iparágat meglepetésként érte (*Walker [2007]*). Válaszként egy sor megbízás született kutatásokra, jelentésekre és az iparági legjobb gyakorlatra tett javaslatok készítésére.

A kockázati tőkét, illetve az e piacon működő befektetőket ért vádakkal szemben az ágazat számos olyan felmérési eredményre hivatkozott, amely a befektetők érdekvédelmét ellátó intézmények megrendelésére készült. A kockázatitőke-befektetések általános hatását elemző munkák közül azok a – kockázatitőke-egyesületek megrendelésére viszonylag rendszeresen készülő – felmérések a legismertebbek, amelyek a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások teljesítményét hasonlítják össze a gazdaság egészének vagy a vállalatok valamely csoportjának eredményeivel, így például a tőzsdei cégek vagy a legnagyobb méretű vállalkozások adataival.

A fenti elemzések egyik sokat hivatkozott példája az a felmérés, amelyet az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (*European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA*) megbízásából a müncheni műszaki egyetem Center for Entrepreneurship and Financial Studies (CEFS) intézete 2005-ben készített. Ez megvizsgálta, hogy Európában a kockázati tőke-ágazat (a klasszikus kockázati tőke és a kivásárlás) hogyan járult hozzá az általa létrehozott munkahelyek révén az európai munkahelyteremtéshez (*EVCA* [2005b]). A felmérés készítői a válaszadásra felkért alapoktól az 1997 és 2004 között befektetésben részesített cégeikről kértek információt, amelynek nyomán közel 200 kockázati tőkében részesülő cégről állt rendelkezésre adat. Az eredmények azt mutatták, hogy Európában a kockázati tőke által finanszírozott cégek 2000 és 2004 között 1 millió új munkahelyet hoztak létre, s az e cégekben foglalkoztatottak száma ez idő alatt átlagosan évi 5,4 százalékkal nőtt. Ez nyolcszor akkora ütem volt, mint az összes foglalkoztatott számának 0,7 százalékos éves növekedési üteme 2000 és 2004 között az EU 25 tagállamában. Továbbá a kockázati tőke által finanszírozott vállalkozások 2004-ben közel 6 millió embert foglalkoztattak Európában – ez a 200 millió fős gazdaságilag aktív európai népesség 3 százalékanak felelt meg. A kockázati tőkében részesülő cégek 33 százaléka évente átlagosan több mint 5 százalékkal növelte létszámát 1997 és 2004 között. A kockázati tőke által finanszírozott cégek foglalkoztatotti létszámának növekedési üteme jelentősen meghaladta az összes munkahely növekedésének rátáját Európában.

Hasonlóan pozitív kép rajzolódott ki az Egyesült Államok kockázati tőke-egyesülete, a National Venture Capital Association (NVCA) által a Global Insighttól megrendelt felmérésekből, mely az Egyesült Államokban a klasszikus kockázati tőke gazdasági hatását 23,5 ezer, 1970 és 2005 között kockázati tőkében részesült cég vizsgálatán keresztül elemezte (*Global Insight* [2007]). E felmérés eredményei azt mutatták, hogy a klasszikus kockázati tőkével finanszírozott cégek az Egyesült Államok minden gazdasági szektorában jelen voltak, összesen 10 millió embernek adtak munkát, s e cégek 2005-ben a magánszektorbeli munkahelyek 9 százalékát képviselték. 2003 és 2005 között a kockázati tőkével finanszírozott cégek foglalkoztatottainak száma 4,1 százalékkal nőtt, míg országos szinten 1,3 százalékos volt a foglalkoztatottak számának növekedése (uo.).

E számítások azonban meglehetősen sok becslést tartalmaztak, sőt az alkalmazott összehasonlítások módszertanilag is sok tekintetben megkérdőjelezhetők, s készítői nyilvánvalóan elfogultak voltak az ágazat iránt. E pozitív hatásokat hangsúlyozó felméréseire válaszul például egy, az UNITE szakszervezet T&G tagszervezete által megrendelt tanulmányban *Hall* [2007] több olyan elemzés eredményének tudományos voltát is megkérdőjelezte, amely a kockázati tőke-befektetések pozitív gazdasági hatásairól számolt be, hang-

súlyozva, hogy az elemzések hibás módszertan alapján jutottak a levont következtetésekhez. A szakszervezeti megrendelésre 2007-ben készült elemzés elismerte, hogy a vizsgálatot megelőző néhány évben a kockázati tőkével finanszírozott cégek foglalkoztatottainak száma valószínűleg nőtt. De ennek szerinte az volt az oka, hogy a kockázati tőke tulajdonában lévő cégek száma és mérete nőtt meg erőteljesen, azaz a fenti adat önmagában az egyes cégek esetében nem feltétlenül tükröz bármiféle növekedést. Mindez csupán a kockázatitőke-alapok növekedéséről árulkodik, s nem mond semmit a konkrét cégek foglalkoztatottsági viszonyairól, arról, hogy az magasabb vagy alacsonyabb-e, mint lett volna a tulajdonosok megváltozása nélkül.

*Hall* [2007]) szerint a kockázatitőke-ágazat érdekképviseleti szervezeteinek megrendelésére készült felmérések módszertani fogyatékosága főként a magánszektorban működő cégekről elérhető információk hiányos voltából fakad. Ennek következtében a szektor hatását vizsgáló kutatások nem teljes körűek, hanem önkényesen kiválasztott cégek, ráadásul nem tényleges, hanem becsült adatain alapulnak. Mivel az érintett cégektől önkéntes módon kéri be az információkat, a jobban teljesítő cégek inkább bekerülnek a mintába, míg a gyengébben teljesítők kimaradnak, ami úgy torzítja az eredményeket, hogy a felmérés készítői ellenőrizni sem tudják a kapott adatokat. Az adatok összegyűjtése azoktól, akik választhattak, hogy válaszolnak-e vagy sem, illetve a csak „túlélő” kivásárolt cégektől (azaz, amelyek nem mentek csődbe), nem vezethetett reprezentatív eredményhez. A felmérések ugyanis nem számoltak a túlélési ráta hatásával, azaz csak a sikeres cégeket nézték, s nem vették figyelembe az időközben tönkrement cégek sokkal népesebb hadát.

Noha a kockázatitőke-befektetések hatásáról az elmúlt húsz évre vonatkozóan kiterjedt tudományos szakirodalom áll rendelkezésre, a nyilvánosság előtt zajló vita nagy része az ágazat megrendelésére készített, szükségképpen nem objektív tanulmányok adatain, más oldalról a nyilvánosságra került kirívó eseteken alapult. Holott a tudományosan ellenőrzött adatokat és korrekt módszertant alkalmazó „független” tanulmányok száma is eléri a százat, s ezek alapján kiegyensúlyozott álláspont szűrhető le a kockázatitőke-befektetések hatásáról (*Wright–Gilligan–Amess* [2009]). A tudományos szakirodalom már egy sor olyan témát megvizsgált, ami fényt derít a kockázati tőke hatását érintő alapvető kérdésekre. A kiemelt kérdések közé tartozik többek között a kockázatitőke-alapok portfóliójában lévő cégek hasonló adottságú vállalkozásokhoz viszonyított jövedelmezősége és termelékenység, befektetéseik foglalkoztatásra és a bérekre gyakorolt hatása, illetve mindezen hatások maradandósága a kockázatitőke-befektetők kilépése után.

A kockázatitőke-befektetőkért vádak között első helyen a kivásárolt vállalatok elértéktelenítése, lecsupaszítása állt, azaz hogy a tulajdoni részesedés megszerzése után jelentős tőkét vontak ki a cégekből, majd rövid időn belül

eladták azokat. A kutatók szerint csak igen kevés kockázati tőke-ügyletre jellemző a cégek kivásárlás után röviddel történő megkopasztása. Az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság 1980-as évekből származó adatai azt mutatják, hogy néhány kivásárolt cégből a kockázati tőkések viszonylag rövid időn belül kiléptek, míg más vállalatok esetleg öt évnél is tovább maradtak a tulajdonosok között. Átlagosan a nagyobb ügyletekből gyorsabban léptek ki, mint a kisebbekből (*Kaplan* [1991], *Wright és szerzőtársai* [1995], *Jelic* [2008]). A közelmúltban előfordult néhány nagyon rövid ideig tartó tulajdonlás, de ez egyáltalán nem új dolog. Néhány ügyletről gyorsan kiderül, hogy rossz befektetés volt, míg más esetekben szakmai befektetőktől kapnak a kockázati tőkések kéretlenül vételi ajánlatot a kivásárlást követő rövid időn belül (*Gilligan–Wright* [2010]). Az elmúlt húsz év során a kilépésig eltelt átlagos időtartam megnőtt. 2000 óta a kockázati tőkések leggyakrabban négy-öt év után lépnek ki a befektetésekből (*Gottschalg* [2007], *Strömberg* [2008]).

## A befektetések hatása a portfóliócégekre

A kockázati tőke-befektetők portfóliójába került cégekre vonatkozó független felmérések szerint az Egyesült Államokban a nyolcvanas években végrehajtott kivásárlások jövedelmezőségi és a pénzáramlási mutatói átlagosan jelentős javulást mutattak a kivásárlást megelőző egy év, valamint a kivásárlást követő két vagy három év során (*Bull* [1989], *Kaplan* [1989], *Malone* [1989], *Singh* [1990], *Opler* [1992], *Muscarella–Vetsuypens* [1990]). A nyolcvanas évekre az Egyesült Királyságban mért adatok is azt mutatták, hogy a kivásárlások túlnyomó többsége egyértelműen javította a portfóliócégek jövedelmezőségét (*Wright–Thompson–Robbie* [1992]). A vezetők által kivásárolt angol cégek vagyonarányos hozamai az 1980-as évek közepén jelentősen gyorsabban nőttek a kivásárlás utáni 2–5 év során, mint más hasonló olyan cégek hozama, ahol nem került sor vezetői kivásárlásra (*Wright és szerzőtársai* [1996b]). Az Egyesült Királyságban az előbbi cégek hatékonysági előnyét a kivásárlást követő négy évig mérték a kutatók (*Amess* [2002], [2003]). Hollandiában a közepes méretű kivásárlások hozamelemzése azt jelezte, hogy az adott ágazatbeli más cégek átlagos pénzügyi mutatóihoz képest e cégek számottevően jobb eredményt mutattak (*Bruining* [1992]). A vezetői kivásárlások az azonos ágazatokban működő hasonló cégekkel összehasonlítva Franciaországban jobb teljesítményt értek el a kivásárlás előtt és után egyaránt (*Desbrières–Schatt* [2002]).

A kutatók úgy vélték, hogy a kivásárlások közgazdasági eredményeinek felmérésére a telephely szintű adatok alkalmasabbak, mint a vállalati szintű közgazdasági-pénzügyi adatok. A telephelyek a cégek olyan fizikai egységei, amelyek szintjén a fizikai output és input, illetve az erőforrások termelésbeli



felhasználása számszerűsíthető. Az Egyesült Államok telephelyszintű adatai azt jelzik, hogy a vezetők által kivásárolt telephelyeken a tulajdonosváltás előtt magasabb volt az teljes tényezőtermelékenység, mint ugyanazon iparág hasonló, de más tulajdonosi szerkezetű létesítményeiben. A kivásárlás után a kutatók jelentős javulást mértek a teljes tényezőtermelékenységben úgy, hogy az nem a K + F-nek köszönhetően vagy a bérek, a tőkeberuházások visszafogása, illetve a dolgozók elbocsátása révén következett be. *Lichtenberg–Siegel* [1990] 131 darab 1981 és 1986 között kivásárolt feldolgozóipari cég termelékenységének alakulását elemezte. E felmérés a vizsgált üzemek esetében a kontrollcsoporthoz viszonyítva sokkal gyorsabb termelékenységnövekedést talált a kivásárlást követően, bár már azt megelőzően is hatékonyabbak voltak a kivásárolt üzemek.

*Harris–Siegel–Wright* [2005] az Egyesült Királyságban 1994 és 1998 között végrehajtott 979 kivásárlás adatait elemezve arra a következtetésre jutott, hogy a tulajdon átruházása előtt a vezetők által kivásárolt létesítmények eleve kevésbé voltak produktívak, mint a többi hasonló feldolgozóipari üzem. Ennek ellenére a termelékenységben jelentős növekedést mértek a kivásárlás után. A gazdasági teljesítmény javulása elsősorban a közbenső termékek és anyagok gyártásának kiszervezésével megvalósított racionalizálásnak volt köszönhető.

Ezek az elemzések nem vizsgálták a termelékenység növekedésének forrásait, azaz hogy a tovább működő telephelyek termelékenysége javult-e, vagy a kevésbé és a jól teljesítő létesítmények közötti tőkét csoportosították át (a telephely-bezárások és felvásárlások révén). Ezért is érdemel figyelmet az Egyesült Államok kivásárlási tranzakcióit elemző tanulmány (*Davis szerzőtársai* [2009]), amely a termelékenységi, kereseti és foglalkoztatási hatásokat egész vállalatokra, valamint ezek telephelyeire vonatkozó adatok felhasználásával tárta fel. Rámutatott a cégen belüli átstrukturálás és reallokáció jelentőségére, a piacra való be- és kilépés, a felvásárlás és leépítés által előidézett változásokra. Az elemzés szerint a kockázattőke-befektetők portfóliócégei esetében más cégekhez képest intenzívebb volt a munkahelyek teremtése és megszüntetése, a telephelyek létrehozása és megszüntetése, a telephelyek felvásárlása és eladása. Mindezen folyamatok nettó hatásaként a reallokáció intenzívebbé válása jelentős, 2 százalékos körüli termelékenységnövekedési előnyt hozott a tranzakciókat követő első két évben. Ennek az előnynek kétharmadát a portfóliócégek továbbműködő telephelyei termelékenységnövekedésével lehetett magyarázni, beleértve e létesítmények közötti jobb allokáció hatását. Egyharmada pedig annak volt köszönhető, hogy a portfóliócégek rosszul teljesítő részlegeit a kontrollcsoporthoz viszonyítva nagyobb valószínűséggel szüntették meg (uo.).

*Strömberg* [2009] a témát vizsgáló kutatások tapasztalatait összegezve végül is arra az általános következtetésre jutott, hogy a kockázattőke-befektetés javítja a vállalati teljesítményt. Úgy vélte, hogy a befektetést követően túlnyo-

mórészt pozitív a portfóliócégek üzemi teljesítménye. A hitel igénybevételével végrehajtott kivásárlások hatására javul a termelékenység és a tőkehatékonyság, sőt az európai ügyletek teljesítménynövekedése nagyobb, mint az egyesült államokbelié. A kockázati tőke-befektetéseken belül a klasszikus kockázati tőkében részesülő cégek a kontrollcsoportbelieknél gyorsabban növekedtek, és termékeiket gyorsabban vitték piacra. A cégek pénzügyi teljesítményére gyakorolt pozitív hatás nem a hosszú távú befektetés és növekedés rovására történt, azaz egyaránt nőtt a portfóliócégek innovációs befektetése, K + F-ráfordítása és termelékenysége. Sőt a kockázati tőke-befektetések előnyös hatása még azután is folytatódott, amikor a befektetők már kiszálltak a cégekből. Az első tőzsdéi megjelenések esetében különösen érvényesült a kockázati tőkével finanszírozott cégek jobb teljesítménye.

Egyes tanulmányok szerint a nyolcvanas években a kockázati tőke által finanszírozott cégekben csökkent a közvetlenül nem a gyártásban foglalkoztatottak fizetése a kockázati tőke által nem érintett cégekhez képest (*Lichtenberg–Siegel* [1990]). *Amess–Wright* [2007] szerint 1999 és 2004 között a bérnövekedés 0,31 százalékponttal volt alacsonyabb a vezetői bevásárlások és 0,97 százalékponttal a kivásárlások esetében a kontrollcsoportéhoz képest. Ezt a tényt azonban nagyon óvatosan kell kezelni, mert a kivásárlást megelőző fizetési szintek sem lettek volna fenntarthatók, ha a cégek rossz teljesítményt produkáltak volna. Mivel nem állnak rendelkezésre adatok arról, hogy a kivásárlásoknál más tulajdonoscserekhöz képest magasabb vagy alacsonyabb bértrend érvényesült, e téren nem vonható le megalapozott következtetés. Ugyancsak problematikus a heti/havi bérek és a dolgozók résztulajdonosi részvételét eredményező rendszerek bevezetéséből eredő hatások figyelembevétele.

A kockázati tőke-befektetők nagyobb méretű portfóliócégeinek leépítés által nem érintett telephelyein a kontrollcsoport cégeihez képest 1,1 százalékkal magasabb bért fizettek a kivásárlások idején. Két évvel későbbi időpontban a bérek között a vizsgálatok már nem találtak eltérést. A bérekben átmenetileg mutatkozó többlet egyidejűleg tükrözte a telephelyeken végbement változásokat és a telephelyek közötti forráskihelyezések hatását. A kutatások eredményei szerint a magasabb termelékenység hasznát mind a kockázati tőke-befektetők portfóliócégei, mind a kontrollcsoport cégei megosztották dolgozóikkal magasabb bérek formájában, bár a termelékenység növekedése és a bérnövekedés közötti kapcsolat valamivel erősebb volt a kockázati tőke-befektetők portfóliócégei esetében (*Davis szerzőtársai* [2009]).

A Centre for Management Buyout Research (CMBOR) 190 európai kockázati tőke-ügylet adatainak 2002 és 2006 közötti vizsgálatakor azt állapította meg, hogy a foglalkoztatottak érdekeit ugyanolyan vagy nagyobb súllyal vették figyelembe a kockázati tőkével finanszírozott cégek, mint a vállalatok korábbi tulajdonosai. Sőt a kockázati tőke-befektetés nagyobb valószínűséggel

járt együtt a vállalati nyugdíjrendszerben való részvétellel, a magasabb keresettel, a korábbinál több konzultációs lehetőséggel, valamint a szakszervezetek képviselőjével. A kutatás szerint a pénzügyi ösztönzők és a dolgozóknak a cég életébe történő korábbinál intenzívebb bevonása növelte a dolgozók cég iránti elkötelezettségét (*EVCA–CMBOR* [2008]).

Számos felmérés adatait összevetve, *Nathusius–Achleitner* [2009] semlegesnek ítélte a kockázati tőke-finanszírozás hatását a bérekre. A kockázati tőke által finanszírozott vállalkozások a kontrollcsoporthoz képest inkább a teljesítmény alapján díjaztak, és a munkavállalói résztulajdonlás is jobban elterjedt. Mindezek alapján összességében e szerzőpáros szerint túlzott leegyszerűsítés lenne a kockázati tőkéseket akár „angyaloknak”, akár „ördögöknek” beállítani, mivel mindkét állítás mellett és ellen is hozhatók fel érvek. Ráadásul a kockázati tőke-befektetések különböző fajtái – így például a vezetői ki- és bevásárlások, a családi cégek kivásárlása, a nagyméretű konglomerátumok egyes divízióinak átvétele, illetve a tőzsdéi cégek kivásárlása – mind a foglalkoztatás, mind pedig a bérek terén eltérő hatást gyakorol a kivásárolt cégekre, ám e különbségek tudományos igényű bemutatása még várat magára.

A túlfűtött gazdaságpolitikai viták középpontjában elsősorban a kockázati tőke-tranzakciók foglalkoztatásra gyakorolt hatása áll. Az erre vonatkozó adatok igen vegyes képet mutatnak. Az 1980-as években az Egyesült Államokban végzett elemzések a kivásárlásokat követő szerény foglalkoztatottság-emelkedésről számoltak be (*Kaplan* [1989], *Smith* [1990], *Opler* [1992]). Más vizsgálatok szerint a kivásárlások nem bővítették az iparági átlagoknak megfelelő mértékben a foglalkoztatottságot, de míg a nem a termelésben foglalkoztatott munkaerő szorult vissza a legnagyobb mértékben a kivásárlás utáni három évben, a közvetlen termelésben foglalkoztatottak száma nem változott (*Lichtenberg–Siegel* [1990]).

A 1980-as évekre vonatkozó angol vállalati vizsgálatok azt igazolták, hogy a munkahelyek számának csökkenése főként a tulajdonosi szerkezet megváltozásakor következett be, majd ezt követően emelkedni kezdett (*Wright–Thompson–Robbie* [1992], *Robbie–Wright* [1995]). Az 1999 és 2004 közötti időszakra vonatkozó angol elemzések szerint a kivásárlások módja is hatással volt a munkahelyek számának alakulására, mivel a vezetői kivásárlásokat követően a foglalkoztatottság 0,51 százalékkal nőtt, míg a vezetői bevásárlások után 0,81 százalékkal visszaesett (*Amess–Wright* [2007]). A későbbi időszakra vonatkozó részletesebb adatok is azt erősítik meg, hogy bár a vezetői kivásárlások után közvetlenül átlagosan esik a foglalkoztatás, később azonban növekszik (*Cressy–Munari–Malipiero* [2007], *Wright–Weir–Burrows* [2007]), és a vezetői bevásárlásokat követően a munkahelyek száma a tulajdonoscseré előtti szint alatt marad. *Cressy–Munari–Malipiero* [2007] szerint az Egyesült Királyságban vizsgált kockázati tőke-ügyletek körében az első négy évben csökken a

foglalkoztatás a kontrollcsoporthoz képest, majd az ötödikben emelkedik. Ez feltehetően azt jelzi, hogy a kezdeti racionalizálás a sokkal életképebb munkahelyek létrehozásnak alapját teremti meg. További kutatások adatai szerint a kockázati tőkével megvalósított kivásárlásoknak nincs jelentős hatásuk a foglalkoztatásra, szemben a hagyományos vállalatfelvásárlásokkal, amelyek e téren negatív következményekkel járnak. A kivásárlások hatása a foglalkoztatás növekedési ütemére hasonló a hagyományos vállalatfelvásárlásokéhoz (*Amess–Girma–Wright* [2008]). Nem valószínű, hogy sor kerül egy kockázati tőke-ügyletre, ha a kivásárlás előtti cég optimálisan működik, hiszen akkor csak kevés haszon származik az átstrukturálásból. Mivel a kivásárolt létesítmények teljesítménye a kivásárlás előtt a többi hasonló létesítményénél átlagosan alacsonyabb volt, így nem meglepő, ha valamekkora elbocsátásra ott kerül sor. A dolgozók kivásárláskori elbocsátása segít a céget talpra állítani, s csökkenti a csőd esélyét, ami még nagyobb munkaerő-elbocsátással járna. Ha nemigen van más alternatíva, mint a bezárás, a kockázati tőke-befektetés még vonzó lehet. A legutóbbi egyesült államokbeli vizsgálatok kimutatták, hogy a kockázati tőke egyaránt felgyorsítja a termelékenységet fokozó munkahelyrombolást és -építést (*Gilligan–Wright* [2010]).

Összesen 43 különböző tudományos felmérés elemzése alapján *Nathusius–Achleitner* [2009] úgy vélte, hogy a kontrollcégekhez képest mért foglalkoztatási adatok nagy valószínűséggel az érintett piacok fejlettségi fokától függően mutatnak eltérő eredményeket. Így az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság esetében a kivásárlások hatásaként csökkent a foglalkoztatottak száma, míg a francia, spanyol és belga piacon emelkedett. A szerzőpáros ebből arra következtetett, hogy a kevésbé fejlett piacokon a kockázati tőke-befektetők képesek a cégek olyan külső forrásokból finanszírozott növekedését előidézni, ami egyébként korlátokba ütközne. Megállapította továbbá, hogy a kockázati tőke által finanszírozott vállalkozások hasonló társaikhoz képest több zöldmezős munkahelyet teremtenek, s aktívabbak a felvásárlások és leépítések terén.

*Lerner–Gurung* [2008] az Egyesült Államok 1980 és 2005 közötti kockázati tőke-befektetéseit vizsgálva azt állapította meg, hogy a foglalkoztatás a kockázati tőke által kiválasztott cégek telephelyein a kontrollcsoporthoz képest lassabban nőtt a befektetés évében és az azt megelőző két évben. A kivásárlás előtti két évben az összesített eltérés 4 százalék volt a kontrollcsoport javára. A kockázati tőke-tranzakciók nyomán a foglalkoztatás a befektetők portfólióiban lévő cégek telephelyeinél jobban visszaesett. Két év alatt az összesített eltérés 7 százalék volt a kontrollcsoport javára. A foglalkoztatás a kontrollcsoportban a befektetést követő három évig gyorsabban nőtt, a negyedik és az ötödik évben azonban a foglalkoztatás növekedése a portfólióbeli cégek telephelyein már megegyezett a kontrollcsoporttal. A befektetést követően a kockázati tőke által kivásárolt cégek telephelyein

a kontrollcsoportéval nagyjából azonos volt az újonnan létrehozott állások száma. Az összes új álláshely száma a két körben hasonlóan alakult, s a nettó eltérés a portfóliócégek telephelyeinél mért több álláshely-megszüntetés következménye volt (*Lerner–Gurung* [2008]).

A kutatók felhívták a figyelmet arra, hogy a kivásárlásoknál a foglalkoztatás hatásának becslését számos módszertani probléma nehezíti. Ilyenek a felvásárlások és leválasztások hatásának kezelésével, a teljes és a részmunkaidős foglalkoztatás gyakori változásaival kapcsolatos nehézségek. A nyilvános adatok általában nem tartalmaznak részleteket a kivásárlást követően felvásárolt vagy eladott tevékenységek foglalkoztatási oldaláról. Az üzemi szintű adatokból számított általános foglalkoztatási hatást mérsékelheti, ha a kivásárló cégek olyan vállalatokat vásárolnak, amelyeket később az általuk alapított új telephelyekbe olvasztanak.

A *Davis és szerzőtársai* [2008] éppen ezeknek a kérdéseknek a kezelését igyekezett megoldani. Megállapította, hogy a teljes munkaidős foglalkoztatásról a nagyobb arányú részmunkaidős foglalkoztatásra való áttérés is emelheti az összes foglalkoztatott létszámát, miközben nem jár hasonló hatással a teljes munkaidőre átszámított foglalkoztatásra. A gyakorlatban azonban nem állnak rendelkezésre az ezen tényezők hatását megkülönböztető adatok. A szerzők az Egyesült Államok kockázati tőke tulajdonosa és a más tulajdonú cégek és ezek telephelyeire vonatkozó adatait összevetve azt találták, hogy az előbbi cégekben a kivásárlás előtt a kontrollcsoporthoz képest sokkal lassabban nőtt a foglalkoztatás, a kivásárlást követően pedig sokkal gyorsabban esett vissza. Ugyanakkor a kivásárlást követő negyedik és ötödik évi foglalkoztatási adatokból az derült ki, hogy a kivásárlások ekkor már több új munkahelyet teremtettek. Az adatok szerint miközben a kivásárolt cégek tovább működő telephelyei a többi céghez hasonló számú munkahelyet hoztak létre, a zöldmezős beruházások a kontrollcsoporthoz képest több munkahelyet teremtettek (*Davis és szerzőtársai* [2008]).

A Világgazdasági Fórum felkérésére 2009-ben készült egyik tanulmány a kivásárlások esetében a „teremtő rombolás” intenzívebbé válását állapította meg. A kutatás cégeken belül – így feldolgozóipari vállalatok telephelyei körében – vizsgálta a munkahelyek számának változását a kockázati tőke által finanszírozott vállalkozások esetében. Az elemzés szerint a kockázati tőke által finanszírozott cégek sokkal intenzívebben hoztak létre, illetve szüntettek meg álláshelyeket és telephelyeket, mint a kontrollcsoport cégei (*Gurung–Lerner* [2009]). Részben ez, az intenzívebbé váló kreatív rombolás, azaz munkahelyek teremtése az új területeken és megszüntetése a rosszul működő részeknél, magyarázza a szakszervezetek és politikusok vagyonszűréssel és „féktelen” költségcsökkentéssel kapcsolatos aggodalmát. Pedig ezek az intézkedések azzal, hogy a cégek sokkal hatékonyabb tevékenységekre csoportosítják át erőforrá-

saikat, épp a termelékenység javítását teszik lehetővé a pénzügyi feszültségek időszakában. A kutatók megállapítása szerint a változásokból fakadó előnyök és a változásokkal szükségszerűen együtt járó „súrlódási költségek” a cégekre és befektetőkre egyaránt jelentős terheket rónak. A végső mérleg lényegében attól függ, hogy a változások hatása mennyire tartós (uo.).

Lényeges és ma még lényegében megválaszolatlan kérdés, hogy vajon a kockázattőke-befektetéseknek tulajdonított előnyös hatás megmarad-e a tulajdonosi szerkezet átalakulását követően is, azaz a kockázati tőkések kilépése után.

Az Egyesült Királyságban az adatok szerint a többiekhez képest a kockázati tőkések vezetői kivásárlásai hamarabb jelennek meg a tőzsdén, társaikhoz képest alulárazottak, viszont a kockázati tőkések hosszú távon jobb teljesítményt érnek el (*Jelic–Saadouni–Wright* [2005]). A cégek irányításában aktívabb kockázattőke-befektetők nemcsak a tőzsdén jelentek meg hamarabb kivásárolt cégekkel, de általában gyorsabban is léptek ki belőlük, s ezek a vállalatok jobb teljesítményeket értek el azokhoz képest, ahol a kockázattőke-befektetők kevésbé aktív szerepet játszottak (*Gilligan–Wright* [2010]).

Közel 400 olyan cég 1996 és 2010 közötti tőzsdei teljesítményét vizsgálta meg a Justus Liebig University Giessen német egyetem, amelyeket a kockázati tőkések öt európai tőzsdére vezettek be. A kutatás adatai szerint ezek a cégek tartósan jobb teljesítményt értek el a piac egészéhez és a más tulajdonosi háttérű cégekhez képest is (*PEI* [2011]). Az első 125 kereskedési nap után a kockázati tőkések cégeinek részvényeivel a piaci indexeknél 11,7 százalékkal magasabb áron kereskedtek, majd 250 nap után többlétsítményük 9,6 százalékra csökkent, 500 nap elteltével pedig már csak 4,2 százalékkal jobb teljesítményt értek el, de továbbra is a legjobban teljesítettek a piacon. Ezt a teljesítményt nem a piaci indexhez, hanem a kockázati tőke nélkül működő cégekéhez viszonyítva, az eredmény még inkább kiugró: 500 kereskedési nap elteltével 16 százalékos prémiumot könyvelhettek el, és ez az előny 750 nap után még feljebb, 18,3 százalékra nőtt.

Az Egyesült Államok tapasztalatai azt jelzik, hogy míg a tőkeáttétel és a vezetők tulajdonosi részesedése csökken a kivásárolt (tőzsdei) cégek nyilvános piacra lépésekor – ezek az úgynevezett fordított kivásárlások (*reverse buyouts*) –, a fenti értékek továbbra is magasnak tekinthetők azon tőzsdei cégek megfelelő mutatóihoz képest, amelyekben nem történt kivásárlás (*Holthausen–Larcker* [1996]). A tőzsdére vitelt megelőzően a kivásárolt cégek számviteli teljesítménye jelentősen magasabb az összehasonlítható szektorokban mért középértéknél. A tőzsdei megjelenést követően a számviteli teljesítmény és a részvényárak 3–5 évig még – csökkenő mértékben – magasabbak a tőzsdei összehasonlítható mutatókénál (*Cao–Lerner* [2007]). *Gurung–Lerner* [2009] a tartós termelékenységi és vezetési színvonalból fakadó előny bizonyítékeként értelmezte,

hogy az általa vizsgált, tőzsdén szereplő kockázatitőke-hátterű cégek teljesítménye öt éven át meghaladta a többi hasonló cég mutatóit.

Rendszerint nagy figyelem kíséri a sajáttőke-rész hitellel való kiegészítését, azaz a hitel részarányát a kivásárlási szerkezetben. Ugyanakkor kevesebb figyelmet kap egy még fontosabb szempont: mennyire növeli meg a felvásárolt cég jövedelemtermelő képességét a kivásárlás, tehát milyenek a kivásárolt cégek lehetőségei a hitel visszafizetésére. Holott a hitel részarányához képest sokkal kifejezőbb mutató, hogy mennyire képes a vállalat a beáramló jövedelemből teljesíteni a kamatfizetést. A kockázatitőke-ügyletek ugyanis magas tőkehitelkezési arányt is képesek fenntartani, ha ehhez a kellően magas és stabil kamatfedezetük is megvan.

A gazdasági válság a hitelek befagyása és a hitelkockázati felárak nagymértékű emelkedése miatt előtérbe állította a magas tőkeáttétel kérdését a kivásárolt cégek túlélése kapcsán. A válság a kivásárlásokat az alapkezelők friss tőkeszerzésén és a portfóliójukban már meglévő cégek hiteleinek újrafinanszírozásán keresztül két oldalról is érintette. Egyre több kockázati tőkével kivásárolt vállalat ment tönkre mind a korai 90-es években, mind pedig 2007 után.

Bár a magasabb tőkeáttétel negatívan érinti a cégek túlélő képességét, ugyanakkor a fokozottabb tulajdonosi ellenőrzés és irányítás a másfajta tulajdonban lévő, így például tőzsdén jegyzett cégekéhez képest hatékonyabb válaszlépések megtételét teszi lehetővé. A nehéz pénzügyi helyzetbe került portfóliócégek esetében a kockázatitőke-befektetők proaktív módon tárgyalhatnak az átstrukturálásról. *Acharya–Hahn–Kehoe* [2009] a kockázati tőkéknek épp ezt az aktívabb tulajdonosi és kormányzási szerepét és intenzívebb „bekapcsolódását” emeli ki.

A hitelek magas aránya a kockázatitőke-konstrukcióban kockázatnak teszi ki a portfóliócégek életképességét. Az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság nagyobb kivásárlásait elemző korábbi kutatások határozottan alátámasztották, hogy a hitelek magasabb aránya megnövelte a bukás vagy az átstrukturálás valószínűségét (*Bruner–Eades* [1992], *Kaplan–Stein* [1993], *Wright és szerzőtársai* [1996a]). A kockázati tőke hátterű kivásárlások nemzetközi vizsgálata megállapította (*Strömberg* [2008]), hogy nincs szignifikáns kapcsolat a csőd és az ügyletek mérete között, továbbá rámutatott, hogy a divíziók kivásárlása kisebb valószínűséggel vezet csödhöz, mint a cégek egészének megvétele, s az eleve nehéz helyzetben lévő cégek megmentését célzó kivásárlás szignifikánsan nagyobb valószínűséggel végződik kudarcral, mint a más kiinduló helyzetben vett cégeké. A felmérés szerint a kockázati tőkék kivásárlásai esetében valamivel valószínűbb a csőd, mint a más tulajdonú kivásárlások esetében.

A hitelek magas aránya azonban nemcsak a kockázati tőke által finanszírozott cégeket érinti drámai módon. A kivásárlások bukási arányára vonatkozó, 2008-as válság utáni elemzésekből az derül ki, hogy a kockázati tőke által

finanszírozott cégek csődaránya nem magasabb, mint a más módon finanszírozottaké (*Economist* [2009]).

A Bank for International Settlements 2008 közepén 650 kockázatitőke-tulajdonban lévő, 1982 óta, öt különböző időszakban kivásárolt cégből álló minta adatait hasonlította össze időszakonként öt hasonló szakterületen működő és hasonló méretű tőzsdéi cég adataival, s nézte meg a hitelek fizetésére képtelen cégek arányát mindkét vállalatcsoportban (*BIS* [2008]). Azt állapította meg, hogy a magasabb tőkeáttétel ellenére átlagosan nem lehetett konzisztens módon magasabb hitelképtelenséget kimutatni.

A Boston Consulting Group 2008-ban a kockázati tőkével finanszírozott cégek által az 1970-es évekbeli válság idején fizetett hitelfelárak (azaz a hitelkamatok és az államkötvények kamata közötti különbség) alapján azt jósolta, hogy a kockázatitőke-tulajdonú cégek közel fele képtelen lesz a hiteleit törleszteni a következő három év során (*BCG* [2008]). E tanácsadó cég azt is valószínűsítette, hogy a következő néhány évben világszerte a legnagyobb kockázatitőke-alapok kezelői közül akár 40 százalék is kikerülhet a piacról.

*Kaplan–Strömberg* [2009] a kockázati tőkések által 1970 és 2007 között világszerte felvásárolt több mint 17 ezer cégből álló mintán elemezte a hiteleket nem törlesztő cégek arányát. Az eredményül kapott, éves átlagban 1,2 százalékos arány alacsonyabb volt, mint a Moody's által közzétett, az egyesült államokbeli összes kötvénykibocsátó 1980 és 2002 közötti, 1,6 százalékos átlagos nemfizetési hányada.

A *Moody's* [2010] a hiteleiket 2009-ben nem törlesztő amerikai cégek körében vizsgálva a kockázati tőke tulajdonában lévők arányát, azt állapította meg, hogy e cégek előfordulási aránya magasabb volt a nem törlesztő és az öncsődöt (előrecsomagolt csődjeljárást – *prepackaged bankruptcies*) kezdeményező cégek körében. Ugyanakkor azt is megállapította, hogy a kockázati tőke tulajdonában lévő vállalatok esetében a bankok a hivatalos csődjeljárásokhoz képest kedvezőbb végeredményre számíthattak, tekintve hogy a kockázati tőkések koncentráltabb tulajdonosi körével a hitelezők könnyebben tudtak megállapodni. A kockázati tőkések szoros tőkepiaci kapcsolatrendszerre, nagyfokú pénzügyi jártasságra inkább lehetővé tette cégeik életben maradását és a nehéz helyzetekből való kilábalását a válságos időszakokban.

Az Egyesült Államok legjelentősebb kockázatitőke-befektetői által létrehozott s így semlegesnek aligha tekinthető Private Equity Council (PEC) vizsgálva a 2000 és 2009 között kivásárolt közel 3300 kockázatitőke-tulajdonú cég adatait, megállapította, hogy körükben a törlesztések elmaradása, illetve a csődök aránya 2008 és 2009 során évi 2,8 százalék volt, szemben a hasonló, de más tulajdonosi háttérű cégek esetében mért 6,2 százalékos aránnyal. A PEC által végzett számítások szerint tehát a recesszió alatt a hitelek bedőlése, illetve a csőd kialakulásának valószínűsége a kockázati tőke háttérű cégeknél fe-



leakkora volt, mint a többi vállalat esetében (*Thomas* [2010]). A jobb eredmény a kockázati tőkések nagyobb szakértelmének és az érdekek jobb összehangolásának volt köszönhető, azaz az elemzés szerint a kockázati tőke-tulajdonosok válságos időkben másoknál sokkal jobb tulajdonosoknak bizonyultak.

*Wilson–Wright–Cressy* [2010] az Egyesült Királyságban a közel 2 millió cégből 1995 és 2009 között csődbe jutott 140 ezer vállalkozás tapasztalatai kapcsán ugyancsak nem találta bizonyítottnak azt a nézetet, hogy a magasabb tőkeáttételből adódó magasabb bukási arány a kockázati tőke speciális vonása lenne. Adataik szerint a 2003 után kockázati tőke bevonásával végrehajtott angliai kivásárlások nem voltak kockázatosabbak, mint más, nem kivásárolt cégek. E kutatás szerint általában a kivásárolt cégek a többihez képest inkább mentek csődbe, de ennek kockázata jelentősen csökkent akkor, ha a kivásárlást kockázati tőkések hajtották végre. A kockázati tőkével tőzsdére vitt cégek kétszer nagyobb arányban voltak képesek kilábalni a nehéz hitelhelyzetből, leginkább a kockázati tőke-tulajdonosok menedzseri tevékenységének köszönhetően. Tehát nem a tőkeáttételi szint mértéke dönti el, hogy egy cég elbukik-e, vagy sem, hanem az, hogy a cégeket tulajdonosaik hogyan irányítják, illetve hogy mekkora az árbevétel-termelő képességük. *Wilson–Wright–Cressy* [2010] szerint a kockázati tőke-tulajdonban lévő cégek egyrészt a perspektivikusabb kivásárlási célpontok kiválogatása révén vannak jobb helyzetben, másrészt az általuk gyakorolt aktívabb tulajdonlás és ellenőrzés folytán másoknál inkább képesek a cégek tőkeszerkezetét az aktuális gazdasági helyzethez igazítani, s így a fizetéseképtelenség kockázatát minimalizálni.

A Bain & Company tanácsadó cég szerint a kockázati tőkések portfóliójában lévő cégek más tulajdonosi konstrukcióban (például stratégiai befektetők tulajdonában) lévő vállalatokhoz képest elért magasabb túlélési aránya a kockázati tőkések nagyobb előrettekintésének volt köszönhető (*Bain* [2011]). A tanácsadó cég 2009-ben végzett felmérése szerint a válaszó kockázati tőke-alapkezelők háromnegyede a rosszabbodó piaci helyzet hatására megnövelte részvételét az irányításban, s már a válság valódi elmélyülése előtt lépéseket tett a helyzet kezelésére (eladott holdingcégeket, vagy újratőkésítést hajtott végre, átalakította a cége hitelfizetési kötelezettségeit később törlesztendőre, rugalmasabb hitelcsomagokra cserélte le a meglévő hiteleket). Mindezen intézkedések hatására az amerikai kockázati tőke-befektetők portfóliójában hivatalosan is csődeljárást kérő cégek száma 2010-ben már jelentősen visszaesett. Ehhez persze a hitelezők rugalmasságára is szükség volt, azaz hogy ők is hajlandók legyenek a hitelek lejáratát meghosszabbítani, a kötelezettségvállalásokat kiigazítani, hogy így kisebb valószínűséggel kelljen az adósoknak azokat megszegni. Ugyancsak segített a helyzet rendezésében, hogy a portfóliócégek egy idő után könnyebben fértek hozzá a magas hozamú kötvényekhez és tőkeáttételes hitelekhez, ami a hitelek újrafinanszírozását tette

lehetővé. A kockázati tőke-tulajdonosok által megkövetelt fegyelmezett költségsökkentés ugyancsak elősegítette az árbevétel és a jövedelem növekedését, ami abban is segített, hogy a portfóliójukban lévő cégek teljesíteni tudják az esedékes törlesztéseket, illetve a hitelezőkkel könnyebben elfogadtathattak újrafinanszírozási konstrukciókat.

Az egyes intézmények, azaz a PEC és a Moody's közötti véleménykülönbség részben definíciós eltérésekből is adódik. A PEC vizsgálata a hiteleiket nem törlesztőkre és a csődeljárást kérvényezőkre vonatkozott, míg a Moody's a nehéz helyzetbe kerülők közé sorolta azokat a cégeket is, amelyek önkéntesen saját maguk kezdeményezték a tőkeáttétel csökkentését. Az elemzéseknél a kockázati tőke általi érintettség kiterjesztése sem egységes, a kivásárolt tulajdoni hányad és az időközbeni kiszállás, illetve a holdingcégek eltérő értelmezése miatt (Thomas [2010]).

A legtöbb kockázati tőke-befektetés esetében a felvásárolt cégek a kivásárlást megelőzően lehetőségeiknél rosszabbul teljesítettek. Ahhoz, hogy 3–7 éves időszakon belül a kockázati tőke-befektetők növelhessék cégük értékét, ezek egyes részeit először át kellett strukturálniuk. Számos esetben a kivásárlásokat követően új növekedési stratégiával, a befektetést követő felvásárlásokkal, új kutatás-fejlesztési és marketingkezdemenyvezésekkel, nemzetközi terjeszkedéssel és még sok más módon növelik a termelési értéket. Bár valóban előfordult néhány egyszerű átstrukturálási kivásárlás, ám az ilyen ügyletek aránya viszonylag ritka volt.

## Következtetések

A kockázati tőke és az innováció kapcsolatát nehéz számszerűsíteni. Iparági szinten a kockázati tőke-befektetések arányukhoz képest nagyobb hatást gyakorolnak a szabadalmak számára, mint a K + F-kiadások. A kockázati tőkével finanszírozott cégek radikálisabb és nagyratörőbb innovációkat hajtanak végre. Míg a befektetés előtti időszakban még pozitív a kapcsolat a kockázati tőke és az innováció között, addig a befektetés után a kockázati tőke az innovációk végrehajtásáról a belőlük származó tőke kinyerésére helyezi a hangsúlyt. Az oksági összefüggés a kockázati tőke és az innováció között fordított, az innováció teremt keresletet a kockázati tőke iránt. Képes a kockázati tőke forrásait sikeresen kihelyezni az innovatív vállalkozásokhoz, s ezáltal elősegíteni a strukturális alkalmazkodást.

A kockázati tőkével finanszírozott kivásárlások foglalkoztatásra gyakorolt hatásáról folyó vita kapcsán a kutatási eredmények összességében nem jutottak egységes álláspontra, holott abban egyetértés alakult ki, hogy a portfóliócégek hatékonyabb működésük révén gazdasági értéket teremtenek (Strömberg

[2009]). Azok az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban végzett kutatások, amelyek a hitelből történő kivásárlásokra vonatkoztak, egyetértettek abban, hogy a foglalkoztatás és a bérek egyaránt nőnek a portfóliócégeknél, más hasonló cégekhez mérve azonban kissé lassúbb ütemben. E felmérések megmutatták, hogy a kockázati tőkében részesülő cégek a kivásárlás előtt számottevően alacsonyabb termelékenységi és foglalkoztatásbeli növekedést értek el, mint ugyanazon ágazatok más cégei. Ez lényegében azt jelenti, hogy a kivásárlók rendszerint a gyenge teljesítményű, feljavításra szoruló cégekbe fektettek be, ahol a tranzakció előtti foglalkoztatási szintek nem lettek volna fenntarthatók. A tudományos eredmények így nem támasztják alá a munkahelyek megszüntetésére vonatkozó aggodalmakat, ugyanakkor az ezzel szögesen ellentétes álláspontot sem igazolják. Nevezetesen, hogy a kivásárlások különösen erős foglalkoztatásbővüléssel járnának. A tapasztalatok inkább azt a nézetet erősítik meg, hogy a kockázati tőke portfóliócégei hatékonyabb működésük révén növelik termelési értékeiket (*Strömberg* [2009]).

A foglalkoztatás pénzügyi mutatói terén a tudományos igényű kutatások kivétel nélkül mindenhol a kockázati tőke által finanszírozott cégek viszonylag magasabb munkatermelékenységét mutatták ki. A bérek esetében a kutatók a kontrollcégekhez hasonló tendenciát állapítottak meg, azaz a kockázati tőke-finanszírozás a bérekre semleges hatású volt. A felmérések azt is megállapították, hogy a kockázati tőke által finanszírozott vállalkozások esetében a kontrollcsoporthoz képest jellemzőbb volt a teljesítményen alapuló díjazás, valamint magasabb volt a dolgozói munkavállalói résztulajdonlás aránya (*Nathusius–Achleitner* [2009]).

A kivásárlások többségében a felvásárolt vállalatok jobb állapotban voltak a kivásárlás után, mint előtte. Vagyis növelték jövedelmezőségüket, s növekedési mutatóik is jobbak voltak. Sőt a kivásárlások folyamán a cégek az érintett ágazat hasonló vállalataihoz viszonyítva is jobb teljesítményt értek el. Végül a kockázati tőke-befektetők kiszállása után a cégek továbbra is jobban teljesítettek, mint a kontrollcsoport cégei. Ezért a kutatók arra a következtetésre jutottak, hogy a kivásárlások olyan eszközt képviselnek a felvásárolt cégek számára, amivel – a versenyképesebb cégek létrehozása érdekében – előmozdítják és lehetővé teszik a szükséges átstrukturálási és növekedési lépéseket. Ha nem ez lenne a helyzet, a kockázati tőke-befektetők sosem tudnák az általuk megcélzott hozamokkal eladni cégeiket. Vannak persze kivételek. Előfordul, hogy a vállalatok csődbe jutnak, rossz döntések születnek, visszaélés történik a kivásárlási struktúrával, s az is megtörténik, hogy a kockázati tőke-befektető lerombolja, nem pedig építi a céget. Ezek azonban a kivételek (*Gottschalg* [2007]).

A bemutatott kutatások tehát nem igazolják, hogy kockázati tőke-befektető portfóliócégeik elértéktelenítésével óriási hozamokra tennének szert, továbbá hogy negatív hatást gyakorolnának az érintett szektorok növekedésére vagy

versenyképességére, illetve hogy megingatnák magát a gazdaságot és pénzügyi rendszerét (*Gottschalg* [2007]). Ellenkezőleg, az adatok azt támasztják alá, hogy túlnyomórészt javul a portfóliócégek üzemi teljesítménye. A kivásárlások hatására nő a termelékenység és a tőkehatékonyság, s ez nem megy a hosszú távú befektetések és a növekedés kárára. A pozitív hatás általában a befektetők kiszállása után is folytatódik. Az első tőzsdei megjelenések (IPO) esetében pedig a kockázati tőkével finanszírozott cégek különösen jobban teljesítenek, nemcsak megszüntetnek, de a többi céghez képest több új munkahelyet is létrehozhatnak (*Karsai* [2010]).

A kockázati tőke-befektetések hatását az érintett piacok fejlettsége is befolyásolja. A kevésbé fejlett piacokon olyan külső forrásból finanszírozott növekedést tudnak előidézni, ami egyébként korlátokba ütközne. Makrogazdasági szinten a hitel igénybevételével megvalósított kockázati tőke-befektetések a tőke jobb allokációjához vezetnek, s ezzel emelik a gazdaság egészének hatékonyságát. A gazdaságok átstrukturálását felgyorsító eszközként elősegítik, hogy a részvénytőke kiszabaduljon az alacsony hozzáadott értéket termelő ágazatokból, s ezáltal befektethető legyen olyan, magasabb hozzáadott értékű, feljövő ágazatokba, amelyek egyébként nem lennének finanszírozhatók (*Strömberg* [2009]).

# 6.

## A kockázati tőke Közép-Kelet-Európában

### A régió kockázatitőke-ágazatának fejlődése

Mivel a közép-kelet-európai régióban a kockázati tőke a nyugat-európainál sokkal később jelent meg, ráadásul a nagyobb méretű tranzakciók végrehajtásához szükséges hitelek csak 2003 után váltak elérhetővé, a kockázatitőkebefektetések GDP-hez viszonyított aránya jelentősen elmaradt a hasonló összeurópai mutatótól (*1. táblázat*). Ez a mutató a régióban 2002-ben 0,054 százalék volt, míg az EU-ban ennek ötszöröse, 0,277 százalék. 2007-ben a régióbeli arány 0,325 százalékra, az EU-beli pedig 0,571 százalékra növekedett, vagyis a közeledés ellenére a különbség jelentős maradt. 2008-ban a régiós adat az összeurópai részarányának ismét alig több mint felét tette ki, miközben mind az európai, mind pedig a közép-kelet-európai befektetések a válság miatt már erőteljesen visszaestek. 2009-ben a régióban mért részarány kivételesen az európai fölé került, ami egyetlen igen nagy méretű régióbeli ügyletnek volt köszönhető. 2010-ben a régiós GDP-részarány az európai szintnél 0,2 százalékponttal volt alacsonyabb, ami az átmeneti kiugrás után a korábbi trend visszaállását jelezte.

A kétezres években a fejlett országok növekedésének lassulása, a kockázatitőkepiac szabályozásának szigorodása a befektetők feltörekvő piacok felé fordulását váltotta ki. A magasabb hozamok reményében egyre több és nagyobb befektetést terveztek a feltörekvő piacokon, az alapok mérete is jelentősen megnőtt, s közöttük erősebb verseny alakult ki. E piacok vonzerejét az is növelte, hogy az értékteremtés itt inkább származott a finanszírozott cégek szerves növekedéséből, mint a tőkeáttétel szintjéből, vagyis a hitelek kényszerűen szűkös igénybevétele még nagy kiaknázatlan lehetőségeket kínált (*Lewis [2008]*). Átmenetileg Közép-Kelet-Európa feltörekvő piaca haszonélvezőjévé vált a kockázati tőke terjeszkedésének.

A szakértők az EU-csatlakozást követő két-három éven belül nagy áttörést vártak a közép-kelet-európai régió kockázatitőke-piacán (*Sormani [2003], [2004]*). Az adminisztratív akadályok leépítése és a térség országaiban tapasztalható gyors gazdasági növekedés mellett azért is számítottak a régió iránti érdeklődés növekedésére, mert az észak-amerikai és a nyugat-európai

## 1. táblázat

A kockázati tőke-befektetések GDP-hez viszonyított aránya a közép-kelet-európai régióban és Európában, 2002–2010 (százalék)

Év	Régió*	Európa**
	a GDP százalékában	
2002	0,054	0,277
2003	0,088	0,284
2004	0,096	0,321
2005	0,073	0,569
2006	0,218	0,552
2007	0,325	0,571
2008	0,201	0,394
2009	0,239	0,181
2010	0,119	0,314

A közép-kelet-európai régió az *EVCA* [2005]–[2011] munkacsoportjának értelmezésében a következő országok adatait tartalmazza: Bosznia-Hercegovina, Bulgária, Cseh Köztársaság, Észtország, Horvátország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Macedónia, Moldova, Montenegró, Magyarország, Románia, Szerbia, Szlovákia, Szlovénia, Ukrajna.

\* A befektetések célországa szerint számításba vett adatok.

\*\* A befektetők székhelye szerint számba vett adatok.

*Forrás: EVCA* [2005]–[2011] és *EVCA Yearbook* [2008]–[2011].

kockázati tőke-piac már meglehetősen telített volt, így Ázsia mellett ez a térség nagy vonzerőt jelenthetett a befektetők számára. Az EU-csatlakozás pozitív hatását azért is valószínűnek tartották, mert számítani lehetett arra, hogy a piac működésének jogi háttere és működési feltétele egyre inkább az európai normához igazodik. Várható volt tehát, hogy az Európát megcélzó intézményi finanszírozók a régió országait a kockázatok csökkenése miatt egyre kevesebb fenntartással kezelik. A befektetők régióba vonzásához – a piacok áttekinthető és kiszámítható működése, valamint a közösségi jogrend átvétele mellett – megbízható teljesítményadatok is kellettek. A zömmel hitel nélkül lebonyolított ügyletekre vonatkozó adatok jövedelmezősége eleve alacsonyabb volt, így a befektetések GDP-hez viszonyított hányada a régióban még messze az összeurópai arány alatt maradt, ami világosan jelezte a térség kockázati tőke-piacaiban rejlő tartalékokat.

A szakértők pozitív várakozásait alátámasztotta a befektetések számára rendelkezésre bocsátott tőke volumenének megugrása. A tőkebefektetések általános megélénkülését az is jelezte, hogy jelentősen megnőtt a régió országaiba beáramló működőtőke és a régió vállalatait érintő fúziók és felvásárlások értéke. A kockázati tőke-befektetések minden korábbi értéket meghaladó növekedése mellett a befektetések átlagos értéke is nagyobb lett a térségben,

s a tranzakciók összességét tekintve az átlagos befektetési érték hasonlóvá vált az európai átlaghoz.

A nyugati piacokat 2007 második felétől megrázó hitelválság újra megnövelte a portfóliódiverzifikálás szerepét. Ennek ismeretében nem volt meglepő, hogy az új földrajzi célpontokat kereső befektetők a viszonylag gyors növekedést mutató közép-kelet-európai régió felé fordultak. 2007 már a hatodik volt azon egymást követő évek sorában, amelyekben a közép-kelet-európai régió gazdasága jóval gyorsabban bővült, mint a nyugat-európai, aminek következtében a két terület élet- és termelékenységi színvonala közötti különbség csökkent. A gyors növekedésen, a fejlett piacokhoz való földrajzi közelségen túl a szakképzett munkaerő kínálata és költségszintje is kedvezővé tette a régiót a kockázati tőke számára, amit még megerősített, hogy az EU-csatlakozást követően az érintett tíz ország jogi és üzleti környezete hasonlóvá vált a fejlett európai országokéhoz. 2007 vége óta a régióban megjelentek az újonnan belépő globális alapok, így a verseny elsősorban a nagyobb méretű befektetések terén erőteljesen fokozódott. Mindez egyaránt megmutatkozott a helyi vállalkozások alkuerejének növekedésében és a befektetések értékének soha nem látott mértékű emelkedésében. Ugyanakkor még viszonylag kevesebb igazán nagy – 200 millió euró – feletti ügyletre került sor a régióban. A cégek méretének növekedéséből és a nagyobb ügyletekhez egyre inkább megszerezhető hitelek közül már látszott, hogy a régióban is egyre inkább előtérbe kerültek az Európa többi részén már fontos szerepet játszó kivásárlási ügyletek. Míg az 1990-es évek közepén a közép-kelet-európai kivásárlásokat a privatizációs ügyletek túlsúlya jellemezte, a kétezres években a kivásárlások a helyi és nemzetközi konglomerátumok magánkézben lévő cégeit és leválasztott (kipörgetett – *spin-off*) részeit érintették. Mivel a térségben működő vállalkozások mérete egyre jobban közelített a kontinens más cégeihez, s közülük mind több, régiós szinten is komoly érdekeltségekkel rendelkezett, így egyre több cég vált méreténél fogva alkalmassá arra, hogy nagy összegű kivásárlási tranzakciók célpontjává válhasson.

Az évtized második felében megkezdődött az alapok szakosodása, azaz a régióban is megjelentek az Európában már régóta működő *mezzanine*, szektor- és kivásárlási alapok. Mivel a régió hitelpiacja is egyre jobban felzárkózott az európaihoz, a kockázati tőke-piac fejlődéséhez bonyolult hitelkonstrukciók is igénybe vehetőkké váltak. A régióban az európai közepes méretű bankok nyújtották a befektetésekhez a hiteleket, s e bankok mérlegét eleinte kevésbé érintette a válság, mivel ők közvetlenül többnyire nem vettek részt az Egyesült Államok jelzálogpiaci tevékenységében. Mivel a régió sok bankját vásárolta fel nemzetközi bank, így várható volt, hogy ha ezek nehéz helyzetbe kerülnek, az kihat majd a közép-kelet-európai régióbeli bankokra is (*Thomson [2008]*). A régió hozamkilátásait korábban az is javította, hogy itt a befektetők rend-

szerint közvetítők nélkül – azaz nem a befektetési bankok által szervezett aukciók keretében – tettek ajánlatokat. Az aukciók csak a legnagyobb ügyleteket jellemezték, azaz a befektetőknek az ügyletek megszerzésekor nem csupán az árban, hanem egyéb tényezőkben is módjuk volt versenyezni. A jelzálog-hitel-válság eleinte inkább csak a nagy értékű kivásárlásokra hatott, az eleve konzervatívabb finanszírozású ügyleteket kevésbé érintette. A „kisebb is jobb” logika pedig felértékelte a közép-kelet-európai régió jelentőségét.

A régióbeli befektetések legkedveltebb szektorai közé tartozott a kétezres években a biotechnológia, az egészségügy, a média és telekommunikáció, valamint a kereskedelem. A gyorsan növekvő magánfogyasztás jelentette a kockázati tőke-befektetések fő alapját, ezért várható volt, hogy a növekedés fő területe a kiskereskedelmi, a fogyasztási és pénzügyi szolgáltatás, valamint a gyógyszeripari szektor lesz. Jelentős volt a tőkeigény az építőipari, út-, vasút- és repülőtér-építkezésekre, azaz az infrastruktúra vált a másik esélyes területté.

A befektetők a közép-kelet-európai régió népszerűvé válása idején is csak bizonyos életszakaszukban lévő vállalkozások iránt mutattak érdeklődést. Az induló vállalkozások befektetési igénye sokszor annyira alacsony volt, hogy nem érte el a kockázati tőke-alapok „ingerküszöbét”. Valamennyire érdeklődtek a fejlődési szakaszban lévő cégek iránt, ám a hangsúly a nagy összegű kivásárlási tranzakciókon volt. A befektetők portfólióbeli cégeik bővítései egyre inkább a kiegészítő felvásárlásokat részesítették előnyben, azaz amikor egy meglévő cégből mások hozzávásárlásával építettek ki regionális jelentőségű vállalatbirodalmat. Így ugyanis hamarabb tudták elérni a stabil üzletmenethez, illetve az általuk várt hozam realizálásához elengedhetetlen hatékony méretet (*Napi* [2008]).

A hozamok realizálása az Európai Unió többi országához hasonlóan a közép-kelet-európai régióban is kiszállások útján – főként a szakmai befektetőknek történő részvényértékesítéssel – valósult meg. A varsói tőzsdének köszönhető viszonylag magas hozamokat jelentő tőzsdei kiszállások Európa többi részéhez hasonlóan háttérbe szorultak. A továbbértékesítés is gyakorivá vált más – immár a régió piacain működő – kockázati tőke-befektetők számára. Az új, globális alapok megjelenése nemcsak konkurenciát jelentett a régióban már működők számára, hanem egyúttal kiszélesítette számukra a kiszállás lehetőségét, ha a világméretű terjeszkedés már jelentős új tőkebefektetést igényelt.

A vállalati tapasztalatok azt mutatták, hogy a befektetők elsősorban nem iparági szakmai jártasságuk, hanem az általuk érvényesített vállalatirányítási módszer révén növelték cégeik értékét, amit a piaccal a kiszálláskori árfolyam-növekményben ismertettek el. A befektetők részvétele az ügyletben nem pusztán tőkét jelentett a portfóliócégek számára, hanem nemzetközi tapasztalataik, kiépített háttérintézményeik révén a leginkább megfelelő me-



nedzserek felkutatását is, akik segítséget tudtak nyújtani a további fejlődési pályára állításban. Valójában tehát a befektetők nemcsak a portfóliócéget, hanem annak vezetőtestületeit és piacait is „felépítették”. A régióban a hozamok a hitelek révén elérhető pénzügyi lehetőségek kiaknázása mellett a finanszírozott cégek szerves fejlődésén alapuló érték- és hatékonyságnövekedés, valamint a konszolidáció együtteséből származtak. A kivásárlások kevésbé függték a tőkeáttétel szintjétől és a pénzügyi tervezéstől, a nagyobb növekedési lehetőség miatt a csőd kockázata is csökkent, s a tőkeáttételt is gyorsabban lehetett növelni.

A régió kockázatitőke-piacának fejlődését befektetői szemmel 2006-ban vizsgáló *EBRD* [2006] 5. fejezete a régió piacának fejlődését négy időszakra bontotta. Az évtized második felét – az *EBRD*-tanulmány logikáját követve – további három időszakra lehet felosztani.

1. Az első időszak a rendszerváltás kezdetétől a kilencvenes évek közepéig tartott. Ekkor a külföldi kormányzati tőkét befektető globális alapok mellett fontos szerepet játszottak az országalapok. A rájuk jellemző méret 50 millió dollár körül mozogott, mivel az alapkezelőknek ekkor még nem volt nagy befektetési gyakorlatuk a régióban. Az üzleti ajánlatok megvalósításánál sokszor váratlan nehézségek jelentkeztek. Az ügyletek között döntő szerep jutott a privatizáció kapcsán felmerülő befektetési lehetőségeknek, amelyek főként az ipar szerkezeti átalakítását szolgálták.

2. A második időszak a kilencvenes évek végéig tartott, s elsősorban a regionális alapok térnyerése jellemezte. Emellett alakultak kisebb országalapok is, s néhány szektorális alap is megjelent a piacon. Az alapok a korábbinál sokkal nagyobbak lettek, a tipikusan kezelt tőke összege 100–200 millió dollárra nőtt. Jellemzővé vált a vállalkozások terjeszkedési (expanzív) szakaszának finanszírozása. Megkezdődött a régió kockázatitőke-piacának megszilárdulása.

3. Az ezredfordulón kezdődő harmadik időszak a technológiai buborék kipattanásáig tartott, s a gyors expanzió jellemezte. Változatlanul megmaradt a regionális alapok meghatározó szerepe, ugyanakkor a befektetések középpontjába a technológia finanszírozása került. Az alapok által kezelt tőke jellemző mérete tovább nőtt, elérve a 250–300 millió dollárt. A kockázatitőke-piacon ebben az időszakban egyaránt jelen voltak a nagy pénzügyi intézményi befektetők, a főként a régióban sikeres befektetők, illetve Európa egészében terjeszkedő finanszírozók. A cégek növekedési szakaszának finanszírozása mellett a kockázati tőke finanszírozni kezdte a fejlődésük korai szakaszában tartó vállalkozásokat is, elsősorban az információtechnológia és a média területén.

4. A negyedik fejlődési szakasz 2001-től 2006-ig tartott, s a piac tisztulása – racionalizálása – jellemezte. Csak a sikeres alapkezelők tudtak talpon maradni. A regionális és országalapok mellett a specializált befektetők is jelen voltak. A finanszírozás immár kiterjedt a kivásárlásokra, s ennél arányosan

jóval kisebb összegben, de továbbra is tőkét biztosított a terjeszkedési szakaszban tartó vállalkozások számára.

5. Az EBRD elemzésének logikáját követve a régiós kockázatitőke-piac fejlődésének ötödik szakaszát képviselte, amikor a régió bekerült a páneurópai és globális alapok befektetőinek látókörébe, s a régióba irányuló tőkegyűjtés intenzív növekedésnek indult. A nyugati piacokat 2007 második felében megrázó hitelválság a portfóliódiverzifikálás fontosságára hívta fel a kockázatitőkebefektetők figyelmét. A fejlett piacokon tapasztalható lassulás és a szigorúbb szabályozás nyomán az új földrajzi befektetési célpontokat kereső finanszírozók a feltörekvő piacok, s ezen belül az – EU-csatlakozás révén immár kevésbé kockázatos és a pénzügyi válság hatásait rövid távon kevésbé érzékelő, viszonylag gyorsan növekvő – közép-kelet-európai régió felé fordultak.

2007-ben megszületett az első, 2008-ban pedig a második egymilliárd eurót elérő/meghaladó régiós alap. Az egyre kiterjedtebb befektetői körből egyre több tőkét gyűjtő regionális alapok számára a régióban mind több olyan globális és páneurópai alap teremtett versenyt, amely sokszor éppen a tőlük átcsábított, kiterjedt helyi ismeretekkel rendelkező alapkezelők alkalmazásával próbálta ellensúlyozni régióbeli járatlanságát. A befektetők számára vonzó hozamok fennmaradását vetítette előre a régió országaiban elért magas GDP-növekedési ütem, az ennek nyomán emelkedő fogyasztás és kiépülő infrastruktúra, a nemzetközi szintű szereplővé érett vállalatok regionális kiépítésének lehetősége, valamint a helyzetüket megszilárdító konglomerátumok kivásárolhatóvá váló részlegei.

6. A közép-kelet-európai kockázatitőke-piac fejlődése hatodik szakaszának kezdete 2008 júniusához köthető, amikor a Deloitte Advisory által készített közép-európai kockázatitőke-bizalmi index a befektetők régióról alkotott véleményének megváltozását jelezte (*Deloitte* [2008]). E felmérés ugyanis – összhangban a kockázatitőke-piac globálisan romló feltételeivel – a közép-kelet-európai szakértők erőteljesen visszaeső bizalmát mutatta. A 2003 óta évente két alkalommal készülő index 2007 első félévében érte el 159 pontos csúcspontját, de ezt követően a második félévben gyakorlatilag a 2003-as bázisév szintjére süllyedt, majd pedig 2008 októberében, amikor a válság már világméretűvé vált, még ennél is 54 bázisponttal alacsonyabb szintet jelzett. Ezzel egy hároméves, erős bizalommal jellemezhető korszak zárult le, tükrözve a kivásárlási hitelek egyre nehezebb felvételét, s a szindikált befektetések kisebb valószínűségét. Az ügyleti aktivitás a vizsgált félévben jelentősen csökkent, a befektetők azonos profilú vállalkozások megvételével inkább a portfóliójukban már meglévő cégeket hizlalták nagyobbra. Az index 2008 októberétől 2010. április közepéig meredek emelkedést mutatott, elérve a 140 pontos értéket, majd némi stagnálás után 2011 áprilisára már a korábbi csúcsidezőszaknak megfelelő 153 pontos bizalmat mutatott (*Deloitte* [2011a]). 2011 októberében azonban a

befektetők bizalmát ismét – 70 pontra – visszavetette a válság második hullámától, illetve az euróövezet szétesésétől való félelem (*Deloitte* [2011b]).

Az Egyesült Államok pénzügyi válság kiinduló, kezdetben pénzügyi, majd gazdasági válság világméretűvé válása több szempontból is kedvezőtlenül érintette a közép-kelet-európai régiót. A válság nyomán megtört a korábban kedvezően alakuló, egy főre jutó GDP-ben az EU 27 tagállamának átlagához mért felzárkózási trendje. Belső növekedési források hiányában a külgazdaságnak finanszírozási és növekedési téren többszörösen kitett gazdaságok az általános visszaesés miatt elvesztették a növekedés motorjának számító exportbővülés lehetőségét. A hazai termelés kényszerű visszafogása, a kihasználatlan kapacitások munkaerő-felesleget teremtettek, a beruházások visszaestek, az állástalanok száma emelkedett, miközben a régió országai versenyképességi szempontból is lemaradtak az Európai Unió fejlett tagállamaihoz képest, így az egy foglalkoztatottra jutó munkatermelékenység, az egységnyi munkaerő-költség, illetve az innovációs teljesítmény terén (*Túry-Vida* [2011]).

A recesszió közvetlen oka a kis és nyitott országokban elsősorban a kereslet szűkülése és ezzel párhuzamosan a külföldi működőtőke beáramlásának jelentős megcsappanása volt, amelyet a belső kereslet nem tudott ellensúlyozni. A reálgazdasági válság erőteljesen lerontotta a tagállamok többségének közpénzügyi pozícióit. A növekvő költségvetési hiány külső finanszírozási igénye mindenütt megnövelte az államadósságot, miközben az országok túlnyomó többségében így is az uniós átlag alatt maradt. A régióban három országnak – köztük Magyarországnak – a fizetőképesség megszilárdítása érdekében IMF–EU-hitelt is fel kellett vennie. Bár a régió országait súlyosan érintette a globális pénzügyi-gazdasági válság, az euróövezet stabilitása és az EU egésze szempontjából a válságot követő években nem ezek a tagországok váltak kockázati tényezőkké (uo.).

Az Egyesült Államok jelzálogpiaci válsága nyomán kialakuló pénzügyi válság negatív hatása a régióbeli kockázatitőke-ügyleteknél is megjelent, függetlenül a közép-kelet-európai befektetéseket eddig is övező nagyobb óvatosságtól, a nagy összegű hitelek relatíve nehezebb elérhetőségétől, valamint eleve magasabb kamataitól. A nemzetközi pénzügyi válság után a hitelből finanszírozott növekedés a kockázat szinonimájává vált, ezért a feltörekvő piacok, ezen belül a régió országai is hátrányba kerültek a fejlett piacokkal szemben. A válság negatív hatását 2008 őszén először a régióbeli nagyobb összegű kockázatitőke-befektetések érzékelték, majd a kisebb alapok befektetői tevékenysége is jóformán leállt. Az új alapok gyűjtése is megtorpant a befektetők számra jelentkező pénzszűke és bizonytalanság miatt. Ellehetetlenült a kockázatitőke-befektetők portfólióiban lévő vállalatok eladása is. A tőzsdéken nyomott árak alakultak ki, s így nem érte meg a tőzsdén kiszállni a cégekből, de ez más módon sem volt a befektetők szá-

mára könnyű. A kilépési lehetőségek beszűkülése így meghosszabbította a finanszírozás időtartamát.

2009-ben a régióban alig került sor új befektetési ügyletre, a kockázatitőke-alapok inkább a portfóliójukban meglévő cégekkel foglalkoztak. Ugyanakkor az olyan kockázatitőke-ügyletek száma is kevés volt, amelyek a nehéz helyzetbe került cégek megmentésére irányultak volna, ehelyett a cégeket finanszírozó bankok egyedi megállapodásokat kötöttek adósaikkal, s nem kényszerítették ki azok eladását. Igaz ugyan, hogy a régióban a vállalatok felvásárlásakor a hitelek részaránya is jóval kisebb volt, mint a fejlett piacokon (*PEI [2011a]*).

Miután a válság más-más helyzetben érte utol a térség országait, eltérő mértékben és módon hatott rájuk, a kilábalás módja és üteme is különbözött. A válság kezelésére választott gazdaságpolitikai eszközök mégsem tértek el radikálisan egymástól. A legtöbb országban a költségvetés bevételi oldalán adóemelésekkel, új adók bevezetésével, a privatizáció gyorsításával, míg a kiadási oldalon a közsféra béreinek befagyasztásával, a nyugdíjrendszer átalakításával, a szociális juttatások felülvizsgálatával reagáltak. Bár a régió országaira nem volt jellemző a gazdaságélénkítő csomagok beindítása, jóformán mindenütt hiány alakult ki a bevételek zuhanása miatt. Szinte mindenhol megindult a közpénzügyek rendbetétele (*Túry-Vida [2011]*).

7. 2010-ben a gazdasági növekedés a régióban már igen kevés kivétellel mindenütt a pozitív tartományban volt. Ugyanakkor a növekedés sok helyen csak a korábbi csökkenéshez képest vált kedvezőbbé, s a régió országainak nagy többségében továbbra is elmaradt a válság előtti szinttől. (Uo.)

A közép-kelet-európai kockázatitőke-ipar fejlődésének legújabb, immár hetedik szakasza 2010-ben indult meg, amikor a régióbeli befektetések is fel lendültek, sok fejlesztést előmozdító finanszírozási ügylet mellett a kivásárlások is megkezdődtek, sőt a kiszállások is beindultak (*PEI [2011a]*). Ehhez azonban nem volt szükség újabb tőke gyűjtésére, mivel a válság előtt gyűjtött alapok forrásai még korántsem merültek ki. A tőkegyűjtés tehát még nem volt sürgető. A piacon verseny csak a legnagyobb ügyleteket magukban foglaló kivásárlásoknál jelent meg, ám e piaci szegmensben a térségben hagyományosan igen kevés ügyletre kerül sor. Új intézményi finanszírozók megjelenése is várható volt a régióban, ahol a korábban jelen nem lévő állami vagyonalapok (*Sovereign Wealth Fund, SWF*) felbukkanása is várható volt, s valószínűnek látszott, hogy a többi befektetőhöz képest az általuk finanszírozott alapok agresszívebb politikát fognak képviselni.

A finanszírozók számára a régió relatíve kis mérete némileg akadályozza, hogy kizárólag a régióra szakosodó alapokba fektessenek be, ez a probléma csupán befektetések diverzifikálásával oldható meg, azaz ha más feltörekvő piacok mellett fektetnek be e régióba (is). Nem meglepő, hogy a helyi finanszírozók jórészt változatlanul hiányoznak a térségben, tekintve hogy bekap-

csolódásuk időigényes folyamat, mivel először még magával a befektetési lehetőséggel is meg kell ismerkedniük. E szempontból előnyt jelent, hogy a régióbeli befektetéseket a közvélemény eddig pozitívan fogadta, lévén azok elsősorban az érintett vállalatok növekedését szolgálták, és nem pusztán pénzügyi konstrukciókkal próbálták a cégek jövedelemtermelő képességét megcsapolni (*PEI* [2011a]).

A befektetők térséggel kapcsolatos bizalmát időről időre felmérő *Deloitte* [2011a] 2011 első felében úgy látta, hogy a régióban a stabilitás olyan új időszaka kezdődött meg, amelyben a bizalom éppen csak valamivel marad el a válságot megelőző 2008 elején mért szinttől. A befektetési tevékenység megnőtt, különösen a lengyel és a cseh piacon. A leggyakoribbak a közepes méretű kivásárlások, mert a kilencvenes években beindított vállalkozások jórészt ekkorra értek meg továbbértékesítésre. Mivel a piacon lévő alapok el nem költött tőkéje továbbra is lelassítja az új alapok gyűjtését, a befektetési környezet könnyítésében kulcsszerepet játszik az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (*European Bank for Reconstruction and Development, EBRD*) és az Európai Befektetési Alap (*European Investment Fund, EIF*) tőke-hozzájárulása az új alapokhoz.

2011 elején az előrejelzések ugyan 2011–2013-ra már mindenütt a gazdasági növekedés fokozatos erősödésével számoltak (*WIIW* [2011]), ez a várakozás azonban 2011 késő nyarán bizonytalanná vált. 2011 októberében a *Deloitte* [2011b] felmérése szerint a régióbeli lehetőségeket illetően a finanszírozók ismét pesszimistává váltak, akik a válság miatt magukat korábban megégetve rendkívül hirtelen reagáltak a piaci kilátások romlására.

A kockázatitőke-befektetések várható kilátásaira a világgazdasági recesszió utóhatása és egyes országok régióon belüli pozíciója egyaránt rányomja a bélyegét. Vagyis az, hogy az régióbeli országok mennyire képesek megbirkózni a romló külső feltételekkel a pénzügyi kockázatvállalási étvágy csökkenésével párosuló dekonjunkció periódusában. A régió országai – a növekedés jelentős lassulása mellett – átvészelték ugyan a válság jelentkezése utáni kritikus éveket, de a kockázatitőke-befektetések 2008 őszéig tartó aranykora egyértelműen véget ért, s 2011 végén a romló világgazdasági körülmények közepette a régió perspektívája bizonytalan. Nem minden finanszírozó érzékeli, hogy a régió piaca nem homogén, ráadásul a válság a korábbi eltéréseket még inkább felerősítette.

## A régió kockázatitőke-ágazatának sajátosságai

A kilencvenes évek kezdete óta több tanulmány is elemezte az ágazat fejlődését a rendszerváltó országokban, ezen belül elsősorban a közép-kelet-európai régióban. Az elemzések a kockázati tőke szerepét eleinte elsősorban az álla-

mi vállalatok privatizálása felől közelítették meg (lásd például *Karsai–Wright* [1994], *Filatotchev és szerzőtársai* [1996]). *Karsai és szerzőtársai* [1998], [1999] bemutatta a régióbeli befektetők fejlett piacokhoz képest eltérő befektetési gyakorlatát. *Wright és szerzőtársai* [1999] rámutatott, hogy a befektetők aktív részvételének a befektetésekben sokkal fontosabb szerepe volt a régióban. *Farag és szerzőtársai* [2004] elsősorban azokat a tényezőket elemezte, amelyek akadályozták a régió piacainak a fejlettebb piacokhoz való felzárkózását. Míg a befektetési gyakorlatot a szerzők hasonlóknak találták, a régió kockázatosabb volta a finanszírozási szerződésekben és a monitorozási gyakorlatban tükröződött. Úgy vélték, hogy a térség kockázattőke-ágazatának fejlődéséhez elsősorban több, tőkét kereső minőségi projektre és a kilépési lehetőségek szélesedésére lenne szükség. *Klonowski* [2005], [2006] a lengyel, a magyar, a cseh és a szlovák kockázattőke-befektetések – elsősorban a hosszú távú ciklusokon keresztül – fejlődését elemezte az 1998 és 2003 közötti periódusra. A legtöbb szerző szerint a térségbeli befektetések fő akadályát a vállalatvezetők felkészületlensége jelentette, ugyanis az elemzések szerint a befektetések kudarcát legnagyobb arányban vezetési hibák okozták (lásd például *Bliss* [1999], *Karsai és szerzőtársai* [1998], *Chu–Hisrich* [2001]). *Klonowski* [2011] a feltörekvő országok kockázattőke-piacainak elemzése kapcsán hívja fel a figyelmet arra a régióban is gyakran tapasztalt bizalmatlanságra, amely a befektetőket külföldi mivoltuk miatt övezi, pedig a nélkülözhetetlen kapcsolati tőke kiépítését ez nagyon megnehezíti.

*Iliev* [2006] a régióbeli befektetések szerkezetét elemezve, a fejlődésük korai szakaszában tartó cégek finanszírozásának rendkívül alacsony részarányát emelte ki, amit főként a magas tranzakciós költségekkel, a minőségi projektek kínálatának korlátozott számával, valamint az ilyen ügyleteket szolgáló infrastruktúra hiányával magyarázott. *Karsai* [2004a] kizárólag költségvetési forrásból finanszírozott és állami alkalmazottak által működtetett befektető szervezetek tevékenységét elemezte Magyarországon. Rámutatott, hogy a sikeres korai szakaszban zajló befektetések esélyét az állam közvetlen részvétele sem javította a kockázattőke-piacon. A korai szakaszban tartó cégek kockázati tőkéhez jutását az is nehezítette, hogy a közép-kelet-európai régióknak relatíve sokkal kevesebb olyan informális befektetője volt, amelyek kisebb összegű tőkebefektetésekre vállalkoztak (*Szerb és szerzőtársai* [2007]). *Johnson–McMillan–Woodruff* [1999] a régióban a tulajdonosi jogok védelmének fontosságát emelte ki, míg a banki forrásokhoz való hozzájutást kisebb problémaként érzekelte. Más felmérések szerint a régióbeli tőkeáttételes befektetések esetében a korlátozottan elérhető hitelek is megnehezítették a kívánt hozamok elérését (*Wright és szerzőtársai* [1999], *Karsai és szerzőtársai* [1999], *Farag és szerzőtársai* [2004]). A régió kockázattőke-ágazatát elemző tanulmányok egybeesően megállapították, hogy a hitelnyújtók kockázatának csökkentéséhez elsősorban a jogi és

intézményi rendszer minőségét kell javítani, mivel ez elengedhetetlen feltétel a kockázati tőke kínálatának növekedéséhez.

A még válságot megelőzően készült *Campbell–Kraeussl* [2007] elemzés a régióbeli ágazatban összességében gyors fejlődést várt. A szerzőpáros ugyanakkor úgy vélte, hogy a régióban politikai-kulturális jellemzők lassíthatják az ágazat növekedését, azaz a szűk keresztmetszetet nem a kockázati tőke kínálatában, hanem a vállalkozói kedv hiányában a kockázati tőke iránt jelentkező keresletben látták.

*Groh–Liechtenstein–Canela* [2008] és *Groh–Liechtenstein* [2011] a befektethető forrásokról döntő intézményi finanszírozók követelményeit elemezte. Mindkét tanulmány megállapította, hogy e finanszírozók számára a tulajdonosi jogok hatékony védelme elsődleges fontosságú, ám ugyancsak döntő elem a helyi vezetési szaktudás, valamint a régió tőkepiacainak mérete és likviditása. E tényezők a felmérés idején még inkább gátolták a befektetőket, ugyanakkor a vonzó növekedési kilátások kifejezetten ösztönzően hatottak. A befektetők régióbeli konkrét tapasztalatai is pozitívan befolyásolták a finanszírozókat, akik ugyanis korábban kifejezetten elégedettek voltak az általuk elért kockázat/hozam arányokkal, s ennek kapcsán kedvező véleményük volt a helyi vállalkozási lehetőségekről, a régióbeli alapkezelők jártasságáról, szakmai felkészültségéről és csapatmunkájáról. Összességében *Groh–Liechtenstein* [2011] szerint a kockázati tőke-alapok finanszírozói a régiót a többi feltörekvő piac-hoz hasonlítva igen kedvezőnek ítélték.

## A régióban befektethető tőke

Mivel a régióba jóformán kizárólag külföldi forrásból érkezett kockázati tőke, a befektethető tőke alakulását elsősorban az befolyásolta, hogy miként kapcsolódott be a közép-kelet-európai régió a világ működőtőke-áramlásába. Így a régió tőkeellátottsága az egyes években részben attól függött, hogy a befektetők aktuálisan mekkora szabad tőke számára kerestek piacot, részben pedig attól, hogy másokhoz képest a régió országai mennyire kínáltak kedvező befektetési lehetőséget. A forrásgyűjtést elsősorban a régiónak a nemzetközi tőkeáramlásban a különböző válságok hatására változó helyzete döntötte el, és csak másodsorban az egyes országok sajátosságai: azok adottsága, mérete és teljesítménye.

A régióbeli befektetések céljára évente szánt tőke nagyságának mérését az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (*European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA*) először 2004-ben kísérelte meg, amikor külön e célra létrehozott egy szakértői munkacsoportot (*EVCA Taskforce*). A felkért szakértők 15 évre visszamenően összegyűjtötték a térségbeli befekte-

tésekre specializálódott alapok zárási értékeit (éves bontásban azonban csak 2002-től tették közzé ezen adatokat). Az EVCA közép-kelet-európai munkacsoportja szerint a 2004-ig eltelt 15 év alatt a régióba több mint 7 milliárd euró összegű tőke érkezett (EVCA [2004]). Ezt követően a hasonló nagyságrendű, 7,8 milliárd euró összegű tőke összegyűjtéséhez már csupán három évre volt szükség. A friss tőke zöme elsősorban a nagyobb összegű befektetésekre készülő kivásárlási alapokhoz került.

A régióban székhellyel rendelkező közel 80 befektető által összegyűjtött tőke értéke 2002-ben 234 millió euró, 2003-ban 312 millió euró, 2004-ben pedig 496 millió euró volt. 2006-ban a régióba szánt kockázati tőke rekordösszeget ért el, mivel ekkor a 2,25 milliárd euró értékű friss tőke 74 százalékkal haladta meg a 2005-ben elért szintet (EVCA [2007]). 2007-ben pedig a beérkező 4,3 milliárd euró tőke 2006-hoz képest lényegében megduplázódott (EVCA [2008]). A 2007-ben megjelenő régiós alapok a válság jelentkezése előtt még minden korábbi rekordot meghaladó befektetendő tőkét gyűjtöttek, s a 2008-ban a válság térségi jelentkezésének évében létrehozott alapokhoz is még közel 2,5 milliárd euró folyt be regionális befektetési célra.<sup>1</sup>

A válság következtében 2009-ben a régiós alapok tőkegyűjtése rendkívül erőteljesen, 85 százalékkal visszaesett az előző évhez képest: a Közép-Kelet-Európába fektető alapok tőkéje már a félmilliárd eurót sem érte el. A visszaesést főként a kivásárlási alapok háttérbe szorulása jelezte, amelyek a megelőző két évben a tőkegyűjtés 80 százalékát adták, szemben a 2009-ben mért közel 40 százalékkal (EVCA [2010]). 2010-ben a befektetési célú tőkegyűjtés a régióban ismét növekedésnek indult: a 645 millió eurós frissen gyűjtött tőke több mint 60 százalékkal magasabb értéket ért el az előző évhez képest.

Összességében az elmúlt húsz év során a régióbeli befektetésekre gyűjtött tőke értéke folyó áron számolva 18,5 milliárd euróra becsülhető.

A válságot megelőző időszakban a régió népszerűvé válását világosan jelzi, hogy míg az Európai Unió egészében a tőkegyűjtés értéke 2007-ben közel harmadával visszaesett, addig a régióban ez majdnem kétszeresére nőtt. Ez az arány az Európán kívüli adatok ismeretében is figyelemre méltó, mivel a 2007-ben világszerte frissen odaigért kockázati tőke értéke mindössze 10 százalékkal emelkedett az előző évhez képest (IFSL [2008]). A régióbeli tőkegyűjtésnél a 2009. évi visszaesés már hasonló volt az egész Európára jellemző 80 százalékos csökkenéshez, a 2010-ben elért 61 százalékos növekedés viszont ismét jóval meghaladta az Európában mért mindössze 13 százalékos emelkedést. Ezzel együtt 2009-ben és 2010-ben még igen kevés új alap jött létre a

<sup>1</sup> A régió kockázati tőke-alapjaihoz befektetési céllal érkezett tőke értékét Karsai [2010a] a piactudományi átalakulás kezdetétől számítva 2008 végéig összesen mintegy 17,5 milliárd euróra becsülte.



régióban, ugyanis az aktív alapok számára – a megelőző években végrehajtott erőteljes tőkegyűjtés következtében – még sok befektethető tőke állt rendelkezésre. Becslések szerint 2009-ben a még be nem fektetett, szabad tőke volumene a régióban 7 milliárd euró volt (*Longhurst* [2010]). Egy újabb becslés szerint 2010-ben a régióbeli alapok által kezelt tőkében a még nem realizált (azaz a vállalkozásokban lekötött) hányad közel 50 százalékkal haladta meg a szabadon befektethető tőkerészt, megközelítve a kezelt vagyon 60 százalékát, ami évek óta a legmagasabb arányt képviselte (*Bain* [2011]).<sup>2</sup>

A régió jelentőségének növekedése a válság kitörése előtt az európai tőkegyűjtés százalékában kifejezve is látszik, ám egyúttal azt is jelzi, hogy a régióban még igen jelentős tartalékok vannak (2. táblázat). A régiós alapokba érkező tőke volumene egészen 2006-ig nem haladta meg az Európában összegyűjtött tőke 2 százalékát, 2007-ben pedig a régió részaránya hirtelen 5 százalék fölé ugrott. A régióbeli befektetésekre gyűjtött tőke 2009-ben ismét az európai tőkegyűjtés 2 százalékát reprezentálta, elmaradva a 2008-ban elért 3 százaléktól, s a 2007. évi 5,4 százaléktól. 2010-ben azonban már visszaállt a 2008. évi 3 százalékos részarány.

## 2. táblázat

A régióbeli befektetésekre allokált kockázati tőke évenkénti értéke, 2002–2007 (millió euró)

Év	Régiós befektetésekre allokált tőke	
	összesen*	európai befektetésekre allokált tőke százalékában**
2002	273,7	1,0
2003	312,0	1,2
2004	496,0	1,8
2005	1293,0	1,8
2006	2254,0	2,0
2007	4253,3	5,4
2008	2488,6	3,0
2009	377,5	2,0
2010	645,0	3,0

\* A régió országaiban működő alapkezelők által összegyűjtött tőke.

\*\*A befektetők székhelye szerint számba vett adatok.

Forrás: *EVCA* [2004]–[2011] és *EVCA Yearbook* [2008]–[2011].

<sup>2</sup> A *Bain* [2011] által készített becslés a tágan értelmezett régióra vonatkozik, azaz a közép-kelet-európai alapok mellett Oroszország és a többi FÁK-ország területén befektető alapok által kezelt tőkét is figyelembe veszi.

Az EVCA munkacsoportja által összesített tőkevolumen csak a deklaráltan régióbeli befektetésre létrehozott alapok tőkét tartalmazza, vagyis nem terjed ki azon alapok új tőkeforrásaira, amelyek elsődleges fókuszja nem a régió, bár alkalmanként itteni befektetéseket is végeznek. A régióba való befektetés céljával tőkét gyűjtő többi (régió kívüli) alap tőkétének értékét is tekintetbe vevő adatok a válságot megelőző években az érdeklődés fokozatos növekedését jelezték. E szerint a régióba, valamint Oroszországba és a többi FÁK-országba befektetni tervezett források 2003-ban még nem érték el a 0,5 milliárd dollárt, értékük azonban 2004-ben 1,8 milliárd dollárra, majd 2005-ben 2,7 milliárd dollárra nőtt. 2006-ban ismét óriási érdeklődés volt a (tágon értelmezett) régió iránt, amit a 3,3 milliárd dolláros tőkegyűjtés jelzett. Egy 2007 első felében készített felmérés már előre jelezte az érdeklődés rendkívüli növekedését. A kockázattőke-alapok finanszírozásában világszerte kulcsszerepet játszó, több mint 80 intézményi finanszírozó terveit összesítő felmérésből ugyanis ekkor már az derült ki, hogy a finanszírozók részaránya a (tágon értelmezett) régióba 2007-ben befektető közel 60 százalékos arányhoz képest 2012-re 87 százalékra emelkedik (*EMPEA* [2007]). Végül a 2007-ben 14,6 milliárd dolláros frissen gyűjtött tőke értéke minden addigi rekordot megdöntő, szédítő növekedést mutatott (*EMPEA* [2008a]).

A válság kitörése nyomán azonban éles változás következett be a finanszírozók régiók közötti választásaiban. 2008-ban már csupán 5,6 milliárd dollárt, 2009-ben pedig mindössze 1,6 milliárd dollárt szántak a befektetők a tágon értelmezett régióban végrehajtandó befektetésekre (*EMPEA* [2010]). 2010 decemberében a Preqin cég 100 globális kockázattőke-alap tőkegyűjtési szándékát feltérképező felmérésekor a válaszadók csupán 20 százaléka találta a közép-kelet-európai régiót vonzó befektetési helynek (*Preqin* [2010]). Az *EMPEA* és a *Coller Capital* által feltörekvő piacon befektető 156 globális kockázattőke-alap intézményi finanszírozói körében 2011 első két hónapjában végzett felmérés már arra is rávilágított, hogy a finanszírozók kedvét elsősorban mi veszi el a régióbeli befektetésektől. E szerint a válaszadók több mint negyede a befektetésekből történő kilépést tartja relatíve nehéznek, míg ötödük a régióban jelentős múltbeli tapasztalattal rendelkező alapkezelők számát tartja viszonylag alacsonynak. Ugyanakkor a negatívumok között csak 16 százalékuk említette meg a politikai kockázatot, valamint a viszonylag kevés befektetési lehetőséget, míg a szabályozási és adózási problémák a finanszírozóknak csupán 11 százalékát tántorították el a régió alapjaiba való befektetésektől (*EMPEA–Coller* [2011]).

A válság hatására megváltozott a régióbeli befektetésekre gyűjtött tőke származásának regionális szerkezete is. Az EVCA munkacsoportja 2007 óta elemzi a régióba érkező források származási helyét a finanszírozók földrajz-

zi megoszlása szerint. E szerint a közép-kelet-európai régióban befektethető tőke túlnyomó része Európa másik feléből származik, s a forrásoknak csak nagyon kis hányadát adják a régióon belüli finanszírozók. 2007-ben a tőkének még csupán 22 százaléka érkezett Európán kívülről: a főként amerikai finanszírozók részaránya a válság kitörésének évében már 40 százalékra nőtt, majd a válság hatására 2009-ben 6 százalékra esett, 2010-ben pedig tovább csökkent, 4 százalékra (3. táblázat). A régió bekapcsolódása a kockázati tőkegyűjtés nemzetközi vérkeringésébe a válság idején megtorpant. Európa egészét tekintve is hasonló folyamat játszódott le 2009-ben, amikor az Európán kívüli források aránya a tőkegyűjtésben a 2008-ban mért 40 százalékról 14 százalékra esett vissza, majd 2010-ben tovább, 12 százalékra csökkent.

### 3. táblázat

A közép-kelet-európai régióban befektethető kockázati tőke származási hely szerinti megoszlása, 2007–2010 (százalék)

Év	Régióon belülről	Európa más országaiból	Európán kívüli országokból	Nem ismert
	érkező tőke részaránya a régióon befektethető forrásokban			
2007	0,7	38,3	21,9	39,1
2008	3,1	51,2	39,9	5,8
2009	17,7	50,5	6,3	25,5
2010	13,6	66,2	4,2	16,0

Forrás: EVCA [2011].

A régióban a helyi intézményi finanszírozóktól a kockázati tőkeként befektethető forrásoknak eleinte viszonylag kis hányada érkezett, 2007-ben, illetve 2008-ban e források részaránya 1–3 százalék volt. A külső finanszírozási források megcsappanása miatt azonban szükségszerűen felértékelődött az összegében alig növekvő belső források jelentősége. 2009-ben a befektethető források 18 százaléka, 2010-ben pedig 14 százaléka származott a régióon belülről (EVCA [2011]). A régióbeli megtakarítások relatíve alacsony szintjét az is jelzi, hogy a befektethető forrásokon belül a régió, azaz a saját források súlya messze eltörlődik az Európában megszokotthoz képest, ahol saját forrásokból származott az alapgyűjtés 26 százaléka 2007-ben, 25 százaléka 2008-ban, 54 százaléka 2009-ben és 46 százaléka 2010-ben.

Mivel a szóban forgó tőke úgynevezett regionális, nem pedig meghatározott országokat megcélzó úgynevezett országalapokba érkezett, lényegében a régióon szánt azon tőkevolument képviseli, amely kiegészül a páneurópai és globális alapok friss tőkéjének azon hányadával, amelyet kezelik a régióon befektetésre szántak.

A közép-kelet-európai befektetések túlnyomó hányadát tehát a regionális alapok adták. Tőkéjük intézményi finanszírozók szerinti forrásainak évtized közepéig tartó alakulásáról az *EBRD* [2005] adataiból lehet képet alkotni. A közép-kelet-európai regionális alapok legjelentősebb befektetője, az *EBRD* adatai azonban nem csupán a szűken vett régióban, hanem Oroszországban és a többi FÁK-országban befektető mindazon alapok tőkéjének forrásait is tartalmazzák, amelyekben az *EBRD* befektetőként szerepelt. Az *EBRD* 1992 és 2004 közötti éveket összesítő (a régiót tehát tágan értelmező) adataiból az tűnik ki, hogy nemzetközi pénzügyi szervezetek biztosították a befektethető tőke legnagyobb hányadát – 40 százalékot –, s ebből az *EBRD* egymaga 29 százalékot adott. Második helyen a források 16 százalékát nyújtó nyugdíjalapok, harmadik helyen pedig az esernyőalapok, azaz a más alapokba fektető alapok álltak 14 százalékkal. A bankok részaránya mindössze 9 százalék, a nagyvállalatoké pedig 8 százalék volt, míg a biztosítótársaságok és magánszemélyek a befektetési céllal gyűjtött tőkének egyaránt 6 százalékát adták.

A 2007. évi adatok a régióbeli befektetésekre tőkét gyűjtő alapok finanszírozói körének átrendeződését, a pénzügyi intézmények hátrább sorolódását, s végső soron a nyugdíjalapok előretörését jelzik (közvetlenül és esernyőalapok beiktatásával). 2007-ben a regionális alapok által gyűjtött tőke értékének több mint ötödét esernyőalapokon keresztül biztosították, ami a nyugdíjalapokkal együtt már a források közel harmadát adta. Feltételezhető, hogy a régió iránt érdeklődő, de alapkezelőit még alig ismerő intézményi finanszírozóknak biztonságosabb az esernyőalapokon keresztüli befektetés. A befektetők bizalmának növekedését jelezte, hogy 2008-ban az esernyőalapok és a nyugdíjalapok részaránya a forrásnyújtók között még tovább nőtt, meghaladva a 43 százalékot (4. táblázat).

2009-től a régióbeli befektetésekre tőkét gyűjtő alapok finanszírozói köre ismét átrendeződött: a nyugdíjpénztárak és esernyőalapok háttérbe szorultak, amit a kormányzati és a pénzügyi intézmények súlyának megerősödése kísért. Részben Európa egészéhez hasonlóan a válság miatti portfólióleértékelődés és kockázatkerülés, részben a nyugat-európaítól eltérő szabályozás miatt.

A hagyományosan banki alapú pénzügyi rendszereket működtető régiós országokban a bankok kockázattőke-piaci szerepvállalása nem különbözött az angolszász pénzügyi rendszerekben megfigyelt részaránytól. A bankok által finanszírozott kockázattőke-alapok súlya a válság előtt 10 százalék alatti volt, ami átmenetileg – a többi szereplő visszahúzódása miatt – 14 százalékra nőtt, holott a bankoktól érkező mennyiség az egy évvel korábbinak ekkor már csupán a negyedét érte el. 2010-re a bankok kockázattőke-piaci szerepvállalása már arányaiban is jelentősen lecsökkent.

## 4. táblázat

A közép-kelet-európai régióba és Európába allokált kockázati tőke értékének intézményi finanszírozók szerinti megoszlása, 2007–2010 (százalék)

Befektető típusa	Régió Európa		Régió Európa		Régió Európa		Régió Európa	
	2007	2007	2008	2008	2009	2009	2010	2010
Kormányzati szervezetek	6,1	1,6	2,5	2,4	34,8	10,2	58,3	9,3
Bankok	7,5	11,1	9,2	8,1	13,5	19,0	2,1	8,8
Magánszemélyek	4,9	4,6	9,3	4,8	9,8	4,4	3,0	5,3
Biztosítótársaságok	3,6	6,3	5,9	6,8	9,5	9,5	0,0	5,1
Esernyőalapok	21,4	10,3	25,6	14,1	10,4	12,5	7,8	10,5
Nyugdíjalapok	8,7	16,4	17,9	28,7	0,9	13,7	0,7	12,1
Egyéb vagyonkezelők	2,2	4,8	5,2	4,9	0,8	3,3	8,9	5,1
Vállalkozói befektetők	2,2	1,8	6,6	2,3	1,0	6,0	1,9	3,2
Egyéb források*	43,5	43,1	17,8	27,9	19,2	21,4	17,4	40,6

\* A kockázati tőke-alapok önkéntes adatközlése miatt a források intézményi finanszírozók szerinti besorolása nem teljes körű.

Forrás: EVCA [2011].

A válságot követő ismételt átrendeződés során elsősorban a nemzetközi és a régióbeli kormányzati források szerepe nőtt meg a magánszektorbeli megtakarításokat a kockázati tőke-ágazatba csatornázó intézmények rovására. Míg az állami forrásoknak a befektetői boom idején még csekély szerepük volt, a válság miatt súlyuk a régió tőkeellátásában a 2009-es egyharmadról 2010-re már jelentősen, több mint 50 százalékosra nőtt.

Egy nemzetközi befektető körében 2011 elején, azaz a válság második hulláma előtt végzett felmérés már azt jelzi, hogy 2011-ben a régiós alapgyűjtésben várhatóan ismét az esernyőalapok és a nyugdíjpénztárak lesznek a legaktívabbak (*Unquote* [2011b]).

A 2007-ben az előző, ugyancsak rendkívüli emelkedést mutató évhez képest majdnem megduplázódó régiós tőkegyűjtés háttérében a finanszírozás funkciójában bekövetkező átrendeződés is szerepet játszott. A befektetők ugyanis egyre nagyobb arányban kivásárlási céllal gyűjtöttek tőkét, s e tranzakciók a terjeszkedési szakaszban nyújtott befektetésekhez képest sokkal nagyobb összegeket igényeltek. 2007-ben a régióra szakosodó alapokba fektetett tőke több mint 80 százalékát régióbeli cégek kivásárlására szánták, míg a klasszikus kockázati tőke-befektetésekre mindössze 10 százalékát. 2008-ban a már eleve közel 40 százalékkal kevesebb, régióba érkező tőkének továbbra is valamivel több, mint háromnegyede kivásárlási alapba került, míg a klasszikus kockázati tőke-befektetésre közel 15 százalékot kívántak fordítani. Az igazán

nagy átrendeződés 2009-ben következett be: ekkorra az előző évi friss tőkének csupán 15 százaléka érkezett a régióba, s ennek alig 40 százalékát kívánták kivásárlásokra fordítani. Míg a klasszikus kockázatitőke-alapoknak adott részarány 10 százalék körüli maradt, a gyűjtött tőke 37 százaléka tőkerészre átváltható *mezzanine* hitelezéssel foglalkozó kockázatitőke-alapokhoz került, amelyek éves részaránya korábban általában 3-4 százalék körül mozgott. A kockázatitőke-finanszírozás minden fajtájával foglalkozó – korábban a források ugyancsak évi 3-4 százalékában részesülő – alapok 2009-ben a tőke 15 százalékát kapták a befektetőktől. 2010-ben a 2009-eshez képest 70 százalékkal több, régióba érkező tőke 53 százalékát fektették az intézményi finanszírozók klasszikus kockázatitőke-alapokba, 22 százalékot fordítottak kivásárlásokra, s további 20 százalékot juttattak a *mezzanine* alapoknak.

A válságot megelőző fokozódó érdeklődés, valamint a kivásárlások egyre nagyobb súlyának hatására 2007-ben megszületett a régió első, egymilliárd eurónál nagyobb kockázatitőke-alapja: a londoni székhelyű Mid Europa Partners 1,53 milliárd euró összegű régiós alapot hozott létre. Ez kétszerese volt a régió addigi legnagyobb alapjának, az Enterprise Investors által 2006-ban létrehozott 658 millió eurós kockázatitőke-alapnak. A Mid Europa Partners milliárdos alapjához hasonló nagy régiós alapok már egy olyan új finanszírozói kör számára tették lehetővé a régióban történő megjelenést, amelyek esetében az egy-egy alapba fektetendő 50-70 millió eurós összeg eleve kizárja a középmeretű alapokat.

A megváltozott világgazdasági kilátások ellenére nagy befektetői étvágyat jelezte, hogy a régióban már régóta jelen lévő Advent International 2008 áprilisában ugyancsak egy egymilliárd eurós régiós alapot zárt le, háromszor akkora, mint amekkorát 2005-ben állított fel. A növekmény főként az amerikai befektetők régió iránt ismét növekvő érdeklődéséről tanúskodott. A kilencvenes években még jelentős régiós befektetéseket végrehajtó amerikai finanszírozók a 2000-es technológiai (dotcom) buborék kipattanásakor elszenvedett jelentős veszteségeik után fordítottak hátat a régiónak.<sup>3</sup>

A régióban 2008-ban kevesebb alap működött, mint másfél évtizeddel korábban, s a konszolidációt követően a befektetői piac „fejnehézzé” vált. Mivel a kisebb alapkezelők nem tudtak újabb alapot szervezni, a három nagy alap-

<sup>3</sup> Az Advent új alapjának negyede már az Egyesült Államokból érkezett, holott ugyan-ezen alapkezelő 2005-ben létrehozott alapjához az amerikai befektetők még jóformán egyáltalán nem járultak hozzá, noha már akkor is jelezték, hogy megfigyelés alatt tartják a régiót, tőkét azonban akkor még nem jegyezték. A Mid Europe Partners 2006-ban lezárt 650 millió dolláros alapjának közel harmada érkezett amerikai befektetőktől, 60 százaléka Európából, míg a tőke többi részét Ázsiából kapta, a finanszírozók által odaígért tőke közel fele nyugdíjpénztáraktól és kormányzati kapcsolódású szervezetektől származott.

kezelő – a Mid Europa Partners, az Advent International és az Enterprise Investors – kezelte a régióban befektethető tőke felét. Ugyanakkor néhány nagy nyugat-európai alapkezelő is belépett befektetéseivel a régió piacára. A globális kivásárlási alapok – például a Carlyle Group, az EQT, a CVC Capital Partners, valamint a Candover – 2008-as megjelenése élte a regionális alapkezelők közötti versenyt.

Az első lépéseket a régióban újoncként megtévő globális alapok kezdetben még nem regionális, hanem páneurópai vagy globális alapjaikból finanszírozták a közép-kelet-európai régióban befektetéseiket, s csak ezután vették fontolóra saját régiós alap létrehozását. Ahogyan azonban a világgazdasági válság áterjedt a közép-kelet-európai régióra, a nyugati alapkezelők gyorsan elhagyták a régiót. 2008 decembere és 2009 márciusa között a 3i, a Candover és a Carlyle Group már jelentős elbocsátásokat jelentett be, ami a régióbeli stábjaikat is érintette (*Karsai [2010a]*). A globális kivásárlási alapok, amelyek korábban még helyi szakembereket vettek fel, vagy helyi irodákat állítottak fel, s amelyek a válság miatt csendben eltávoztak, 2011 elején megszűröl ugyan, de már ismét figyelni kezdték a régiót (*Unquote [2011a]*), ám visszatérésüket a válság második hulláma megghiúsította. Az Unquote–Equus nemzetközi befektetők körében még 2011 elején végrehajtott felmérése szerint a válaszadók 62 százaléka vélte úgy, hogy 2011-ben a finanszírozók érdeklődése a régió iránt nem fog változni vagy nőni fog, míg 5 százaléka jelentős növekedést várt (*Unquote [2011b]*).

## A régióban befektetett tőke

Az EU által 2006-ban publikált Flash Eurobarometer megállapítása szerint a kockázati tőke az újonnan csatlakozott országokban gyakorlatilag nem volt elérhető a kis- és középvállalatok számára (*Flash EB [2006]*). A felmérésben részt vevő cégek átlagosan mindössze 1 százaléka fordult kockázati tőke-befektetőkhez, s a megkérdezett kis- és középvállalkozások 2 százaléka nyilatkozott úgy, hogy forrásait kockázati tőke-alapoktól származó tőkével szeretné növelni.

Ugyanakkor főként kivásárlások kapcsán a nagy cégekbe befektetett tőke 2006-ban az előző év több mint háromszorosára nőtt, a régióban végrehajtott kockázati tőke-befektetések értéke rekordot, 1,7 milliárd eurót ért el. A korábbi években még rendkívül alacsony befektetési érték szinte minden régiós országban jelentősen emelkedett, különösen az EU-hoz első körben csatlakozó Magyarországon, Csehországban és Lengyelországban. E három ország és Románia piacán zajlott 2006-ban a régió kockázati tőke-befektetéseinek mintegy 90 százaléka (5. táblázat).

## 5. táblázat

A régió országaiba érkező kockázati tőke-befektetések, 2002–2010\* (millió euró)

Ország	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bosznia és Hercegovina	0,0	0,0	0,0	10,0	5,3	0,8	4,2	6,3	0,0
Bulgária	2,7	18,0	216,0	0,0	35,8	555,7	90,5	184,0	82,2
Csehország	27,4	39,4	16,1	109,0	354,2	170,3	441,4	1396,3	193,2
Észtország	0,7	1,7	0,4	12,7	4,0	51,7	14,0	4,5	25,5
Horvátország	3,3	2,8	4,0	0,8	12,0	17,2	100,9	28,2	12,5
Lengyelország	137,2	177,2	134,4	107,8	303,6	683,5	628,0	268,1	656,8
Lettország	1,0	2,7	13,3	8,7	0,0	159,2	63,1	1,0	5,3
Litvánia	1,2	5,6	1,2	14,4	18,1	158,8	0,0	1,2	1,6
Macedónia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,1	0,0	14,4	0,0
Magyarország	75,7	110,8	121,6	147,3	734,4	491,4	476,6	213,6	65,0
Románia	18,0	82,0	32,5	70,0	110,0	475,9	273,1	220,9	119,1
Szerbia és Montenegró	0,0	0,0	0,0	6,4	31,5	161,6	27,5	0,0	13,2
Szlovákia	4,7	4,5	7,1	19,5	19,3	23,5	31,1	0,0	14,5
Szlovénia	1,7	3,7	0	2,0	38,7	46,7	3,8	79,1	6,9
Ukrajna	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	301,5	38,2	95,9
Régiós befektetések összesen	273,6	448,4	546,6	508,6	1666,9	3005,4	2455,6	2455,8	1291,7
Régiós befektetések az európai befektetések százalékában**	1,0	1,5	1,5	1,1	2,3	4,1	4,7	11,0	3,0

\* A befektetések célországai szerint számításba vett adatok.

\*\* A befektetők székhelye szerint számba vett adatok.

Forrás: EVCA [2004]–[2011] és EVCA Yearbook [2003]–[2011].

2007-ben a régióban végrehajtott kockázati tőke-befektetések szárnyalása tovább folytatódott. A régióbeli befektetések 2007. évi 3 milliárd eurós értéke 80 százalékkal haladta meg a 2006. évit (5. táblázat), miközben az érintett mintegy 200 vállalat száma is harmadával nőtt. Ez a dinamika különösen annak fényében volt nagyra értékelhető, hogy Európa egészében ugyanezen időszakban a befektetések értéke csupán 6 százalékkal bővült (EVCA Yearbook [2008]), míg a világ egészét nézve a befektetések értéke harmadával emelkedett (IFSL [2008]). A látványosan növekvő befektetések a régió rendkívül alacsony részarányát Európában egy év alatt csaknem megkétszerezték, ami 2007-ben meghaladta a 4 százalékos szintet, s hasonló arányt ért el a régió a finanszírozott cégek száma alapján is.<sup>4</sup> Az egyes országok piacain a befektetési

<sup>4</sup> 2007-ben a befektetések összegének közel fele a lengyel piacot érintette, emellett jelentősen nőtt a befektetések értéke a bolgár, román és a baltikumai országok piacain. A magyar-



értékek erőteljes ingadozását egy-egy nagy értékű kivásárlás magyarázza. A régióba irányított kockázati tőke zöme évek óta stabilan az EU-hoz első körben csatlakozott országok vállalkozásait, így a cseh, lengyel és a magyar cégek befektetéseit finanszírozta. E három piac régióbeli részarányát először 2007-ben szorították 50 százalék alá a bolgár, a román és a balti országok jelentős befektetései. A Bulgáriában végrehajtott kiugró értékű kivásárlás miatt 2004 kivételével a cseh, lengyel és a magyar piac részesedése minden vizsgált évben meghaladta a 70 százalékot, sőt 2006-ban a kiugróan magas magyarországi befektetések 80 százalék fölé emelték a három ország részarányát.

2008-ban a régióban is érződött a válság: ekkor a befektetések 2007-es régióbeli értéke 20 százalékkal csökkent, a csökkenés mértéke azonban alacsonyabb volt az Európa egészében mért közel 30 százalékos visszaeséshez képest. Ugyanakkor az érintett cégek száma 2007-hez viszonyítva lényegében nem változott, továbbra is 200 körüli maradt. A régió belül továbbra is csak néhány piacra koncentráltak a befektetések, amelyek értékének 86 százaléka az ügyletek számának 70 százaléka az öt legnagyobb – a lengyel, a magyar, a cseh, az ukrán és a román – piacon bonyolódott le.

2009-ben a régiós befektetések értéke lényegében nem változott az előző évihez képest, de 200 helyett már csupán 40 százalékkal kevesebb, mindössze 123 vállalkozást finanszíroztak a befektetők, ami jóval nagyobb csökkenést jelentett Európa egészéhez képest. Az átlagos befektetési érték jelentősen, 12 millió euróról 20 millióra nőtt, ami azt mutatja, hogy 2009-ben néhány nagy ügylet jellemezte a régióbeli befektetéseket. A cseh piac 1,4 milliárd eurós értékével néhány, európai léptékben is nagynak számító ügyletnek köszönhetően egymaga tette ki az adott évi régiós befektetések 60 százalékát. Lengyelországban, Romániában és Magyarországon egyaránt visszaesett a befektetések értéke.

2010-ben a befektetések értékének csökkenése már egyértelműen tükrözte, hogy a kockázati tőke-befektetések finanszírozóinak többsége tartósan elfordult a régiótól: az 1,3 milliárdos ügyletérték már csak a fele volt a korábbi évek 2 milliárd euró feletti befektetéseinek, miközben Európa egészét tekintve megindult a növekedés. Európában ugyanis a 2009. évi befektetési értéket 80 százalékkal meghaladta a 2010. évi érték. A régióban a befektetések átlagértéke is csökkent (ugyanis a befektetések által érintett cégek száma 125-re nőtt). A piac 2010-ben tovább koncentrált: a lengyel, cseh, román ukrán, bolgár és magyar piac együtt a befektetések értékének 94 százalékát, számának pedig közel 70 százalékát képviselte.

---

országi cégekbe történt befektetések értéke 2006-hoz képest csökkent, de csak azért, mert 2006-ban egy rendkívül nagy értékű tranzakció egymaga adta a régióbeli befektetési érték 44 százalékát.

Az adatok összességében arról tanúskodnak, hogy a régió mind a visszaesés, mind pedig a fellendülés idején némi késéssel reagált a nemzetközi folyamatokra. Mivel az alapok mindig a legvonzóbb befektetési lehetőséget keresik, sosem gondolkodnak országkvótákban. A válságot követően azonban megnőtt a jelentősége az egyes országok közötti méretbeli, fejlettségbeli, növekedési és gazdaságpolitikai különbségeknek. Így nem véletlen, hogy a 2010. évi befektetések értékének már a felét, a kivásárlásoknak pedig 80 százalékát a válság alatti években egyedül növekedést mutató lengyel piac képviselte.

A kockázati tőke hatása a régióbeli vállalkozások fejlődésére függ attól, hogy a vállalkozások fejlődésük mely szakaszában jutnak tőkéhez, illetve a gazdaság mely területein működnek. Vagyis a kockázati tőke milyen arányban finanszírozza cégek indulását, terjeszkedését, illetve tulajdonosi körének szükségessé vált átalakítását (6. táblázat). Ettől függ ugyanis, hogy az induló és megerősödő vállalkozások kockázati-tőke-finanszírozása előmozdítja-e az innovációt, a határon átnyúló regionális jelentőségű cégek kiépülését, részt vesz-e a cégek privatizálásában, illetve a nagyvállalatok átstrukturálásában.

#### 6. táblázat

A kockázati-tőke-befektetések értékének megoszlása a régióban\* és Európában\*\* a finanszírozott vállalkozások életciklusa szerint, 2006–2010 (százalék)

Életciklus	Régió Európa		Régió Európa		Régió Európa		Régió Európa		Régió Európa	
	2006	2006	2007	2007	2008	2008	2009	2009	2010	2010
Korai	2,3	8,3	1,0	8,6	7,6	12,6	1,8	17,2	5,1	8,8
Terjeszkedési	5,7	16,0	13,1	8,3	28,9	14,2	15,9	18,7	40,6	14,6
Kivásárlási	91,0	70,7	77,1	80,3	63,3	70,0	75,1	53,5	51,1	70,9
Egyéb	0,5	5,0	8,8	2,8	0,2	3,2	7,3	10,6	3,3	5,7

\* A befektetések célországa szerint számba vett adatok.

\*\* A befektetők székhelye szerint számba vett adatok.

Forrás: EVCA Yearbook [2011].

Az EVCA szakértői szerint a közép-kelet-európai régió kockázati-tőke-befektetéseiben a kétezres évek első felében a terjeszkedési szakasz sokkal jelentősebb volt, mint Nyugaton (EVCA [2004]). Ezt egyrészt a régió felzárkózó országainak gyors növekedése magyarázta, hiszen egy gyorsan növekvő gazdaság vállalkozásai között szükségszerűen nagyobb a növekedni, terjeszkedni szándékozó cégek súlya. Másrészt a rendszerint átlagon felüli összegű befektetéseket igénylő kivásárlásokra általában inkább a cégek értebb korában kerül sor, márpedig a régió cégeinek többsége csak lassan ért meg a kivásárlásra.

A 2006 utáni években azonban már megfigyelhető a kivásárlások részarányának jelentős növekedése. Sőt a befektetések évenkénti értékének jelentős emelkedése is főként a nagy értékű kivásárlási ügyletek elszaporodásának volt köszönhető. Ez utóbbi fejlemény részben a tapasztalt vezetők által irányított magántulajdonú cégek számának emelkedéséből, a konglomerátumok átalakulásának folyamatából, illetve az egyre inkább megnyíló hitellehetőségekből adódott. A régióbeli kivásárlásokat a kilencvenes évek közepén még a privatizációs ügyletek túlsúlya jellemezte. A kockázatitőke-alapok ekkor rendszerint a cégek korábbi vezetését támogatták az államtól történő kivásárlások során, a kétezres évek végén megfigyelhető trend azonban már a helyi és nemzetközi konglomerátumok magáncégeit és leválasztott (kipörgeztet – *spin-off*) részeit érintette.

A régiós kockázatitőke-befektetések értékének túlnyomó hányadát ma már – Európa egészéhez hasonlóan – a kivásárlások adják. Míg a 2000-es évek első felében e befektetések részaránya e régióban nem, vagy alig érte el a finanszírozás értékének a felét, 2006-ban már 90 százalék fölé emelkedett, s 2007-ben is közelített a 80 százalékos részarányhoz. Európa egészében a kivásárlások részaránya 2003 és 2006 között 60–70 százalék között mozgott, s 2007-ben a közép-kelet-európai régióhoz hasonlóan 80 százalékos hányadot ért el (EVCA [2008]). 2007-ben a kivásárlások részaránya a világon befektetett összes kockázati tőkét tekintve – még az Európa egészének mutatóját is meghaladva – a régióban megközelítette a 90 százalékot (2006-ban 80 százalék felett volt – IFSL [2007], [2008]).

A kivásárlások régióban is dominánssá válása azt jelentette, hogy a befektetések itt is egyre inkább követték a világ többi részén zajló változásokat: a korábban az új vállalkozások létrejöttét, fejlesztését, bővülését finanszírozó kockázati befektetők immár a cégek új tulajdonoshoz kerülésének elősegítésében láttak nagyobb üzletet, így többek között a privatizációban, egy-egy szakterület különálló vállalatainak felvásárlásában és összeolvasztásában, a multinacionális cégek leányvállalatainak átstrukturálásában, valamint tőzsdéről történő kivonásában.

A befektetők számára a növekedési szakaszban lévő vállalatok felvásárlásának finanszírozása jóval nagyobb egyedi ügyleteket jelent. A méretbeli óriási eltérést jól mutatja, hogy míg 2007-ben az egy ügyletre jutó átlagos befektetés a régió korai szakaszban tartó cégei esetében alig érte el az 1 millió eurót, s a terjeszkedési szakaszban is csak 5,5 millió euró volt, addig a kivásárlások átlagos nagysága 25,5 millió eurót tett ki.

A nagyméretű befektetések a régió befektetői számára nemcsak a méretgazdasági megtakarítások miatt voltak gazdaságosak, hanem azért is, mert az ügyleteket részben hitellel finanszírozhatták. A kivásárlásokat a régióban is tőkeáttétellel finanszírozták, bár ezek összege még kisebb volt

az Európában megszokottnál, ami később, a 2008. őszi hitelpiaci válság időszakában esetenként kifejezetten előnynek bizonyult. Valójában éppen a kivásárolt cégek vagyonaival fedezett hitelek igénybevételének lehetősége nyitotta meg a régióban a korábbiakhoz képest sokkal nagyobb ügyletek előtt az utat.

A válság hatására – amikor a kivásárlások végrehajtásához szükséges hitelek már csak nehezen és drágán voltak megszerezhetők – mind Európa egészében, mind pedig a régióban már 2008-tól csökkent a kivásárlások súlya a befektetések értékében. (A régióban 2008-ban harmadával csökkent a kivásárlások részaránya, 2010-ben pedig az egyébként is jelentősen megcsappant befektetési értéknek csupán a felét tették ki.) 2010-ben a kivásárlásokra fordított tőke értéke a régióban az előző évhez képest 65 százalékkal, 660 millió euróra csökkent.

Európa egészét tekintve, 2005 és 2007 között a kockázati tőke-befektetők a befektetések értékének csak alig több mint egyharmadát finanszírozták saját tőke-hozzájárulással (*EVCA Barometer* [2008]). 2007-re Közép-Kelet-Európára vonatkozóan nincs adat a pontos saját tőke/hitel részarányról, de hogy e téren a régió még messze nem érte utol Európa fejlettebb piacait, az abból is látszott, hogy a 2007-ben a régióban végrehajtott 54 kivásárlási ügylet 25,5 millió euró átlagos mérete messze elmaradt a 91 európai kivásárlás esetében mért 43,2 millió euró átlagértéktől. A közép-kelet-európai régióról helyzetfelmérést közlő *EVCA Barometer* [2007] a két évvel korábbi piaci helyzethez képest már a kockázati tőke egyértelműen nagyobb méretéről, későbbi szakaszba való belépéséről, erőteljesebb versenyről és fejlettebb hitelpiacról adott számot. A régióbeli ügyletek esetében a hitelek könnyebb elérhetőségéről s a hitelt felvevő befektetések terjedéséről, a *senior* és a *mezzanine* finanszírozás lehetőségéről informált.

2008-ban a régióbeli kivásárlások számának 80 százaléka a kisméretű kivásárlások<sup>5</sup> körébe tartozott, ezek esetében az ügyletek értékének 50,5 százalékát fedezte a befektetők saját tőkéje, míg a többi részét hitel finanszírozta (*EVCA* [2009]). A közepes és nagyméretű kivásárlási ügyleteknél a saját tőkével fedezett részarány valamivel alacsonyabban, 50 százalék körül alakult a régióban, szemben az európai ügyletek esetében mért 48 százalékos, illetve 40 százalékos hányaddal, ami egyben a közép-kelet-európai kivásárlási tranzakciók alacsonyabb hiteltartalmát mutatja.

<sup>5</sup> Az EVCA osztályozása szerint a kisméretű kivásárlási tranzakciók – hitel nélküli – saját tőke-nagysága nem haladja meg a 15 millió eurót, a közepes méretű kivásárlások esetében a saját tőke 15 és 150 millió euró közötti tartományban mozog, míg a nagyméretű kivásárlási ügyletek közé a 150 és 300 millió euró közötti saját tőke-hozzájárulású ügyleteket sorolják. Az ennél nagyobb, tehát 300 millió eurót meghaladó tőkebefektetéssel járó kivásárlási ügyletek az óriás tranzakciók (*megadeal*).

## 7. táblázat

A régióbeli kivásárlási tranzakciók méret szerinti megoszlása, valamint a hitel részaránya a különböző méretű kivásárlási tranzakciók finanszírozásában, 2008–2010 (százalék)

A kivásárlások mérete	Részesedés az összes kivásárlási ügylet értékéből a sajáttőke-befektetés alapján	A saját tőke aránya a tranzakciós értékben	A hitel aránya a tranzakciós értékben
2008			
Kis	23	54,5	45,5
Közepes	51	49,0	51,0
Nagy	25	50,2	49,8
Összes kivásárlás	100	50,5	49,5
2009			
Kis	12	68,6	31,4
Közepes	39	73,1	26,9
Nagy	49	43,6	56,4
Összes kivásárlás	100	54,5	45,5
2010			
Kis	36	74,1	25,9
Közepes	64	54,3	45,7
Nagy	0	–	–
Összes kivásárlás	100	60,1	39,9

*Forrás: EVCA [2009]–[2011].*

2009-ben nagyméretű tranzakciók adták a kivásárlások által érintett tőke felét, s az előző évhez hasonlóan az ügyletek több mint háromnegyede kisebb méretű volt. A kisebb és közepes méretű ügyleteknél a tranzakciós értéken belüli saját tőke részaránya a korábbi évhez képest némileg emelkedett: a 70 százalékos hányadhoz állt közel. A nagyméretű kivásárlási ügyletek esetében azonban már csupán a tranzakciós érték 44 százalékát tette ki a befektetők saját tőkéje (*EVCA [2010]*).

2010-ben, amikor a kivásárlások átlagos értéke 60 százalékkal visszaesett, jelentősen csökkent a kivásárlások hiteltartalma is. Ebben az évben már nagyméretű tranzakciókra egyáltalán nem került sor, az ügyletek több mint 80 százaléka pedig kisméretű kivásárlás volt, ahol a saját tőke aránya a korábbiakhoz hasonlóan 74 százalékos volt. A kivásárlásra fordított tőke közel kétharmadát – 54 százalékos sajáttőke-aránnyal – a közepes méretű kivásárlások adták (*EVCA [2011]*).

Összességében a régióbeli egyedi kivásárlások mérete az elmúlt két évtizedben még messze elmaradt az összeurópai kivásárlási tranzakciók nagyságától,

mivel Európában a kétezres évek második felében már a nagy és óriás tranzakciók tették ki sorrendben a tranzakciók értékének 20, illetve 30 százalékát, míg az ügyletek 40 százaléka a közepes méretű akciókhoz volt sorolható, s a régióban legelterjedtebb kisméretű tranzakciók értéke Európa egészében csupán 10 százalékot tett ki.

A finanszírozott vállalkozások terjeszkedési szakaszában végrehajtott úgynevezett növekedési tranzakciók 2007-ben közel 400 millió eurós értéke a kivásárlásokénak egyötödét sem érte el, azonban az előző évhez képest jelentős, közel négyszeres emelkedést takart, ezzel részaránya nagyjából az Európa egészében mért 13 százalékos hányadnak felelt meg. A terjeszkedést szolgáló befektetések háttérbe szorulása a kivásárlások mögött nem jelentette azt, hogy a régiós befektetési célpontok növekedésre képtelenek lettek volna, természetesen a legtöbb kivásárlási célpont növekedésre képes cég volt. 2008-ban a terjeszkedési szakaszban tartó cégek finanszírozásának jelentősége erőteljesen megnőtt a kivásárlások rovására, s ezzel a növekedés finanszírozásának jelentősége a régióban kétszer akkora súlyra tett szert, mint Európa egészében. 2009-ben a cégek terjeszkedését szolgáló tőke részaránya az összes kockázattőke-befektetésben megfelelő: 32 százalékról 16 százalékra esett. 2010-ben a cégek terjeszkedését finanszírozó kockázati tőke 50 százalékkal – 525 millió euróra – emelkedett, s ezzel példátlanul magas, 40 százalék körüli értéket tett ki az összes 2010. évi befektetés értékéből.

A kockázattőke-befektetések közül a régióban magvető, induló és korai szakaszban nyújtott finanszírozás terén mutatkozik a legnagyobb hátrány Európában. A régióban tőkét igénylő sok ezer perspektivikus cég közül a kockázati tőkések által évente finanszírozott alig több mint 70 vállalkozás<sup>6</sup> az induló cégek számához képest – még az egyébként Európa egészében is igen kis számú, több ezer cég mellett – eltörpül.

Közép-Kelet-Európában 2007-ben a korai szakaszban egy-egy cégnek nyújtott, közel 850 ezer eurós átlagos befektetési összeg még az – Egyesült Államokhoz képest – eleve alacsony, közel 1,2 milliós európai befektetési átlagértéket sem érte el.

2008-ban az európai 13 százalékos részarányánál jóval alacsonyabb, 8 százalékos volt a régióban a korai szakaszban lévők finanszírozása. S míg Európában a kockázati tőkével finanszírozott cégek kétharmada volt fiatal vállalkozás, addig Közép-Kelet-Európában csupán a fele.

2009-ben tovább romlott a helyzet, amikor az európai cégek 70 százalékos hányadával szemben a régióban csupán a kockázati tőkéhez jutó vállalkozá-

<sup>6</sup> A régióban működése kezdeti szakaszában 2007-ben mindössze 82, 2008-ban 109, 2009-ben 37, 2010-ben 58 cég jutott kockázati tőkéhez (EVCA [2011]).

sok 28 százaléka tartozott a kezdő, életciklusának elején tartó cégek közé. 2009-ben a befektetések értékének 2 százaléka jutott a fiatal cégeknek a régióban, szemben az összeurópai 17 százalékos adattal.

2010-ben a korai szakaszú finanszírozás relatív helyzete továbbra sem javult a régióban, ahol csupán a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások alig több mint harmada jutott fejlődésének legelején kockázati tőkéhez, szemben az összeurópai 60 százalékos adattal.

Sok, egyébként életképes, nagy növekedésű régióbeli vállalkozás egyszerűen nem elég nagy ahhoz, hogy a befektetők érdeklődését felkeltse. Így az életük kezdeti szakaszában tartó európai cégek esetében is jelentkező „finanszírozási rés” a közép-kelet-európai régióban sokkal markánsabban jelenik meg. A régióbeli induló vállalkozásokat még inkább sújtja a kockázati tőke iránti keresletük és a kockázati tőke kínálata közötti rés – ami az EU korai szakaszú innovatív cégeinek is hátrányt okoz –, mivel hiányoznak az e szakaszban tartó cégek egyéb finanszírozási forrásai is (például az üzleti angyalok, a kormányzati támogatások, a magvető finanszírozás). E helyzetet felismerve indította el az Európai Unió a 4. fejezetben már tárgyalt Jeremie-programját (*Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises*), amely kifejezetten az induló, korai szakaszú cégek tőkeellátásának javítását célozza. Egy-egy ország – az Európai Bizottság által jóváhagyott – holdingalapjának tőkéjére olyan, a mikro-, kis- és középvállalatok számára tőkebefektetést szervező alapkezelők pályázhatnak, amelyek a közösségi források mellé további 30 százalékot a magánszektorból tudnak biztosítani.<sup>7</sup>

A kockázati tőkének a régió fejlődésére gyakorolt gazdasági hatása főként azokban a szakágazatokban érzékelhető, ahol a finanszírozott cégek működtek. A 2000-es évek végén a telekommunikáció és a média különösen kedvező lehetőséget nyújtott a kockázati tőke számára, ám kedvező jövedelemkilátások már más, fogyasztással kapcsolatos iparágakba is vonzották a befektetőket, így főként a fejlődésben még lemaradt pénzügyi szolgáltatások, valamint az építőiparhoz kapcsolódó területek (*James* [2007]). Az Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA) 2008-ban készített elemzése is megerősítette, hogy a régiós befektetések elsősorban a magánfogyasztásra épültek (*EMPEA* [2008a]): a kiskereskedelemre, a fogyasztáshoz kapcsolódó szolgáltatásokra, valamint a gyógyászatra, de nőtt az infrastruktúra szerepe, s az üzleti szolgáltatások iránt is nőtt a kereslet (8. táblázat).

<sup>7</sup> A régióban 2010. novemberi állapot szerint már Jeremie-holdingalapok jöttek létre Bulgáriában, Lengyelországban, Lettországon, Litvániában, Magyarországon, Szlovákiában és Szlovéniában. Arról azonban nincs pontos adat, hogy a mikrofinanszírozással, garanciavállalással és kockázati tőke-befektetések finanszírozásával foglalkozó szervezeteket feltőkésítő holdingalapok közül melyek tevékenysége terjed ki a kockázati tőke-alapok finanszírozására (*EU* [2010]).

## 8. táblázat

A kockázati tőke-befektetések ágazati megoszlása évenként a régióban\* és öt éves megoszlása Európában,\*\* 2006–2010 (százalék)

Szakágazat	2006	2007	2008	2009	2010	2006–2010 EU-átlag
Mezőgazdaság	1,9	0,4	0,2	0,8	3,4	0,4
Iparitermék-előállítás	8,5	11,4	7,4	5,7	3,6	13,7
Ipari szolgáltatás	0,6	0,5	1,6	4,1	5,6	11,2
Vegy- és alapanyagipar	41,0	7,6	2,2	2,4	1,7	3,5
Kommunikáció	29,2	24,0	20,2	26,0	12,7	12,9
Számítógép és fogyasztói elektronika	3,0	5,4	2,2	10,6	7,5	7,4
Építőipar	2,2	2,2	1,8	2,4	1,2	3,0
Fogyasztásicikk- és kiskereskedelem	4,0	6,2	10,5	17,1	24,7	14,9
Fogyasztásicikk-szolgáltatás	0,0	4,4	4,3	4,9	7,7	6,2
Energia és környezetvédelem	0,6	4,2	3,7	8,9	7,3	4,6
Pénzügyi szolgáltatás	3,8	10,7	12,6	5,7	8,3	4,9
Egészségügy, gyógyászat	0,2	10,0	25,1	7,3	12,3	11,4
Ingatlan	0,0	3,0	0,2	2,4	0,3	0,2
Szállítás	0,7	10,0	7,5	0,8	3,7	3,7
Nem ismert	4,3	0,0	0,7	0,8	0,0	2,0
Összes	100	100	100	100	100	100

\* A befektetések célországai szerint számba vett adatok.

\*\* A befektetők székhelye szerint számba vett adatok.

Forrás: EVCA [2004]–[2011] ] és EVCA Yearbook [2011].

A régióban – az EVCA szakértői munkacsoportja szerint – a 2004-ig eltelt másfél évtizedben a legtöbb kockázati tőke a telekommunikációs szektorba, a fogyasztási cikkek előállítóihoz és szolgáltatóihoz, az ipari termékek és szolgáltatások gyártóihoz, a média területére, valamint a pénzügyi szolgáltatókhoz került (EVCA [2004]). Az internetboom idején a közép-kelet-európai régióban is jelentős tőkéhez jutottak a technológiai ágazatok, ám ennek nagyságrendje jóval kisebb volt, mint Nyugat-Európában vagy az Egyesült Államokban. S bár az információtechnológia a boom kifulladásakor a régióban is visszaesett, a befektetések kisebb koncentrátsága miatt ez kevésbé rázta meg a befektetőket.

A régióbeli befektetések ágazati alakulását az EVCA által 2007-től évente elkészített statisztikai adatok alapján vizsgálva az derül ki, hogy a kétezres évtized



második felében a befektetők által két legkedveltebb terület a kommunikáció és a fogyasztási cikkek előállítására és forgalmazására, valamint harmadik területként az egészségügy, gyógyászat. Ezen ágazatokhoz képest csupán egy-egy jelentősebb kivásárlás okozott nagyobb változást a befektetések értékének megoszlásában, ahogyan az 2006-ban a vegyiparban történt. A legtöbb befektetés jóformán minden évben a kommunikációs cégek körében született, ez a szektor volt az, ahol minden évben a legtöbb cég jutott kockázati tőkéhez. A befektetők 2007-ben 19, 2008-ban 51, 2009-ben 32, 2010-ben 26 kommunikációval foglalkozó vállalkozást finanszíroztak. Az egyedi befektetési értékek azonban a kommunikációs vállalkozások esetében nem mindig voltak magasak, így e szektor inkább sok kisebb befektetéssel érte el azt, hogy a befektetési érték szerint is rendszerint a második helyre került, 2007-ben a nagyobb értékű kivásárlások azonban a szektornak első helyezést biztosítottak (EVCA [2007]–[2011]).

A régiós befektetések ágazati megoszlását tekintve, a kétezres évek második felében a régióban érvényesülő tendenciák nem különösebben tértek el az Európában megszokottól. Európában is a fogyasztási cikkek finanszírozása állt az első, a kommunikációs cégeknek nyújtott befektetések a harmadik helyen, míg átlagosan az egészségügy, gyógyászat kapta a befektetőktől a negyedik legnagyobb összeget. Igazán nagy eltérés csupán az ipari termékek előállítására szánt tőke volumenében mutatkozott meg. Míg Európában ez a szakágazat kapta átlagosan a második legnagyobb befektetési összeget, addig a közép-kelet-európai régióban e szakterület még nem keltette fel a befektetők figyelmét, és a fogyasztási cikkek szerepeltek a második helyen.

## A kockázati tőke a régió vállalataiban

Ahhoz, hogy a befektetők a cégeket versenyképessé tehessék, olyan vállalkozásokat kellett találniuk, amelyek már eleve rendkívül gyors növekedési pályát mutattak. Míg Nyugat-Európában az értékteremtéssel párhuzamosan jelentősen csökkentek a költségek is, addig Közép-Kelet-Európában sokkal inkább a rendkívül magas növekedési ütem alapozhatta meg az értékteremtést, amit segíthetett a pénzügyi finanszírozás előnyös konstrukciója (*Eastern Promise...* [2006]). Sok olyan portfóliócég működött a régióban, amely potenciálisan akár évi 30 százalékkal is képes volt növekedni.

A kilencvenes években alapított, magánkézben lévő – főként családi – vállalkozások a 2000-es évek derekán egyre nagyobb számban érték el azt a méretet, amikor a tulajdonosoknak már dönteniük kellett a további tőkebevonásról vagy a cégek szakmai befektetőnek történő eladásáról. Míg korábban e cégek a még viszonylag éretlen piacon gyorsan fejlődtek, az egyre inkább telítődő piacon már mind több versenytárral kellett megküzdeniük a piacve-

zető pozícióért. Ez is magyarázta, hogy a régióban végrehajtott befektetések eleinte főként a vállalkozások növekedéséhez nyújtottak tőkét, s a már érettebb, megállapodottabb stabil cégek átvételét célzó kivásárlások csak 2002 után indultak be.

Az internetes játékok készítésével foglalkozó magyar Uproar cég esete a kockázati tőkével felfejlesztett „garázscégek” mintapéldánya. 1996-ban az Euroventures nevű kockázati tőke-befektető 1 millió dollárral 40 százalékos részesedést szerzett az informatikai fejlesztők által elindított cégben, amely igen gyorsan az internetjátékok egyik leglátogatottabb nem fizetős oldalává vált a világon. A befektető 1998-ban a cég bécsi tőzsdén történő megjelenésekor szállt ki, s ekkor 6,1 millió dollárt, azaz befektetett tőkéjének hatszorosát kapta vissza. Ezt követően a cég 2000-ben a Nasdaqon is megjelent, mielőtt még 2001-ben a Vivendi cég fel nem vásárolta (EVCA [2004]).

Hasonlóan nagy sikert ért el számítógépek távelérését lehetővé tevő termékeivel a LogMeIn cég, amelyet alapítói 2003-ban hoztak létre, s több körben összesen 30 millió dolláros befektetést kapott kockázati tőke-alapoktól, először a régiós befektetésekre szakosodott 3TS Capital Partnerstől, majd egy éven belül a Polaris Venture Partnerstől és a Prism VentureWorkstól. Székhelye pedig átkerült Budapestről Massachusettsbe. A cég tőzsdéi megjelenésének kérelmezését követően 342 millió dolláros kapitalizációt ért el, s ezzel 2009-ben 107 millió dollárt gyűjtött a Nasdaqon. 16 dolláros részvényárfolyama a tőzsdén első ízben megjelent (IPO) technológiai cégek legnagyobb teljesítményét jelenti, egyúttal lehetőséget biztosítva akkori kockázati tőke-befektetőinek, a 3TS-nek, a Polarisnak, a Prismnek, az Integral Capital Partnersnek, valamint az Intel Capitalnak a kiszállására (Unquote [2009]).

A számítógép-biztonsági szoftvereket gyártó AVG Technologies cég – amelyet a gyors növekedésre képes cégeket finanszírozó Enterprise Investors alapkezelő juttatott kockázati tőkéhez – 2005. évi, kiemelkedő növekedését jelzi bevételének több mint tízszeresére növelése, a felhasználói számának megötszörözése. A befektető kimagasló hozammal részlegesen kilépett 2009-ben, eddig az időpontig a cég évi 50–100 százalékos növekedést ért el, miközben a biztonsági szoftverek piaca évi átlagos növekedési rátája csupán 10 százalékos volt. A cég a felhasználók számát tekintve az Egyesült Királyságban piacvezető lett, az Egyesült Államokban a harmadik, globálisan pedig a negyedik helyet érte el (Portfolio.hu [2010a]).

A befektetések hozamának növelése rendszerint szükségessé tette a megvásárolt cégek átalakítását, hatékonyabbá tételét, beleértve a professzionális irányítás biztosítását. A világpiacra is versenyképessé tehető cégek esetében a hasonló profilú vállalkozások felvásárlásával kialakított, határon átnyúló cégbirodalmak kiépítésére is sor került. A kockázati tőke-befektetők által finanszírozott cégek átalakításának módja alapvetően befolyásolta a befektetések sikerességét. A kockázati tőke-befektetők portfóliócégeiben megvalósított lényegi változtatások kihatottak az érintett vállalatok működésére, munkaerő-, illetve pénzügyi helyzetére. A működés átszervezése stratégiai változásokat

takart, szervezeti változásokkal járt, a munkaügyi változtatások elbocsátásokat vagy az átképzést tartalmaztak, míg a pénzügyi átszervezés megváltoztatta az érintett cégek adósságszerkezetét.

A régióbeli kockázatitőke-alapok akkor bizonyultak a legsikeresebbeknek, amikor változtattak portfóliócégük stratégiáján, segítettek cégment át-szervezni, kibővítették, vagy más vállalatokkal összeolvasztották őket. A kockázatitőke-befektetők leggyakrabban cégeik működését alakították át, amire az *EBRD* [2006] szerint a régiós befektetések több mint harmada esetében került sor. A befektetések ötöde esetében az érintett portfóliócégeket más vállalkozásokkal olvasztották össze, illetve megerősítésükhöz felvásároltak az adott szakágazatban működő más vállalatokat. Fontos tevékenységi területek leválasztására viszont alig került sor (az összes vizsgált eset kevesebb mint egytizedében). Pénzügyi átszervezés is csak a portfóliócégek alig egytizedében zajlott. A pénzügyi vagy munkaerő-átszervezés a befektetők számára kevésbé hozott sikereket, elsősorban az irányítás színvonalasabbá tételének szerepe volt meghatározó (*EBRD* [2006]).

Egy 2007. évi több mint 100 közép-kelet-európai iparági szereplővel készített felmérés ugyancsak azt igazolta, hogy a régióbeli befektetők aktívan vettek részt a cégek irányításában, s nem csupán a kedvező hitellehetőségek vételárbeli megjelenítéséből várták a magas hozamokat. Az adatok szerint a tőkebefektetést követően az ügyletek kétharmada esetében lecserélték a portfóliócégek legfelső és pénzügyi szakembereit, s közel háromnegyedében a vezetés más kulcsembereit. Az ágazat fejlődését akadályozó tényezők között a válaszadók közel fele a megfelelő minőségű szakemberek hiányát, s harmaduk a vállalkozói kultúra színvonalát jelölte meg, míg a megfelelő jogi keretek hiányát a válaszolóknak csupán nem egészen tíz százaléka említette (*Squire Sanders–Dempsey LLP* [2008]).

A feltörekvő piacok kockázatitőke-befektetéseit elemző *EMPEA* [2007] is a befektetők hasonló gyakorlatát mutatta. Eszerint a régióban az értékteremtés nagyobb része származott a finanszírozott cégek szerves növekedéséből, a hatékonyság növeléséből és a konszolidációból. Az itteni kivásárlások kevésbé függtek a pénzügyi tervezéstől, illetve a tőkeáttétel szintjétől, s a gyorsabb növekedési lehetőség is mérsékelte a csőd kockázatát, mivel az alacsonyabb tőkeáttétel gyorsabban növelhető. A *European LBO Report* is megerősítette, hogy a közép-kelet-európai cégeknél a kockázatitőke-finanszírozás rengeteg erőfeszítést, aktív befektetői részvételt igényelt (*Eastern Promise...* [2006]).

Az átalakítás állomásait jól mutatja a korábbi állami tulajdonú cseh Zentiva gyógyszeripari cég esete, amelyet a Warburg Pincus kockázatitőke-alap vásárolt meg 1998-ban. Az állami tulajdonból kikerülő gyógyszeripari vállalatnak igen tehetséges felső vezetői voltak, ám szokatlan volt számukra, hogy pénzügyi befektetők

legyenek részvényeseik között. A kockázati tőke-alap erőteljesen leszűkítette a cég termékskáláját, korszerűsítette a K + F-tevékenységet, majd a cégméret növelése érdekében felvásárolt egy másik gyógyszeripari céget, a Slovafarmát, s csak ezután, 2004-ben vitte tőzsdére megnövekedett méretű vállalatát 21 millió dolláros értékben (*Eastern Promise...* [2006]). Az azóta is nyilvánosan jegyzett vállalatra 2008 szeptemberében tett vételi ajánlatot az annak 25 százalékát már amúgy is birtokló, a világ egyik legnagyobb gyógyszergyártójának számító Sanofi-Aventis, amely 2,6 milliárd dollárra értékelte a vállalatot, s amelynek ajánlatát a cég elfogadta (*Világgazdaság* [2008]).

Hasonló átalakítást hajtott végre egy másik kockázati tőke-befektető a régióbeli – az Eldorado – cég esetében is, bár az ügylet nagyságrendje sokkal kisebb volt. Az Eldorado lengyel kiskereskedelmi cégbe az Enterprise Investors kockázati tőke-alap 1999-ben fektetett be, ezt követően a cég egy helyi nagykereskedőből Lengyelország délkeleti részének egyik legnagyobb élelmiszer-elosztójává vált. Az alap jelentősen javított a vállalat tulajdonosi ellenőrzésén, s külföldi szakértők bevonásával növelte a cég szakembereinek ismereteit. A további növekedéshez a cég tőzsdére vitele útján kívánt újabb forrásokat szerezni, ezért 2002 elején bevezette annak részvényeit a varsói tőzsdére, ami a befektető kilépésének lehetővé tétele mellett a cég számára 5 millió dollár új tőke bevonását jelentette (*EBRD* [2006]).

A Warburg Pincus portfóliójában lévő NetCentrumnak az esete – amely megvette az Atlas.cz nevű céget – jól mutatja a portfóliócégek vállalatfelvásárlásokkal való növelését. Hasonló történt a Penta szlovák befektetési alap portfóliójában lévő húsüzem esetében is, amely mellé az alap még további húsfeldolgozó üzemeket vásárolt Magyarországon és Szlovákiában (*Deloitte* [2008]). A – volt Debreceni Hús, Csabahús, Sole-Meat vállalatokból alakult – Debreceni Hús-csoportot 2008-ban megvásárló Penta Investments célja kifejezetten egy jelentős közép-kelet-európai húspiaci cég létrehozása volt (korábban már felvásárolta Szlovákia negyedik legnagyobb húsipari termelőjét a Zbrojníky céget, valamint tulajdonosa lett a legnagyobb szlovák húsfeldolgozó Mecom Groupnak) (*Unquote* [2008b]). Az alap 2008 után is további hasonló felvásárlásokat tervezett a húsiparban, amit az ugyancsak magyar Kaiser Food Élelmiszer-ipari Kft. 2010-ben történt megvásárlása is megerősített (*Világgazdaság* [2010]).

A cégek felfuttatását sikeresen végző, a régióban is vállalkozásokat finanszírozó Riverside kockázati tőke-alap az olyan cégeket keresve vette meg 2005-ben a vérképelemzéssel foglalkozó magyar Diatron MI Zrt., amelyek az induláskori nehézségeken túljutva önállóan már nem képesek tovább növekedni. A Riverside cég esetében is alkalmazta korábban bevált módszerét portfólióelemeinek összekapcsolására: 2007-ben az izraeli Novamed céggel, 2008-ban pedig az argentin Metrolab céggel kapcsolta össze a Diatron (*Fekete* [2010], *Riverside* [2008]).

A Mid Europa kockázati tőke-alap ambiciózus „vedd meg és építsd fel” stratégiáját a lengyel egészségügyi szektorban a vásárlóerő növekedésére építette. A befektető kevesebb mint egy évvel azután fejezte be a lengyel CM LIM egészségügyi klinika felvásárlását, hogy 2007 októberében már megvette a Lux-Med és a Madycyna Rodzinna vállalatokat. Ezután a három céget összeolvasztotta, hogy egy

megfelelő méretű klinikai láncot hozhasson létre Lengyelországban. 2008 őszén a tulajdonában lévő CM LIM ismét egy újabb, Promedis nevű klinikaüzemeltető céget vett meg. Portfólióján keresztül a Mid Europa így már a lengyel egészségügyi piac minden szegmensét lefedte, ennek ellenére 2008-ban egy sor újabb egészségügyi felvásárlást tervezett (*Unquote* [2008b]). A piacot megszilárdítva, a befektető immár ki tudta használni a stratégiai befektetők által elérhető szinergiahatást, s várható volt, hogy a legnagyobb szereplővé válik az egészségügyi szolgáltatások piacán (*Thomson* [2008]).

A kockázati-tőke-befektetések sikerességéhez megfelelő helyismeret birtokában kell kiválasztani azokat a cégeket, amelyek a legnagyobb növekedésre képesek, számukra sikeres stratégiát kell kidolgozni, ennek megvalósítását finanszírozni, levezényelni, majd a tulajdoni hányadon nagy hozammal túladni. Ehhez szükség van régióbeli helyismeretre: vagy újabb és újabb alapokkal, vagy olyan alapkezelők megnyerésével, amelyek más alapok kezelése során jelentős helyi tapasztalatokat szereztek. A speciális szakértelem úgy is biztosítható, ha globális és helyi alapok együtt fektetnek be egy-egy régiós vállalatba.

Ez utóbbi megoldásra példa az ukrán IMB Group 33 millió eurós finanszírozása, amelyet a Warburg Pincus az ukrán Horizon Capitallal együtt nyújtott (*Private Equity News* [2007]), vagy az az 1,2 milliárdos kivásárlási ügylet, amelyet a Mid Europa Partners az egyesült államokbeli Lehman Brothers Private Equity és az abu-dzabi Al Bateen együtt hajtott végre, s amelynek keretében egyszerre két cseh telekommunikációs cégben, a Radiokomunikace-ban 100 százalékos, a T-Mobile Czech Republik cégben 32 százalékos részesedést szerzett (*Consortium sets central...* [2006]). 2008-ban a GTS Central Europe nevű céget is egy olyan konzorcium vette meg, amelyet a globális Columbia Capital, az M/C Venture Partners és a helyi Innova Capital együtt alkotott (*Unquote* [2008a]).

A befektetők helyismerete és szakértelme Közép-Kelet-Európában sokkal nagyobb súllyal esett latba, mint a fejlett nyugati piacokon (*EMPEA* [2007]). A régióban ugyanis az értékteremtés jóval nagyobb része származott az érintett cégek szerves növekedéséből, a hatékonyság javulásából, s csak ezt egészítették ki a megfelelő pénzügyi konstrukciók kialakításából származó hozamok.

A helyi szakértelem biztosításának sajátos módja volt az, amikor a helyi és a globális alapok egymást váltva fektettek be egy-egy régiós vállalatba. A különösen forráshiányos időszakokban alkalmazott másodlagos kivásárlás – azaz amikor a portfólióban lévő céget kockázati-tőke-alapok egymástól vásárolják meg – 2007-től a régióban is csökkentette a piacra lépés kockázatát azzal, hogy a globális alapok tapasztalt helyi kockázati-tőke-befektetőktől vehették meg a cégeket. Ezzel nemcsak a cégek fejlesztésére nyílt további lehetőség, de a helyi, illetve regionális alapok kiszállására is.

A cseh szoftverfejlesztő *Systinet* céget először a helyi 3TS Capital Partners fejlesztette fel, ám a Systinet akkor lépett ki az amerikai piacra, amikor már átkerült a nemcsak a régióban befektető Warburg Pincus tőkealap portfóliójába. A több körben összesen 33 millió dollárral finanszírozott céget a befektetők 2006-ban 105 millió dollárért adták el egy egyesült államokbeli szoftvercégnek.

Hasonlóképpen egyesült államokbeli megjelenéshez vezetett a finanszírozók körének változása az AVG cseh szoftvercég esetében, amelyet először a Benson Oak Capital finanszírozott, s amelynek újabb tulajdonosa később együtt lett az amerikai stratégiai támogatás megszerzésére alkalmas Intel Capital és az Enterprise Investors (*Lainey* [2008]). A finanszírozás mellett a globális alapok jelentős szakértelmet és kapcsolati hálót is hoztak a vállalat számára. Ez azért volt fontos, mert az új piacokra lépve annak stratégiáját és működési módját is hozzá kellett igazítani az új helyzethez, ezáltal a marketing, a pénzügy és a stratégia egyaránt új keretbe kerülhetett. Az Intel különösen fontos volt az AVG számára, mivel specialista volt a média és a telekommunikáció területén. A tervbe vett stratégia megvalósításakor az alap hálózata is segítette a megfelelő vállalati szakemberek megtalálásában.

A magyar Euromedic kilenc év alatt négy különböző, ám igen jó nevű kockázati-tőke-befektető portfóliójában is megfordult. 1999-ben a GE Equity és a Dresdner Kleinwort Benson Private Equity fektetett bele 8 millió dollárt. 2000-ben ugyan ezen két alap egy további amerikai alap, a Global Environmental Fund társaságában adott újabb 8,4 millió dollárt a cég fejlesztéséhez. 2005-ben a Warburg Pincus lépett a cég tulajdonosai közé, amíg 2008-ban el nem adta részesedését körülbelül 800 millió euróért az Ares Life Sciencesnek és a Merrill Lynch Global Private Equitynek. Az ügyletet közel 50 százalékban hitellel fedező új tulajdonosoknak az volt a tervük a vásárlással, hogy tovább bővítsék a cég termékkáláját és megerősítsék annak régióbeli részvételét (*Unquote* [2008b]). A befektetők 2011 januárjában részlegesen kiszálltak a cégből, amikor eladták annak nemzetközi dialízisrészlegét egy amerikai szakmai befektetőnek, a Fresenius Medical Care cégnek 485 millió euróért. Az eladás nemcsak racionalizálta a vállalatot, de a kockázati-tőke-alap befektetői számára is lehetővé tette a tőke visszafizetését (*Hungarian private equity...* [2011]).

A 2000-es évek végén viszonylag új jelenségnek számított a régióban az, hogy a korábban már eladott cégeiket ugyanazok a befektetők ismét megvették. Erre példa a Mid Europa Partners és a GMT Communications Partners esete, e két finanszírozó 2007 májusában értékesítette a magyar Invitel 470 millió euróért a Hungarian Telephone & Cable (HTCC) cégnek négyszeres haszonnal. A következő tulajdonosváltáskor a Mid Európa már egyedül vette át a cég feletti hatalmat, amikor 2009-ben bejelentette az Invitel 64,6 százalékos felvásárlását a dán TDC A/S anyavállalattól. Bár a kockázati-tőke-alap a részvénycsomagot mindössze 10,8 millió dollárért vette meg, a tranzakció összértéke a társaság óriási hitelállománya miatt egymilliárd dollár volt. A befektető ugyanis vállalta, hogy ajánlatot tesz a cég által kibocsátott kötvényekre, valamint finanszírozza a cég legalább 85 millió eurós adósság-visszavásárlását, amelyen felül a távközlési cégnek még további jelentős adóssága is volt. A dán TDC még a hitel- és növekedési boom idején, 2007-ben vásárolta fel a céget, s azért is kényszerült eladni, mert maga is komoly hitelterhekkel küszködött (*Portfolio.hu* [2009]).

A régió tőzsdéinek relatíve kis mérete, valamint az ügyletekhez szükséges nagyarányú hitelfelvétel miatt viszonylag ritkán fordult elő Közép-Kelet-Európában, hogy kockázattőke-alapok tőzsdén jegyzett céget vásároltak fel – azaz vontak ki a tőzsdéről.

Ilyen ügyletek egyikét hajtotta végre 2006-ban a londoni székhelyű Permira kockázattőke-alap az ugyancsak kockázattőke-finanszírozással foglalkozó Vienna Capital Partnersszel az oldalán, amikor egy 1,6 milliárd eurós, magas hitelálltételű tranzakció keretében felvásárolta a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett vegyipari nagyvállalatot, a BorsodChem részvénytársaságot. A felvásárlást a kockázati tőkéssek 400 millió eurós saját tőkéből és 1,2 milliárd eurós hitelből finanszírozták. A kockázattőke-befektetőt a cég költségstruktúrája, a régió gyors növekedési üteme, valamint a társaság tulajdonában lévő értékes gyártási eljárások vonzották. A válság azonban meghiúsította a befektetők elképzeléseit: a megrendelések visszaesése miatt a cég képtelen volt kitermelni a vásárlásához és fejlesztéséhez a kivásárlás nyomán ráterhelt hiteleket. Vissza kellett fognia beruházásait, fejlesztéseit, csökkentenie kellett költségeit, de még így is képtelen volt törleszteni hiteleit, a cég átalakítása érdekében a hitelezőkkel folytatott tárgyalások pedig nem vezettek eredményre. Így került kulcspozícióba a céget valójában ugyancsak felvásárolni kívánó, s ennek érdekében annak *mezzanine* hitelét korábban részletekben felvásárló kínai konkurens vegyipari cég, a Wanhua. A BorsodChem kényszerű átalakítási folyamatában végül a kínai cég a *mezzanine* hitelek részvénné váltásával 38 százalékos hányadot szerzett, s a beruházások folytatásához 140 millió euró új forrást nyújtott *senior* hitelként, egyben vásárlási opciót szerzett a BorsodChem további üzletrészeire. A Wanhua hitelezők által jóváhagyott bekapcsolódása a cég pénzügyi szerkezetének átalakításába lehetővé tette, hogy a BorsodChem rugalmasabb pénzügyi helyzete biztosítsa a hosszú távú növekedést, ugyanakkor az őt tulajdonló kockázati tőkéssek befolyása a cégben jelentősen visszaesett. Ez tovább folytatódott, amikor 2011-ben a Wanhua lehívta vételi opcióját, s ezzel a cég meghatározó tulajdonosává vált (*Real Deals* [2011], *Portfolio.hu* [2010b]).

## A régióbeli ügyletek finanszírozása

A BorsodChem esete már jelzi, hogy a nagyméretű kivásárlások finanszírozásához, valamint a tervbe vett fejlesztés és pénzügyi konszolidálás megvalósításához, a terjeszkedéshez, újabb vállalatok felvásárlásához a kockázattőke-alapoknak a régióban is megfelelő hitelkínálatra volt szükségük. A kivásárlások régióbeli finanszírozásához szükséges hitelezés azonban csak 2003-tól vált lehetségessé, addig a legtöbb befektetés 5–10 millió euró között mozgott, s csak néhány esetben került sor 100 millió eurós finanszírozásra. Tőkeáttételes vállalatfelvásárlásra a régióban 2003 előtt egyáltalán nem is volt példa, s nem létezett a 2006-ban már megszokott, várható bevételeken (*cash flow*) alapuló hitelezés sem. Ekkor a hitelezés az adózás előtti nyereség (EBITDA) három-

négyszeresére rúgott (Hart [2006]). A befektetők úgy értékelték, hogy a régió gyors növekedése miatt tulajdonképpen nem is volt szükség túlzott mértékű hitelre a befektetésekhez, mivel a profit a hitelből megvalósított (extenzív) terjeszkedés helyett más úton is, azaz az intenzív növekedésből is megteremthető volt. Ezért sem terhelték meg az adózás előtti nyereség négyszeresénél jobban a cégeket a felvásárlás során (*Eastern Promise...* [2006]). A régióbeli kivásárlásokhoz a hiteleket bankok és erre specializált *mezzanine* alapok nyújtották.

A hitelezés beindulásában az EU-csatlakozás meghatározó volt, mivel a csatlakozást követően a bankok már sokkal kedvezőbben ítélték meg a régió kockázatát. A hitellel történő felvásárlás megjelenése azt jelentette, hogy a kockázati tőke-befektetők már olyan cégeket is vásárolhattak, amelyeket korábban még nem tudtak volna finanszírozni (Hart [2006]). Mindehhez a hitelező bankoknak is szakértelmet kellett szerezniük a várható bevételeken alapuló (*cash flow*) hitelezésben, hiszen korábban csak vagyonalapú hitelezést végeztek. Míg a hitelek összegét tekintve továbbra is nagy különbség volt a régió és a fejlett pénzpiacok befektetései között, addig a feltételek a régióban is már egyre inkább hasonlítottak a fejlett gazdaságok tranzakcióihoz.

A piac fejlődésének fordulópontját jelezte 2005 decemberében az, hogy a Mid Europa kockázati tőke-alap felvásárolta az Aster céget. A teljes hitelhányad az adózás előtti nyereség 6,5-szeresét érte el, ami példa nélküli volt a régióban, a hitelsávok árazása pedig az európai struktúrára hasonlított (A, B és C szeletek 225, 275 és 325 bázispontos árazással), s ahol a *mezzanine* rész az addigi legnagyobb, 78 millió eurós volt a régióban, mégpedig igen kedvező árazással. Ez az ügylet már a hitelnyújtás iránti intézményi érdeklődés megerősödését jelezte. Ebben az időszakban nemcsak jelentősen nőtt a régióbeli ügyletek volumene, de ezt a finanszírozás terén is számos, Európában már elterjedt innováció kísérte.<sup>8</sup>

A hitel nemcsak a hitellel történő kivásárlásokhoz állt rendelkezésre, hanem a portfóliócégek jelentős összegű hiteleinek megújításához (rekapitalizációjához) is. Ezért tudta a magyar Invitel céget a Mid Europa elődje, az EMP magas hozamú kötvényekkel és bankhitellel refinanszírozni, s a cseh mobiltelefon-szolgáltató is hasonló kötvény-hitel-csomagot kapott (*Eastern lift-off* [2004]). Abban az 1,2 milliárdos kivásárlási ügyletben, amelyet a Mid Europa Partners, a Lehman Brothers

<sup>8</sup> Ilyen megoldás volt többek között a hitelek lejáratkori egy összegben történő (*non-amortizing*) törlesztése, a kamatfizetéshez kapcsolódó (PIK) hitel, a kivásárlások teljes egészében kötvénnyel történő fedezése és az intézményi befektetők által finanszírozott másodrendű (*second-lien*) hitelszeletek alkalmazása. A régióban először az Invitel cég kivásárlásakor nyújtottak magas kamattal terhelt, a lehetőségektől függően visszafizethető „természetbeni” (*pay in kind, PIK*) hitelt, az első törlesztőrészlet nélküli (*non-amortizing*) hitelt a *BorsodChem* kapta, az első, teljesen kötvényekkel finanszírozott ügyletet a *Bité* kivásárlása képviselte, míg első ízben másodrendű (*second-lien*) tranzakcióra BTC telekommunikációs cég átvételkor került sor (*Mid Europa* [2009]).



Private Equity és az Al Bateen együtt 2006 novemberében hajtott végre, s amelyben a cseh Radiokomunikace cég 100 százalékát és az ugyancsak cseh T-Mobile Czech Republik 32 százalékát vette meg, a *senior* és *mezzanine* hitel nagysága már 750 millió eurót tett ki (*Consortium sets central...* [2006]).

A régióbeli befektetésekre szakosodott Enterprise Investors is számos hitellel lebonyolított ügyletet hajtott végre. A zárókupakot gyártó lengyel DGS 80 százalékának kivásárlását 45 százalékban a lengyel piacon felvett – teljes egészében *senior* – hitelből finanszírozták (*Sormani* [2006]). A Mid Europa Partners 2007 augusztusában, épp a hitelpiaci válság idején hajtotta végre egy lengyel kábelszolgáltató cég, az Aster 415 millió eurós refinanszírozását, amely során az addigi legnagyobb lengyel és a legnagyobb, helyi valutában nyújtott *senior* hitelezésre került sor (uo.).

2007-ben már az sem volt ritka, ha négy-öt bank nyugat-európai feltételekkel versengett a megbízásokért, bár a hitelezés szintje a régióban Európához képest továbbra is sokkal konzervatívabb maradt (*James* [2007]). A legnagyobb ügyletek – azaz a 300 millió eurónál nagyobb kivásárlások – rendszerint aukciókon keltek el, amelyeket általában londoni székhelyű bankok finanszíroztak. Ezek esetében a meghirdetés már kész finanszírozási csomagokat is tartalmazott, így ebben a jelentkezők már nem különösebben versenyezhetek. Ezen ritka aukciók kivételével azonban a legtöbb ügylet finanszírozására a régió belül került sor. Az ügyleteket először általában helyi vagy regionális bankok refinanszírozták, amelyek hajlandók voltak elfogadni az ügyletek kockázatát. Ha egy nagyobb alap részéről a cégek újabb átvételére került sor, akkor már londoni és más befektetési bankok is bekapcsolódtak az ügyletekbe, amelyek ekkor már kisebb kockázatúak voltak. A 2008. őszi válság – ahogy arról már többször szó volt – erőtelesen megváltoztatta a régióbeli ügyletek hitelkínálatát is.

A konkrét kivásárlási ügyletekhez igénybe vett hitelek között figyelmet érdemel, hogy az EU-csatlakozás első körében nem szereplő Bulgáriában két olyan ügyletre is sor került 2004-ben, amely minden addigi régiós kivásárlást messze felülmúlt. Az egyik a BTC telekommunikációs cég privatizációja, a másik pedig a MobilTel Holding mobilszolgáltató cég átvétele volt. A BTC az Advent International nevű régiós alap 230 millió dolláros olyan tőkeáttételes kivásárlása volt, amely – a régióban addigi legnagyobb *mezzanine* hányadot képviselő – 40 millió eurós *mezzanine* részt foglalt magában. A *mezzanine* rész a régió piacán általában nem haladta meg a 10 millió eurót, gyakran csak 2 millió eurót ért el, míg Nyugat-Európában a 80–100 millió euró volt a jellemző *mezzanine* méret. Ráadásul a régióban a *mezzanine* hitelt relatíve magasabb áron nyújtották, mint Európa fejlettebb piacain (*Sormani* [2006]).<sup>9</sup>

<sup>9</sup> A *mezzanine* hitelezéssel a régióban foglalkozó kockázattitőke-alapok közé tartozott az 50 millió eurós Baltic Mezzanine Fund, a 75 millió eurós Balkan Accession Fund, a 115 millió euróval felállított Accession Mezzanine Capital, a 200 millió eurós Darby CE Mezzanine, valamint a Syntaxis (*Manz–Butcher* [2006]).

Az Advent International 2007-ben adta el BTC-beli részesedését egy másik, az AIG Capital Partners által kezelt kockázattőke-alapnak, a régióban akkor rekordot jelentő 1,08 milliárd eurós áron (EVCJ [2008]). A másik bolgár kivásárlás, a MobilTel esetében egy nemzetközi konzorcium 450 millió eurós befektetésével 40 százalékos részhez jutott. A MobilTel kockázattőke-befektetői között az ABN Amro Capital, a Citigroup Investments és a Communication Ventures Partners szerepelt, s a hitelezők a régió addigi legnagyobb tőkeáttételes befektetéséhez 650 millió euró szindikált hitelt nyújtottak.

A Private Equity Europe Közép-Kelet-Európára vonatkozó 2007. októberi elemzése összességében a válságot megelőző időszakra vonatkozóan megerősítette, hogy a régióban a befektetések hitelhányada alacsony volt, így a régióbeli ügyletek a fejlett piacokhoz képest kevésbé függtek a hitelektől, ezért a hitelválság alatt a szakértők jobb teljesítmény elérését prognosztizálták a régióban. Továbbá mivel a kamatok a régióban eleve magasak voltak, így az elemzők a régió befektetői számára a kamatok növekedését is kevésbé megrázónak gondolták (Private Equity Europe [2007]). Ezzel szemben a már említett Squire Sanders–Dempsey LLP [2008] felmérésben megkérdezettek több mint fele már 2007-ben úgy látta, hogy az amerikai másodrendű hitelpiaci válság bizonyos fokok már megnehezítette a hitelek régióbeli elérhetőségét.

A régióbeli ügyletek hitelezésének fejlődését nézve, 2006-ig majdnem minden hitel elsőbbségi (*senior*) hitel volt. Ekkortól indult be a nagyobb kockázatú alárendelt (*subordinated*) hitelek nyújtása, és így az összes hitel átlagos szorzója az adózás előtti nyereség 2-3-szorosára növekedett. Még ez a régióban megnövekedett hitelszorzó is jelentősen alacsonyabb volt a nyugat-európai arányhoz képest, ahol ekkor ugyanez a mutató alig valamivel az adózás előtti nyereség hatszorosa felett volt, s 2007-ben a válság előtti csúcsot hétszeres szorzónál érte el.

2006 nyarától a közép-kelet-európai szindikált hitelezés a kivásárlási piacon rendkívüli mértékben fejlődött: 2006 novemberében lezárult a Ceske Radio-kommunikace cseh telekommunikációs vállalatot érintő, a régióban első egymilliárd eurós kivásárlása, melyet a Mid Europa Partners hajtott végre. A következő nyolc hónapban a Mid Europa Partners már három további egymilliárd feletti kivásárlására, míg egy általa kivásárolt cég esetében hitellel megvalósított újratőkésítésre (rekapitalizáció) került sor, miközben az összes hitel nagysága meghaladta a 6 milliárd eurót. Mindezt a rendkívül megnövekedett likviditás és az alacsony kamatok tették lehetővé még a válságot megelőzően.

A tőkeáttételes ügyletek jelentős régióbeli növekedését a Mid Europa 2007 végéig összeállított adatbázisa is alátámasztja (Mid Europa [2008]). E szerint a régióban 2001-től 2007-ig összesen 41 ügylet keretében 13,6 milliárd euró összegű hitel nyújtására került sor. Az átlagos hitelösszeg 430 millió euró tett ki, 1,6 milliárd és 40 millió euró közötti értékben. 2007-ben jelentősen megnőtt a tőkeáttételes hitelezés annak ellenére, hogy a tranzakciók száma

számottevően nem nőtt. Az összes tőkeáttételes hitellel megvalósított ügylet értékének háromnegyedét három – a magyar, a bolgár és a cseh – piacon bonyolították le, miközben a lengyel piacon a tőkeáttételes kivásárlások többsége viszonylag kisebb méretű volt (melyeket főként helyi bankok finanszíroztak). A tőkeáttételes kivásárlási tranzakciók értékének kétharmadát a telekommunikációs és a kábelszolgáltató cégek adták.

A tranzakciók finanszírozásánál a régióbeli hitelszorzót, azaz gyakorlatilag az elsőbbségi (*senior*) hitelek átlagos szorzóját a nyugat-európaival összevetve, az derül ki, hogy a 2004-ben és 2005-ben még sokkal alacsonyabb hitelszorzó 2006-ra közelített az európai szinthez, ezt követően azonban már nem tartott vele lépést, noha 2007-ben már 4,5-szörös volt az elsőbbségi hitelek EBITDA-hoz viszonyított átlagos mértéke. Azaz 2006–2007-től eltérően a következő években a régióban a hitelarány jellemzően sokkal korlátozottabb volt, mint Nyugat-Európában.

A hitelek árazását jelentős mértékben meghatározta a magas likviditás, valamint a nem tradicionális résztvevők, azaz a szindikált hiteleket lejegyző intézményi finanszírozók jelenlétének hatása az európai tőkeáttételes hitelpiacra. Míg az *A*, *B* és *C* szeletek éveken át stabilan 225, 275 és 325 bázisponton álltak, 2007-ben 200, 250 és 300 bázispontra estek. A közép-kelet-európai piacon a marzsok középértéke a számottevően magasabb 2003. évi szintről lecsökkenve stabilizálódott 2006-ban a 225, 275 és 325 bázispontot jelentő szinten, amit a nyugat-európainál kisebb mértékű csökkenés követett.

A hitelek átlagos lejáratí ideje kedvezőbbé vált a régióban. A piac gyorsan fejlődött a néhány évvel korábbi átlagosan 5-6 éves lejáratától az átlagos 6,5, 7,5 és 8,5 éves lejáratra az *A*, *B* és *C* hitelszeletek esetében, valamint az átlagos 9,5 évre a *mezzanine* hitel esetében. A legtöbb régiós ügyletben ekkor még csak egyfajta hitelszelet létezett, azaz nem volt másodrendű (*second-lien*) sáv, valamint alig volt hosszú időre nyújtott *A* hitelszelet (az EBRD-hitelek voltak ilyenek).

A válság nagymértékben hatott a régióbeli kivásárlásokra is, egyre nehezebbé vált a nagy értékű kivásárlásokhoz szükséges hitelek megszerzése. Csökkentek a hitelszorzók, drágultak a hitelek, s megnőtt a hitelekhez megkövetelt sajáttőke. A legtöbb hitel elsőbbségi (*senior*) és *mezzanine* hitel volt, s nagyobb kockázatú, a kamatfizetést hitellel fedező és a csak intézmények által finanszírozott hitelkonstrukciók eltűntek a piacról. Az összes hitel átlagosan az adózás előtti nyereség 4,5-5-szörösét, az elsőbbségi (*senior*) hitel átlagosan az adózás előtti nyereség 3,5-4-szeresét érte el. A lejáratkor egy összegben törlesztett hitelkonstrukciók szintén eltűntek, s a hiteleken belül megnőtt a folyamatosan törlesztendő (*amortizing*) hitelek aránya. A hitelek lejáratára meg rövidült, felpörgetve egyúttal az adósságszorzókat. Mindez az ügyletek számának visszaeséséhez vezetett, mivel a befektetők inkább arra törekedtek,

hogy meglévő portfóliócégek adósságai ne lépják át az előírt küszöböt, s hogy újratárgyalják/átütemezzék cégek lejáró adósságait.

A még kihelyezhető tőkével rendelkező bankok és intézményi befektetők nagyon alaposan megválogatták, hogy mely tranzakciókhoz hajlandók hitelt nyújtani. A hitelválságot követően a kivásárlási hitelek nyújtásában ismét a tradicionális piaci résztvevők, azaz a bankok, a hagyományos *mezzanine* alapok és a nagy hozamú kötvények befektetői vették vissza a főszerepet. Ezzel szemben visszaesett a jelentősége a Nyugat-Európában a válság előtt már a hitelpiac 50 százalékát képviselő, hitelnyújtásra szakosodó alapoknak és a szintetikus fedezett ügyleteket (CDO) finanszírozó intézményi befektetőknek. A szindikált hitelekhez képest ismét megnőtt a banki hitelek részaránya. A bankok a hitelezési költségek növekedése és a szabályozás szigorodása miatt a korábbinál drágább felárat alkalmazva nyújtottak hitelt, és magasabb kezelési költséget számoltak fel. Az esetenként állami segítségben is részesülő bankok főként az anyaországi és az alacsonyabb kockázatú piacokat részesítették előnyben. A finanszírozásban szindikálás keretében szerepet vállaló intézményi befektetők likviditása csökkent, így az alacsonyabb hozamú befektetések finanszírozása iránt csökkent a kereslet. A tranzakciók hozamkövetelménye azonban nem mehetett a hitelek minőségének rovására. A *mezzanine* hitelek szerepe továbbra is fontos maradt, ám ezeket is sokkal szelektívebben, drágábban és szigorúbb feltételekkel nyújtották (*Mid Europa* [2009]).

2008 áprilisában a régióbeli tőkeáttételes hitelügyleteket ugyan még finanszírozták, de az áttételek a korábbiakhoz képest sokkal korlátozottabbá váltak. 2008-tól 2010 első félévéig a régióban alig több mint tucatnyi ügyletre került sor a 100 millió eurós vállalatértékű cégek körében: e tranzakciók összesített értéke, a hiteleket is beleértve, körülbelül 4 milliárd eurót ért el. Főként 100–200 millió euróra értékelt – többnyire lengyel vagy régiós – vállalatok eladására került sor. Majd mindegyik esetben a tranzakciók kétoldalúak voltak, vagy csak korlátozott verseny mellett bonyolódtak le. Az ügyletek a telekommunikációhoz, a médiához, az egészségügyhöz, a kiskereskedelemhez, az élelmiszeriparhoz, a pénzügyi szolgáltatásokhoz és az energiaiparhoz kapcsolódtak. Nyugat-Európától eltérően meglehetősen alacsony volt a kockázattőke-alapok közötti másodlagos kivásárlások részaránya, alig egy-két ügylet tarozott ide (CabelTel és az AVG). Ugyancsak meglepő módon a tőzsdei árfolyamok visszaesése ellenére nagyon kevés tőzsdei kivásárlásra került sor (WsiP és a HTL Strefa), holott e területben bíztak leginkább a regionális szereplők az elmúlt években. A nagy tranzakciók közül nyolcra 2009-ben került sor, s 2010 első félévé – két ügylet kivételével (Agros Nova és Masterlease) – az egyik legcsendesebb időszak volt, amikor az ügyletek főként kisebbségi részvényhányad megszerzésével nyújtották a terjeszkedéshez szükséges tőkét a cégeknek. Kilépésekre régi-

ós kockázati tőke-alapok esetében – a Warburg Pincus CableTelből történő kilépése és a TA Associates AVG-ből történő részleges kilépése kivételével – alig került sor. 2010 végén már látható volt, hogy a közép-kelet-európai piac tőkeáttételes ügyleteinek hitelpiacán ugyan jelentősen csökkent a hitelezési volumen, drágult az árazás, és emelkedett a saját tőke hányada, de nem a hitelfinanszírozás volt az akadálya az ügyletek megvalósításának, sőt a feltételek még némileg javultak is, bár a válság előttihez képest sokkal kevésbé voltak kedvezőek. A hitelszorító jellemzően 4-szeres, a nagyon kiemelkedő esetekben 5-5,5-szörös volt, a hitel árazása az A sávban 375/425 bázispontos volt, ám szigorodott, a minimális sajáttőke-arány 40-50 százalékos, a lejegyzés terén pedig növekvő étvágy volt tapasztalható a 300 millió eurós tartományig. A lejárat 6-7 év volt, a legjobb ügyleteknél 7-8 év, s a hitelezők a régiós piacon aktív hagyományos európai és helyi bankok voltak, miközben az intézményi érdeklődés továbbra is nagyon korlátozott volt (uo.).

A válság hatására a régióban viszonylag kevés portfóliócég került nehéz helyzetbe, vagy került sor kényszereladásokra. A vállalatok mérlegei viszonylag jó állapotban voltak, csak kevés nagy tőkeáttételű tranzakcióra került sor a hitelboom csúcán, s így az ekkor kötött ügyletek hitelei 2012/2013 előtt nem járnak le (*Mid Europa* [2007]). Mindössze két jelentős hitelátstrukturálásra került sor a régióban: a BorsodChem és a BTC telekommunikációs cég esetében. Emellett a Mid Europa a kötvénypiacon refinanszírozni tudta az Invitelben végrehajtott ügyletnek egész banki finanszírozását. Továbbá felvásárolta a szlovén kábel- és szélessávú szolgáltató, a UPC Slovenia 100 százalékát Liberty Global cégtől, ami a válság kitörése utáni első tőkeáttételes kivásárlási ügylet volt 2009-ben Közép-Kelet-Európában (*Watson* [2010]).

2011 áprilisában, amikor a válság második hulláma még nem volt egyértelmű, az *Unquote* [2011c] arról számolt be, hogy a 2011 első negyedévi ügyleti tevékenység egymilliárd eurós értékével már az egész 2010. évi volument jelentősen meghaladta. A lap kockázati tőke-befektetők körében készített felmérése azt jelezte, hogy a régióbeli befektetésekhez a kockázati tőke-alapok feltételezhetően csak drágán tudnak majd hozzájutni, a válaszadók több mint a fele az árazást az adózás előtti nyereség hétszeresénél vagy ennél is magasabb szintnél várta. A kilépéseknél pedig a legvalószínűbb útvonalként a válaszadók többsége a szakmai befektetőnek történő eladást jelölte meg.

## A kockázati tőke kivonása a régió vállalataiból

A kockázati tőke-finanszírozás sikere végső soron a befektetés jellegéhez illeszkedő kilépésen dől el, amelynek módját és időzítését a befektetők lehetőség szerint már a finanszírozás indításakor megtervezik, mivel a realizált

nyereséget a portfólióba bekerült cégek gondos kiválasztása mellett nagymértékben befolyásolja a befektetésekből történő kilépések időpontjának és módszerének megválasztása. A kiszállás megtervezése azért elengedhetetlen, mert a kockázati tőke-befektetők az ágazat működésének jellegéből adódóan mindig csak átmeneti időre vállalnak szerepet a kiválasztott vállalkozások finanszírozásában, azaz egy rendszerint előre meghatározott időtartam letelte után mindig értékesítik tulajdonrészüket. A portfóliócégekből kivont tőkét és a realizált hasznot a befektetési alapok kezelői – a nekik járó jutalék és részesedés levonását követően – az intézményi finanszírozóknak vissza-, illetve kifizetik. Tekintettel arra, hogy a kilépések során realizált nyereség a befektetők későbbi tőkeszerzési lehetőségeit alapvetően befolyásolja, az erre vonatkozó egyedi adatok kevésbé publikusak, azokat az alapok féltve őrzött üzleti titokként kezelik.

A régióbeli vállalatokból történt kilépések értéke, amelyet a statisztika bekerülési költségen vesz számba, a régióban 2007-ben közel 600 millió eurót ért el, ami másfélszerese volt a 2006-ban elért értéknek, miközben Európa egészét tekintve a kilépések értéke 2007-ben 2006-hoz viszonyítva már közel 20 százalékkal visszaesett. Ez a tendencia egyrészt jelezte az európai kilépések válság miatt romló feltételeit, valamint azt, hogy a régió kockázati tőke-ágazata még nem érezte meg a válság hatását. Másrészt a régiós cégekből történő kilépések 2005 óta tartó folyamatos növekedését az is magyarázza, hogy a régióban 2002-ben megjelent regionális alapok első befektetéseinek egyre nagyobb hányada ekkorra érett meg a kilépésre.

A korábbi években az európai kiszállások értékének legfeljebb 1,4 százalékát elérő régiós kilépési részarány 2007-re 2,2 százalékra emelkedett (9. táblázat). A kilépések által érintett vállalatok számán belül a régió súlya 2007-ben még ennél is magasabb, 3,2 százalékos volt. Ezzel a közép-kelet-európai régió súlya 2007-ben minden idők legnagyobb részarányát érte el. Ezt követően ugyanis rövid stagnálás után európai szinten mért jelentősége csökkent. 2008-ban, amikor a válság már a közép-kelet-európai kockázati tőke-piacot is elérte, mind Európában, mind pedig a régióban a felére csökkent a kilépések értéke, így a régió súlya nem változott. Miközben Európában 2009-ben lassult a kilépések értékének csökkenése, a régiós kilépések jóformán leálltak, így a közép-kelet-európai piac jelentősége erőteljesen csökkent. 2010-ben a régióbeli kilépések értéke a fellendülés nyomán megháromszorozódott, míg Európában a növekedés 60 százalék feletti volt, ami a régió piaci pozíciójának javulását jelezte. A kilépések által érintett régiós cégek a 2007-es 3 százalékot valamivel meghaladó számarányukat a következő években már nem érték el, súlyuk lényegében 3 százalék alatti, 2,6–2,7 százalékos szinten stabilizálódott.

## 9. táblázat

A régióból és Európából évente kivont kockázati tőke értéke és a kilépésekben érintett cégek száma, valamint Közép-Kelet-Európa Európán belüli részaránya, 2006–2010\*

	Kilépések értéke (milliárd euró)					Kilépések száma				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
Régió	0,4	0,6	0,3	0,1	0,3	91	78	53	34	55
Európa	33,1	27,1	13,9	11,6	19,0	4500	2557	1986	1825	2086
A régió Európa százalékában	1,2	2,2	2,2	0,9	1,6	2,0	3,2	2,7	2,7	2,6

\* A kilépések értékét bekerülési értéken tartják nyilván.

Forrás: EVCA [2004]–[2011] és EVCA Yearbook [2003]–[2011].

A kilépések egyedi értéke Kelet-Közép-Európában jelentősen meghaladta az Európa egészében mért nagyságot, átlagosan legalább 6-7-szer akkora volt. A kilépések Európánál jóval magasabb régióbeli átlagértékét elsősorban a kivásárlások igen erőteljes súlya magyarázza (10. táblázat).

## 10. táblázat

A kockázati tőke-befektetők által évente kivont tőke egy cégre jutó átlagos értéke\* Közép-Kelet-Európában és Európában, 2006–2010 (millió euró)

Régió	2006	2007	2008	2009	2010	2006–2010 átlag
Közép-Kelet-Európa	4,9	7,5	5,5	3,7	5,4	5,4
Európa	0,7	1,1	0,7	0,6	0,9	0,8

\* A kilépések értékét bekerülési értéken tartják nyilván.

Forrás: EVCA [2004]–[2011] és EVCA Yearbook [2003]–[2011].

A kilépések által érintett cégek mérete a kilépések módjára is kihat. A nagy értékű kivásárolt cégeket a régióbeli befektetők rendszerint szakmai befektetőknek adták el, amit a kiszállások értékében a szakmai befektetők meghatározó (40–50 százalékos) súlya is jelez. A stratégiai céllal vásárló szakmai befektetők csupán 2009-ben, a válság csúcán váltak óvatossá a régióbeli vásárlásokkal szemben, bizalmuk azonban 2010-ben már ismét megerősödött a régió iránt. Összességében a régióban évek óta a szakmai befektetőknek történő eladások képviselték a legfontosabb kilépési útvonalat. A szakmai befektetőknek történő eladások Európa egészét tekintve az alapok egymás közti vásárlásai mögött csak a második legvonzóbb kilépési lehetőséget képviselték 2010-ben, s az ilyen kilépésekben közel hasonló volt a korai, illetve a növekedési/kivásárlási szakaszban tartó cégek aránya.

2010-ben szakmai befektetőknek eladott régiós cég volt például a Mid Europa által finanszírozott Aster, amelyet 600 millió eurós áron a UPC Polska vett meg, illetve az ugyancsak a Mid Europa által eladott Ceské Radiokomunikace, amelyért a Macquarie 574 millió eurót fizetett. Az Euromedic dialízisrészlege 485 millió euró fejében került a Fresenius Medical Care céghez az Euromedic három kockázati tőke-befektető tulajdonosától, a BAML Capital Partnerstől, az Ares Life Sciencestől és a Montagu Private Equitytől (*Unquote* [2011a]).

A régióbeli eladásokban a nyilvános tőkepiaci kilépések a szakmai befektetőknek történő eladásokhoz képest kisebb jelentőségűek (11. táblázat). A portfóliócégükkel a régió tőzsdén első ízben (IPO) megjelenni kívánó befektetők körében a varsói tőzsde volt a legkedveltebb, a piac mérete, valamint a tőzsde által vállalt magasabb kockázat miatt. A régióban a bevezetett cégek számát és kapitalizációját tekintve is a varsói tőzsde számít a legnagyobb nyilvános tőkepiacnak. Így nem véletlen, hogy az ezen végrehajtott bevezetések azóta is messze vezetnek a régióbeli kockázati tőke-befektetők nyilvános piaci kilépései között. A régióban kiemelkedő szerepre szert tevő lengyel tőzsde – a helyi piac nagy mérete mellett – a lengyelországi befektetéseknek is az egyik fő mozgatórugóját jelenti. A Nyugaton befektető kockázati tőkések által közkedvelt Nasdaqra azonban a régiós vállalatok csak kivételesen jutnak el. Két év lassulás és a vágyonok válság miatt kikényszerített átértékelése után Európában a kilépések 2010-ben gyakoribbá váltak. A részvénytőzsdék újra magukhoz tértek, s ennek köszönhetően a kockázati tőkések finanszírozta első tőzsdéi megjelenések száma is – a 2009-ben regisztrált 5-ről 20-ra – megnégyszereződött, míg a régióban nem került sor új tőzsdéi kibocsátásra.

Észrevehetően megnőtt a régióbeli kiszállások körében az Európában is főszerephez jutó másodlagos kivásárlás útján történő kilépés, amikor ismételen kockázati tőke-befektetők vették meg a portfóliócégeket. E befektetők egymás közötti eladásainak növekvő aránya – Európa egészéhez hasonlóan – a nehezebbé váló külső környezet ellenére azt is tükrözi, hogy a finanszírozott régióbeli cégek számára a tőkeerősebb, tapasztaltabb kockázati tőke-befektetők további fejlődési lehetőségeket ígértek. A válságra adott reakcióként, amikor a vállalatértékelések bizonytalanná váltak, a másodlagos kivásárlás a régióbeli kilépési ügyletek értékének már több mint harmadát adta 2008-ban, meghaladva ezáltal az Európa egészét tekintve 30 százalékra emelkedett részarányt.

A válság tovább erősödő hatásaként 2009-ben azonban már mind a régióban, mind Európa egészében a kockázati tőke-befektetők egymás portfóliója iránti érdeklődése is kisebb lett, s a piacok megnyugvásával a korábbi szintre tért vissza. A régióban 2007-ben kilenc, 2008-ban nyolc



## II. táblázat

A befektetésekből kivont kockázati tőke értékének\* kilépési útvonalak szerinti megoszlása a közép-kelet-európai régióban és Európában, 2003–2010 (százalék)

Típus	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Közép-kelet-európai régió</b>								
Szakmai befektetőknek eladás	31,6	34,6	69,8	47,6	53,2	43,1	9,7	38,6
Tőzsdei eladás	10,9	21,4	10,7	18,1	2,8	0,1	14,1	0,5
Könyvleírás	7,8	17,4	3,2	0,2	0,0	0,7	1,3	27,6
Elsőbbségi részvények, illetve hitelek visszafizetése	9,6	3,7	1,9	8,2	3,8	0,0	6,9	0,5
Másodlagos kivásárlás	2,5	4,8	5,9	12,7	23,6	37,1	17,2	21,7
Eladás pénzügyi befektetőknek	0,3	3,8	0,1	0,1	2,8	5,6	42,6	0,1
Egyéb kiszállás	15,4	11,7	4,8	5,1	11,6	8,0	1,8	1,0
Vezetői kivásárlás	21,9	2,9	3,6	8,2	2,2	5,5	6,2	10,0
Összesen	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Európa</b>								
Szakmai befektetőknek eladás	20,4	23,6	22,8	23,0	28,3	38,3	29,4	22,4
Tőzsdei eladás	11,7	11,8	8,9	16,0	10,0	5,4	10,7	10,4
Könyvleírás	11,6	9,7	4,7	3,8	1,6	5,8	35,0	21,5
Elsőbbségi részvények, illetve hitelek visszafizetése	15,9	21,3	23,3	17,0	15,8	7,2	4,1	3,8
Másodlagos kivásárlás	20,2	13,1	18,3	16,6	30,4	27,0	9,0	32,9
Eladás pénzügyi befektetőknek	6,0	3,0	4,0	5,4	3,2	5,2	4,1	2,4
Egyéb kiszállás	8,6	4,8	12,7	12,1	7,2	6,6	2,4	2,3
Vezetői kivásárlás	5,6	12,7	5,3	6,1	3,5	4,6	5,3	4,4
Összesen	100	100	100	100	100	100	100	100

\* A kilépések értékét bekerülési költségen tartják nyilván.

Forrás: *EVCA Yearbook* [2003]–[2011] alapján.

másodlagos kivásárlásra került sor, ezután 2009-ben ezen ügyletek száma a felére, négyre esett vissza, majd 2010-ben 12 cég került egyik kockázati tőkéstől egy másikhoz.

2010-ben az év legnagyobb ügyletének számított a régióban az a másodlagos kivásárlás, amelynek során az IK Investment Partners az ITR Investment Partnerstől megvásárolta az Agros Novát. A horvát Calceum céget a Mid Europa kockázati tőke-alapjától az ugyancsak kockázati tőke-befektető Argus Capital vette meg, s szintén másodlagos kivásárlásra került sor a román egészségügyi klinikákat üzemeltető Centrul Medical Unirea esetében, amelyet a 3i kockázati tőke-alapjától az Advent International vett meg (*Unquote* [2011a]).

Míg a szakmai befektetők Európa egészét tekintve 2007 és 2008-hoz képest 2010-ben még kevésbé voltak aktívak, a szabad tőkével rendelkező kockázati-tőke-alapok felfigyelve társaik portfólióiban lévő cégek vagyoneértékére, számos másodlagos kivásárlással lendítették fel a kilépési piacot. A másodlagos kivásárlások értéke adta az összes európai kilépési érték közel harmadát, s a cégek darabszámának pedig 12 százalékát.

A hitel-visszafizetések révén történő kilépés a régióbeli cégekből Európa egészéhez képest kisebb jelentőségű volt, tekintettel a hitellel finanszírozott ügyletek jóval alacsonyabb régióbeli hányadra. Ezzel szemben Európában és a régióban értékben egyforma jelentőségű volt az a kilépési mód, amelyben a korábbi tulajdonos-igazgatók vették meg a befektetők részesedését. Míg 2007-ben és 2009-ben az ezzel a megoldással eladott cégek száma nem érte el a régióban a tízes nagyságot, addig 2008-ban 13-ra, 2010-ben pedig már 16-ra nőtt az érintett cégek száma.

A közép-kelet-európai régióban 2010-ben említésre méltó változás volt, hogy míg a korábbi években jóformán nem, vagy alig egy-két esetben fordult elő könyvleírás formájában történt kiszállás, addig 2010-ben a statisztika már nyolc cég esetében regisztrálta ezt a kényszermegoldást. Feltételezhetően korábban is előfordult jó néhány portfóliócég értékének kivezetése a kockázati-tőke-alap könyveiből, ám a befektetők ezt nem szívesen hozták nyilvánosságra. A válság miatt azonban ez a kiszállási mód jóval gyakoribbá vált. Európa egészét tekintve 2010-ben – a javuló gazdasági környezet ellenére – a könyvleírások a 26 ezer európai portfóliócég 1,5 százalékát, közel 400 céget érintettek, amelyek többsége életének korai szakaszában részesült a tőkében.

A kilépések legfontosabb jellemzője az egyes ügyleteken elért haszon, vagyis az, hogy a befektetők portfóliójába bekerült cégek együttes eladása összességében milyen nyereséggel zárul. A kockázati-tőke-ágazat vonzerejét elsősorban ez az összevont hozam határozza meg, pontosabban annak az alternatív hozamokhoz viszonyított mértéke.

A régióban megvalósított befektetések összesített hozamáról nem állnak rendelkezésre publikus statisztikai adatok. A Thomson Reuters (korábban Thomson Financial) nemzetközi adatfeldolgozó és tanácsadó cég, amely az EVCA megbízásából a befektetők bevallása alapján gyűjti és dolgozza fel a belső megtérülési rátákkal kapcsolatos adatokat, csak az Európai Unió egészére vonatkozó adatokat hozza nyilvánosságra, azaz nem közli külön a közép-kelet-európai régió összesített adatait. Némi támpontot jelent ugyanakkor a régióra vonatkozó hozamok megítéléséhez, hogy az EBRD közzéteszi a közép-kelet-európai régióbeli alapjainak hozammutatóit.<sup>10</sup> Se-

<sup>10</sup> Az EBRD a közép- és dél-európai országokban működő kockázati-tőke-alapok adatait, valamint Oroszországban és a FÁK többi országában működő alapok teljesítményét is magában foglaló, tágran értelmezett régió adatait teszi közzé.

gíti továbbá a tájékozódást az érintett kockázati tőke-alapokról egy-egy kilépési ügylet kapcsán a sajtóban megjelent híradás, amikor az alapok – lényegében reklámcéllal – maguk teszik közzé az aktuálisan elért hozamaikat. A befektetők az adatok kiszámításának módszertanát viszont ritkán publikálják, így a nyilatkozataikban elhangzó számok nehezen hasonlíthatók össze.

Az EBRD – mint a régió kockázati tőke-alapjainak legnagyobb intézményi finanszírozója<sup>11</sup> – szerint a régióban befektető alapok hozammutatói messze túlszárnyalják a máshol elért kockázati tőke-hozamokat. A befektetések beéréséhez szükséges idő miatt leginkább mérvadónak tekintett – 2006 végéig terjedő – ötéves periódust tekintve például az EBRD finanszírozta alapok euróalapon számolt 18,1 százalékos hozama jóval meghaladta az ugyanezen időszakra az EVCA euróalapon számolt All Private Equity indexének 5,4 százalékos szintjét (EBRD [2007]). Miközben 2006-hoz képest 2008-ig számolva a kockázati tőke-befektetések hozama igen jelentősen nőtt mind Kelet-Európában (85 százalékkal), mind pedig Európa egészében (50 százalékkal), az EBRD-alapok ötéves hozamelőnye tovább nőtt az európai kockázati tőke-alapok indexéhez viszonyítva, miután az EBRD 33,6 százalékos hozamával szemben az EVCA All Private Equity indexe csupán 8,1 százalékos volt. 2009 decemberéig mindkét index közel 20 százalékkal visszaesett, miközben a régió hozamelőnye változatlan maradt, miután az EBRD mutatója 27,4 százalékot, az EVCA indexe pedig 6,5 százalékot ért el. Az EBRD teljes kockázati tőke-portfólióján belül a közép- és dél-európai piacokat felölelő szegmens minden vizsgált évben közel 4 százalékkal a teljes EBRD-portfólió hozama alatt teljesített. 2009 decemberéig a hároméves időhorizonton mért hozamokra már erősen rányomta a bélyegét a válság, ám ismét látszott, hogy az Európa keleti felébe csak késéssel jutott el. Míg a teljes EBRD-portfóliónál a hároméves hozam 12,1 százalékról 2,4 százalékra csökkent, addig az európai kockázati tőke-alapok –3,9 százalékkal már veszteségesek voltak.

A válság hatása legközvetlenebbül az egyéves kockázati tőke-hozamok alakulásán látszott (12. táblázat). Míg az EBRD teljes portfóliójának egyéves hozama 2006 végéig számolva igen magas, 36 százalékot meghaladó volt, 2008 végéig már –24 százalék feletti veszteség mutatkozott, ami 2009 végéig mérve már némileg javult: +3,6 százalékra emelkedett. Európa egészében a kockázati tőke hozama 2006 végéig az EBRD-portfólióénak harmada: 12 százalék feletti volt, ami 2008-ra –30 százalék alá esett, majd 2009-ig mérve már újra emelkedett, s közel 8 százalékot ért el.

<sup>11</sup> A 2009 decemberéig eltelt 15 év alatt az EBRD 2,68 milliárd eurót fektetett az általa finanszírozott 125 alapba, amelyek összesen 13,54 milliárd eurót kezeltek (EBRD [2010]).

## 12. táblázat

Az EBRD-alapok 2006, 2007 és 2009 decemberéig elért megtérülési rátája különböző időhorizonton, euróbázison számolva (százalék)

Hozam	Éves	Három- éves	Öt- éves	Tíz- éves	Létrehozás óta
2006 decemberéig elért megtérülési ráta					
EBRD közép- és dél-európai portfólió	20,3	36,2	14,9	9,6	9,6
EBRD teljes kockázatitőke-portfólió*	31,5	45,5	18,1	11,3	11,1
EVCA összes kockázatitőke-portfólió**	36,1	13,0	5,4	11,0	10,8
FTSE Kelet-Európa feltörekvő piaci***	12,2	39,8	28,9	19,9	n. a.
2008 decemberéig elért megtérülési ráta					
EBRD közép- és dél-európai portfólió	-17,8	12,6	28,5	11,4	9,7
EBRD teljes kockázatitőke-portfólió*	-24,4	12,1	33,6	12,2	10,2
EVCA összes kockázatitőke-portfólió**	-30,5	2,6	8,1	8,0	9,6
2009 decemberéig elért megtérülési ráta					
EBRD közép- és dél-európai portfólió	-1,4	5,8	22,5	10,1	9,0
EBRD teljes kockázatitőke-portfólió*	3,6	2,4	27,4	11,8	9,7
EVCA összes kockázatitőke-portfólió**	7,7	-3,9	6,5	5,2	8,9

\* Az EBRD-portfólió összevont év végi, alapkezelői díj, költségek és sikerdíj levonása utáni nettó hozama, ingatlanalapok nélkül, felszámolt alapokkal együtt.

\*\* Összevont év végi hozam, alapkezelői díj, költségek és sikerdíj nélkül.

\*\*\* Az EBRD által finanszírozott kockázatitőke-alapok portfóliójához hasonló összetétellel számolva a megfelelő időhorizonton.

Forrás: Cambridge Associates, EVCA, Bloomberg, EBRD; *EBRD* [2007], [2010].

Az *EBRD* [2006] tranzíciós jelentése részletesen is megvizsgálta 450, általa (is) finanszírozott 44 alap 1992 és 2005 között végrehajtott befektetését. Ezen alapok összes befektetésének összevont belső megtérülési rátája 19,7 százalék volt, míg ezek közül 20,5 százalékos volt azoknak a befektetéseknek a hozama, ahonnan a befektetők már teljesen kiléptek. Az összes befektetésre számított belső megtérülési rátának a befektetések méretével súlyozott átlaga 11,1 százalék volt, a már teljesen kiléptettekre számított pedig 7,7 százalék. A felmérés készítői szerint a FTSE index hasonló befektetéseinek átlagos belső megtérülési rátája 5,7, illetve 3,8 százalék volt, azaz a régiós befektetések hozama bizonyult magasabbnak.

A felmérés áttekintést nyújtott a régióban az egyes szektorok relatív jövedelmezőségéről is azon ügyletek hozammutatói alapján, ahonnan a befektetők már teljesen kiszálltak. A legjövedelmezőbb szektorok közé a régióban a pénzügyi szolgáltatások, a telekommunikációs és általában a csúcstechnológiai ágazatok tartoztak. Ezzel szemben más szolgáltatások (például a szállodai

és vendéglátás), valamint a kis- és nagykereskedelmi szektor alacsonyabb hozamokat produkált. A csúcstechnológiai befektetések általában kockázatosabbak voltak, amit a befektetők magasabb hozamkilátása ellensúlyozott. A befektetések nagyobb teljesítménye a sokkal összetettebb és technológiaintenzív szektorokban azt jelezte, hogy a kockázati tőke a régió országaiban ugyanolyan sikeres lehetett a finanszírozásban, mint a nyugat-európai és egyesült államokbeli befektetések esetében (EBRD [2006]).

Az EBRD által publikált adatok érdekes összefüggésekre mutattak rá, amikor a befektetések által elért hozamok alakulását a kilépési módok és a befektetések által érintett vállalkozások életciklusának függvényében együtt vizsgálták (13. táblázat). Azok a befektetők érték el a legjobb eredményeket a régióban 2006 decemberéig, amelyek az általuk kivásárolt cégeket szakmai befektetőknek adták el. Ezen ügyletek során a befektetők tőkéjüket megháromszorozhatták. A 2007 végéig összegzett hozamok ugyancsak e konstrukciók esetében voltak a legeredményesebbek, sőt addigra az ügyletek hozama három és félszeresére is nőhetett.

### 13. táblázat

Az EBRD által finanszírozott kockázati tőke-alapok 2006. december 31-ig, illetve 2007. december 31-ig mért hozamszorzója a portfóliócégek életciklusa és a kilépés módja szerint (az eredeti befektetés arányában kifejezve)

Megnevezés	A finanszírozott vállalkozások életciklusa		
	induló/ korai	terjeszkedési	kivásárlás/ másodlagos
2006. december 31-ig mért hozamszorzó			
Szakmai befektetőnek eladás	1,1	2,8	3,1
Tőzsdei értékesítés/másodlagos piaci eladás	1,9	2,5	2,7
Vállalatvezetőknek eladás	0,3	1,6	0,2
Egyéb	0,7	2,3	2,2
2007. december 31-ig mért hozamszorzó			
Szakmai befektetőnek eladás	1,94	3,25	3,55
Tőzsdei értékesítés/másodlagos piaci eladás	3,23	4,28	3,37
Vállalatvezetőknek eladás	0,62	1,84	1,81
Egyéb	2,33	1,95	2,49

Forrás: EBRD [2007], [2008] alapján.

2006 végéig ugyancsak jó eredményt – akár 2,5–2,8-szeres hozamot – tett lehetővé, ha a növekedési vagy kivásárlási szakaszban végrehajtott befektetést

szakmai befektetőknek, illetve a tőzsdén keresztül adták el. 2007 végéig a növekedési szakaszban vett és tőzsdén keresztül vagy ismételten kockázati tőkéseknek eladott cégeknél a hozam már 4,3-szeres volt, de a hasonló módon értékesített, ám korábban kivásárlás keretében, illetve korai szakaszban vett cégek esetében is jóval meghaladta az egy évvel korábbi hozamot. A legkevésbé jövedelmező üzlet a befektetők számára feltehetően mindkét időszakban az volt, ha a korai szakaszban végrehajtott befektetéseiket az érintett cégek vezetőinek adták el, hiszen ekkor kifejezetten veszteséget könyvelhettek el (*EBRD* [2007], [2008]).

A kockázati tőke-alapok finanszírozóinak a világ különböző földrajzi régióban elérhető hozamokkal kapcsolatos várakozásait 2007 februárja és áprilisa között – 81 jelentős befektető körében – vizsgáló felmérés szerint a befektetők a feltörekvő piacokon az észak-amerikai piacokhoz képest 5,4 százalékkal magasabb hozamot vártak el (*EMPEA* [2007]). A felmérésben szereplő befektetők az általuk finanszírozott alapoktól összességében 22,6 százalékos hozam elérését várták, míg az észak-amerikai alapok esetében a várt hozam csupán 17,2 százalék volt. A kockázati tőke-alapokat finanszírozó, 2007-ben megkérdezett befektetők a közép-kelet-európai régiótól és Oroszországtól 23,1 százalékos hozamot vártak, ami gyakorlatilag 5,9 százalékos többlethozamot jelentett az Egyesült Államokhoz képest. Ez a hozamkövetelmény az Ázsiában várt mértékkel egyezett meg, s Afrika után a második legmagasabb hozamigény volt. A nemzetközi pénzügyi válságot akkor még nyilvánvalóan nem sejtő válaszadóknak a 2007. évi felmérés idején még nem egészen kétharmada vélte úgy, hogy ezek a jelentősen magasabb hozamok még legalább öt évig megmaradnak (uo.).

Ezeket a hozamvárakozásokat messze túlteljesítette a 2008-ban már a régió legnagyobb alapját kezelő Mid Europa Partners, amely 2006-ot megelőző nyolc év során végrehajtott hét kiszállásával 40 százalék körüli belső megtérülési rátát ért el. Az Enterprise Investors által 2005-ben kezelt alapok is sikerrel működtek, mivel befektetőknek az összesen közel 200 millió dolláros befektetésre közel 300 millió dollár összeget fizettek vissza. Az egyebek mellett a Stolica, a Netia, az LPP, az Orange Romania és az Orange Slovensko cégekből kiszálló alap a befektetéseire vetítve egyaránt több mint háromszoros hozamot ért el (*Hart* [2006]).

A közép-kelet-európai piacot bemutató összeállításában az *EMPEA* [2006] néhány olyan konkrét kiszállásról is beszámolt, amelyek a befektetők számára igen pozitív eredményeket hoztak.

A Global Finance alap 1999. évi befektetése a román Sicomed gyógyszergyártóba, amelyet szakmai befektetőként a Zentiva gyógyszergyár vett meg, 6,4-szeres hozamszorozót és 55 százalék feletti belső megtérülési rátát eredményezett. A vétel

idején a Zentiva gyárat tulajdonló Warburg Pincus alap 2006-ban szintén szakmai befektetőnek, a Sanofi-Aventisnak adta el részesedését, amellyel 40 százalék feletti belső megtérülési rátát és 1 milliárd dollár feletti tőkejövedelmet ért el. A *Sormani* [2006] közlése szerint a Warburg Pincus összességében kilencszeres megtérülést ért el azzal, hogy az eredetileg 125 millió dolláros befektetésével összesen 1,2 milliárd dollárt kapott vissza. Első befektetésére még 1998-ban került sor, amikor megvette a néhány hónappal korábban privatizált Leciva 70 százalékát. 2003-ban a cég összeolvadt a Slovafarma céggel, s ezután Zentiva néven működött tovább. A Zentiva 2004-ben megvalósított tőzsdei bevezetésekor a Warburg Pincus még megtartott 54 százalékot a cégből, amit azután fokozatosan értékesített. Így az utolsó, 19,6 százalékos részesedését 2006-ban adta el a Sanofi-Aventis cégnek.

Egy másik, ugyancsak régióbeli jelentős kiszállás az Advent International kockázati-tőke-alap nevéhez fűződik. Az alapnak 2006-ot megelőzően három évig a Terapia román gyógyszergyár volt a tulajdonában, amelyet egy szakmai befektető, az indiai Ranbaxy Laboratories vett meg 324 millió dollárért. Az Advent közlése szerint a befektetés számára tízszeres megtérüléssel zárult. (A régióbeli kivásárlások közül elsőként az Advent vezette ki a tőzsdéről portfólióvállalatát, a Terapia nyilvános részvénytársaságot, amelynek tulajdoni részesedését 2003-ban vásárolta meg.). A Terapia még az 1997-es privatizálását követően került a román tőzsdére, ahol nem volt számára megfelelő a likviditás. Az Advent 44 millió dollárt fizetett a cég részvényeiért, s további 5,3 millió dollárt az ügylet költségeiért. 2005-ben az Innova Capital alap 11 százalékot adott el szakmai befektetőnek a tulajdonában lévő Polcard S.A. hitelkártyacégből, ez több mint 60 százalékos belső megtérülési rátát jelentett (*Sormani* [2006]).

A másodlagos kivásárlások, azaz az újabb kockázati-tőke-befektetőnek történő eladások jövedelmezőségére szolgáltatott adatot a Warburg Pincus által 2008-ban eladott Euromedic magyar egészségügyi szolgáltató, melyet az Ares Life Sciences és a Merrill Lynch Global Private Equity együtt vett meg, s amelynél az eladó saját-tőke-befektetésének háromszorosát érte el (*Unquote* [2008b]). A Terapia mellett a sikeres első tőzsdei megjelenés egy későbbi példája a New World Resources (NWR) cseh bányai vállalat 2008-as tőzsdei megjelenése, amelynek során a cég 1,1 milliárd font tőkéhez jutott a londoni, a varsói és a prágai tőzsdén. A Crossroads Capital és a First Reserve Corporation résztulajdonában lévő cég tőzsdei bevezetése a legnagyobb 2008-as európai tőzsdei megjelenés keretében hétszeres túljegyzést ért el (uo.). A *Private Equity Intelligence* [2006] szerint amikor az Enterprise Investors ugyancsak sikeres első tőzsdei megjelenés keretében 2004-ben eladta a Comp Rzeszów banki szoftvercégből lévő 50 százalékos részesedését a varsói tőzsdén, az ügylet 7,3-szeres hozamszorozót és 37,7 millió dolláros nettó bevételt hozott számára. A közölt adatok hitelességét nem vitatva, azt is meg kell állapítani, hogy a befektetők nyilván nem szívesen nyilatkoznak sikertelen befektetéseikről, viszont az alapok által az intézményi finanszírozóknak visszafizetett tőkét és profitot sikeres és sikertelen ügyleteik egyenlegeként számítják ki.

A régióbeli kiszállások sikerlistáját 2009-ben közlő *Mid Europa* [2009] összeállításában 17 cég esetében tüntette fel, hogy a befektető kiszállásakor hányso-

rosát nyerte vissza eredeti tőkájének. A listát 31-szeres hozamszorzóval a Czech On-Line cég vezeti, ahonnan a DBG alap szállt ki, amely eredetileg 6,4 millió euróval finanszírozta a céget. A második helyen 11-es szorzóval az Euronet áll, amely 8,8 millió eurót kapott három befektetőjétől, az EV, az Innova és az Advent alapoktól. Harmadik és negyedik helyen megosztva, egyaránt 10-10-szeres szorzóval áll az Advent által finanszírozott Terapia és az Euroventures által finanszírozott Uproar. A lista ötödik és hatodik helyének eléréséhez is 8-as hozamszorzót kellett produkálnia az Enterprise Investorsnak a Computerland és a Mid Europa alapnak a Karneval nevű cégénél. A listán ezután hat olyan befektetés szerepel, ahol a befektetők megötszörözték befektetett tőkájüket, majd pedig három olyan ügylet, ahol a tőke négyszeresét kapták vissza.

2008-ban gyorsan elszállt a kockázati tőke-befektetők más megtakarítási formáknál nagyobb hozamgeneráló képességébe vetett bizalom. Mind a befektetések, mind pedig a kiszállások végrehajtása a válság miatt rendkívül megnehezült, s a meglévő portfóliócégek tervezettnél további megtartása is csökkentette a kiszálláskor elérhető hozamokat. A válság hatására nehéz helyzetbe került cégek hitel-visszafizetési nehézségeit jól példázza a magyar BorsodChem esete, ahol a felvett hitelek törlesztési nehézségei már akkorák voltak, hogy a céget tulajdonló Permira kockázati tőke-alapnak át kellett engednie tulajdonrészét a Wanhua nevű konkurens kínai vegyipari cégnek. A válság szorítása a régióbeli befektetők számára csak 2010 második felére enyhült némileg. A Mid Europa ekkor adta el a lengyel Aster médiakommunikációs céget a szakmai befektetőnek számító UPC Polskának, amelynek 600 millió eurós eladási ára kétszeres szorzót jelentett az alap számára (*Unquote* [2011a]). A válság második hulláma várhatóan ismét megnehezíti a kiszállást a régióbeli cégekből.

## Következtetések

Kelet-közép-európai megjelenése óta eltelt két évtizedben a kockázati tőke megerősödött a régióban – szereplőit, működési mechanizmusát, funkcióját és hatékonyságát tekintve egyre jobban hasonlít a nyugat-európaihoz. Ugyanakkor jelenlétének jóval az európai átlag alatti szintje még mindig jelentős kiaknázatlan lehetőségre utal.

Az Egyesült Államok pénzügyeiről kiinduló válság megtörte az EU átlagához mért felzárkózási trendet. A régió belső növekedési források hiányában a külvilágnak finanszírozási és növekedési téren többszörösen kitett országai az általános visszaesés miatt elvesztették a növekedés motorjának számító exportbővülés lehetőségét, miközben versenyképességi szempontból is lemaradtak az EU fejlett tagállamaihoz képest. A recesszió közvetlen oka a kis és



nyitott országokban elsősorban a külső kereslet szűkülése – és ezzel párhuzamosan csökkenő külfölditőke-beáramlás – volt, amit a belső kereslet nem tudott ellensúlyozni.

A pénzügyi válság negatív hatása a régióbeli kockázati tőke-ügyletekben is érződött – annak ellenére, hogy e befektetéseket eredetileg is nagyobb óvatosság övezte, azaz nehezebb volt nagy összegű hitelekhez jutni, valamint magasabbak voltak a kamatok. A nemzetközi pénzügyi válság miatt a hitelből finanszírozott befektetések nagyon kockázatosak váltak, ezért a feltörekvő piacok, ezen belül a régió országai is hátrányba kerültek a fejlett piacokkal szemben. 2009-ben a régióban alig került sor új befektetési ügyletre, a kockázati tőke-alapok inkább csak meglévő portfóliócégekkel foglalkoztak. A válság kezelése a régió országaiban választott gazdaságpolitikai eszközök nem tértek el radikálisan egymástól. Bár a növekedés beindult, sok helyen a helyzet e téren csak a korábbi csökkenéshez képest vált kedvezőbbé, s a régió országainak nagy többségében továbbra is elmaradt a válság előtti szinttől.

A közép-kelet-európai kockázati tőke-ipar fejlődése 2010-ben ismét megindult, a régióbeli befektetések fellendültek, sok fejlesztést és terjeszkedést előmozdító finanszírozási ügylet mellett a kivásárlások, sőt a kiszállások is megkezdődtek. Mindehhez a válság előtt gyűjtött források nyújtottak lehetőséget. A tőkegyűjtés még várta magára. A finanszírozók számára a régió relatíve kis mérete némileg akadályozza az ide szakosodó alapokba történő befektetést, miközben a helyi finanszírozók jórészt továbbra is hiányoznak a térségben.

A kockázati tőke-befektetők számára jelenleg a régió piacát a fejlett piacok kockázata és a fejlődő piacokon elérhető növekedési képesség jellemzi. Ráadásul a térségben jelen lévő alapok többsége már igen nagy tapasztalatokat szerzett a régióbeli befektetések terén, így az alapkezelők megválasztása nem ütközik nagy nehézségekbe. A válság jelenlegi második hullámának lecsengése után a régió várhatóan nemcsak nagy növekedési lehetőséget, hanem stabilitást és biztonságot is kínál a finanszírozók számára. Az utolérési folyamat keretében a jelentős elkölthető jövedelmekkel rendelkező szakágazatokban a „vedd meg és építsd fel” stratégia, valamint a cégek növekedését, terjeszkedését serkentő befektetések terén kínálkozik sok lehetőség. A piacvezető cégek várhatóan a szerves fejlődésre és a vállalatfelvásárlásokra fognak koncentrálni.



# 7.

## Kockázati tőke Magyarországon

A piacgazdasági átalakulásban élenjáró magyar piac már az 1990-es évtized utolsó harmadában a külföldi tőkebefektetők kedvelt terepévé vált, majd az EU-csatlakozást követően különösen kedvező helyzetbe került. A válság begyűrűzéséig a régióba érkező tőke a magyar piacon is nagyságrendileg megnövekedett befektetésekre adott módot. A befektetések növekedése 2007 és 2009 között rendkívül felgyorsult, ugyanis a régió piaca profitált abból, hogy a nyugat-európai befektetések válság miatti megtorpanását a régió kockázati-tőke-piaca ekkor még nem érzékelte. 2009-től azonban a válság Közép-Kelet-Európában a korábbi években felhalmozódott jelentős összegű, még be nem fektetett tőke ellenére ugyancsak nagyon súlyos visszaesést okozott. A válság az egyébként is meggyengült magyar gazdaságot a régió egészénél is erőteljesebben sújtotta, a befektetések 2010. évi megtorpanása ezt a helyzetet tükrözi. Napjainkra a potenciális befektetők számára az ország kis mérete, a privatizációs lehetőségek kimerülése, a tőzsde alacsony likviditása, az ország nagyfokú eladósodása, a belföldi kereslet és a GDP lassú növekedése, s nem utolsósorban a kiszámíthatatlan gazdaságpolitika egyaránt visszatartó erő.

A magyarországi kockázati-tőke-ágazat fejlődését az ágazat sajátosságánál fogva viszonylag nehéz pontos adatokkal dokumentálni. Az ágazatban folyó hazai tevékenységről a rendszerváltást követő első évtizedben még nem folyt szisztematikus adatgyűjtés. A 2000-es évtized első kétharmadában az immár az ágazat résztvevői által is szorgalmazott adatgyűjtést a Magyarországon kockázati tőkét befektető szervezeteket tömörítő Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (MKME) végezte, majd 2008-tól ezt a funkciót egy megállapodás nyomán a befektetőket Európa-szerte képviselő *European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA*, az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület) vette át. Mivel mindkét szervezet adatgyűjtése a befektetők önkéntes adatközlésén alapul(t), így az adatok pontossága és teljes körűsége nehezen ellenőrizhető.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Az Európában megszokott gyakorlathoz hasonlóan 2007-től a magyarországi egyesület immár az európai adatbázisba bekerülő, a magyarországi befektetőket és ezek

Mindezek ismeretében a magyarországi kockázati tőke-ágazat fejlődésének dokumentálása szempontjából jelentős előrelépést hozott, hogy 2004-ben egy átfogó felmérés készült az 1989 és 2004 közötti időszakra vonatkozó magyarországi kockázati tőke-befektetésekről és kockázati tőke-kilépésekről, valamint az e piacon érdekelt szervezetek által összegyűjtött kockázati tőke nagyságáról (*Karsai–Baranyai* [2005]).<sup>2</sup> Majd 2011-ben egy újabb felmérés keretében sor került a korábbi adatok 2010-ig történő kiegészítésére (*Karsai* [2011]).<sup>3</sup> Mivel hasonló munka még a régió egyetlen kockázati tőke-piacáról sem készült, a magyarországi felmérés adatai a közép-kelet-európai kockázati tőke-piac fejlődése iránt érdeklődő elméleti és gyakorlati szakemberek számára egyaránt hasznosak lehetnek.

Az 1989 és 2010 között eltelt több mint két évtizedet vizsgáló adatgyűjtés 126, a magyar piac iránt (is) érdeklődő alap befektetéseit vette számba. Ezek (folyó áras adatok alapján) összesen több mint 20 milliárd dollár összegű tőkét kezeltek.<sup>4</sup> A magyarországi befektetésekre elvileg rendelkezésre álló közel 8 milliárd dolláros tőkékjükből az alapok közel 420 tranzakció keretében közel 3,7 milliárd dollárt fektettek be magyarországi székhelyű vállalkozásokba. A befektetések által érintett hazai cégek száma és az általuk kapott tőke értéke a fenti adatnál nyilvánvalóan magasabb volt.

---

portfóliócégeit érintő tőkegyűjtési, befektetési és kiszállási adatok feltöltésének csupán az előmozdításában és ellenőrzésében vesz részt, miközben az egyedi befektetési adatokhoz az adatközlők döntésétől függően fér hozzá. Az európai adatbázisban lévő adatok így üzleti szinten nem, csak aggregált módon állnak a rendelkezésre.

<sup>2</sup> E felmérés a magyar piac iránt érdeklődő 73 alap befektetéseit vette számba. Ezen alapok összesen 6,2 milliárd dollár összegű tőkét kezeltek, amelyből a magyarországi befektetésekre közel 2,6 milliárd dollárt szántak. A felmérés szerint a vizsgált 16 év alatt az említett összegből az alapok 269 befektetési tranzakció keretében közel 1,1 milliárd dollárt fektettek be magyarországi székhelyű vállalkozásokba. A felmérés keretében 143 befektetésből való kiszállás adatát sikerült regisztrálni, amelyek könyv szerinti értéke közel félmilliárd dollárt tett ki (*Karsai–Baranyai* [2005]).

<sup>3</sup> Az adatbázis aktualizálásához *Gömbös Natália*, az MKME ügyvezető titkára nyújtott rendkívül értékes segítséget. Módszertanilag az EVCA éves felméréseiben alkalmazott definícióit követő magyarországi adatgyűjtés két forrásra támaszkodott: a befektetők közléseire és az üzleti sajtóban megjelent hírekre. A felmérés három kérdéskörre terjedt ki: a befektetésekre rendelkezésre álló tőke forrásaira, a befektetések összegére és funkciójára, valamint a kiszállások technikáira. Az aktualizálás a 2005–2007 közötti évekre vonatkozóan az MKME tagjai körében évente készített saját felmérésének adatai, a 2008–2010 közötti évekre vonatkozóan pedig az EVCA PEREP\_Analytics adatbázisból származó adatok segítségével történt.

<sup>4</sup> A felmérés a kockázati tőke-alapok által gyűjtött és befektetett tőkét dollárban regisztrálta, tekintve, hogy a felmérés kezdő időpontjában még nem létezett az euró. A különböző devizában létrejött tranzakciók mindig az adott év átlagos középárfolyamán kerültek átszámításra.

Egyrészt mivel az adatbázisba csak a sajtó, valamint a befektetők közlése nyomán megismert ügyletek adatai kerültek bele, másrészt az iparág nem minden szereplője volt tagja az MKME-nek. A jelentősebb ügyletek nagyobb publicitása folytán azonban a felmérés alkalmas arra, hogy reális képet nyújtson az iparágban lezajlott folyamatokról. Az iparági szereplők becslése szerint az ágazat húszéves fejlődését áttekintő felmérésnek sikerült számba vennie a befektetésekreallokált tőke teljes összegét, a befektetések becsült volumenének kétharmadát és az ügyletszám megközelítőleg felét. Ennek megfelelően a vizsgált húsz év alatt 800-900 tranzakció keretében a magyarországi cégeknek nyújtott kockázati tőke megközelítette az 5 milliárd dollárt. A felmérés során sikerült regisztrálni több mint 180 kockázati tőke-kiszállás adatát, amelyek könyv szerinti értéke közel 900 millió dollárt tett ki. A befektetők hiányos adatközlése miatt a befektetésekből való kiszállások számbavétele azonban csak részlegesen sikerült, így ezen adatok csupán tájékoztató jellegűek.

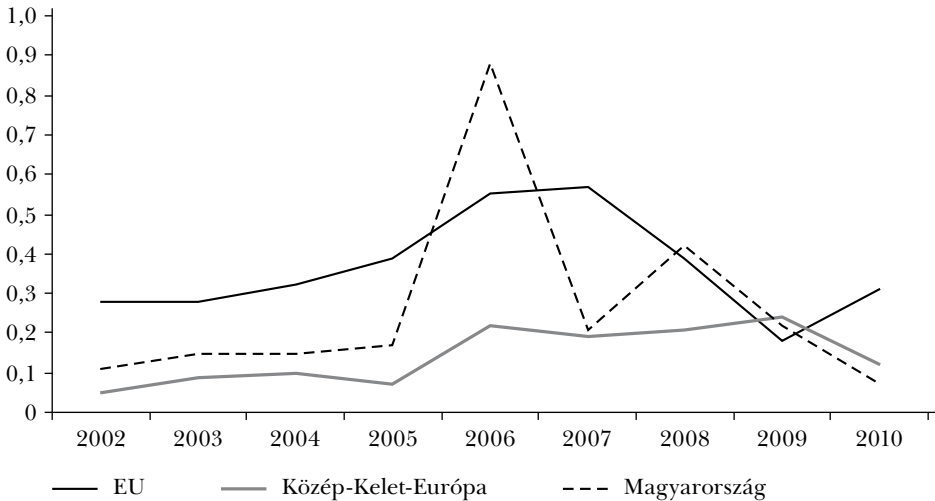
## A kockázati tőke jelentősége Magyarországon

A kockázati tőke-ipar jelentősége ellentmondásos. Európai összehasonlításban a magyarországi kockázati tőke-piac fontosságát jelzi, hogy az itteni befektetések GDP-hez viszonyított éves aránya alapján Magyarország nemcsak a régió belül, de az EU tagországai között is igen előkelő helyen szerepel. A kockázati tőke-befektetések GDP-hez viszonyított értéke a magyar piacon 2002 és 2009 között folyamatosan meghaladta a régióban mért arányt, sőt egy-egy kiugró befektetés révén 2006-ban és 2008-ban messze túlszárnyalta azt (*l. ábra*).<sup>5</sup> GDP-beli részarányát tekintve a magyar piac Európában 2006-ban az 5., 2007-ben a 9., 2008-ban a 6., míg 2009-ben a 10. helyet foglalta el. 2010-ben a válság és a gazdaságpolitikai bizonytalanság nyomán töredékére zsugorodó befektetési volumen már csak a 22. helyhez volt elegendő. Az előkelő helyezések értékelésekor azonban figyelembe kell venni, hogy egy-egy nagy összegű kivásárlás az éves befektetések összesített értékét nagyon nagy mértékben befolyásolja, miközben a GDP változására nincs ilyen hatással. Nemcsak a két nagyságrend jelentős eltérése miatt, hanem például azért sem, mert a befektetésben részesülő cégek tulajdonosainak székhelye sem feltétlenül található Magyarországon.

<sup>5</sup> 2006-ban például a BorsodChem Nyrt., 2008-ban az Euromedic cég kivásárlása „dobta meg” a kockázati tőke-befektetések adott évi értékét.

## 1. ábra

A kockázati tőke-befektetések a GDP százalékában Európában, Közép-Kelet-Európában és Magyarországon, 2002–2010 (százalék)



Forrás: EVCA [2004], [2005], [2011].

Az ellentmondásos értékelést az okozza, hogy a klasszikus kockázati tőke-finanszírozás nagysága alapján a magyar piac rendszerint az utolsó helyezettek között szerepelt Európában. A kivásárlások nélkül számolt magyarországi kockázati tőke-befektetések GDP-hez mért aránya az Eurostat adatai szerint 1998 és 2009 között mindössze a dotcom láz idején, 2001-ben ért el az európai részarány felénél is nagyobb hányadot, egyébként jellemzően annak még a tizedét sem tette ki.<sup>6</sup>

Az EVCA közép-európai szakértői csoportjának becslése szerint a közép-kelet-európai régióban 1989 és 2004 között mintegy 900 vállalkozás jutott kockázati tőkéhez (EVCA [2005a]). Azóta a finanszírozáshoz jutott cégek száma a régióban közel 1000-rel nőtt, így 2010 végére megközelítette a 2000 darabot

<sup>6</sup> Az informális kockázati tőke-befektetések terén még az intézményes kockázati tőke-befektetések esetében mértnél is nagyobb a magyar piac Európához viszonyított lemaradása. Tekintve, hogy az informális tőkebefektetések elsősorban a kezdő cégek pénzügyi szükségleteinek fedezésére szolgálnak, ez a relatív lemaradás összefüggésben állhat a vállalkozások fejlődésének későbbi fázisában jelentkező pénzügyi problémákkal (Szerb [2006]). Andrásfi és szerzőtársai [2009] szerint is a magvető tőke hiánya és az üzleti angyalok alacsony száma jelenti a magyar kockázati tőke-piac legnagyobb problémáját. A magyarországi üzleti angyalok számára vonatkozó becslések szerint az aktív üzleti angyalok száma nagyjából 2000 főre becsülhető (Kosztópulosz–Makra [2007]). Az informális kockázati tőke-befektetések hazai szerepéről részletesen lásd Makra–Kosztópulosz [2006].

(EVCA [2007–2011]).<sup>7</sup> Ennek alapján feltételezhető, hogy a húsz év során a régióban végrehajtott befektetések egynegyedére Magyarországon került sor.

A régióban előkelőnek számító hely ellenére európai összehasonításban messze elmarad a kockázati tőkében részesült hazai cégek nagyságrendje a nemzetközi átlagtól. Tekintettel az ágazat későbbi indulására, valamint arra, hogy a hazai tőkepiac kevésbé fejlett, nem meglepő, hogy amíg az EU-ban a kis- és középvállalkozások 6 százaléka hozta kapcsolatba tőkéjének növekedését kockázati tőke-alapokkal (EC [2005b]), addig Magyarországon a húsz év során kockázati tőkéhez jutó vállalkozások száma a kettős könyvvitelt vezető cégek mindössze 0,2 százalékát érte el. A kockázati tőkéhez jutó cégek számaránya a magyar gazdaságban tehát elenyésző. (Ebben szerepe van annak is, hogy a hazai kis- és középvállalati szektor túlnyomó része mikro-, ezen belül sokszor kényszervállalkozás.)

A kétezres évek első felében a tőkéhez jutás nehézségi fokát a világ országai-ban értékelő kutatás szerint Magyarország lehetőségei jelentős eltértek Európa más országaitól, illetve a világ egészétől is. Egy olyan ötös skálán, amelyen a legrosszabb vélemény értéke 1, a legjobb 5, a 2001–2004 közötti átlagot nézve a szakértők Magyarországon a hozzáférést kettesre osztályozták, míg Európában az átlag hármast volt, a világon pedig 2,9 (Szerb és szerzőtársai [2007]).

A kockázati tőke gazdasági jelentősége valójában az érintett cégek szám-aránya által jelzettnél jóval nagyobb, miután csak a *kiugró növekedési perspektívájú*, kifejezetten versenyképes vagy azzá tehető termékekkel, illetve szolgáltatásokkal rendelkező és kitűnő vezetői gárdával működő cégek számára kínál együttműködést. A klasszikus kockázati tőke-finanszírozás elsősorban az innovatív, induló és terjeszkedni kívánó vállalkozások esetében, míg a kivásárlások finanszírozása a már jelentős gazdasági erőt képviselő érett vállalatok tulajdonoscserejéhez kapcsolódó szerkezetváltás és regionális terjeszkedés elősegítésével fejt ki gazdaságfejlesztő szerepét.

A kérdés tehát inkább az, hogy a kockázati tőke iránt a hazai piacon mutató kereslet mennyire elégtették ki a befektetések. Szerb [2009] 2008-ban lefolytatott vizsgálata a teljes kis- és középvállalati szektor 0,25 százalékát találta képesnek arra, hogy kockázati tőkét befogadjon. Ennek megfelelően Szerb [2009] az intézményes kockázati tőke és az üzleti angyalok befektetései által figyelembe vehető piac nagyságát a kis- és középvállalatok körében mintegy 400–600 cégre becsülte.<sup>8</sup> A kockázati tőke kérdését elemzők lényegében egyetértenek abban, hogy a magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutását elsősorban

<sup>7</sup> 2005-re az EVCA nem közölte a finanszírozásban részesült régióbeli cégek számát. 2006-ban 147, 2007-ben 203, 2008-ban 196, 2009-ben 123, 2010-ben pedig 161 cég kapott kockázati tőkét (EVCA [2007]–[2011]).

<sup>8</sup> A sikeres középvállalatok felvásárlására specializálódott, Magyarországon is befektetéseket kereső egyik globális alap képviselője ezres nagyságrendűre becsülte a mérete alapján potenciálisan szóba jöhető magyarországi vállalatok számát (Vidovszky [2010]).

nem kínálati, hanem keresleti tényezők akadályozzák (Karsai [2000], [2007], [2009], Osman [2005], Oszkó [2011], Szerb [2006], [2009]). A kockázati tőke szélesebb körű elterjedését a magyar gazdaságban nemcsak annak hiányos ismertsége, a kereslet és kínálat, azaz a befektetők és ajánlatot kérők egymásra találását segítő szervezetek hiánya, illetve az érdekelt cégek befektetésre való éretlensége akadályozza, hanem a külső tőke bevonását tervező cégek nagy hányadának gyenge versenyképessége, elégtelen innovációja<sup>9</sup> vagy vezetőinek alkalmatlansága.<sup>10</sup>

*Makra és szerzőtársai* [2007] 95 hazai technológiaorientált vállalkozás vezetőinek körében végrehajtott kérdőíves felvétele szerint a szóban forgó cégek kétharmada már hallott az üzleti angyalok létezéséről, s több mint harmaduk ismerte ezt a forrásbevonási lehetőséget. A 95 cégből 21 vállalkozás már keresett is ilyen befektetőt, közülük öt cég sikerrel.<sup>11</sup> Az intézményes kockázati tőkét a hazai technológiai vállalkozások vezetőinek a fele ismerte. Az is jelzi, hogy a magyar piacon nehéz kockázati tőkéhez jutni, hogy a megkérdezett 95 hazai technológiaorientált vállalkozás közül az ezzel próbálkozó 22 cégből mindössze hatnak sikerült kockázati tőke-befektetőt találnia. E hat vállalkozás közül csupán egy jutott magánszektorbeli intézményes kockázati tőke-befektetőtől tőkéhez, a többi esetben a finanszírozó valamelyik állami háttérű kockázati tőke-szervezet volt (*Makra és szerzőtársai* [2007]).

A kockázati tőke-befektetéseknek a magyarországi cégekre gyakorolt hatásáról eddig két felmérés készült. Az első felmérés több mint 70 kockázati tőke-befektetés adatainak feldolgozása alapján azt állapította meg, hogy a kockázati tőkével finanszírozott cégek létszáma a finanszírozást követően csökkent, miközben a kettős könyvvitelű cégeké összességében bővült (Karsai [2000]).

<sup>9</sup> Magyarországon alig néhány ezer sikeres innovatív kis- és középvállalat működik, ami európai összehasonlításban szinte a legrosszabb helyezést okozza (Papánek [2010]). Még az innovatívnak tartott gazdasági ágazatokban, a tudásigényes szektorokban is csekély az innovatív kis- és középvállalkozások aránya (Inzelt [2011]). Az innovatív cégek összes magyarországi vállalkozáson belüli arányáról lásd részletesen Havas [2009].

<sup>10</sup> Jellemzően nem jöttek létre a nemzetközi piacon versenyképes, réseket betöltő és jelentős jövedelemtermelő és növekedési képességgel jellemezhető magyar cégek (Varga [2010]).

<sup>11</sup> A felmérésben szereplő technológiai vállalkozások annak fő akadályát, hogy az üzleti angyalok finanszírozása elterjedjen, a gazdaságpolitikai támogatás hiányában látták, valamint abban, hogy kevés az üzleti angyal típusú befektető. Megemlítették még a befektetőket tömörítő hálózatok hiányát, amelyek egyfajta közvetítő irodaként működhetnének. Az intézményes kockázati tőke igénybevételenek akadályai között a válaszadók igen önkritikusan főként saját korlátaikat említették. Első helyen ugyan az állami háttérű kockázati tőke-befektetők bürokratizmusát jelölték meg, a második és harmadik legfontosabb akadályozó tényezőként viszont már az üzleti tervek alacsony színvonalát, valamint a vezetői tapasztalatlanságot említették. A negyedik legfontosabb akadály szerintük a gazdaságpolitikai támogatás hiánya volt, ötödikként pedig a befektetők idegenkedése szerepelt a korai fázisú befektetésektől (*Makra és szerzőtársai* [2007]).



Nyilván ettől nem volt független, hogy a kockázati tőkében részesülő vállalkozások létszamarányos árbevétele az összes kettős könyvvitelű cég átlagához viszonyítva sokkal jobban javult. A cégek további sorsát tekintve 10 százalékuk bizonyult rendkívül sikeresnek oly módon, hogy megjelent a hazai vagy valamelyik külföldi tőzsdén, 20 százalékukat sikerült kedvező feltételekkel szakmai befektetőnek eladni, további 20 százalékuk sorsa biztató vagy még kérdéses volt a vizsgálat idején. Ugyanakkor a cégek fele gyakorlatilag csődbe ment.

A kockázati tőke hatását mérő másik vizsgálatot 2009-ben 680 cég körében végeztek el (*Szerb [2009]*). A vizsgálatba bevont cégek valamivel több, mint ötödében fordult elő üzleti angyal által nyújtott vagy intézményes kockázati tőke. A felmérés szerint a kockázati tőkével finanszírozott cégek versenyképessége lényegesen jobbnak bizonyult a kockázati tőkével nem finanszírozottakhoz képest. A foglalkoztatottak számának növekedése tekintetében gyakorlatilag nem volt különbség a kockázati tőkében részesülő és nem részesülő cégek között, azonban a legmagasabb növekedési kategóriában a kockázati tőkével finanszírozott cégek árbevétel-növekedése több mint duplája volt az anélkül működőkének. A cégek versenyképességét mérő tényezők közül pedig éppen a legkeményebb, a monopolhelyzet kialakítását leginkább lehetővé tevő tényezők – a termékek egyedisége, a technológia fejlettsége, illetve az innováció folyamatossága – terén mutatkozott a legnagyobb különbség a kockázati tőkében részesülők javára.

## A magyarországi befektetésekre rendelkezésre álló tőke

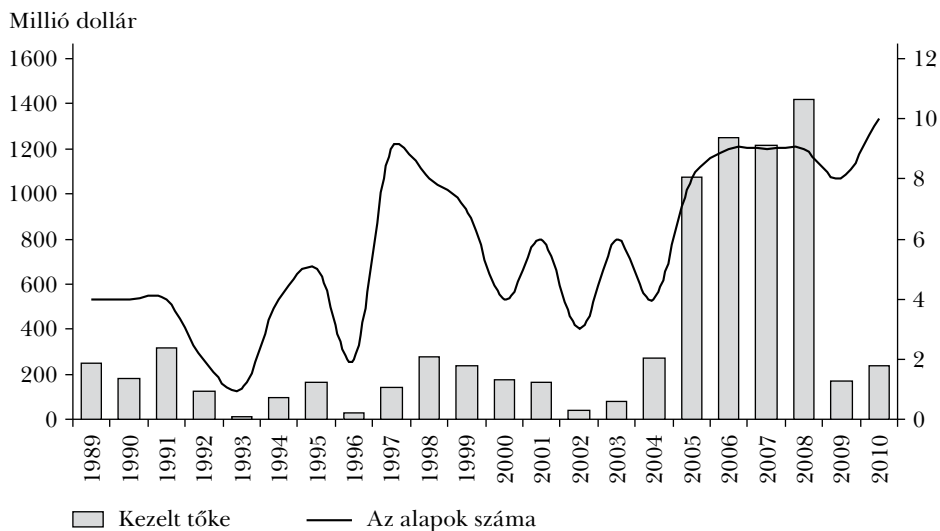
A MKME megbízásából készített felmérés (*Karsai [2011]*)<sup>12</sup> összesített eredménye szerint a vizsgált több mint két évtized során a magyarországi cégekbe kockázati tőkét befektetni szándékozó szervezetek évente átlagosan

<sup>12</sup> Az MKME adatbázisát a befektetők közlései, valamint az üzleti sajtóban megjelent hírek alapján állította össze, az EVCA éves felméréseiben alkalmazott definíciókat használva. Regisztrálta minden olyan kockázati tőke-alap, illetve befektetési társaság tőkéjét, amely magyarországi cégekbe kívánt kockázati tőkét fektetni. A befektetők tőkéjét a piaci megjelenés éve szerint tartotta nyilván, s az azonos befektetők által létrehozott újabb alapokat külön alapokként vette figyelembe. A befektetésre rendelkezésre álló tőke volumenét a befektetések földrajzi hatóköre, valamint a befektetők tőkéjének tulajdonosi megoszlása szerint regisztrálta. A földrajzi hatókör alapján az alapokat három kategóriába sorolta: globális, regionális, valamint országalapok. A globális alapok esetében a kezelt tőke összegét csupán a tényleges befektetések összegének megfelelő volumennel vette figyelembe. A regionális alapok esetében a kezelt tőke negyedét vette figyelembe. (A 2004-ig készült felmérés abból indult ki, hogy az iparági szakértők becslése szerint a befektetők rendszerint tőkéjük egynegyedét szánták magyarországi befektetésekre. Bár ez az arány a kétezres évek végére lecsökkent, a felmérés készítői nem változtattak a korábbi gyakorlaton.) Az országalapok esetében a felmérés a kezelt tőke teljes összegét figyelembe vette.

360 millió dollárt szántak magyarországi befektetésekre. Az összesen közel 8 milliárd dollár befektethető tőke allokálása azonban a két évtizedben nem volt egyenletes (2. ábra).

### 2. ábra

A Magyarország iránt érdeklődő kockázati tőke-alapok száma és magyarországi befektetésekre allokált tőkénének értéke, 1989–2010 (millió dollár)



*Megjegyzés:* az allokált tőke földrajzi hatókör szerinti számbavételi módját lásd a 12. lábjegyzetben.

*Forrás:* MKME.

Mivel a Magyarországon befektetett kockázati tőke közel 90 százaléka külföldi forrásból származott, a nagyobb önellátásra berendezkedett piacokhoz képest a magyar piac forrásellátását jóval sebezhetőbbé tette a külföldi tőkének való erős kitettség. Mivel a tőkeakkumuláció csak a rendszerváltás után indult fejlődésnek, így a magyarországi kockázati tőke-piac forrásellátásában a külföldi tőke szükségszerűen kitüntetett szerepet játszott. A külföldről érkező kockázati tőke az 1990 és 2010 között Magyarországon befektetett működőtőke átlagosan 6 százalékát tette ki. A rövid múltra visszatekintő magyar piacgazdaságban nyilván nem halmozódhatott fel jelentős tőke, s a befektetési alapok gazdaságos méretét is csak a külföldi befektetők érthették el.

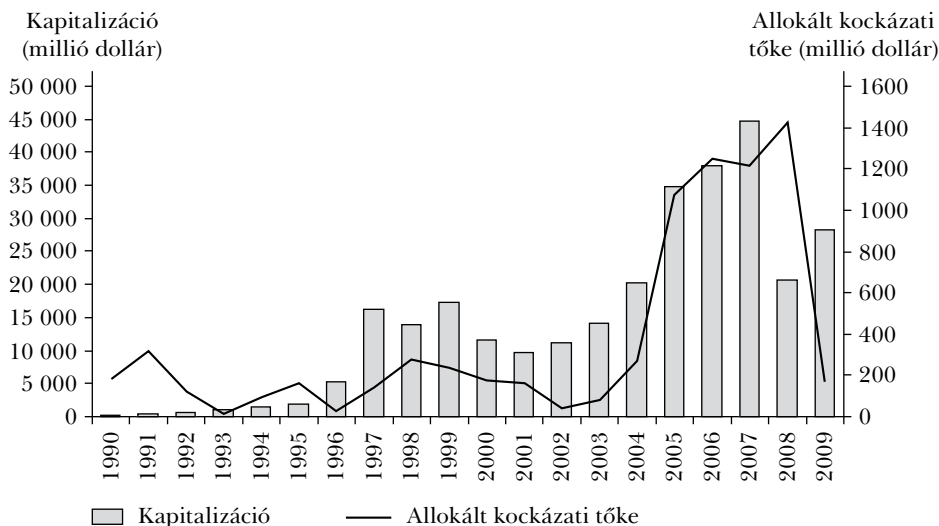
A magyar piacon megjelenő kockázati tőke-alapok által gyűjtött tőke volumene a nemzetközi tőkepiaci ciklusokat, valamint a hazai gazdaság növekedési ütemének változását követve ciklikusan ingadozott. A piacgazdasági fejlődésben a régióban élenjáró magyar piac már a 90-es évtized utolsó

harmadában a külföldi tőkebefektetők kedvelt terepévé vált, majd az EU-csatlakozás különösen kedvező helyzetet teremtett. A kétezres évek második felétől a válság begyűrűzéséig a befektetők által a régióbeli befektetésekre allokált tőke a magyar piac számára is nagyságrendileg megnövekedett befektetésekre adott módot.

A 3. ábra a tőzsdei kapitalizáció és a kockázati tőke befektetése céljából allokált tőke évenkénti alakulását mutatja be az elmúlt húsz évben. Jól látható, hogy a magyar piacra allokált kockázati tőke volumenének évenkénti alakulását elsősorban a tőzsdei befektetéseket is mozgató általános tőkepiaci megítélés határozta meg. Erre utal, hogy az összes befektethető tőke közel kétharmada 2005 után érkezett, amikor a magyar piac kedvelt célponttá vált.

### 3. ábra

A Budapesti Értéktőzsde kapitalizációja és a magyarországi cégekbe befektetni kívánó alapok által gyűjtött tőke értéke, 1990–2009 (millió dollár)



Megjegyzés: az allokált tőke földrajzi hatókör szerinti számbavételi módját lásd a 12. lábjegyzetben.

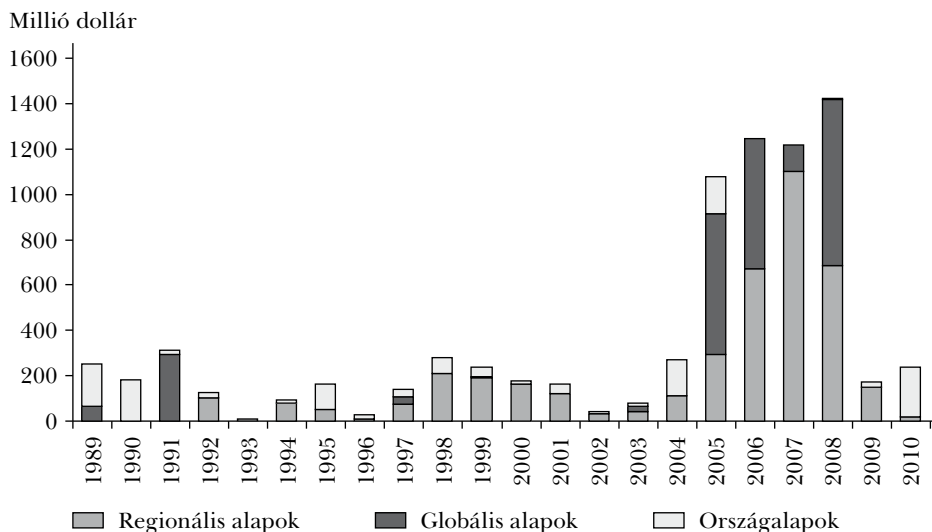
Forrás: Budapesti Értéktőzsde és MKME.

A befektethető tőke értékének alakulása a magyar piacon befektető alapok típusainak (lásd a 12. lábjegyzetet) átrendeződésében is tükröződik. Mivel a különböző regionális hatókörű alapok tőkeereje eleve nagyon eltért egymástól, így egyes csoportjaik térnyerése maga is jelezte a befektetésre allokált tőke változását. Míg a kizárólag a magyar piacon befektetni kívánó országalapok átlagos mérete a vizsgált húsz évben alig érte el a

30 millió dollárt, addig a regionális alapok által alokkált tőke ennek a dupláját is meghaladta. A globális szinten működő alapok magyar piacra szánt tőkéje pedig még ezt is jelentősen túlszárnyalva, átlagosan 200 millió dollár volt (4. ábra).

#### 4. ábra

A magyarországi cégek iránt érdeklődő kockázati tőke-alapok által gyűjtött tőke évenkénti alakulása az alapok földrajzi hatóköre szerint, 1989–2010 (millió dollár)



*Megjegyzés:* az alokkált tőke földrajzi hatókör szerinti számbavételi módját lásd a 12. lábjegyzetben.

*Forrás:* MKME.

A vizsgált időszak elején elsősorban a kizárólag magyarországi befektetésekre szakosodott országalapok jelentek meg a hazai piacon. A rendszerváltást követően, illetve a privatizáció megindulásakor a kormányközi alapok szerepe vált fontossá. Regionális alapok a közép-kelet-európai régióban viszonylag korán, már 1992-ben megjelentek a magyar piacon, s kis megtorpanásokkal mindvégig ezek játszották a tőkeellátásban a főszerepet. Az EU-csatlakozással megnövekedett bizalom a regionális alapok további térnyerésével járt. A kockázati tőke-ágazat kétezres évek második felétől beköszöntő rövid „aranykora” már néhány globális alap megjelenését is magával hozta. A magyar piacot 2008-ban elérő válság miatt visszaeső nemzetközi érdeklődés következtében a kétezres évtized legvégén ismét az országalapok jelentősége nőtt meg.

Az alokkált tőke eredete, azaz tulajdonosok szerinti megoszlása kihat a befektetési szervezetek motivációjára, méretére, kockázatvállalási hajlandó-

ságára, valamint megtérülési követelményeire.<sup>13</sup> A magyar piacon befektetni szándékozó alapok tulajdonosai között az állami részvétel erősödése a piacépítő, valamint a választásokhoz kapcsolódó bizalomerosztó motivációkat tükrözi, háttérbe szorulása pedig a piac érettségét, a tisztán profitszempon- tok térnyerését jelzi.

Az állam szerepvállalása elsősorban a kockázatitőke-ágazat létrejöttékor, a kétezres évek derekán, illetve az európai közösségi források 2009. évi megnyílását követően lett számottevő. A kezdeti időszakban a magyar piacra merészkedő finanszírozók tőkéje még túlnyomórészt kormányzati forrásból származott, s e szervezetek jelenlétükkel hozzájárultak a külföldi magánszférabeli befektetők bizalmának növeléséhez. Az állami források fele a vizsgált időszak elején érkezett, negyede az információtechnológiai boom lecsengése után, azaz a kétezres évtized első felében jelent meg a piacon. A hazai költségvetési forrásból származó állami források kínálata különösen 2004–2005-ben nőtt meg jelentősen, a kis- és középvállalatok kockázati tőkével való finanszírozásának fellendítését célzó állami intézkedések nyomán. Végül 2010-ben érkezett e piacra az állami források legújabb hulláma, amikor a megelőző hűs év összes állami forrásának több mint ötödével létrehozták a magántőkével közösen finanszírozott vegyes Jeremie-alapokat.

A kockázatitőke-ágazat fejlettségét, a piacgazdaság kiépítésében játszott fontos szerepét Magyarországon egyértelműen jelzi, hogy a vizsgált két évtized folyamán összességében a befektetésekre rendelkezésre bocsátott tőke 87 százaléka magánszektorbeli tőketulajdonosoktól érkezett a piacra.

Mivel a nemzetközi tapasztalatok szerint e piac forrásellátása elsősorban a magánszektorbeli intézményi megtakarítóktól, ezen belül is főként a nyugdíjpénztárak tőkeigényeitől függ, a piac e szereplőinek aktivitása a magyarországi befektetési képességet is jelentősen meghatározza. Az intézményi finanszírozók közül a helyi szereplők jelentőségét kiemeli, hogy az országok adottságait és aktuális piaci helyzetét a nemzetközi intézményeknél jobban ismerő, helyi intézményi finanszírozók részvétele a kockázatitőke-befektetésekből csökkentheti a piac kiterjedését a nemzetközi tőkepiaci ciklusoknak. A helyi megtakarításoknak a kockázatitőke-ágazatba történő bevonása azért is fontos, mert az induló és korai fázisban tartó ígéretes cégek finanszírozását is elsősorban a hazai székhelyű kockázatitőke-befektetők végzik (*Karsai* [2009]). A magyarországi befektetési céllal tőkét gyűjtő ala-

<sup>13</sup> Az alapok által kezelt tőke tulajdonosok szerinti vizsgálatában a felmérés az állami és a magánforrásból származó tőkét kezelő befektetőket különböztette meg. Az állami forrásból származó tőkét kezelő befektetők közé egyrészt a transznacionális nemzetközi szervezetek [EBRD, *International Finance Corporation* (IFC)] tőkéjét sorolta, másrészt azon külföldi és hazai befektetők tőkéjét, amely kizárólag költségvetési forrásokból származott. Vegyes alapok esetében az odaigért állami tőkerészt vette figyelembe.

pok magánszférabeli (vég)befektetőinek pontos intézményi összetételéről nem állnak rendelkezésre adatok. Az EVCA adatai alapján azonban tudható, hogy a régió egészébe befektető kockázatitőke-alapok tőkéjének legnagyobb hányada, 25-30 százaléka közvetlenül vagy esernyőalapok beiktatásával nyugdíjpénztáraktól érkezett, majd a kétezres évek végére ezen intézmények szerepe csak a válság hatására esett 10 százalék alá (*EVCA* [2011]). Feltételezhető továbbá, hogy a régióbeli tőkealapokba befektető nyugdíjpénztárak között igen alacsony volt a helyi nyugdíjalapok szerepe, tekintve, hogy az összes régióba befektetni kívánt tőkehányadnak csupán 1–3 százaléka származott régióon belüli forrásokból.

Ezek alapján ugyancsak valószínű, hogy a magyar piacra szánt kockázati tőkében is rendkívül alacsony volt a hazai intézményi befektetők részvétele. Nemcsak a tőkeakkumuláció és a pénzügyi kultúra fejlődésének időigénye miatt, hanem azért is, mert jogilag is csupán 2006 elejétől, azaz a tőkepiaci törvény módosításával nyílt lehetőség ezen intézmények belépésére a kockázatitőkepiacra.<sup>14</sup> Korábban a hazai intézményi finanszírozók megtakarításainak a kockázati tőkébe mint vagyonosztályba kerülését a törvényi előírások Magyarországon gyakorlatilag kizárták.<sup>15</sup> Az MTA Közgazdaságtudományi Intézetben 2009 nyarán lefolytatott kérdőíves felmérés (*Karsai* [2010b], [2010c]) szerint a magyarországi önkéntes és magánnyugdíjpénztárak körében egyértelműen pozitív volt a kockázati tőke megítélése. Két magánnyugdíjpénztár már végrehajtott ilyen jellegű befektetést, középtávon pedig a pénztárak kétharmada tervezte, hogy eszközeinek 1–3 százalékát ezen eszközcsoportba fekteti. Ez nagyságrendileg potenciálisan 150 milliárd forint friss tőke beáramlását tette volna lehetővé a kockázatitőke-ágazatba. 2011-re azonban a magyarországi kockázatitőke-befektetések finanszírozásának e potenciális forrása megszűnt, miután a magánnyugdíjpénztárak szabályozása oly módon változott meg,<sup>16</sup> ami a magán-nyugdíjpénztári tagok túlnyomó hányadának a társadalombiztosítási nyugdíjrendszerbe történő visszalépését kényszerítette ki.<sup>17</sup>

<sup>14</sup> Ekkor nyílt Magyarországon először lehetőség arra, hogy önkéntes és magánnyugdíjpénztárak pénztári eszközeik legfeljebb 5 százalékát Magyarországon bejegyzett kockázatitőke-alapok jegyeibe, illetve külföldön bejegyzett és a kibocsátás országában kockázatitőke-alapnak minősülő alap jegyeibe fektessék. (A tőkepiaci törvény módosítása kapcsán a kockázatitőke-alapok megváltozott szabályozásáról lásd *Banyár–Csáki* [2006].)

<sup>15</sup> A jogszabályi előírások a magyarországi kockázatitőke-piac legfontosabb állami szereplőjének, a Magyar Fejlesztési Banknak is csak 2007 nyarától tették lehetővé kockázatitőke-alapok által kibocsátott tőkealapjegyek megvételét.

<sup>16</sup> Lásd a nyugdíjpénztár-választás szabadságáról szóló, valamint a magán-nyugdíjpénztári befizetésekhez kapcsolódó 2010. évi törvénymódosításokat.

<sup>17</sup> A korábbi 2800 milliárd forintos magán-nyugdíjpénztári vagyomból csupán 234 milliárd forint maradt a magánnyugdíjpénztárak kezelésében.

## A magyarországi cégekbe fektetett tőke

A magyarországi kockázatitőke-piac 1989 és 2010 közötti időszakáról készült felmérésben szereplő 126 befektetési szervezet a vizsgált több mint húsz év során a magyarországi befektetésekre potenciálisan rendelkezésre álló 8 milliárd dolláros tőkéjének ténylegesen közel 50 százalékát fektette be, amikor közel 420 ügylet keretében 3,7 milliárd dollár értékű kockázati tőkét nyújtott magyarországi cégeknek.<sup>18</sup>

A gyűjtött és a befektetett tőke volumenének eltérését több tényező is magyarázza. A gyűjtött tőke számszerűsítésében eleve torzítást okoz, hogy a húsz évre vonatkozó felmérés a tőkeigérvények legnagyobb hányadát képviselő regionális alapok esetében a gyűjtött tőke negyedét tekintette a magyar piac számára potenciálisan elérhetőnek. A regionális alapok ugyanis nem határoznak meg előre kvótákat a befektetések célországára, az egyes piacokon történő befektetést mindig az aktuális befektetési ajánlatok közötti verseny dönti el. A húsz évre vonatkozó felmérés előfutárát jelentő, 1989 és 2004 közötti időszakra vonatkozó felmérés idején a magyar piac esetében a 25 százalékos arány még reális volt, azaz a magyar piac ekkor még jóval a földrajzi mérete feletti tőkehányadot vonzott. A kockázatitőke-ágazat infrastruktúrájának hazai kiépülése és az alapkezelők nagyobb jártassága ellenére a magyar piac regionális jelentősége idővel visszaszorult. A korábbi vezető pozíció megőrzését részben a gazdaságpolitika terén elkövetett hibák nehezítették, részben pedig olyan szükségszerűen bekövetkező pozícióvesztés, amit a privatizációs lehetőségek kimerülése, illetve a regionális terjeszkedés szempontjából vállalatátvételi célpontként szóba jöhető középvállalatok kis száma, illetve a piac relatíve kis mérete indokolt. Az el nem költött tőkét más oldalról az is magyarázza, hogy a regionális alapok tőkegyűjtésének zöme a válságot közvetlenül megelőző időszakra, azaz a térség „aranykorára” esett, így a tízéves élettartamú alapok rendkívül nagy összegű tőkéjének elköltésére még több év áll rendelkezésre akkor is, ha ez az időtartam már a befektetésekből történő tőke kivonást is magában foglalja.

A magyarországi kockázatitőke-befektetések nagyságára a nemzetközi tendenciák és a régió megítélésének változása mellett természetesen a magyarországi befektetési lehetőségek változása, az ezt segítő vagy éppen nehezítő hazai gazdasági környezet is nagy hatást gyakorol. Ez utóbbi megnyilvánul Magyarországnak a versenytárs poszt-socialista országok-

<sup>18</sup> A felmérés szemléletében az úgynevezett piaci elvet követte, azaz a finanszírozott cégek közül a magyarországi székhelyű vállalkozásokat regisztrálta, tehát nem a befektetők székhelyét vette figyelembe. A befektetések esetében az azonos céget érintő, különböző években végrehajtott második és további körben történő befektetéseket önálló befektetésként vette figyelembe.

hoz viszonyított helyzetében, valamint az egyes évek eltérő eredményeiben is. Egy-egy ország vonzerejében nagy szerepe van a kialakult intézményi mechanizmusnak – a jogszabályoknak és azok tényleges betartásának –, a vállalati kultúrának, de nem kevésbé az adottságok meghaladását lehetővé tevő gazdaságpolitikának. Míg a Magyarországon az 1989-ig fennálló tervgazdasági viszonyok definíciószerűen kizárták a kockázati tőke működési lehetőségét, a piacgazdasági átalakulás megindulása számos területen – így például a privatizáció, a vállalatok piaci és/vagy technológiai átstrukturálása, a vállalkozások indítása – kiváló lehetőségeket rejtett magában. Ezt a lehetőséget még markánsabbá és ígéretesebbé tette, hogy a magyarországi átalakulás azonnal világgazdasági nyitással, a globális folyamatokba való mind teljesebb bekapcsolódással járt együtt.<sup>19</sup>

A magyar piacgazdasági átalakulás lényegében 2004-ben, az EU-tagság elnyerésével fejeződött be. A 2010-ig eltelt két évtizedben a piacgazdaság kiépülésének és fejlődésének trendje nem egyenletesen, hanem ciklusokon keresztül érvényesült. A trend magában foglalja a piaci, termelési és tulajdonosi struktúra radikális átalakulását. A vizsgált éveket a gazdasági folyamatok és a követett gazdaságpolitika alapján elég jól körülhatárolható időszakokra lehet osztani. Ennek lényege, hogy a parlamenti választásokat megelőző élenkítő, a konfliktusokat lehetőség szerint kerülő, rövid távú népszerűsége törekvő s mindezek hatására egysúlyt vesztő gazdaságpolitikát a választások után rendszerint kényszerű kiigazítás követi. A ciklikusság – a különböző gazdasági és privatizációs folyamatok periodikus gyorsulása és lassulása – tehát részben belpolitikai okokkal függ össze (Karsai G. [2006]).

A választási gazdaságpolitika a választások évében a kiadások drasztikus növekedéséhez és esetenként az adóterhek csökkentése révén az államháztartási deficit megugrásához vezet. Ezt kényszerű konszolidáció követi. A választási években – 1994-ben, 1998-ban, 2002-ben és 2006-ban – volt a legnagyobb a hiány, amit a következő években kiigazítás követett.<sup>20</sup> A 2010. évi államháztartási hiány nem volt kiugró, sőt kisebb volt az előző évinél.<sup>21</sup>

<sup>19</sup> A magyarországi gyors privatizációt kezdettől kényszerré tette az árbevételre való ráutaltság, míg lehetőségét a vállalatok szocialista reformok révén kialakult viszonylagos alkalmazkodóképessége teremtette meg.

<sup>20</sup> A privatizáció ciklikussága is ehhez igazodott, a választások előtt a piaccal és a külföldi tőkével szemben mindig felértékelődik az állam szerepvállalása, a kimentések, az állami vagyon ingyenes vagy kedvezményes átadásának jelentősége. A költséges konfliktusenyhítést s ezzel a privatizáció lelassulását a választások után a veszteségforrások megszüntetése, a privatizációs bevételekre való ráutaltság, valamint a gazdaság versenyképességének és a gazdaságpolitika nemzetközi megítélésének javítása érdekében a privatizációs folyamat gyorsulása követi, javítva egyúttal a kockázati tőke-befektetők pozícióit.

<sup>21</sup> A 2010-ben távozó kormány kényszerű válságkezelése lehetőséget kínált a választási ciklikusság csökkentésére, a 2010-től alkalmazott „nem szokványos” gazdaságpolitika azon-



A ciklikusság a kockázatitőke-befektetések esetében is jól látszik. A magyar székhelyű cégeknek nyújtott kockázatitőke-befektetések 2006 kivételével mindig a választási években – 1994, 1998, 2002, 2010 – érték el mélypontjukat, a választási éveket követően pedig fellendülés volt tapasztalható. Ez a ciklikusság a befektetések számában és átlagos értékében egyaránt kimutatható. Míg a tőke befektetése szoros kapcsolatban van a választási évekkal, a tőke felajánlása a kockázatitőke-alapok számára már korántsem mutat ilyen szabályszerűséget. Ez érthető is, hiszen a tőkebevonás nagyságában nyilván nagyobb szerepe van a globális és regionális folyamatoknak, míg a konkrét befektetésekben inkább a hazaiaknak. Márpedig a választási években a gazdasági egyensúlyt rontó, a vállalati döntésekbe piacidegen módszerekkel beavatkozó, az exportlehetőségeket esetenként mesterséges felértékeléssel nehezítő, a privatizációs folyamatot fékező, sőt leállító döntések, a külföldi tőkét támadó retorika nyilvánvalóan elbizonytalanítja a befektetőket. Ugyanakkor a választásokat követő stabilizációs és reformprogramok<sup>22</sup> kifejezetten ösztönzik a tőkebefektetéseket, így a kockázati tőke befektetését is.

Az 5. ábra jól mutatja, hogy a rendszerváltás utáni jelentős összegű tőkegyűjtést követően az előkészítés időigénye miatt a befektetések csak három év késéssel indultak meg, majd 1993-ban – amikor már friss tőke alig érkezett – érték el első csúcspontjukat. Az 1994. évi kormányváltás évében újra megélenkülő tőkegyűjtés hatására a befektetések összege ismét növekedni kezdett, s 1997-ben kiugró értéket ért el. Annak ellenére, hogy a tőkeallokálás dinamikája 1998-ig növekedett, a befektetések 1998-ban – részben a kormányváltással járó bizonytalanság, részben pedig az orosz válság hatására – ismét visszaestek. A befektetők bizalmának visszatérését és az információtechnológiai boom kibontakozását követően a tőkebefektetések 1999-től erőteljesen nőttek, majd a technológiai boom kifulladására miatt 2001–2002-ben ismét visszaestek, illetve alacsony értéken stagnáltak. E folyamat 2003-ban, elsősorban a küszöbönálló EU-csatlakozás kapcsán vett ismét fordulatot. A befektetések növekedése 2007 és 2009 között rendkívül felgyorsult, s nagyságrendileg a korábbi évekhez képest többszörösére emelkedett. Ekkor a magyar piac – a régió egészéhez hasonlóan – elsősorban abból profitált, hogy a válság kitörése nyomán a nyugat-európai befektetések megtorpantak, ám a válság a régióra ekkor még nem terjedt át. 2009-ben azonban, amikor a válság már a régiós országokban is erőteljesen érződött, mind a tőkegyűjtési, mind pedig a befektetési kedv

---

ban ezt nem használta ki, így a 2011-ben meghirdetett Széll Kálmán-terv, majd a 2011-ben nyilvánosságra hozott 2012. évi költségvetés már ismét a ciklus elején szokásos szigorításokat tartalmazta.

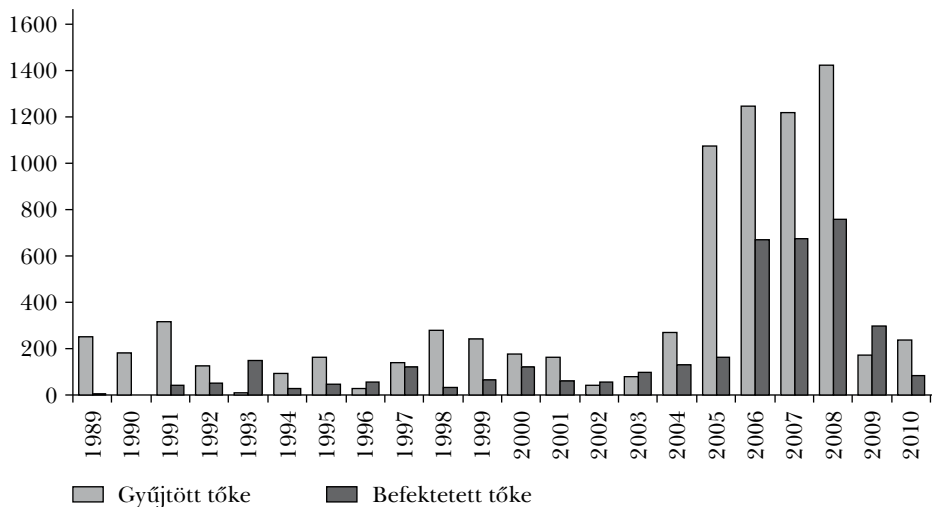
<sup>22</sup> Ilyen volt a Kupa-program 1991-ben, a Bokros-csomag 1995-ben, a második Gyurcsány-kormány kiigazító csomagja 2006-ban.

visszaesett. Ráadásul a válság az egyébként is meggyengült magyar gazdaságot a régió egészéhez képest is erőteljesebben sújtotta, ezt a helyzetet, valamint a kezdődő „nem szokványos” gazdaságpolitika következményeit tükrözi a befektetések régióon belül is kiugró mértékű 2010. évi megtorpanása.

### 5. ábra

A magyarországi cégek iránt érdeklődő kockázati tőke-alapok által gyűjtött és ténylegesen befektetett tőke értékének évenkénti alakulása, 1989–2010 (millió dollár)

Millió dollár



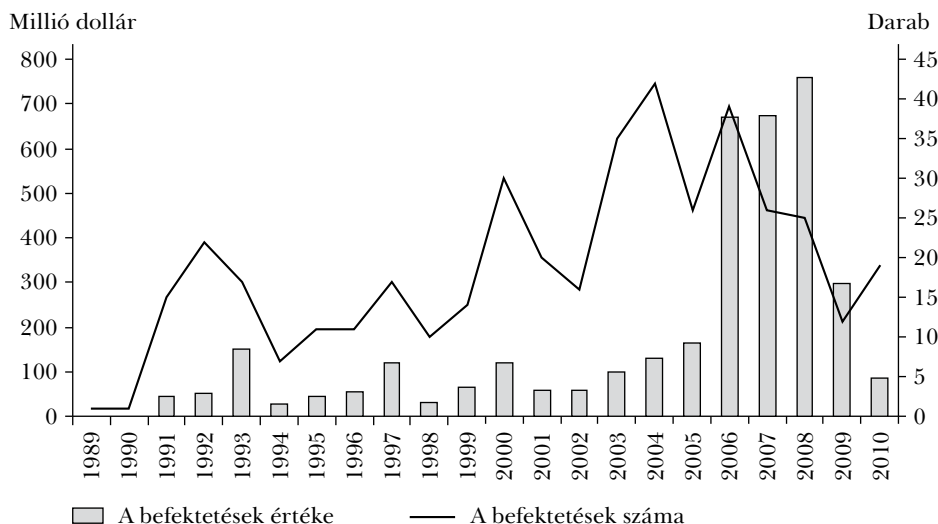
Forrás: MKME.

A befektetések értékének és a befektetési ügyletek számának megugrását eleinte a választásokot követő években lehetett megfigyelni, csupán a kétezres évtized fordulóján jelentkező technológiai buborék és a kétezres évtized utolsó harmadában tapasztalt befektetési boom, illetve az ezeket az időszakokat követő válság törte meg ezt a tendenciát. Míg a kilencvenes évtizedben a legnagyobb értékű befektetési ügyletekre a privatizáció kapcsán került sor, az internetboom idején már a sok kisebb technológiai ügylet együttes hatására nőtt meg a befektetések értéke. A kétezres évtized második felében a befektetések értékének jelentős megemelkedése rendszerint reorganizációra szoruló vagy a profiltisztítás miatt értékesített, nemzetközi tevékenységet folytató, érett cégeket érintő néhány nagy értékű kivásárlási ügyletnek tulajdonítható, miközben a tranzakciók száma egyre csökkent. 2010-ben, amikor a Jeremie-alapok befektetési megindultak, a befektetések száma ismét nőni kezdett, a befektetések értéke azonban a válság miatt elmaradó nagy értékű kivásárlások folytán továbbra is alacsony maradt. Az országba

érkező legnagyobb volumenű kockázati tőke (670 millió dollár) a válságot közvetlenül megelőzően 2008-ban került a magyar piacra, míg a legtöbb befektetési ügylet (42 darab) az állami szervezetek befektetései felélénkülésének köszönhetően 2004-ben született (6. ábra).

### 6. ábra

A magyarországi kockázati tőke-befektetések számának és értékének évenkénti alakulása, 1989–2010



Forrás: MKME.

A magyarországi vállalkozások közül az elmúlt több mint két évtized során évente átlagosan közel 19 cég kapott kockázati tőkét. A magyar vállalkozásokba fektetett kockázati tőke értékének évi átlaga közel 170 millió dollár volt, egy-egy cég így átlagosan közel 9 millió dolláros kockázati tőkében részesült. Az átlagos befektetési érték azonban jelentős eltéréseket takart az első 15, majd az azt követő hét évben, mivel az EU-tagsággal nagymértékben megnőtt a kockázati tőkeként átlagosan befektetett összeg. Míg a rendszerváltástól az EU-csatlakozásig, azaz 1989 és 2004 között eltelt időszakban az egyes tranzakciók során befektetett tőke éves átlaga alig érte el a 4 millió dollárt, az ezt követő évek befektetési átlaga ennek 4,5-szerese, azaz 18 millió dollár volt.<sup>23</sup>

Az egyes évek befektetési átlagának alakulását a befektetéseket végző alapok közötti átrendeződés is jelzi. A legnagyobb értékű befektetéseket a globális alapok hajtották végre, amelyek szerepe 2006-tól kezdve nőtt meg erőtelje-

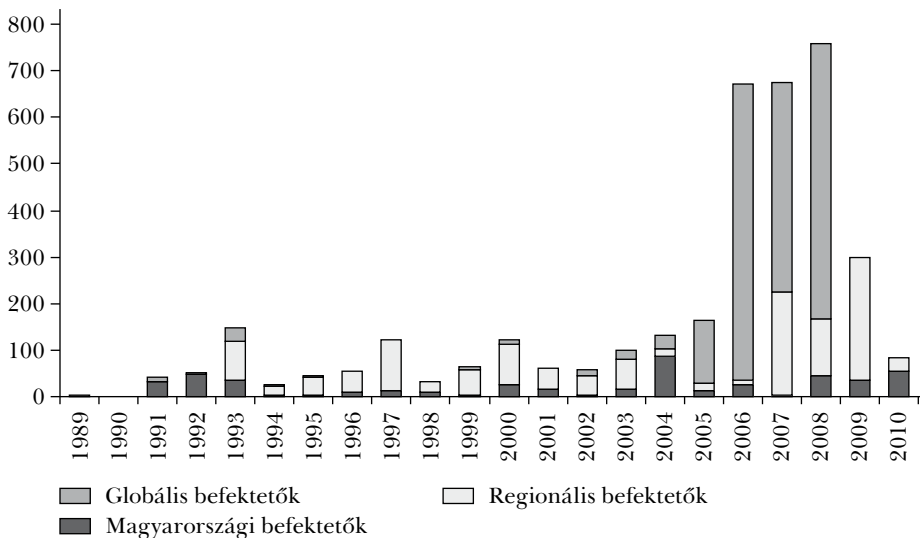
<sup>23</sup> Míg az 1989 és 2004 közötti időszakban átlagosan évi 17 cégbe fektettek kockázati tőkét, 2005 és 2010 között az éves befektetések száma már 24,5-re emelkedett.

sen, egészen a kétezres évek végén történt távozásukig. A regionális befektetők 1993-tól kezdve jóformán mindvégig meghatározó szerepet gyakoroltak a befektetések alakulására. A magyarországi országalapok jelentősége a vizsgált időszak elején, 2004-ben, majd az utolsó három évben érvényesült (7. ábra).

### 7. ábra

A magyarországi kockázati tőke-befektetések értékének évenkénti alakulása a befektetők földrajzi hatóköre szerint, 1989–2010 (millió dollár)

Millió dollár



Forrás: MKME.

A legtöbb – közel 270 – ügyletet a kizárólag a magyar piacon befektető szervezetek hajtották végre, amivel az összes befektetés számának közel kétharmadát képviselték. A kizárólag a magyar piaccal kapcsolatban álló szervezetek befektetéseinek a vizsgált időszakban mért nem egészen félmilliárd dolláros értéke a húsz év összes befektetési értékének 13 százalékát adta. A regionálisan befektető alapok által végrehajtott 120 ügylet az összes befektetési akció közel 30 százalékát tette ki. E szervezetek összesen közel 1,3 milliárd dollár értékű tőkét fektettek be magyarországi cégekbe, amivel az összes befektetés értékének több mint egyharmadát képviselték. A globálisan – azaz Európa egészében, illetve világszerte – befektető alapok ügyleteinek száma a magyar piacon nem érte el a 30-at, az összes ügylet számának 10 százalékát, miközben ezen alapok közel 2 milliárd dollár értékű befektetése tette ki az összes magyarországi befektetés értékének több mint felét. Mindebből már látható, hogy az eltérő földrajzi hatókörű befektetők által végrehajtott egyedi ügyletek

nagyságrendje is különbözött. A kizárólag a magyar piacon befektető szervezetek befektetéseinek átlaga még a 2 millió dollárt sem érte el, míg a regionális alapok befektetéseinek átlaga meghaladta a 10 millió dollárt, a globális alapoké pedig majdnem elérte a 70 millió dollárt. Az összes befektető által végrehajtott négy százalék meghaladó magyarországi ügylet átlagos értéke közel 9 millió dollárt tett ki (1. táblázat).

### 1. táblázat

A magyarországi kockázatitőke-befektetések számának és értékének megoszlása, valamint átlagos értéke a befektetők földrajzi hatóköre szerint, 1989–2010

Befektetők	A befektetések				
	száma	számának megoszlása (százalék)	értéke (millió dollár)	értékének megoszlása (százalék)	átlagos értéke (millió dollár)
Magyarországi	268	64,4	484,5	13,1	1,8
Regionális	120	28,9	1281,7	34,6	10,7
Globális	28	6,7	1940,4	52,3	69,3
Összes	416	100	3706,6	100	8,9

Forrás: MKME.

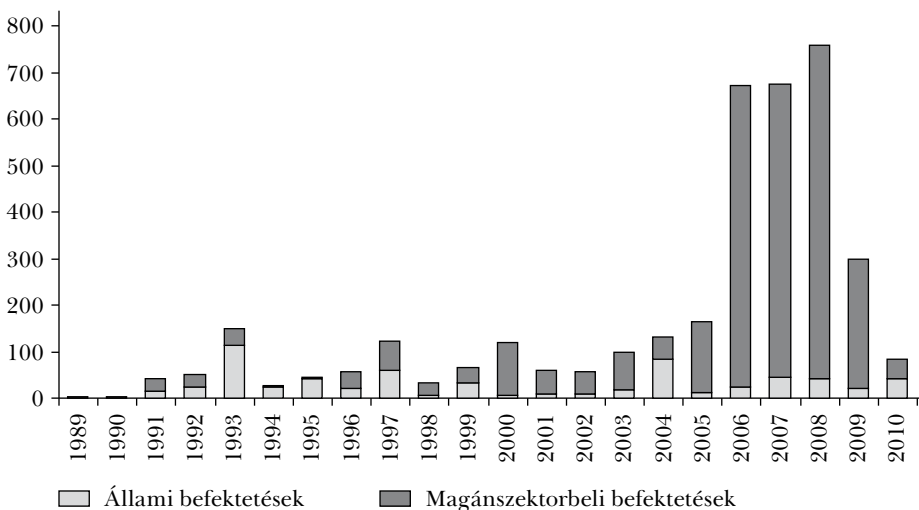
A magyarországi kockázatitőke-piacon az állami és a magánszektorból érkező tőkebefektető szervezetek egyaránt fontos, ám eltérő funkciót láttak el (8. ábra). Tevékenységükből adódóan átlagos befektetési méretük is különböző volt. Így az állami háttérű szervezetek egy ügylet keretében átlagosan 3 millió dollárt, a magánszektorbeli alapok pedig ötször ennyit, 15 millió dollár feletti összeget fektettek be. A vizsgált több mint húsz év során az állami háttérű befektetők-höz kötődött lényegében minden második ügylet. Mivel az állami háttérű szervezetek kizárólag a klasszikus kockázatitőke-befektetések terén működtek, s e tranzakciók a kivásárlásokhoz képest eleve sokkal kevesebb tőkét mozgatnak meg, így az állami tőkét befektető szervezetek magyar piacon befektetett közel 650 millió dollár értékű tőkéje az összes hazai befektetés értékének a számarányhoz képest jóval alacsonyabb, csak mintegy 18 százalékát képviselte.

Magánszektorbeli kockázatitőke-finanszírozók így a vizsgált két évtizedben az összes ügylet közel felével a befektetések értékének közel 83 százalékát adták (2. táblázat). A magánszektorbeli kockázatitőke-befektetők tőkéje a magyar piacon főként az ezredforduló utáni években vált meghatározóvá (kivételet 2004 és 2010). A magánforrásból származó tőke térnyerése a magyarországi kockázatitőke-piac fejlődéséről tanúskodik, azaz arról, hogy a piacgazdaság kiépülésével a tőkepiac e szegmense is kifejlődött, s hasonlatossá vált más fejlettebb piacokhoz.

## 8. ábra

A magyarországi kockázati tőke-befektetések értékének évenkénti alakulása a befektetők tulajdonosi háttere szerint, 1989–2010 (millió dollár)

Millió dollár



Forrás: MKME.

## 2. táblázat

A magyarországi kockázati tőke-befektetések száma, értéke, valamint átlagos mérete a befektetők tulajdonosi háttere szerint, 1989 és 2010 között összesen

Befektető	Befektetések				
	száma	számának százalékos megoszlása	értéke (millió dollár)	értékének százalékos megoszlása	átlagos értéke (millió dollár)
Állami hátterű	218	52,4	648,7	17,5	3,0
Magánszektorbeli	198	47,6	3058,0	82,5	15,4
Összes	416	100	3706,7	100	8,9

Forrás: MKME.

2002 óta az állam, érzékelve az induló és korai fázisban tartó magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutási nehézségeit, költségvetési források felhasználásával egy sor kockázati tőke-társaságot, illetve -alapot hozott létre (Karsai [2002b], [2004b], [2006b]). Az állami befektetőszervezetek aktivizálódása nyomán 2004-ben új tendenciaként a magyarországi kockázati tőke-piacon az állam egyre erősebb szerepet vállalt a viszonylag kisebb vállalkozások finanszírozása terén. E piaci szegmensben a technológiai boom kifulladására

óta a magánforrásból származó kockázati tőke alig működött, azaz a magán-szektor kisebb összegű kockázati tőke-projektjeinek helyét az állami tulajdonú társaságok finanszírozási akciói vették át. Vagyis Magyarországon az állami forrásból származó kockázati tőke nem kiegészítette, hanem helyettesítette a magánbefektetőket (uo.). Az állami finanszírozók leginkább a cégek fejlődésének szakaszát finanszírozták, s jellemzően a hagyományos ágazatokat részesítették előnyben, azaz az állam erőteljesebb szerepvállalása lényegében érintetlenül hagyta a csúcstechnológiai szektorokat (Karsai [2006b]).

Intézményi oldalról a kockázati tőke-piacra szánt költségvetési források befektetésére a kétezres évek utolsó harmadáig a magyar kormány azt a – nemzetközi gyakorlatban ma már kivételesnek számító – megoldást alkalmazta, hogy a kizárólagos tulajdonában álló befektetési társaságok és kockázati tőke-alapok saját vezetőik döntése alapján kiválasztott cégekbe közvetlenül maguk fektették be a tőkét. Az állami háttérű befektetők nem a piacon szokásos hozamkövetelményeket támasztották a portfóliójukba választott cégekkel szemben, s a befektéseikből történő kiszállást sem a kockázati tőkések megszokott módján bonyolították le. Valójában a tőkebefektetést burkoltan hitelnyújtássá változtatták azokban a szerződésekben, amelyeket a finanszírozott cégekkel kötöttek. Ez merőben eltért nemcsak a magánszektorbeli szereplők, de az állami kockázati tőke-befektetések nemzetközi gyakorlatától is. Az állami befektetők Magyarországon deklaráltan nem kívántak részt venni a finanszírozott vállalkozások irányításában, csupán azok ellenőrzését tartották fontosnak.<sup>24</sup>

2010-ben a Jeremie-alapok<sup>25</sup> megjelenésével az állam a közvetlen tőkebefektetés mellett a nemzetközi gyakorlatban már bevált, hibrid alapokon keresztül is részt kívánt venni a magyarországi vállalkozások kockázati tőke-finanszírozásában. A Jeremie-alapok működésük első évében befektetéseikkel már a magánszektorhoz hasonló súlyt értek el, amikor a válság és a gazdaság fejlődésének bizonytalanná válása miatt a piac többi szereplőjének érdeklődése megcsappant a magyarországi befektetések iránt. A Jeremie-alapok révén az állam első ízben próbálkozott meg azzal, hogy a magánszférában működő-

<sup>24</sup> Ezzel az állami kockázati tőkében részesülő induló és korai fázisban tartó innovatív cégek éppen attól a tőkén kívül kapható, esetenként rendkívül fontos segítségtől estek el, amelyet a befektetők a siker érdekében nyújthatnak többek között a cég stratégiájának kidolgozásában, a további finanszírozás biztosításában, a megfelelő szakmai kapcsolatrendszer kiépítésében, avagy a vezetőség kialakításában (Karsai [2002], [2004], Kosztópulosz–Makra [2004], Makra [2006] és Szerb [2006]).

<sup>25</sup> A *Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises (Jeremie)* program keretében 2009 végén nyolc tőkealap-kezelő nyert el összesen 31,5 milliárd forint értékű közösségi forrást, forrásaikat 2013-ig helyezhetik ki. Ezt az általuk magánszektorbeli befektetőktől összegyűjtött további 30 százaléka, azaz 13,4 milliárd forint összesen 44,9 milliárd forintra egészítette ki. A létrehozott 4 és 7,4 milliárd forint közötti tőkét kezelő alapok forrásaikat 2013-ig helyezhetik ki.

dő kockázati tőke-alapokat az állam által preferált vállalkozások felé terelje.<sup>26</sup> Azaz azzal, hogy a létrejövő új alapok a magánszektor által alig és az állami szektor által korábban szintén kevésbé preferált innovatív, kisméretű, induló cégek finanszírozására vállalkozzanak. Az állami célok elérése érdekében az állami ösztönzés a tőke-hozzájáruláson kívül abban is megnyilvánult, hogy befektetőként az állam a magánszektorbeli alap többi befektetőjével a költségeket és a hozamokat nem arányosan osztotta meg.

Az állami és a magánforrások társulásával létrejövő hazai kockázati tőke-befektetések jelentős változást képviselnek a kizárólag állami kezelők által kezelt, állami forrásból származó alapok nem piaci körülmények közötti befektetéseihez képest. Ez azonban nem jelenti azt, hogy a korábbi gyakorlat alkalmazása megszűnt volna. Ezt egyaránt jelzi a 2011-ben kizárólag költségvetési forrásokból 14 milliárd forinttal létrehozott állami Széchenyi Tőke-befektetési Alap (*Kisvállalkozásokat ment meg...* [2011]), valamint a hároméves szünet után 2011-ben 5 milliárd forint kihelyezését tervező MFB Invest Zrt. tevékenységének aktivizálódása (*Újra vállalkozói partnereket...* [2011]).

A kockázati tőke-befektetések funkcióját az határozza meg, hogy a finanszírozott vállalkozások fejlődésük mely fázisában jutnak a befektetők tőkéjéhez. A kockázati tőke befektetőitől a magyarországi vállalkozásokhoz érkező tőke az elmúlt húsz évben párhuzamosan többféle funkciót is betöltött. Tőkét biztosított a cégek indulásához és korai stádiumbeli fejlődéséhez. Előmozdította a cégek terjeszkedését, azaz elősegítette expanziójukat és megerősödésüket. A már érett, megállapodott cégek számára pedig ahhoz biztosított tőkét, hogy e vállalatok nemzetközivé válhassanak, sor kerülhessen náluk reorganizációra, avagy tulajdonosi körük megváltozzon (9. ábra).

Míg európai összehasonlításban a korai szakaszban nyújtott tőke aránya a magyar piacon relatíve alacsony volt, a kivásárlások finanszírozása az összes befektetésen belül az európainál is nagyobb jelentőségre tett szert. Az egyes funkciók súlya a vizsgált két évtized során jelentősen módosult, azaz az egyes funkciók finanszírozása korántsem volt egyenletes.

Mindez azt eredményezte, hogy a különböző életciklusban tartó vállalkozások nem rendelkeztek egyenlő tőkebevonási eséllyel a magyar piacon. A vizsgált húsz év egészében a finanszírozott magyarországi cégek életciklusát tekintve – régióbeli társaikhoz hasonlóan – az expanzív szakasz finanszírozása volt a leggyakoribb (3. táblázat). Ezt támasztja alá, hogy terjeszkedési célú befektetések képviselték a hazai befektetési ügyletek számának közel 60 száza-

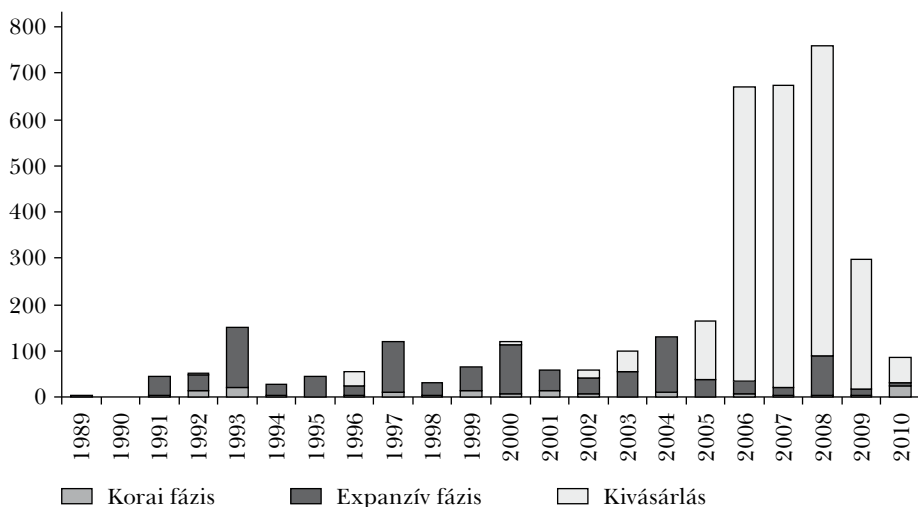
<sup>26</sup> A 2007-ben elindított Jeremie-konstrukció alapján 2010-ben tevékenységét megkezdő nyolc Jeremie-alaphoz képest már 2008-ban sor került egy olyan tőkealap felállítására is, amelyet az állami tulajdonú Magyar Fejlesztési Bank egy japán magánszektorbeli befektetővel közösen hozott létre 100 millió euró tőkével.



## 9. ábra

A magyarországi kockázati tőke-befektetések értékének évenkénti alakulása a finanszírozás funkciója szerint, 1989–2010 (millió dollár)

Millió dollár



Forrás: MKME.

lékát, értékének pedig közel 30 százalékát. A cégek fejlesztését szolgáló befektetések értéke így eltörpült a cégek alig 10 százalékának nyújtott kivásárlások mellett, amelyek a húsz év során 2,5 milliárd dollárral a befektetések több mint kétharmadát képviselték.

## 3. táblázat

A magyarországi kockázati tőke-befektetések száma, értéke, valamint átlagos mérete a finanszírozás funkciója szerint, 1989 és 2010 között összesen

Fázis	Befektetések				
	száma	számának százalékos megoszlása	értéke (millió dollár)	értékének százalékos megoszlása	átlagos értéke (millió dollár)
Korai	132	31,7	147,0	4,0	1,1
Expanzív	246	59,2	1037,3	28,0	4,2
Kivásárlási	38	9,1	2521,8	68,0	66,4
Összes	416	100	3706,1	100	8,9

Forrás: MKME.

A korai életszakaszban nyújtott kockázati tőke által felkarolt cégek aránya ugyan majdnem harmadát képviselte a finanszírozásban részesített vállalko-

zásoknak, ám e funkció ellátására a befektetők arányosan kevés tőkét fordítottak, s ez magyarázza, hogy az induló cégekhez kerülő tőke az összes befektetett tőkének még az 5 százalékát sem érte el (10. és 11. ábra). Az induló cégek egy ügylet keretében jellemzően 1 millió dollárt, míg a terjeszkedési szakaszban tartók átlagosan több mint 4 millió dollárt kaptak befektetőiktől. A kivásárlások a klasszikus kockázati tőke-befektetésekhez képest nagyságrenddel nagyobb, azzal össze sem hasonlítható volument képviseltek, hiszen ezen – Európában még így is viszonylag kicsinek számító – ügyletek átlagos értéke a magyar piacon meghaladta a 66 millió dollárt.

Legnagyobb súllyal 1992-ben, 2001-ben és 2010-ben került sor korai fázisú befektetésekre, míg a terjeszkedési szakasz finanszírozása 2004-ig jóformán folyamatosan a legnagyobb súlyt képviselte. Ettől kezdve, bár az ügyletek számát tekintve e tranzakciók továbbra is megőrizték vezető szerepüket, a befektetések súlypontja a nagy értékű egyedi kivásárlási tranzakciók miatt átkerült a kivásárlásokra.

A kockázati tőke-befektetések gazdaságfejlesztő hatása elsősorban abban a szektorban érvényesült, ahol a befektetések által érintett cégek működtek. A húsz év során Magyarországon végrehajtott kockázati tőke-befektetések mind gyakoriságukat, mind pedig volumenüket tekintve igen erőteljesen néhány szakágazatban koncentráálódtak.

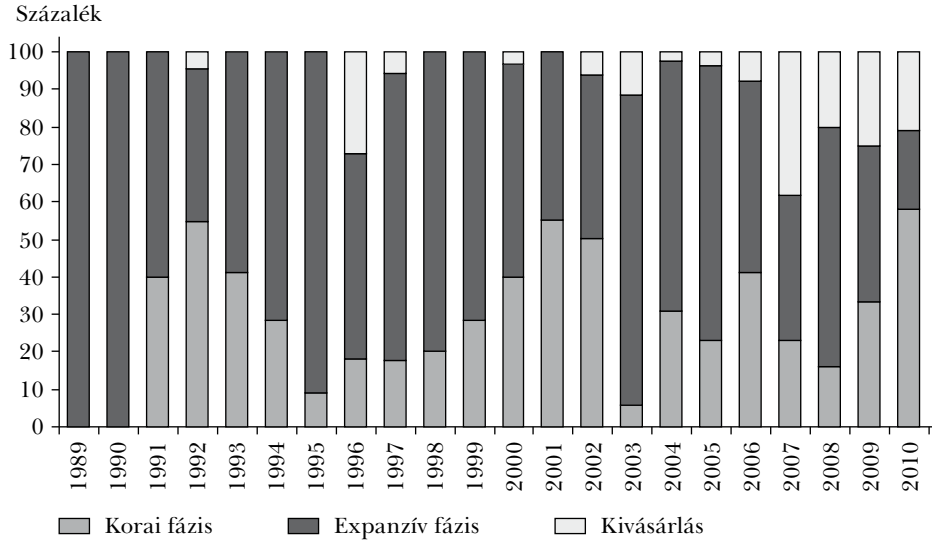
Magyarországon az elmúlt két évtizedben a legnagyobb számban kockázati tőke-befektetésre – közel azonos, 20 százalékos arányban – a kommunikációs és a fogyasztási cikkek előállításával és szolgáltatásával kapcsolatos szakágazatokban került sor.<sup>27</sup> E két területre irányult az összes befektetési tranzakció számának közel 40 százaléka. A befektetések értékét tekintve még a számarány esetében tapasztaltnál is nagyobb koncentráció figyelhető meg. A húsz év során végrehajtott magyarországi kockázati tőke-ügyletek értékének közel felét két szakágazat, a vegyipari, valamint a gyógyászati/egészségügyi befektetések tették ki.

Az átlagos tőkebefektetési érték azon szektorokban haladta meg az összes befektetés átlagát, ahol kivásárlásokra került sor, míg azokban a szektorokban, ahol a cégek zömmel indulásukhoz, illetve életük korai szakaszában kaptak kockázati tőkét, a befektetések átlagos értéke jóval alacsonyabb volt. A vizsgált két évtizedben közel 950 millió dollár jutott nyolc ügylet keretében a vegyiparnak, így e szakágazatban alakult ki a kiugróan legmagasabb (118 millió dollár)

<sup>27</sup> A kockázati tőkében részesülő cégek között a fogyasztási cikket előállító és szolgáltató vállalkozások gyakori előfordulása alátámasztja a gyorsan növekvő magyar vállalatok iparági előfordulását 2000 és 2008 között vizsgáló *Békés–Muraközy* [2011] kutatási eredményét, amely szerint a magyar „gazellák” tevékenysége nem korlátozódik a csúcstechnológiai szektorra.

## 10. ábra

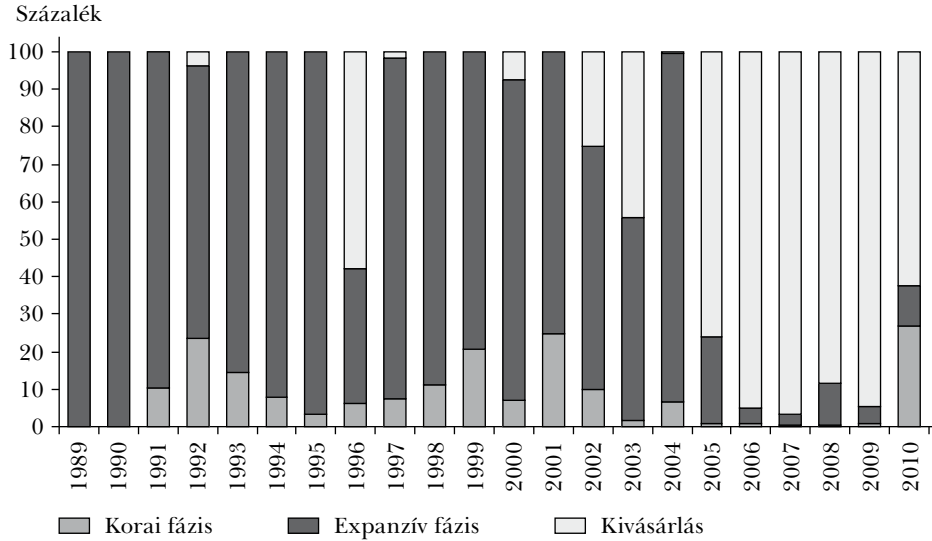
A magyarországi kockázati tőke-befektetések számának évenkénti megoszlása a finanszírozás funkciója szerint, 1989–2010 (százalék)



Forrás: MKME.

## 11. ábra

A magyarországi kockázati tőke-befektetések értékének évenkénti megoszlása a finanszírozás funkciója szerint, 1989–2010 (százalék)



Forrás: MKME.

átlagos befektetési érték. A gyógyászat/egészségügy területén működő cégek 35 tranzakció során közel 870 millió dollár befektetéshez jutottak, ami esetükben 25 millió dolláros átlagos befektetési értéket eredményezett. A befektetések értékét tekintve a harmadik legtöbb tőkét kapó szakágazat a kommunikáció volt. E szakágazat viszonylag sok, több mint 80 tranzakció során 700 millió dollárt meghaladó tőkét kapott, így az átlagos befektetési méret e szakterületen közel 9 millió dollár volt. A fogyasztási cikket előállító és a pénzügyi szolgáltató szektorban működő magyarországi cégeket egyaránt közel 300 millió dollárral finanszírozták kockázati befektetők. Mivel azonban a két szakágazat közül a fogyasztási cikket előállító cégek sokkal többször részesültek befektetésben, így az e szektorban tőkéhez jutó közel 80 cég egy-egy ügylet keretében átlagosan közel 4 millió dollárnyi befektetést kapott, míg az a közel 30 cég, amely a pénzügyi szolgáltatások területén működött, tranzakciónként ennél jóval magasabb, 10 millió dollárnál is nagyobb befektetésben részesült. Szintén viszonylag nagyobb egyedi ügyletekre került sor a szállítás területén, ahol 12 cég közel 200 millió befektetést kapott, s ezzel e szektorban az egy ügyletre jutó befektetési érték meghaladta a 16 millió dollárt (4. táblázat).

A finanszírozott cégek életciklusát és szakágazatát 1989 és 2004 között együtt vizsgálva kirajzolódik, hogy a kockázati tőke a magyar gazdaság mely szektoraiban pontosan milyen szerepet töltött be.<sup>28</sup> A legtöbb korai fázisban tartó cég finanszírozására a kommunikációs és a számítástechnikai ágazatban került sor. Értékben ugyanakkor a korai fázisú vállalkozások közül a fogyasztási cikkek, a kommunikáció és az egyéb feldolgozóipar területén működők kapták a legtöbb tőkét. A fejlődésük terjeszkedési szakaszában legnagyobb számban tőkéhez jutó vállalkozások legnagyobb arányban ugyancsak a kommunikáció, valamint a fogyasztási cikkek gyártása területén működtek, a befektetések értékét nézve pedig a kommunikációs vállalkozások és a pénzügyi szolgáltatók álltak az élen, s csak harmadikként jutottak a legtöbb tőkéhez a fogyasztási cikket előállítók. A kivásárlások keretében legtöbbször a fogyasztási cikket gyártó cégek kaptak tőkét, őket a kommunikáció terén működők követték. A kivásárlások értékét tekintve ugyanez a szakágazati sorrend érvényesült (Karsai [2006b]).

A befektetések országon belüli regionális eloszlását tekintve, a kockázati tőke elsősorban a fővárosi székhelyű cégek fejlődését segítette, mivel az ügyletek számának és értékének túlnyomó hányadát e vállalkozások képviselték. 1989 és 2004 között fővárosi székhelyű cégekhez került a befektetések számának és értékének egyaránt 77 százaléka (uo.). A főváros-centrikusság azt jelzi,

<sup>28</sup> A finanszírozott cégek életciklusát és szakágazatát együttesen csak az 1989–2004 közötti felmérés vizsgálta, a későbbi évekre vonatkozó elemzést az EVCA adatbázisában szereplő ügyletek egyedi adataihoz történő hozzáférés lehetőségének hiánya nem tette lehetővé.

## 4. táblázat

Az egyes szakágazatokban 1989 és 2010 között megvalósított összes kockázati-tőke-befektetés számának és értékének megoszlása, valamint átlagértéke

Szakágazat	Befektetések				
	száma	számának százalékos megoszlása	értéke (millió dollár)	értékének százalékos megoszlása	átlagos értéke (millió dollár)
Kommunikáció	82	19,8	718,5	19,7	8,8
Számítógéppel kapcsolatos	40	9,6	65,8	9,6	1,6
Egyéb elektronika	6	1,4	7,7	1,4	1,3
Biotechnológia	6	1,4	19,6	1,4	3,3
Gyógyászat és egészségügy	35	8,4	868,9	23,4	24,8
Energia	11	2,6	38,5	1,0	3,5
Fogyasztási cikk	76	18,3	293,5	7,9	3,9
Ipari termék és szolgáltatás	22	5,3	29,9	0,8	1,4
Vegyipar és alapanyag	8	1,9	946,9	25,4	118,4
Ipari automatizálás	1	0,2	0,6	0,0	0,6
Egyéb feldolgozóipar	29	7,0	108,5	2,9	3,7
Szállítás	12	2,9	197,6	5,3	16,5
Pénzügyi szolgáltatás	28	6,7	289,6	7,8	10,3
Egyéb szolgáltatás	36	8,7	81,1	2,2	2,3
Mezőgazdaság	8	1,9	13,0	0,4	1,7
Építőipar	4	1,0	1,5	0,1	0,4
Egyéb	12	2,9	25,1	0,7	2,1
Összesen	416	100,0	3 706,4	100,0	8,9

Forrás: MKME.

hogy a kockázati-tőke-befektetésekre világszerte jellemző területi koncentráció Magyarországon is érvényesült. Valójában itt eddig egyetlen olyan klaszter alakult ki, amelyben a befektetők és az ügyletek kidolgozásában nekik segítő háttérszervezetek (ügyvédi irodák, tanácsadó cégek, pénzügyi közvetítők) koncentráltan vannak jelen.

## A magyarországi cégekből kivont tőke

A kockázati-tőke-befektetők az ágazat működésének jellegéből adódóan a magyarországi székhelyű cégek esetében (is) csak átmeneti időre vállalnak szerepet a vállalkozások finanszírozásában, azaz a befektetők egy rendszert előre meghatározott időtartam letelte után értékesítik tulajdonrét-

szüket. A cégekből kivont tőkét és a realizált hasznot a befektetési alapok kezelői – a nekik járó jutalék és részesedés levonását követően – visszafizetik az alapok (vég)befektetőinek. Az alapok által realizált nyereséget – a portfóliójukba bekerült cégek kiválasztásánál érvényesített szempontok mellett – nagymértékben befolyásolja a befektetésekből történő kilépések időpontjának és módszerének megválasztása. Tekintettel arra, hogy a kilépések során realizált nyereség a befektetők későbbi tőkeszerzési lehetőségeit alapvetően befolyásolja, az erre vonatkozó adatok kevéssé publikusak. A magyar kockázati tőke-piac fejlődését több mint húsz éven át nyomon követő MKME-felmérés (Karsai [2011]) számára sem sikerült a befektetők által elért hozamra vonatkozóan adatokat gyűjteni.<sup>29</sup>

A vizsgált két évtized során a Magyarországon befektető kockázati tőkések közel 200 befektetésükből léptek ki, amely tranzakciók befektetési korai költségen mért értéke 900 millió dollárt tett ki.<sup>30</sup> A gyűjtött, a befektetett és a kivont tőke értékének alakulása rendszerint egyaránt egy-két éves eltolódással követte egymást (12. ábra). Azaz a tőkegyűjtés megnövekedése vagy megtorpanása némi késéssel a befektetések alakulásában is éreztette hatását, s a kedvező vagy romló befektetési környezet – ugyancsak késleltetve – a kilépésekre is hasonló hatással volt. A kilépések tapasztalatai pedig a következő ciklusbeli tőkegyűjtési kedvre hatottak ki.

A kockázati tőkések magyarországi cégekből évente átlagosan 10 ügylet keretében léptek ki, melynek során átlagosan évente 50 millió dollár befektetési korai költségen számolt tőkerészt adtak el. A kiszállásokra nem egyenletesen került sor. A vizsgált időszak első néhány évében még nem történt kiszállás, ezt követően a kilépések száma folyamatosan emelkedett, s ez a trend csak 2000-ben torpant meg a dotcombuborék kipattanásakor. A kiszállások értéke az évi 50 millió dolláros átlagot rendszerint a válságok kitörését megelőző években, így 1999-ben, illetve 2007–2008-ban haladta meg jelentősen (13. ábra).

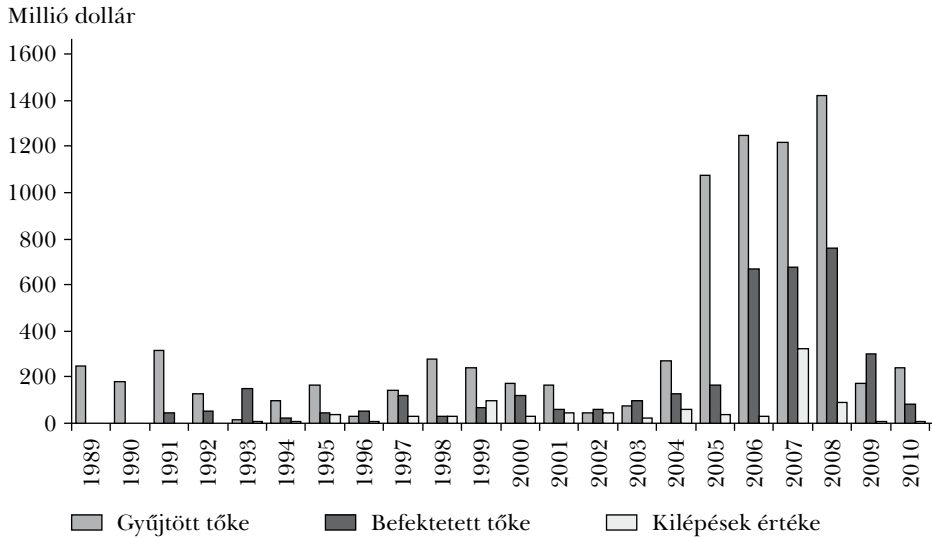
Magyarországon a kockázati tőke-befektetők kiszállásukkor egy-egy ügylet keretében átlagosan közel 5 millió dollár értékű tőkét vontak ki az általuk korábban finanszírozott cégekből (5. táblázat). Az átlag mögött az egyes kiszállási módok szerint igen nagy eltérés volt tapasztalható. A magyar piacon a vizsgált két évtized során a legmagasabb átlagos kilépési összegű (9 millió dollár)

<sup>29</sup> A felmérés tervében eredetileg szerepelt a kilépések három kategóriába sorolt minősítése (sikeres, semleges, sikertelen), azonban a befektetők még e besoroláshoz sem szolgáltatottak elegendő információt.

<sup>30</sup> A kiszállások módjának regisztrálásakor a felmérés az EVCA által használt kategóriákat használta (szakmai befektetőknek történő eladás, tőzsdei értékesítés, könyvleírás, egyéb kiszállási mód). Mivel a befektetők az eladások tényleges összegét rendszerint üzleti titokként kezelték, a felmérés készítői – az EVCA gyakorlatát követve – a kiszállások értékének nyilvánartásakor a bekerülési értéket használták.

12. ábra

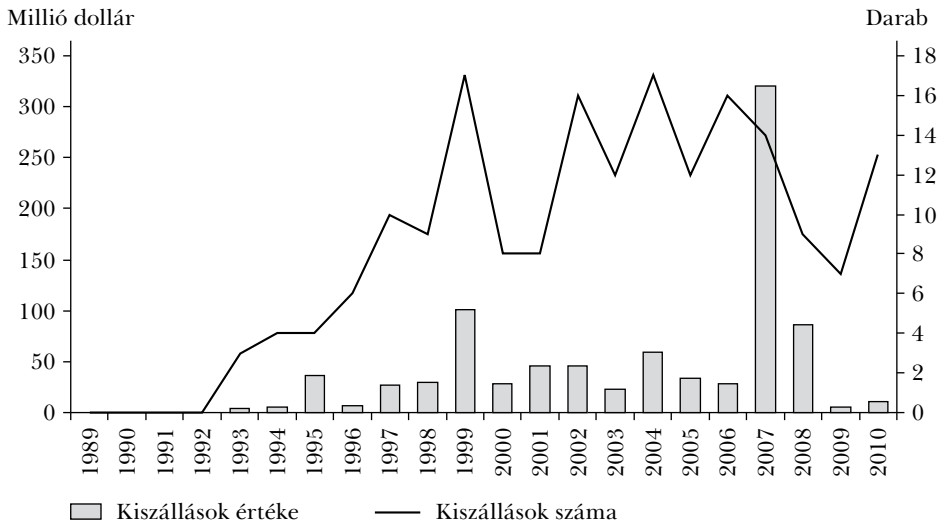
A magyarországi cégek iránt érdeklődő kockázati tőke-alapok által gyűjtött, ténylegesen befektetett és a befektetésekből kivont tőke értéke a magyar piacon, 1989–2010 (millió dollár)



Forrás: MKME.

13. ábra

A magyarországi cégekből történt kilépések száma és a kivont kockázati tőke értéke, 1989–2010



Forrás: MKME.

és egyben a leggyakrabban alkalmazott kiszállási mód a közép-kelet-európai piac egészéhez hasonlóan a szakmai befektetőnek történő eladás volt. Ez a kilépési útvonal a magyar piacon a kilépések számának több mint egyharmadát, értékben pedig közel kétharmadát tette ki. Közel hasonló átlagos kilépési értéket (8,5 millió dollár) ért el a főleg kivásárlásokkal foglalkozó alapok által alkalmazott azon kilépési mód, amikor a kockázati tőke-finanszírozók egymásnak adták el (tovább) részesedéseiket. Mivel a cégeket az újabb befektetők rendszerint hitel igénybevételével vásárolták meg, e tranzakciók inkább csak a kétezres évtized második felében voltak jellemzők a magyarországi piacra, s a szakmai befektetőknek történő eladásokhoz képest sokkal ritkábban, mindössze a kilépések 5 százalékában fordultak elő. A kockázati tőke-befektetők egymás között lebonyolított ügyletei összességében a kilépések értékének csupán közel 9 százalékát adták. Hasonló nagyságrendet képviseltek a magyar piacon a kilépések értékét tekintve az átlagosan 5 millió dollárt is alig elérő tőzsdei kilépések, amelyek az eladások nem egészen 10 százalékában fordultak elő. A befektetők által leggyakrabban, így a két évtized során regisztrált ügyletek mintegy ötödénél, mégpedig elsősorban az állami háttérű befektetési szervezetek körében jellemzően alkalmazott kilépések esetében a tőkerészesedést az érintett cégek tulajdonos-igazgatói vásárolták vissza a kockázati tőke-befektetőtől. Mivel e kilépési módot a kockázati tőkésék inkább csak a kisebb egyedi értékű, átlagosan az egymillió dollárt sem elérő ügyletek esetében alkalmazták, így a kilépések értékét tekintve, ezek az ügyletek az összes kilépési tranzakció értékének csupán közel 5 százalékát tették ki.

Az egyes kilépési útvonalak jelentősége a vizsgált időszakban nagyon ingadozó volt, s jellemzően a nemzetközi tőkepiaci ciklusok helyzetének alakulásától függően változott. A kilépések között a jóformán mindvégig domináns szerepet játszó szakmai befektetőknek történő eladások esetében inkább a vételi árfolyam változott, a kilépési megoldás kevésbé. A tőzsdei értékesítés a dotcombuborék idején, 1999-ben jutott főszerephez. A hitelek visszafizetésével történő kilépés egy-egy nagy értékű kivásárlás keretében finanszírozott cég eladásakor – így például 2004-ben – kapott nagyobb szerepet. Az újabb kockázati tőkésnek, valamint a pénzügyi szervezetnek történő eladás egyaránt 2008-ban jutott kiugró szerephez, amikor a jelentős hitelfelvétellel megvett cégeket adták tovább a kockázati tőkésék. Feltételezhető, hogy főként 2007–2008-ban a nem ismert módon lezajlott kilépések között mindvégig gyakori volt, hogy a részesedéseket túlnyomórészt az érintett cégek vezetőinek adták el. A sikertelen ügyleteket a kockázati befektetők nem szívesen vallják be, így az adott befektetés értékének a könyvekből történő kivezetését, azaz „leírását” a befektetők nem szívesen jelentik be, azt inkább részletekben történő eladásokkal oldják meg. A kilépési módok között ezért a régió egészéhez hasonlóan a könyvleírások a magyar piacon sem a valós arányokat tükrözik.



## 5. táblázat

A magyarországi kockázati tőke-befektetési ügyletekből 1989 és 2010 között történt összes kilépés száma, értéke, részaránya, valamint átlagos értéke a kilépés módzata szerint

Kilépési mód	Kilépések				
	száma	számának százalékos megoszlása	értéke (millió dollár)	értékének százalékos megoszlása	átlagos értéke (millió dollár)
Értékesítés szakmai befektetőnek	63	34,0	569,4	63,4	9,0
Értékesítés nyilvános értékpapírpiacon	17	9,2	80,0	8,9	4,7
Könyvleírás	13	7,0	27,8	3,1	2,1
Hitel-visszafizetés	5	2,7	21,9	2,4	4,3
Értékesítés másik kockázati- és magántőke-befektetőnek	9	4,9	76,1	8,5	8,5
Értékesítés pénzügyi befektetőnek	4	2,2	27,5	3,0	6,9
Értékesítés a menedzsmentnek	36	19,4	43,4	4,8	1,2
Egyéb kilépés	9	4,9	6,0	0,7	0,7
Nem ismert	29	15,7	46,5	5,2	1,6
Összesen	185	100,0	898,7	100,0	4,9

*Forrás:* MKME.

## Következtetések

A két évtizedre visszatekintő elemzés alátámasztotta, hogy a rendszerváltást követő húsz év során regionális összehasonlításban Magyarországon fejlett kockázati tőke-ágazat jött létre. Az ezredfordulóra Magyarország a kockázati tőke közép-kelet-európai központjává vált, s bár a következő évtizedben ezt a szerepet a lengyel piac vette át, a magyarországi kockázati tőke-piac mindvégig a régióbeli kockázati tőke-ágazat meghatározó szereplője maradt. A magyar piac – szereplőit, működési mechanizmusát, funkcióját és hatékonyságát tekintve – egyre jobban hasonlított a nyugat-európaihoz. A hasonlóság megmutatkozott a jogi és szabályozási környezetben, a tanácsadói háttér elérhetőségében és tapasztalatában, valamint a tranzakciók típusában és struktúrájában.

Az elmúlt húsz év során folyamatosan javult a magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutási lehetősége. A magyar piacon jelen van jóformán az összes olyan globális és regionális kockázati tőke-alap, amely a

régió iránt érdeklődik. A kockázati tőke hazai kínálatát az 1990-es évek második felében már a regionális befektetők tőkéje uralta, s megjelenésükkel Magyarország bekerült a kockázati tőke nemzetközi áramlásába. Az EU-csatlakozás pozitív hatása hosszabb távon is érvényesült, a tőkebevonási ciklus felívelését, a kivásárlási tranzakciókhoz szükséges hitelek elérhetőségét eredményezve. A kilépéseknél megfigyelhető élénkülés is egyre inkább javította a magyar piac likviditását, s ezzel az új befektetések attraktivitását. A kétezres évtized második felében végrehajtott rekordértékű kivásárlás a közép-kelet-európai tőkeáttételes kivásárlási ügyletek különösen kedvező perspektíváját mutatta.

A sokféle befektető jelenléte a kockázati tőke-piacon erőteljesen javította a magyar vállalkozások esélyeit, ám korántsem jelentette azt, hogy a magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutása megoldódott volna. Míg a nagyobb vállalkozások megfelelő projektek esetén válogathattak a finanszírozók között, a kisebb induló cégek nehezen találtak befektetőt. Főként azok, amelyek nem kívántak a nemzetközi piacon is megjelenni termékeikkel, s az intézményes kockázati tőke-piaci befektetők hozamkövetelményeinél szerezhetőbb ígéretekkel jelentkeztek. Elsősorban az üzleti angyalok által nyújtott, viszonylag kisebb összeget kínáló befektetőt kereső cégek helyzete volt nehéz. Mivel a magánszektorbeli befektetők az expanzív cégek esetében regionális stratégiát követtek, az életciklusuk elején tartó, kisebb összegű befektetéseket kereső cégek finanszírozása zömmel azon állami befektetőkre maradt, amelyek pedig kerültek a jelentős kockázatot hordozó technológiai és/vagy tudásintenzív vállalkozásokba történő befektetéseket. Az innováció finanszírozása így a magyarországi piacon a technológiai boom idejétől eltekintve kevésbé dominált. E téren ígér javulást az európai uniós forrásokat a magánszektorbeli tőkével párosító, a régióban elsőként felállított Jeremie-alapok 2010-ben megindult tevékenysége.

A közelmúltbeli változások a hazai kockázati tőke-piac nemzetközi súlyának csökkenésével és az eddigi tendenciák átrendeződésével jártak. Az egész világgazdaságot megrengető pénzügyi és gazdasági válság a kétezres évtized végére a magyarországi kockázati tőke-piacot is erőteljesen megtépázta. A 2008-ban kitört válság a térség többi országához hasonlóan a magyarországi kockázati tőke-ágazatban is súlyos visszaesést okozott, s a befektetések csökkenésének mértéke azt is tükrözte, hogy a magyar piac közép-kelet-európai régió belüli pozíciója is romlott. A válság először a befektetések és a kiszállások területén jelentkezett, s legtovább az új források bevonásában éreztette hatását.

A magyarországi kockázati tőke-piac kilátásaira a világgazdasági recesszió utóhatása és a magyar piac közép-kelet-európai régió belüli pozíciója egyaránt rányomja a bélyegét. A potenciális befektetők szemében az ország

kis mérete, a privatizációs lehetőségek kimerülése, a tőzsde alacsony likviditása, a nagyfokú eladósodás, a belföldi kereslet és a GDP lassú növekedése, valamint a kiszámíthatatlan gazdaságpolitika egyaránt kedvezőtlen jelenség. 2011 első félévében a piac ugyan némileg magához tért, ám a válság második hullámának jelentkezése ismét megtörheti a felfelé ívelő trendet. Ez nem megfelelő hazai gazdaságpolitikával párosulva a gazdasági szereplőket – így a kockázati tőke-piac szereplőit is – elbizonytalaníthatja. A gazdasági növekedés lelassulása és az üzleti környezet kiszámíthatóságának romlása a nemzetközi befektetők távolmaradását eredményezheti, amit az állami szerepvállalás korábban bizonyítottan eredménytelen módszereinek ismételt felelevenítése sem lenne képes ellensúlyozni.



# Hivatkozások

- ACHARYA, V.–HAHN, M.–KEHOE, C. [2009]: Corporate Governance and Value Creation Evidence from Private Equity. SSRN Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=1324016>.
- AERNOUDT, J. [1999]: European policy towards venture capital: myth or reality? *Venture Capital*, Vol. 1. No. 1., 47–57. o.
- AMESS, K. [2002]: Management Buy-Outs and Firm-Level Productivity: Evidence from a Panel of UK Manufacturing Firms. *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 49. 304–317. o.
- AMESS, K. [2003]: The Effects of Management Buy-Outs and on Firm-Level Technical Efficiency: Evidence from a Panel of UK Machinery and Equipment Manufacturers. *Journal of Industrial Economics*, Vol. 51. 35–44. o.
- AMESS, K.–GIRMA, S.–WRIGHT, M. [2008]: What are the Wage and Employment Consequences of Leveraged Buy-Outs, Private Equity and Acquisition in the UK? CMBOR Occasional Paper, University of Nottingham.
- AMESS, K.–WRIGHT, M. [2007]: The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK. *International Journal of Economics and Business*, Vol. 14. 179–195. o.
- AMIT, R.–BRANDER, J.–ZOTT, C. [1998]: Why do Venture Capital Firms Exit? *Journal of Business Venturing*, Vol. 13. 441–466. o.
- ANDRADE, G.–KAPLAN, S. [1998]: How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed. *Journal of Finance*, Vol. 53. No. 5. 1443–1493. o.
- ANDRÁSI ZOLTÁN–BORSI BALÁZS–FARKAS LÁSZLÓ–NÉMETHNÉ PÁL KATALIN–PAPANEK GÁBOR–VISZT ERZSÉBET [2009]: A mikro-, kis- és közepes vállalatok növekedésének feltételei. GKI Gazdaságkutató Zrt., Budapest.
- ARMOUR, J. [2003]: *Law, Innovation, Finance*. Megjelent: *McCahery, J. A.–Renneboog, L.* (szerk.): *Venture Capital Contracting and the Valuation of Hi-Tech Firms*, Oxford University Press, Oxford, 133–161. o.
- AXELSON, U.–JENKINSON, T.–STRÖMBERG–WEISBACH, M. S. [2009a]: Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis. EFA 2009 Bergen Meetings Paper. <http://ssrn.com/abstract=1344023>.
- AXELSON, U.–STRÖMBERG–WEISBACH, M. S. [2009b]: Why Are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds. *Journal of Finance*, Vol. 64. No. 4. 1549–1582. o.
- BAIN [2010]: *Global Private Equity Report, 2010*. Bain & Company. <http://www.bain.com/publications/articles/global-private-equity-report-2010.aspx>.

- BAIN [2011]: Global Private Equity Report, 2011. Bain & Company. [http://www.bain.com/bainweb/publications/global\\_private\\_equity\\_report.asp](http://www.bain.com/bainweb/publications/global_private_equity_report.asp).
- BANNOCK LTD. [2001]: Innovative instruments for raising equity for SMEs in Europe, Final report prepared for DG Enterprise of the European Commission by Bannock Consulting. ECSC-EC-EAEC Brüsszel–Luxembourg, [http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/\\_getdocument.cfm?doc\\_id=1123](http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id=1123).
- BANYÁR LÁSZLÓ–CSÁKI BÉLA [2006]: A kockázati tőke-ágazat jogi szabályozása Magyarországon, Megjelent: *Makra Zsolt* (szerk.): A technológiaorientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 183–199. o.
- BCG [2008]: Get Ready for the Private-Equity Shakeout. Boston Consulting Group.
- BÉKÉS GÁBOR–MURAKÖZY BALÁZS [2011]: Magyar gazellák: gyors növekedésű vállalatok jellemzői és kialakulásuk elemzése Magyarországon. Kézirat, MTA Közgazdaságtudományi Intézet, február 16.
- BERNSTEIN, S.–LERNER, J.–SØRENSEN, M.–STRÖMBERG, P. [2010]: Private Equity, Industry Performance and Cyclicity. The Global Economic Impact of Private Equity Report, 3–10. o.
- BIS [2007]: Institutional Investors, Global Savings and Asset Allocation. CGFS Papers, No 27. Bank for International Settlements.
- BIS [2008]: Private Equity and Leveraged Finance Markets. Committee on the Global Financial System Publication No. 30. Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/publ/cgfs30.htm>.
- BLACK, B. S.–GILSON, R. J. [1998]: Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets. *Journal of Financial Economics*, Vol. 47. 243–277. o.
- BLACK, B. S.–GILSON, R. J. [1999]: Does Venture Capital Require an Active Stock Market? *Journal of Applied Corporate Finance*, téli szám, 36–48. o.
- BLISS, R. T. [1999]: A Venture Capital Model for Transitioning Economies: The Case of Poland. *Venture Capital*, Vol. 12. 41–257. o.
- BLOOM, N.–SADUN, R.–VAN REENEN, J. [2009]: Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices? The Global Economic Impact of Private Equity Report. Occasional Paper, 24. <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/occasional/op024.pdf>.
- BOSMA, N.–LEVIE, J. [2010]: Global Entrepreneurship Monitor, 2009. Global Report, Babson College, Wellesley, MA.
- BOTAZZI, L.–DA RIN, M.–HELLMANN, T. [2008]: Who are the active investors? Evidence from Venture Capital. *Journal of Financial Economics*, Vol. 89. No. 3. 488–512. o.
- BOTTAZZI, L. [2010]: Private Equity in Europe. Megjelent: *Cumming, D.* (szerk.): Private Equity. Fund Types, Risks and Returns, and Regulation. Wiley, New Jersey, 437–462. o.
- BRANDER, J.–HELLMANN, T.–DU, Q. [2010]: Governments as Venture Capitalists: Striking the Right Balance. The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010. World Economic Forum, 2010.
- BRUINING, H. [1992]: Performance Improvement Post-Management Buyout. PhD-disszertáció, Erasmus University Rotterdam, Haveka.

- BRUINING, H.–WRIGHT, M. [2002]: Entrepreneurial Orientation in Management Buy-Outs and the Contribution of Venture Capital. *Venture Capital*, Vol. 4. 147–168. o.
- BRUNER, R.–EADES, K. [1992]: The Crash of REVCO LBO: The Hypothesis of Inadequate Capital. *Financial Management*, Vol. 21. 35–49. o.
- BRYNAS, M.–HOLHAMMAR, N. [2006]: Why Invest in Private Equity? Master Thesis, CFF 2006, School of Economics and Commercial Law Göteborg University.
- BULL, I. [1989]: Management Performance in Leveraged Buyouts: An Empirical Analysis. *Journal of Business Venturing*, Vol. 3. 263–278. o.
- BURGEL, O. [2000]: UK Venture Capital and Private Equity as an Asset Class for Institutional Investors, Foundation for Entrepreneurial Management London Business School, London <http://admin.bvca.co.uk/library/documents/assetclassfull.pdf>.
- BVCA [2009]: From Funding Gaps to Thin Markets. UK Government Support for Early-Stage Venture Capital. Research Report, BVCA, NESTA, London.
- BVCA [2011]: Publication of The Rise of Venture Debt in Europe. Május 18. <http://www.bvca.co.uk/Newsroom/features/PublicationofTheRiseofVentureDebtinEurope>.
- BYGRAVE, W. D.–HUNT, S. [2004]: Global Entrepreneurship Monitor 2004. Financing Report. Babson College, London Business School, London.
- BYGRAVE, W.–QUILL, M. [2007]: Global Entrepreneurship Monitor: GEM 2006 Financing Report, London Business School, London.
- CAMPBELL, R. A.–KREUSSL, R. [2007]: A Survey of the Venture Capital Industry in Central And Eastern Europe. Megjelent: *Grigorion, G. N.–Kooli, M.–Kreussl. R.* (szerk.): *Venture Capital in Europe*. Elsevier, 51–66. o.
- CAO, J. X.–LERNER, J. [2007]: The Performance of Reverse Leveraged Buy-Outs. Swedish Institute of Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity Market. <http://ssrn.com/abstract=1342561>.
- CASELLI, S.–GATTI, S.–PERRINI, F. [2006]: Are Venture Capitalists a Catalysts for Innovation or Do They Simply Exploit It? *European Financial Management Journal*, No. 1.
- CASELLI, S.–GATTI, S.–PERRINI, F. [2008]: Are Venture Capitalists a Catalyst for Innovation? *European Financial Management*, Vol. 15. No. 1. 92–111. o.
- CHEMLA, G. [2005]: The Determinants of Investment in Private Equity and Venture Capital: Evidence from American and Canadian Pension Funds, CEREG-CNRS, University of British Columbia and CEPR, november 8.
- CHESBROUGH, H. [2002]: Making Sense of Corporate Venture Capital. *Harvard Business Review*, 80. 90–99. o.
- CHU, P.–HISRICH, R. D. [2001]: Venture Capital in an Economy in Transition. *Venture Capital*, Vol. 3. 169–182. o.
- CLARYSSE, B.–KNOCKAERT, M.–WRIGHT, M. [2009]: Benchmarking UK Venture Capital to the US and Israel: What lessons can be learnt? BVCA, London.
- COCHRANE, J. H. [2005]: The Risk and Return of Venture Capital. *Journal of Financial Economics*, Vol. 75. 3–52. o.
- COM [2003]: Communication from the Commission of the Council and the European Parliament: Access to finance of small and medium-sized enterprises. COM(2003) 713 final, január 12. [ftp://ftp.cordis.europa.eu/pub/incubators/docs/access\\_to\\_finance\\_of\\_small\\_and\\_medium\\_sized\\_enterprises.pdf](ftp://ftp.cordis.europa.eu/pub/incubators/docs/access_to_finance_of_small_and_medium_sized_enterprises.pdf).

- CONSORTIUM SETS CENTRAL... [2006]: Consortium Sets Central and Eastern Europe €1.2 bn Record. Private Equity Online, november 23. [www.privateequityonline.com](http://www.privateequityonline.com).
- CRA [2009]: Impact of Proposed AIFM Directive Across Europe. CRA Charles River Associates, London, október.
- CRESSY, R.–MUNARI, F.–MALIPIERO A. [2007]: Creative Destruction: Evidence that Buy-outs Cut Jobs to Raise Returns. Working Paper, University of Birmingham.
- CUMMING, D. J. [2002]: Contracts and Exits in Venture Capital Finance. Working Paper, University of Alberta.
- CUMMING, D. J.–WALTZ, U. [2004]: Private Equity Returns and Disclosure around the World. Risk Capital and the Financing of European Innovative Firms. Working Paper, No. 009. 42 o.
- CUMMING, D.–FLEMING, G.–SUCHARD, J.-A. [2005]: Venture Capitalist Value-Added Activities, Fund-Raising, and Drawdowns. *Journal of Banking and Finance*, 29. 295–331. o.
- DA RIN, M.–NICODANO, G.–SEMBENELLI, A. [2004]: Public Policy ant the Creation of Active Venture Capital Markets. LSE–Risk Capital and the Financing of European Innovative Firms (RICAPE) Working Paper, No. 013.
- DAVIS, S. J.–HALTIWANGER, J.–JARMIN, R. S.–LERNER, J.–MIRANDA, J. [2008]: Private Equity and Employment. Megjelent: *Lerner, J.–Gurung, A. (szerk.): The Global Impact of Private Equity Report, 2008. Globalization of Alternative Investments, Working Papers, Vol. 1. World Economic Forum. New York, 43–64. o.*
- DAVIS, S. J.–HALTIWANGER, J.–JARMIN, R. S.–LERNER, J.–MIRANDA, J. [2009]: Private Equity, Jobs and Productivity. *The Global Economic Impact of Private Equity Report*.
- DELOITTE [2008]: Central European Private Equity Confidence Survey. Private Equity, Deloitte, június [http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Estonia/Local%20Assets/Documents/lv\\_pec\\_survey\\_june08%281%29.pdf](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Estonia/Local%20Assets/Documents/lv_pec_survey_june08%281%29.pdf).
- DELOITTE [2009]: Global trends in venture capital 2009 global report.
- DELOITTE [2011a]: Central Europe Private Equity Confidence Survey. Deloitte, május.
- DELOITTE [2011b]: Central Europe Private Equity Confidence Survey. Deloitte, október.
- DEMIROGLU, C.–JAMES, C. M. [2010]: The Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 96. No. 2. 306–330. o.
- DESBRIERES, PH.–SCHATT, A. [2002]: The Impacts of LBOs on the Performance of Acquired Firms: The French Case. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 29. 695–729. o.
- DORAN, A.–BANNOCK, G. [2000]: Publicly Sponsored Regional Venture Capital: What Can the UK Learn from the US Experience? *Venture Capital*, Vol. 2. No. 4. 255–285. o.
- DOW JONES [2009a]: Dow Jones Private Equity Analyst. Május, <http://www.dowjones.com/privatemarkets/pea-Supplements.asp>.
- DOW JONES [2009b]: Dow Jones Private Equity Analyst. Július, <http://www.dowjones.com/privatemarkets/pea-Supplements.asp>.
- DOW JONES [2009c]: Dow Jones Private Equity Analyst, Sources of Capital, <http://www.dowjones.com/privatemarkets/pea-Supplements.asp>.
- EASTERN LIFT-OFF [2004]: Eastern lift-off. *Private Equity Annual Review*, 118–120. o. [http://www.alpha-associates.ch/upload/docs/pdf/PE\\_annual\\_review\\_2004.pdf](http://www.alpha-associates.ch/upload/docs/pdf/PE_annual_review_2004.pdf).



- EASTERN PROMISE... [2006]: Eastern Promise: An Examination Of Private Equity in Central & Eastern Europe. Megjelent: European Leveraged Buyout Report, 12–13. o. [http://www.incisivemedia.com/Private\\_Equity\\_Europe/reports/buyouts/ELB\\_2006.pdf](http://www.incisivemedia.com/Private_Equity_Europe/reports/buyouts/ELB_2006.pdf).
- EBRD [2005]: Performance of Private Equity Funds in Central and Eastern Europe and CIS, Date to: 31 December 2005. European Bank for Reconstruction and Development, [www.ebrd.com](http://www.ebrd.com).
- EBRD [2006]: Transition Report, 2006. Finance in Transition, 5. Private Equity. European Bank for Reconstruction and Development, 70–80. o. <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR06.pdf>.
- EBRD [2007]: EBRD Private Equity Funds Performance. European Bank for Reconstruction and Development, <http://www.ebrd.com/country/sector/fi/funds/perf06.pdf>.
- EBRD [2008]: Performance of Private Equity Funds in Central and Eastern Europe and the CIS. Data to 31 December 2007. European Bank for Reconstruction and Development, <http://www.ebrd.com/country/sector/funds/perf07.pdf>.
- EBRD [2009]: Performance of Private Equity Funds in Central and Eastern Europe and the CIS. Data to 31 December 2008. <http://www.ebrd.com>.
- EBRD [2010]: Performance of Private Equity Funds in Central and Eastern Europe and CIS. EBRD ([www.ebrd.com](http://www.ebrd.com)).
- EC [2003]: Raising EU R&D Intensity. Improving the Effectiveness of Public Support Mechanism for Private Sector Research and Development: Risk Capital Measures. [http://ec.europa.eu/invest-in-research/pdf/download\\_en/report\\_riskcapital.pdf](http://ec.europa.eu/invest-in-research/pdf/download_en/report_riskcapital.pdf).
- EC [2005a]: Best Practices of Public Support for Early-Stage Equity Finance, Final Report of the Expert Group. Directorate-General for Enterprise and Industry [http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/\\_getdocument.cfm?doc\\_id=1202](http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id=1202).
- EC [2005b]: SME Access to Finance. Flash Eurobarometer, No. 174. European Commission, Brüsszel, október.
- EC [2009]: Financing Innovation and SMEs. Commission Staff Working Document, SEC(2009) 1196. szeptember 9. Brüsszel, final [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/innovation/files/swd\\_financing\\_innovation.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/innovation/files/swd_financing_innovation.pdf).
- ECONOMIST [2004]: The New Kings of Capitalism. The Economist, október 27. 3–16. o.
- ECONOMIST [2007]: The Uneasy Crown. The Economist, február 10. 73–75. o.
- ECONOMIST [2009]: Testing the Model. The Economist, július 7. 64. o.
- EC–US [2005]: Working Group on Venture Capital. Final Report. United States Department of Commerce International Trade Administration–European Community Directorate-General for Enterprise and Industry, [http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/\\_getdocument.cfm?doc\\_id=1201](http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id=1201).
- EIF [2010]: Jeremie and Jessica: Towards successful implementation. Jeremie. State of Play. European Commission, EIF, Brüsszel, november 29–30.
- EISINGER, P. K. [1993]: State Venture Capitalism, State Politics, and World of High-Risk Investment. *Economic Development Quarterly*, Vol. 7. No. 2. 131–140. o.
- EISINGER, P. K. [1988]: *The Rise of the Entrepreneurial State: State and Local economic Development Policy in the United States*. University of Wisconsin Press, Madison.
- EMPEA [2005]: Emerging Markets Private Equity Grows, but Where are the Local Pensions? Emerging Market Private Equity Association, Vol. I. No. 4. 10. o.

- EMPEA [2006]: A Regional Feature: Central & Eastern Europe. EM PE Quarterly Review, Emerging Market Private Equity Association Vol. II. No. 3. ([www.empea.net](http://www.empea.net)).
- EMPEA [2007]: Survey of Limited Partner Interest in Emerging Markets Private Equity. Emerging Markets Private Equity Association, május.
- EMPEA [2008a]: Emerging Markets Private Equity, 2007. Fundraising Review, EMPEA, április.
- EMPEA [2008b]: Emerging markets private equity funds raise \$59bn in 2007. AltAssets, március 5. <http://www.altassets.net/knowledge-bank/emerging-markets-private-equity-funds-raise-59bn-in-2007.html>.
- EMPEA [2010]: Emerging Markets. Share of Private Equity Investment Continues to Grow, március.
- EMPEA–COLLER [2011]: Emerging Markets Private Equity Survey, 2011. Collier Capital, EMPEA.
- ENGEL, D. [2002]: The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. ZEW Discussion Paper, No. 02-02.
- ENGEL, D.–KEILBACH, M. [2002]: Firm Level Implications of Early Stage Venture Capital Investments. An Empirical Investigation. ZEW Discussion Paper, 02–82.
- ENGEL, D.–KEILBACH, M. [2007]: Firm Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – An Empirical Investigation. Journal of Empirical Finance, Vol. 14, No. 4. 150–167. o.
- ERNST & YOUNG [2010]: PE Insights. Ernst & Young, Vol. 2. No. 1. 5 o.
- EU [2010]: Jeremie – State of the Play. European Union Regional Policy, European Investment Fund, November, [http://ec.europa.eu/regional\\_policy/archive/funds/2007/jjj/doc/jeremie\\_jessica\\_20101129/jeremie\\_sopnov2010.pdf](http://ec.europa.eu/regional_policy/archive/funds/2007/jjj/doc/jeremie_jessica_20101129/jeremie_sopnov2010.pdf).
- EURÓPAI PARLAMENT [2011]: Az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelve (2011. június 8.) az alternatívbefektetésialap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról. Az Európai Unió Hivatalos Lapja, L 174/1. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:174:0001:0073:HU:PDF>.
- EUROPEAN FIRMS SET... [2011]: European Firms Set IPO Record in 2010. Private Equity International, január 13. <http://www.privateequityonline.com>.
- EUROSTAT [2007]: Venture Capital Investments. Statistics in Focus. Science and Technology, No. 36.
- EVCA [2004]: Central and Eastern Europe Success Stories. Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association.
- EVCA [2005]–[2011]: Central and Eastern Europe Statistics. European Private Equity & Venture Capital Association, Brüsszel.
- EVCA [2005a]: Central and Eastern Europe, Statistics 2004, Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association, October 2005.
- EVCA [2005b]: Employment contribution to Private Equity and Venture Capital in Europe. European Private Equity & Venture Capital Association, Brüsszel, [http://www.evca.eu/UploadedFiles/c2\\_evca\\_exec\\_employment\\_contribution\\_pe\\_2005\\_english.pdf](http://www.evca.eu/UploadedFiles/c2_evca_exec_employment_contribution_pe_2005_english.pdf).
- EVCA [2010]: Closing Gaps and Moving up a Gear: The Next Stage of Venture Capital's Evolution in Europe. EVCA Venture Capital White Paper, Brüsszel, március 2. 20 o.

- EVCA BAROMETER [2010a]: EVCA Barometer. European Private Equity and Venture Capital Association, 70., február, [http://www.deutsche-beteiligung.de/files/publikationen//aktuelle\\_veroeffentlichungen/1002EVCA\\_Barometer\\_Feb10\\_009240cf82.pdf](http://www.deutsche-beteiligung.de/files/publikationen//aktuelle_veroeffentlichungen/1002EVCA_Barometer_Feb10_009240cf82.pdf).
- EVCA BAROMETER [2010b]: EVCA Barometer. European Private Equity and Venture Capital Association, 73. [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Barometer/Autumn\\_2010.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Barometer/Autumn_2010.pdf).
- EVCA BAROMETER [2007]: EVCA Barometer. European Private Equity and Venture Capital Association, 50. április, [http://www.deutsche-beteiligung.de/files/publikationen//aktuelle\\_veroeffentlichungen/0704evcabarometer\\_e07955989e.pdf](http://www.deutsche-beteiligung.de/files/publikationen//aktuelle_veroeffentlichungen/0704evcabarometer_e07955989e.pdf).
- EVCA BAROMETER [2008]: EVCA Barometer. European Private Equity and Venture Capital Association, 62. július–augusztus, [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Barometer/July\\_August\\_2008.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Barometer/July_August_2008.pdf).
- EVCA INDUSTRY RESPONSE [2009]: Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and the European Commission. European Private Equity and Venture Capital Association, Brüsszel, február 25. 298 o.
- EVCA PERFORMANCE BENCHMARKS [2010]: 2009 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study. An EVCA Research Paper, EVCA, Brüsszel, június.
- EVCA WHITE PAPER [2010]: Closing Gaps and Moving Up a Gear: The Next Stage of Venture Capital's Evolution in Europe. Venture Capital White Paper, European Private Equity and Venture Capital Association, Brüsszel, március 2. 19 o. <http://www.evca.eu/uploadedfiles/PBWPCG10.pdf>.
- EVCA YEARBOOK [2003]–[2011]: EVCA Yearbook 2003–2010. Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report, European Private Equity & Venture Capital Association, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011.
- EVCA–CMBOR [2008]: The Impact of Private Equity-backed Buyouts on Employee Relations. Executive Summary. EVCA–CMBOR [http://www.nvp.nl/data\\_files/cmbor\\_evca\\_studyimp\\_pe\\_emprel2008\\_exsumm.pdf](http://www.nvp.nl/data_files/cmbor_evca_studyimp_pe_emprel2008_exsumm.pdf).
- EVCJ [2008]: Advent Sells Bolix to India's Berger: Polish Supplier of Insulation Systems Acquired by Leading Paint Maker. European Venture Capital Journal, június.
- FANG, L.–IVASHINA, V.–LERNER, J. [2011]: Unstable Equity? Combining Banking with Private Equity Investing. Harvard Business School Finance Working Paper, No. 10-106. Denver Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=157192>.
- FARAG, H.–HOMMEL, U.–WITT, P.–WRIGHT, M. [2004]: Contracting, Monitoring, and Exiting Venture Investments in Transitioning Economies: A Comparative Analysis of Eastern European and German markets. Venture Capital, Vol. 6. No. 4. 257–282. o.
- FEKETE EMESE [2010]: A Riverside-sztory. A felvásárló. Figyelő, augusztus, 5–11. 50–52. o.
- FILATOTCHEV, I.–HOSKISSON, R. E.–BUCK, T.–WRIGHT, M. [1996]: Corporate Restructuring in Russian Privatizations – Implications for US Investors. California Management Review, Vol. 38. 87–105. o.
- FLASH EB [2006]: SME Access to Finance in the New Member States. Flash Barometre. European Commission, Flash EB, július No. 184. [http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/getdocument.cfm?doc\\_id=1334](http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/getdocument.cfm?doc_id=1334).

- FLORIDA R.–SMITH, D. F. [1993]: Keep the Government out of Venture Capital, *Science and Technology*, 9. 61–68. o. [http://creativeclass.com/rfcgdb/articles/1993-Issues\\_In\\_Science\\_And\\_Technology-Keep\\_The\\_Government\\_Out\\_Of\\_Venture\\_Capital.pdf](http://creativeclass.com/rfcgdb/articles/1993-Issues_In_Science_And_Technology-Keep_The_Government_Out_Of_Venture_Capital.pdf).
- FRASER-SAMPSON, G. [2007]: Private Equity as an Asset Class. John Wiley, Chicester.
- FREEAR, J.–WETZEL, W. [1989]: Equity capital for investors. Megjelent: *Brockhaus, R. H. Sr.–Churchill, N. C.–Katz, J. A.–Kirchhoff, B. A.–Vesper, K. H.–Wetzel, W. E. Jr.* (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson College, Wellesley, MA, 230–244. o.
- FSA [2006]: Private equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement. Discussion Paper, DP06/6. Financial Services Authority, London, [http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp06\\_06.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp06_06.pdf).
- FW CAPITAL [2004]: Investing in Private Equity through a Fund of Funds, Fort Washington Capital Partners Group. <http://www.altassets.com/pdfs/fortwashington.pdf>.
- FW CAPITAL [2007]: Why Over-Commitment is Required to Achieve Target Exposures to Private Equity. Fort Washington Capital Partners Group, <http://www.altassets.com/pdfs/OverCommitmenttoHitPETarget2007.pdf>.
- GERONIKOLAOU, G.–PAPACHRISTOU, G. [2008]: Venture Capital and Innovation in Europe. <http://ssrn.com/abstract=1309186>.
- GHK [2009]: Interim Evaluation of the Entrepreneurship and Innovation Programme. DG Enterprise and Industry European Commission, GHK and Technopolis, Final Report, [http://ec.europa.eu/enterprise/dg/files/evaluation/final\\_report\\_eip\\_interim\\_evaluation\\_04\\_2009\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/dg/files/evaluation/final_report_eip_interim_evaluation_04_2009_en.pdf).
- GILLIGAN, J.–WRIGHT, M. [2010]: Private Equity Demistified. An Explanatory guide. Corporate Finance Faculty, ICAEW, London, 154. <http://ssrn.com/abstract=1598585>.
- GILSON R. J. [2003]: Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. Paper presented at the Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals.
- GLOBAL INSIGHT [2007]: Venture Impact. The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies to the U.S. Economy. Third Edition, NVCA.
- GOMPERS, A.–LERNER J. [1998]: What Drives Venture Capital Fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*, július, 149–192. o.
- GOMPERS, A.–LERNER J. [1999]: An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership. *Journal of Financial Economics*, Vol. 51. No. 1. 3–14. o.
- GOMPERS, A.–LERNER J. [2000]: *The Venture Capital Circle*. MIT Press, Cambridge, MA.
- GOMPERS, A.–LERNER, J. [2001]: The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15. No. 2. 145–168. o.
- GOMPERS, P.–KOVNER, A.–LERNER, J.–SCHARFSTEIN, D. [2005]: Venture Capital Investment Cycles: The Impact of Public Markets. NBER Working Paper, 11385. Cambridge.
- GOMPERS, P.–KOVNER, A.–LERNER, J.–SCHARFSTEIN, D. [2008]: Performance Persistence in Entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*, Vol. 87. No. 1. 1–23. o.
- GOTTSCHALG, O. [2007]: Executive Summary. European Parliament: Private Equity and Leveraged Buy-outs. Policy Department Economic and Scientific Policy, IP/A/ECON/IC/2007–25. <http://www.peracs.de/report/doc.pdf>.

- GOTTSCHALG, O. [2010]: The Real Returns to Invest in Private Equity. École des Hautes Études Commerciales, HEC, Párizs.
- GOTTSCHALG, O.–PHALIPPOU, L.–ZOLLO, M. [2004]: Performance Of Private Equity Funds: Another Puzzle? Working Paper, INSEAD.
- GROH, A. P.–LIECHTENSTEIN, H.–CANELA, M. A. [2008]: Limited Partners' Perceptions of the Central Eastern European Venture Capital and Private Equity Market. IESE Business School. Working Paper, No. 727.
- GROH, A.–GOTTSCHALG, O. [2009]: The Opportunity Cost of Capital of US Buyouts. IESE Business School. Barcelona, Working Paper, WP 780. <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0780-E.pdf>.
- GROH, A.–LIECHTENSTEIN, H. [2011]: Determinants for Allocations to Central Eastern Europe Venture Capital and Private Equity Limited Partnerships. *Venture Capital*, Vol. 13. No. 2. 175–194. o.
- GURUNG, A.–LERNER, J. (szerk.) [2009]: Executive Summary. The Global Economic Impact of Private Equity. Globalization of Alternative Investments, World Economic Forum. Working Paper, január, Vol. 2. [http://www.stanford.edu/~nbloom/WEF\\_PE.pdf](http://www.stanford.edu/~nbloom/WEF_PE.pdf).
- GYARMATI ÁKOS–MEDVEGYEV PÉTER [2011]: Válság és hitelderivatívák. A szintetikus fedezett adósságkötelezettségek (CDO-k) árazása és kockázataik. *Közgazdasági Szemle*, 59. évf. 11. sz. 949–969. o.
- HAARMAYER, D. [2010]: After the credit bubble. *Private Equity Findings*, No. 1. 6–8. o.
- HALL, D. [2007]: Methodological Issues in Estimating the Impact of Private Equity Buyouts on Employment. PSIRU, University of Greenwich.
- HARRIS, R.–SIEGEL, D. S.–WRIGHT, M. [2005]: Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-level Evidence from the United Kingdom. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 87. 148–153. o.
- HART, J. [2006]: CEE Change Favours the Well Anchored. *The Banker*, július 3.
- HAVAS ATTILA [2009]: Magyar paradoxon? A gyenge innovációs teljesítmény lehetséges okai. *Külgazdaság*, 53. évf. szeptember–október, 74–112. o.
- HELLMAN, T.–PURI, M. [2000]: The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *Review of Financial Studies*, 13. 959–984. o.
- HELLMANN, T.–PURI, M. [2002]: Venture Capital and the Professionalization of Startup Firms. *Journal of Finance*, Vol. 57. No. 1. 169–197. o.
- HELLMANN, T.–LINDSAY, L.–PURI, M. [2008]: Building Relationship Early: Banks in the Venture Capital. *Review of Financial Studies*, Vol. 21. No. 2. 513–541. o.
- HIRSCH, J.–WALZ, U. [2006]: Why Do Contracts Differ between VC Types? Market Segmentation Versus Corporate Governance Varieties. Center for Financial Studies, Universität Frankfurt, CFS Working Paper, No. 2006/12.
- HIRUKAWA, M.–UEDA, M. [2006]: Venture Capital and Productivity. University of Wisconsin at Madison, <http://www.cepr.org/meets/wkcn/5/591/papers/ueda.pdf>.
- HIRUKAWA, M.–UEDA, M. [2008]: Venture Capital and Innovation: Which is First? CEPR Discussion Paper, 7090.
- HOCHBERG, Y. V.–LJUNQVIST, A.–LU, Y. [2007]: Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance. *Journal of Finance*, Vol. 62. No. 1. 251–301. o.

- HOLTHAUSEN, D.–D. LARCKER [1996]: The financial performance of reverse leveraged buy-outs. *Journal of Financial Economics*, Vol. 42. 293–332. o.
- HSU, D. H. [2004]: What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation? *Journal of Finance*, Vol. 59. No. 4. 1805–1844. o.
- HUNGARIAN PRIVATE EQUITY... [2011]: Hungarian private equity shows signs of life following dialysis deal. *Real Deals*, január 4. [http://realdeals.eu.com/mega\\_market/hungarian-private-equity-shows-signs-of-life-following--dialysis-deal](http://realdeals.eu.com/mega_market/hungarian-private-equity-shows-signs-of-life-following--dialysis-deal).
- IFSL [2008]: *Private Equity 2008*. IFSL Research, International Financial Services, London.
- IFSL [2009]: *Private Equity 2009*. IFSL Research, International Financial Services, London.
- ILIEV, I. P. [2006]: Barriers to Venture Capital Investment in Innovative Small and Medium Enterprises in Central and Eastern Europe: Causes and Policy Implications. Megjelent: *Piech, K.–Radosevic, S. (szerk.): The Knowledge-Based Economy in Central and Eastern Europe. Countries and Industries in a Process of Change*, Palgrave MacMillan, 127–144. o.
- INDERST, R.–MULLER, H. M. [2004]: The effect of capital market characteristics on the value of start-up firms. *Journal of Financial Economics*, Vol. 72. No. 2. 319–356. o.
- INZELT ANNAMÁRIA [2011]: Innováció – határok nélkül. Bevezető a tematikus számhoz. *Külgazdaság*, 55. évf. szeptember–október, 3–21. o.
- IPE [2009]: *IPE European Institutional Asset Management Survey 2009*. Investment & Pension Europe, június.
- ITUC [2007]: *Where the House Always Wins: Private Equity, Hedge Funds and the New Casino Capitalism*. International Trade Union Confederation, Brüsszel, [http://www.ituc-csi.org/IMG/pdf/ITUC\\_casino.EN.pdf](http://www.ituc-csi.org/IMG/pdf/ITUC_casino.EN.pdf).
- IVASHINA, V.–KOVNER, A. [2010]: *The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking*. Working Paper, Harvard Business School.
- IVASHINA, V.–SUN, Z. [2010]: *Institutional Demand Pressure and the Cost of Corporate Loans*. Harvard Business School, Working Paper, május 27.
- JÄÄSKELÄINEN, M.–MAULA, M.–MURRAY, G. [2006]: *Performance of Incentive Structures in Publicly and Privately Funded Hybrid Venture Capital Funds*. Working Paper, Helsinki University of Technology and University of Exeter, Helsinki.
- JAMES, J. [2007]: *Central and Eastern Europe – Just a Geographical Expression?* AltAssets, július 18. <http://www.altassets.com>.
- JELIC, R. [2008]: *UK Private Equity Market – Longevity, Exit Strategies and Performance of Management Buyouts*. European Financial Management Association Annual Meeting, Athén.
- JELIC, R.–SAADOUNI, B.–WRIGHT, M. [2005]: *Performance of Private to Public MBOs: the Role of Venture Capital*. *Journal of Business and Accounting*, Vol. 32. 643–682. o.
- JENG, L. A.–WELLS, P. C. [2000]: *The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries*. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6. 241–289. o.
- JENSEN, M. C. [1989]: *Eclipse of the Public Corporation*. *Harvard Business Review*, Vol. 67. No. 5. 61–74. o.

- JENSEN, M. C. [2007]: The Economic Case for Private Equity (and Some Concerns) – pdf of Keynote Slides (November 27, 2007). Harvard NOM Working Paper, No. 07-02; Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity Market. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=963530>.
- JENSEN, M. C.–MECKLING, W. H. [1976]: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3. No. 4. 305–360. o.
- JOHNSON, S. H.–MCMILLAN, J.–WOODRUFF, C. M. [1999]: Property Rights, Finance and Entrepreneurship. SSRN Working Paper, No. 198409.
- KAISER, K.–WESTARP, C. [2010]: Value Creation in the Private Equity and Venture Capital Industry. INSEAD Working Paper, No. 19. 66 o.
- KAPLAN, S. N. [1989]: The Effects of Management Buyouts on Operations and Value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 24. 217–254. o.
- KAPLAN, S. N. [1991]: The Staying Power of Leveraged Buy-Outs. *Journal of Financial Economics*, Vol. 29. 287–313. o.
- KAPLAN, S. N. [2010]: It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 22. No. 2. 36–47. o.
- KAPLAN, S. N.–SCHOAR, A. [2005]: Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *Journal of Finance*, 60. 1791–823. o.
- KAPLAN, S. N.–SENSOY, B. A.–STRÖMBERG, P. J. [2002]: How Well Do Venture Capital Databases Reflect Actual Investments? Working Paper, University of Chicago.
- KAPLAN, S. N.–STEIN, J. [1993]: The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108. 313–357. o.
- KAPLAN, S. N.–STRÖMBERG, P. [2004]: Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capital Analysis. *Journal of Corporate Finance*, 9. 521–534. o.
- KAPLAN, S. N.–STRÖMBERG, P. J. [2000]: Financing Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. CEPR Discussion Paper, 2421.
- KAPLAN, S. N.–STRÖMBERG, P. J. [2001]: Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening and Monitoring. *American Economic Review*, 91. 426–430. o.
- KAPLAN, S. N.–STRÖMBERG, P. J. [2009]: Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23. No. 1. 121–146. o.
- KARSAI GÁBOR [2006]: Ciklus és trend a magyar gazdaságban 1990–2005 között. *Közgazdasági Szemle*, 53. évf. 6. sz. 509–525. o.
- KARSAI JUDIT [2000]: A kockázattőke-befektetések hatása a magyar gazdaságra. *Venture, tél*, 1–4. o. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület hírlevele.
- KARSAI JUDIT [2002a]: Mennyit fordít a kockázati tőke az innováció finanszírozására? *Vezetéstudomány*, 11. sz. 41–52. o.
- KARSAI JUDIT [2002b]: Mit keres az állam a kockázattőke-piacon? A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 49. évf. 11. sz. 928–942. o.
- KARSAI JUDIT [2003]: What has the State Got to do with the Venture Capital Market? Public Financing of Venture Capital in Hungary. *Acta Oeconomica*, Vol. 53. No. 3. 271–291. o.

- KARSAI JUDIT [2004a]: Can the State Replace Private Capital Investors? Public Financing of Venture Capital in Hungary, Discussion Papers, MT-DP. 2004/9, Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, Budapest.
- KARSAI JUDIT [2004b]: Honnan remélhetnek kockázati tőkét a magyarországi vállalkozások? *Külgazdaság*, 4. sz. 60–70. o.
- KARSAI JUDIT [2006a]: A magyarországi kockázati-tőke-finanszírozás másfél évtizede (1989–2004). Megjelent: *Makra Zsolt* (szerk.): A kockázati tőke világa. Aula, Budapest, 33–52. o.
- KARSAI JUDIT [2006b]: Kockázati tőke európai szemmel. A kockázati- és magántőke-ipar másfél évtizedes fejlődése Magyarországon és Kelet-Közép-Európában. *Közgazdasági Szemle*, 53. évf. 11. sz. 1023–1051. o.
- KARSAI JUDIT [2006c]: The Development of the Venture Capital and Private Equity Industry in Central and Eastern Europe. *Venture Analysis*, Hungarian Venture Capital and Private Equity Association, Venture Appendix, ősz-tél, I–III. o.
- KARSAI JUDIT [2007]: Az intézményes kockázati-tőke-piac szerepe az innovatív cégek finanszírozásában. Megjelent: *Makra Zsolt* (szerk.): A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 101–124. o.
- KARSAI JUDIT [2007]: Kifelé a zsákutcából. Állami kockázati tőke és innováció. *Közgazdasági Szemle*, 54. évf. 12. sz. 1085–1102. o.
- KARSAI JUDIT [2009]: A kockázati tőke szerepe az innováció finanszírozásában Magyarországon. *Külgazdaság*, 5–6. sz. 42–62. o.
- KARSAI JUDIT [2010]: Áldás vagy átok? A magántőke-befektetések hatása a gazdaságra. *Vezetéstudomány*, XLI. évf. 3. sz. 14–25. o.
- KARSAI JUDIT [2010a]: Private Equity in CEE. Development of Venture Capital and Private Equity Industry in Central and Eastern Europe, VDM Verlag Dr. Müller, Saarbrücken.
- KARSAI JUDIT [2010b]: A kockázati és magántőke forrásai. Az intézményi befektetők szerepe a kockázati- és magántőke-ágazat forrásellátásában. *Külgazdaság*, 11–12. sz. 3–33. o.
- KARSAI JUDIT [2010c]: Kockázati tőke a nyugdíjpénztárak szemszögéből. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest, 14 o.
- KARSAI JUDIT [2011]: A kockázati- és magántőkeipar két évtizedes fejlődése Magyarországon. 20 éves jubileumi évkönyv. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest, 21–44. o.
- KARSAI JUDIT–BARANYAI GÁBOR [2005]: A kockázati- és magántőkeipar fejlődése Magyarországon 1989–2004. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest, november, 47 o.
- KARSAI JUDIT–WRIGHT, M. [1994]: Accountability, Governance and Finance in Hungarian Buy-Outs. *Europe-Asia Studies*, Vol. 46. 997. o.
- KARSAI JUDIT–WRIGHT, M.–DUDZINSKI, Z.–MOROVIC, J. [1998]: Screening and Valuing Venture Capital Investments: Evidence from Hungary, Poland and Slovakia. *Entrepreneurship & Regional Development*, Vol. 10. 203–224. o.
- KARSAI JUDIT–WRIGHT, M.–DUDZINSKI, Z.–MOROVIC, J. [1999]: Venture Capital in Transition Economies – The Cases of Hungary, Poland and Slovakia. Megjelent: *Wright*,



- M.–Robbie, K. (szerk.): *Management Buy-outs and Venture Capital into the Next Millenium*. Edward Elgar, Cheltenham, 81–114. o.
- KARSAI JUDIT–WRIGHT, M.–FILATOTCHEV, I. [1997]: *Venture Capital in Transition Economies: The Case of Hungary*. *Entrepreneurship, Theory and Practice*, Vol. 21. No. 4. 93–110. o.
- KEHOE, C.–PALTER, R. N. [2009]: *The Future of Private Equity*. *McKinsey on Finance*, No. 31. McKinsey Company, 14 o.
- KEUSCHNIGG, CH.–NIELSEN, S. B. [2007]: *Self-Selection and Advice in Venture Capital Finance*, CESifo Working Paper, No. 1909.
- KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON–SZABÓ E. VIKTOR [2008]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle*, 55. évf. 7–8. sz. 573–621. o.
- KISVÁLLALKOZÁSOKAT MENT MEG... [2011]: *Kisvállalkozásokat ment meg a Széchenyi Alap*. *Privátbankár.hu*, június 16. [http://www.privatbankar.hu/html/cikk/cikk\\_nyomtat.php?kommentar=43507&uri](http://www.privatbankar.hu/html/cikk/cikk_nyomtat.php?kommentar=43507&uri).
- KLONOWSKI, D. [2005]: *The Evolution of the Venture Capital Industry in Transition Economies: The Case of Poland*. *Post-Communist Economies*, Vol. 17. No. 3.
- KLONOWSKI, D. [2006]: *Venture Capital as a Method of Financing Enterprise Development in Central and Eastern Europe*. *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 1. No. 2. 165–175. o.
- KLONOWSKI, D. [2011]: *Private Equity in Emerging Markets: Stacking Up the BRICs*. *Journal of Private Equity*, Vol. 14, No. 3: 24–37. o.
- KORTUM, S.–LERNER, J. [2001]: *Does Venture Capital Spur Innovation?* Megjelent: *Libecap, G. (szerk.): Entrepreneurial Inputs and Outcomes*. *New Studies of Entrepreneurship in the United States*, Elsevier, Amszterdam. 1–44. o.
- KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ–MAKRA ZSOLT [2004]: *Az üzleti anyagok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon*. *Közgazdasági Szemle*, 51. évf. 7–8. sz. 717–739. o.
- KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ–MAKRA ZSOLT [2007]: *Az informális tőkebefektetők és üzleti anyagok szerepe az új, innovatív vállalkozások finanszírozásában*. Megjelent: *Makra Zsolt (szerk.): A technológiaorientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. *Universitas Szeged Kiadó, Szeged*, 67–100. o.
- LAINY, D. [2008]: *Life in the Fast Lane. Private Equity Is Key to Pushing through Boundaries in Central and Eastern Europe*. *Private Equity Europe*, 96. 14–15. o.
- LAWTON, T. C. [2002]: *Missing the Target: Assisting the Role of Government in Bridging the European Equity Gap and Enhancing Economic Growth*. *Venture Capital*, Vol. 4. No. 1. 7–23. o.
- LELEUX, B. F. [2007]: *The Performance of Venture Capital Investments*. Megjelent: *Landström, H. (szerk.): Handbook of Research on Venture Capital*. Edward Elgar, 236–252. o.
- LELEUX, B.–SURLEMONT, B.–WACQUIER, H. [1998]: *State versus Private Venture Capital: Cross-Spawning or Crowding-Out? A Pan-European Analysis*. Paper presented at the Babson College-Kauffman Entrepreneurship Research Conference.
- LERNER, J. [1994]: *Venture Capitalists and Decision to Go Public*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 35. No. 3. 293–316. o.

- LERNER, J. [1999]: The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Effects of the SBIR Program. *Journal of Business*, 72. 285–318. o.
- LERNER, J. [2002a]: Boom and Boost in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 4. negyedév, 25–39. o.
- LERNER, J. [2002b]: When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective 'public venture capital' programmes, *Economic Journal*, Vol. 112. No. 477. F73–F84. o.
- LERNER, J. [2009]: *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed and What to Do About It*. Princeton University Press, Princeton.
- LERNER, J.–GURUNG, A. (szerk.) [2008]: *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008*. World Economic Forum: Globalization of Alternative Investments, Working Papers, Vol. 1. Genf, január, [https://members.weforum.org/pdf/cgi/pe/Full\\_Report.pdf](https://members.weforum.org/pdf/cgi/pe/Full_Report.pdf).
- LERNER, J.–LEAMON, A.–HARDYMON, F. [2011]: *Private Equity, Venture Capital, and the Financing of Entrepreneurship: The Power of Active Investing*. Wiley, New York.
- LERNER, J.–SCHOAR, A.–WONGSUNWAI, W. [2007]: Smart institutions, foolish choices: The limited partner performance puzzle. *Journal of Finance*, Vol. 62. No. 2. 731–64. o.
- LERNER, J.–SØRENSEN, M.–STRÖMBERG, P. [2008]: Private Equity And Long-Run Investment: The Case of Innovation. Megjelent: *Lerner–Gurung* (szerk.) [2008] 27–42. o.
- LEWIS, T. [2008]: Eastern Promise. *Central and Eastern Europe I. Private Equity International*, június, 79–81. o.
- LICHTENBERG, F. R.–SIEGEL, D. S. [1990]: The effect of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27. 165–94. o.
- LINDSEY, L. [2008]: Blurring Firm Boundaries: The Role of Venture Capital In Strategic Alliances. *Journal of Finance*, Vol. 63. No. 3. 1137–1168. o.
- LJUNGQVIST, A.–RICHARDSON, M. P. [2003]: *The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity*. New York University, Working Paper, No. 9495.
- LONGHURST, J. [2010]: CEE Private Equity: Light at the End of the Tunnel? *Unquote.com*, május 20. <http://www.unquote.com/cee/analysis/1649667/cee-private-equity-light-tunnel>.
- LOPEZ DE SILANES, F.–PHALIPPOU, L.–GOTTSCHALG, O. [2010]: *Giants at the Gate: Diseconomies of Scale in Private Equity*. Working Paper, University of Amsterdam.
- MAATS, F.–METRICK, A.–YASUDA, A.–HINKES, B.–S. VERHOVSKI [2010]: *On the Consistency and Reliability of Venture Capital Databases*. Working Paper, Yale School of Management.
- MAKRA ZSOLT–BAJMÓCY ZOLTÁN–IMREH SZABOLCS–SZERB LÁSZLÓ [2007]: A magyarországi technológiaorientált kisvállalkozások főbb jellemzői. Megjelent: *Makra Zsolt* (szerk.): *A technológiaorientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 207–226. o.
- MAKRA ZSOLT–KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ [2006]: Híd a befektetők és a vállalkozások között: az üzleti angyal hálózatokról. Megjelent: *Makra Zsolt* (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest, 246–268. o.

- MALONE, S. [1989]: Characteristics of Smaller Company Leveraged Buyouts. *Journal of Business Venturing*, Vol. 4. 345–359. o.
- MANIGART, S.–BAUSELINCK, CH. [2001]: Supply of Venture Capital by European Governments. Working Paper, 111. Ghent University.
- MANIGART, S.–DE WAELE, K.–WRIGHT, M.–ROBBIE, K.–DESBRIERES, P.–SAPIENZA, H. J.–BEEKMAN, A. [2002]: Determinants of Required Returns in Venture Capital Investments: A Five Country Study. *Journal of Business Venturing*, Vol. 17. No. 4. 291–312. o.
- MANZ, R.–BUTCHER, C. [2006]: How will the Rise of Leverage impact Central European Buyouts? EVCA Symposium, Monte Carlo, június 14–16.
- MARTI, J.–BALBOA, M. [2001]: The Determinants of Private Equity Fundraising in Western Europe. Social Research Network Working Paper, presented at the EFMA 2001 Lugano Meetings.
- MASON, C. M.–HARRISON, R. T. [1999a]: Financing entrepreneurship: venture capital and regional development, Megjelent: *Martin, R. L. (szerk.): Money and the Space Economy*. Wiley, Chichester. 157–183. o.
- MASON, C. M.–HARRISON, R. T. [1999b]: The Geography of Venture Capital Investments in the UK. Paper to the Annual Conference of the Institute of British Geographers, University of Leicester.
- MASON, C. M.–HARRISON, R. T. [2000]: Support for Regional Venture Capital Funds: A Critique of the Department of Trade and Industry's Proposals. Working Paper, University of Southampton–University of Aberdeen.
- MAULA, M.–MURRAY, G. [2003]: Finnish Industry Investment Ltd: An International Evaluation. Ministry of Trade and Industry publications, 1/2003. Helsinki, [http://www.altassets.com/pdfs/Finnish\\_Industry2-4-03.pdf](http://www.altassets.com/pdfs/Finnish_Industry2-4-03.pdf).
- MAWSON, J. [2010]: Corporate Venturing. *Private Equity Spotlight*, Preqin Ltd. 10–11. o.
- MAYER, C.–SCHOORS, K.–YAFEH, Y. [2005]: Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan, and the United Kingdom. *Journal of Corporate Finance*, 11. 586–608. o.
- MEERKATT, H.–LIECHTENSTEIN, H. [2009]: Driving the Shakeout in Private Equity, Boston Consulting Group, IESE Business School.
- METRICK, A.–YASUDA, A. [2010a]: The Economics of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies*, Vol. 23. No. 6. 2303–2331. o.
- METRICK, A.–YASUDA, A. [2010b]: Venture Capital and Other Private Equity: A Survey. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper, No. 16652., december, 56 o.
- MEYER, T. [2009]: Private Equity. Obituaries Are Premature. *Deutsche Bank Research*, július 20. 12 o.
- MID EUROPA [2007]: CEE Leveraged Transactions: Recent Trends and Impact of the Credit Bubble and Crunch. Mid Europa Partners, november.
- MID EUROPA [2008]: CEE Private Equity: A Brief History and Perspectives in the Middle of the Crisis. Mid Europa, <http://www.mideuropa.com>.
- MID EUROPA [2009]: CEE Private Equity: A Brief History and Perspectives in the Middle of the Crisis. Mid Europa Partners, Bécs, április 1.
- MID EUROPA [2010]: Recent Market Developments in Central & Eastern Europe, Mid Europa Partners, London, november 23.

- MOODY'S [2010]: Special Comment: Private Equity 2009: Nerly Half of Defaults, But Better-Than-Average Recovery Prospects. Moody's Investors Service, Report No. 123914, [http://www.altassets.net/pdfs/moodys\\_pedefaults.pdf](http://www.altassets.net/pdfs/moodys_pedefaults.pdf).
- MUNCK, C. [2011]: An overview of the current European Business Angel market. Paper presented at the EUREKA Academy, EBAN, Brüsszel, január 26.
- MURRAY, G. C. [1994]: The Second Equity Gap: Exit Problems For Seed and Early Stage Venture Capitalists and their Investee Compnies. *International Small Business Journal*, Vol. 12. No. 4. 59–76. o.
- MURRAY, G. C. [1999]: Early-Stage Venture Capital Funds, Scale Economies and Public Support. *Venture Capital*, Vol. 1. No. 4. 351–384. o.
- MURRAY, G. C.–MARRIOTT R. [1998]: Why has the Investment Performance of Technology-Specialists. *European Venture Capital Funds Been So Poor? Research Policy*, Vol. 27. 947–976. o.
- MUSCARELLA, C.–VETSUYPENS, M. [1990]: Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs. *Journal of Finance*, Vol. 65. 1389–1413. o.
- MÜLLER, K. [2008]: Investing in Private Equity Partnership. The Role of Monitoring and Reporting. Gabler Edition Wissenschaft.
- NAO [2009]: Venture Capital Support to Small Business. Report by the Comptroller and Auditor General, HC 23, Session 2009–2010, The Department for Business, Innovation and Skills, National Audit Office, <http://www.lincscot.co.uk/media/12835/nao%20-%20venture%20capital%20support%20to%20small%20businesses.pdf>.
- NAPI [2008]: Kelet-Közép-Európa a kockázati tőke célpontjában. *Napi Gazdaság*, július 8. 10. o.
- NATHUSIUS, E.–ACHLEITNER, A-K. [2009]: Angels or Demons? Evidence on the Impact of Private Equity Firms on Employment. CEFS Working Paper Series, 2009–10. <http://ssrn.com/abstract=1420638>.
- NIKOSKELAINEN, E.–WRIGHT, M. [2007]: The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Value Increase in Leveraged Buyouts. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13. 511–537. o.
- NORBÄCK, P-J.–PERSSON, L.–TAG, J. [2010]: Ownership Efficiency and Tax Advantages: The Case of Private Equity Buyouts. Institutet för Näringslivsforskning Working Paper, No. 841.
- NVCA [2007]: Venture Capital Five Year Performance Numbers Trend Positive in Q4 2006. NVCA, Thomson Financial, New York, április 30.
- NVCA [2010]: Yearbook 2010. National Venture Capital Association, március, 112.
- OECD [1997]: Government Venture Capital for TechnologyBased Firms, OCDE/GD(97)201, <http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=OCDE/GD%2897%29201&docLanguage=En>.
- OECD [2006]: The SME Financing Gap. Vol. 1. Theory and Evidence. OECD, Párizs. [http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/\\_getdocument.cfm?doc\\_id=624](http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id=624).
- OPLER, T. C. [1992]: Operating Performance in Leveraged Buyouts. *Financial Management*, Vol. 21. 27–34. o.
- O'SHEA, M. [1995]: Venture Capital in OECD Countries, OECD, Párizs.
- OSMAN PÉTER [2005]: A kockázati tőke-típusú finanszírozásról. Magyar Szabadalmi Hivatal, Budapest, 20 o.

- OSZKÓ PÉTER [2011]: Az OTP szerint fejlesztési kényszer alatt a vállalati szektor. *Portfolio.hu*, május 10.
- PAPANEK GÁBOR [2010]: A gyorsan növekvő magyar kis- és középvállalatok a gazdaság motorjai. *Közgazdasági Szemle*, 57. évf. 4. sz. 354–370. o.
- PEI [2011a]: Centred on Growth. Private Equity International, június 1.
- PEI [2011b]: VC-backed IPOs outperform market. Private Equity International, március 9. <http://www.peimedia.com/ArticleSearch.aspx?search=VC-backed%20IPOs%20outperform%20market>.
- PHALIPPOU, L.–ZOLLO, M. [2005]: What Drives Private Equity Fund Performance? Working Paper, SSRN, <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/05/0541.pdf>.
- POPOV, A.–ROOSENBOOM, P. [2008]: Does private Equity Investment Spur Innovation? Evidence from Europe. European Central Bank, Working Paper Series, No. 1063.
- PORTFOLIO.HU [2009]: Invitel – az egymilliárd dolláros préda. *Portfolio.hu*, október 1. <http://www.portfolio.hu/tool/print/2/122068>.
- PORTFOLIO.HU [2010a]: Megint díjat kapott az Enterprise Investors AVG exitje. *Portfolio.hu*, június 11. <http://www.portfolio.hu/tool/print/2/134513>.
- PORTFOLIO.HU [2010b]: Megvan a megegyezés: a kínaiaké lesz a BorsodChem. *Portfolio.hu*, február 25. <http://www.portfolio.hu/tool/print/2/129173>.
- PREQIN [2009a]: 2009 Preqin Global Private Equity Review. <http://www.preqin.com/item/private-equity-review/1/1187>.
- PREQIN [2009b]: 2009 Preqin Private Equity Performance Monitor. [http://www.preqin.com/docs/samples/2010\\_Preqin\\_Performance\\_Monitor\\_Sample\\_Pages.pdf?rnd=1](http://www.preqin.com/docs/samples/2010_Preqin_Performance_Monitor_Sample_Pages.pdf?rnd=1).
- PREQIN [2010a]: Private Equity Spotlight, Vol. 6. No. 1. [http://www.preqin.com/docs/newsletters/PE/Jan\\_2010.pdf](http://www.preqin.com/docs/newsletters/PE/Jan_2010.pdf).
- PREQIN [2010b]: Preqin Research Report: Private Equity Investor Survey. [http://www.preqin.com/docs/reports/PE\\_INVESTOR\\_ATTITUDES\\_SURVEY.pdf](http://www.preqin.com/docs/reports/PE_INVESTOR_ATTITUDES_SURVEY.pdf).
- PREQIN [2010c]: The Preqin Global Private Equity Report. <http://www.preqin.com/item/2010-preqin-global-private-equity-review/1/2002>.
- PREQIN [2010d]: Private Equity Spotlight. Vol. 6. No. 2. [http://www.preqin.com/docs/newsletters/PE/PE\\_Spotlight\\_Feb2010.pdf](http://www.preqin.com/docs/newsletters/PE/PE_Spotlight_Feb2010.pdf).
- PREQIN [2010e]: 2010 Preqin Private Equity Performance Monitor. <http://www.preqin.com/item/private-equity-performance-monitor/1/2686#DescriptionLong>.
- PREQIN [2010f]: Private Equity Spotlight. Vol. 6. No. 6. [http://www.preqin.com/docs/newsletters/PE/Preqin\\_Private\\_Equity\\_Spotlight\\_June2010.pdf](http://www.preqin.com/docs/newsletters/PE/Preqin_Private_Equity_Spotlight_June2010.pdf).
- PREQIN [2010g]: Private equity performance: Mega, Large, Mid-Market and Small Buyout Funds. Performance Spotlight, Preqin, August 2010, <http://www.preqin.com/blog/101/1981/performance-of-mega-large-mid-and-small-buyout-funds>.
- PREQIN [2010h]: The Preqin Quarterly Q2, [http://www.preqin.com/docs/reports/The\\_Preqin\\_Quarterly\\_Q2\\_2010.pdf](http://www.preqin.com/docs/reports/The_Preqin_Quarterly_Q2_2010.pdf).
- PREQIN [2010i]: Private Equity Spotlight. Vol. 6. No. 8. [http://www.preqin.com/docs/newsletters/PE/Preqin\\_Private\\_Equity\\_Spotlight\\_August\\_2010.pdf](http://www.preqin.com/docs/newsletters/PE/Preqin_Private_Equity_Spotlight_August_2010.pdf).
- PREQIN [2010j]: Private Equity Spotlight. Vol. 6. No. 9. [http://www.preqin.com/docs/newsletters/PE/Preqin\\_Private\\_Equity\\_Spotlight\\_Sept2010.pdf](http://www.preqin.com/docs/newsletters/PE/Preqin_Private_Equity_Spotlight_Sept2010.pdf).
- PREQIN [2010k]: The Venture Capital Industry. A Preqin Special Report. [http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin\\_Private\\_Equity\\_Venture\\_Report\\_Oct2010.pdf](http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin_Private_Equity_Venture_Report_Oct2010.pdf).

- PREQIN [2010]: Preqin Investor Outlook: Private Equity. [http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin\\_Private\\_Equity\\_Investor\\_Survey\\_Q1\\_2011x.pdf](http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin_Private_Equity_Investor_Survey_Q1_2011x.pdf).
- PREQIN [2011a]: The Preqin Quarterly Q1. [http://www.preqin.com/docs/reports/Private\\_Equity\\_Quarterly\\_-\\_Q1\\_2011.pdf](http://www.preqin.com/docs/reports/Private_Equity_Quarterly_-_Q1_2011.pdf).
- PREQIN [2011b]: Preqin Special Report: Exits in Private Equity. [http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin\\_Special\\_Report\\_Exits\\_in\\_Private\\_Equity.pdf](http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin_Special_Report_Exits_in_Private_Equity.pdf).
- PREQIN [2011c]: Private Equity Spotlight, Vol. 7. No. 5. [http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin\\_Private\\_Equity\\_Spotlight\\_May\\_2011b.pdf](http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin_Private_Equity_Spotlight_May_2011b.pdf).
- PREQIN [2011d]: Private Equity Spotlight, Vol. 7. No. 2. [http://www.preqin.com/docs/newsletters/PE/Preqin\\_Private\\_Equity\\_Spotlight\\_February\\_2010.pdf](http://www.preqin.com/docs/newsletters/PE/Preqin_Private_Equity_Spotlight_February_2010.pdf).
- PRIVATE EQUITY EUROPE [2007]: Central and Eastern Europe (CEE). Private Equity Europe, október.
- PRIVATE EQUITY FINDINGS [2010]: Great intervention? Private Equity Findings, London Business School, Collier Institute, No. 2. 8–10. o.
- PRIVATE EQUITY INTELLIGENCE [2006]: Eastern Promise: an Examination of Private Equity in Central & Eastern Europe. Private Equity Intelligence Report, No. 24. május.
- PRIVATE EQUITY NEWS [2007]: Competition Hots Up in Central and Eastern Europe. Private Equity News, június 5.
- PSE GROUP [2007]: Hedge Funds and Private Equity: A Critical Analysis. Report of the Party of European Socialists (PES) Group in European Parliament, Brüsszel, [http://www.pes.org/en/system/files/Hedge\\_Funds\\_EN.pdf](http://www.pes.org/en/system/files/Hedge_Funds_EN.pdf).
- PURI, M.–ZARUTSKIE, R. [2010]: On the Lifecycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms. EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper; US Census Bureau Center for Economic Studies Paper, No. CES-WP-08-13. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=967841](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=967841).
- REAL DEALS [2011]: Wanhua takes control of Permira's Borsodchem. Real Deals, február 2. <http://realdeals.eu.com/news/wanhua-takes-control-of-permiras-borsodchem>.
- RIVERSIDE [2008]: Riverside Completes First South American Acquisition. Press Release, október 16. [http://riversidecompany.com/News\\_and\\_Media/Press\\_Releases/Metrolab.aspx](http://riversidecompany.com/News_and_Media/Press_Releases/Metrolab.aspx).
- ROBBIE, K.–WRIGHT, M. [1995]: Managerial and Ownership Succession and Corporate Restructuring: The Case of Management Buy-Ins. *Journal of Management Studies*, Vol. 32. 527–550. o.
- RUSSELL RESEARCH [2010]: Russell Investments' 2010 Global Survey on Alternative Investing. Evaluation and re-commitment: The next phase for alternatives. <http://www.russell.com/Institutional/PDF/2010GlobalAltInvestSurvey.pdf>.
- SANDERS, F. [2010]: Today's fund, tomorrow's reward? Private Equity Findings, No. 3. Collier Institute, 10–11. o.
- SAPIENZA, H.–MANIGART, S.–VERMEIR, W. [1996]: Venture capital governance and value-added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11, 439–469. o.
- SCHARFSTEIN, D. S.–STEIN, J. C. [2000]: The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment. *Journal of Finance*, Vol. 55. 2537–2564. o.
- SCHERTLER, A. [2004]: Sources of Funds and Specialization Patterns of European Venture Capital Investments. Working Paper, No. 1200, Kiel Institute of World Economics, Kiel.

- SCHWIENBACHER, A. [2002]: An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and in the United States. University of California at Berkeley, Working Paper.
- SEC [2001]: Enterprises' Access to Finance. Commission Staff Working Paper. Enterprise directorate-General, SEC(2001)1667. 19.10.2001, 44 o.
- SHIVDASANI, A.–WANG, Y. [2009]: Did Structured Credit Fuel the LBO Boom? <http://ssrn.com/abstract=1394421>.
- SIEGEL, R.–SIEGEL, E.–MACMILLAN, I. [1988]: Corporate Venture Capitalists: Autonomy, Obstacles, and Performance. *Journal of Business Venturing*, 3. 233–247. o.
- SINGH, H. [1990]: Management buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering. *Strategic Management Journal*, Vol. 11. 111–129. o.
- SMITH, A. [1990]: Capital Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buy-Outs. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13. 143–165. o.
- SØRENSEN, M. [2004]: How Smart is Smart Money? An Empirical Two-Sided Matching Model of Venture Capital. University of Chicago, Working Paper.
- SØRENSEN, M. [2007]: How Smart is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital. *Journal of Finance*, *The Journal of Finance*, Vol. 62. No. 6. 2725–2762. o.
- SORMANI, A. [2003]: Central and Eastern Europe: The Accession Years. *European Venture Capital Journal*, július–augusztus, 63–71. o.
- SORMANI, A. [2006]: Full Steam Ahead. *European Venture Capital Journal*, június, 49–53. o.
- SQUIRE SANDERS–DEMPSEY LLP [2008]: CEE Private Equity Report. Squire Sanders & Dempsey LLP, február, <http://www.squiresanders.com/reprints/SurveyReportCEEPPrivateEquity122007.pdf>.
- STANDEVEN, P. [1993]: Financing the Early-Stage Technology Firm in the 1990s: An International Perspective. Discussion Paper for a Six Countries Programme meeting, Montreal.
- START TŐKEGARANCIA ZRT. [2009]: Mi is az a kockázati tőke és hogyan működik? Hírlevél, április. Start Tőkegarancia Zrt., Budapest.
- STRÖMBERG, P. [2008]: The New Demography of Private Equity. Megjelent: *Lerner, J.–Gurung, A.* (szerk.): *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, Globalization of Alternative Investments*, World Economic Forum, New York, Working Papers, Vol. 1. 3–26. o.
- STRÖMBERG, P. [2009]: The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings. *The Global Economic Impact of Private Equity Report*, World Economic Forum, Genf.
- STUCK, B.–M. WEINGARTEN [2005]: How Venture Capital Thwarts Innovation. *Spectrum*, IEEE, Vol. 42. No. 4. 50–55. o. [www.spectrum.ieee.org](http://www.spectrum.ieee.org).
- SZERB LÁSZLÓ [2006]: Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. Megjelent: *Makra Zsolt* (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest, 95–122. o.
- SZERB LÁSZLÓ [2009]: A magyarországi kis- és közepes méretű vállalatok kockázati tőkefinanszírozási lehetőségei. Megjelent: *Ulbert József* (szerk.): *Az iskolateremtő. Tanulmányok Bélyácz Iván 60. születésnapja tiszteletére*. Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Pécs, 247–258. o.

- SZERB LÁSZLÓ–RAPPAI GÁBOR–MAKRA ZSOLT–TERJESEN, SIRI [2007]: Informal Investment in Transition Economies: Individual Characteristics and Clusters. *Small Business Economics*, No. 28. 257–271. o.
- SZLOVÁK GERGELY [2006]: A kockázati- és magántőkealapok működése a gyakorlatban. Megjelent: *Makra Zsolt* (szerk.): A kockázati tőke világa. Aula, Budapest, 79–94. o.
- THECITYUK [2010]: Private equity 2010. TheCityUK Research Centre, augusztus, <http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Private-equity-2010.pdf>.
- THECITYUK [2011]: Private Equity. Financial Market Series. TheCityUK Research Centre, augusztus, <http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/PrivateEquity2011.pdf>.
- THOMAS, J. M. [2010]: The Credit Performance of Private Equity-Backed Companies in the „Great Recession” of 2008–2009. Private Equity Council, [http://www.nvp.nl/data\\_files/credit\\_performance.pdf](http://www.nvp.nl/data_files/credit_performance.pdf).
- THOMSON, A. [2008]: Clever Money. Central and Eastern Europe II. Private Equity International, június, 82–83. o.
- TSC [2007]: Private equity. Vol. 1. Report Together with Formal Minutes. Treasury Select Committee, Tenth Report of Session 2006-7, HC567-1.
- TÚRY GÁBOR–VIDA KRISZTINA (szerk.) [2011]: Monitoring jelentés 2011. MTA Világgazdasági Kutatóintézet, Budapest, <http://www.vki.hu/ujd/Monitoring2011.pdf>.
- TYKVOVA, T. [2000]: Venture Capital in Germany and its Impact on Innovation. Centre for European Economic Research (ZEW), Mannheim.
- TYKVOVA, T.–SCHERTLER, A. [2009]: Venture Capital and Internationalization, ZEW–Centre for European Economic Research Discussion Paper, No. 09–055, SSRN 1495717.
- ÚJRA VÁLLALKOZÓI PARTNEREKET... [2011]: Újra vállalkozói partnereket keres az MFB Invest. *Napi Gazdaság*, június 7. 8. o.
- UNQUOTE [2008a]: Publicly speaking. Unquote Central & Eastern Europe, No. 1. május.
- UNQUOTE [2008b]: Roll-up in Central Europe. Unquote Central & Eastern Europe, No. 2. augusztus–szeptember.
- UNQUOTE [2009]: 3TS et al. float LogMeIn at 342m cap. Unquote, július–augusztus.
- UNQUOTE [2011a]: CEE: Bumper Year Ahead. Unquote, április, 12–15. o. [http://www.unquote.com/digital\\_assets/2838/CEEunquote\\_April2011\\_v2.pdf](http://www.unquote.com/digital_assets/2838/CEEunquote_April2011_v2.pdf).
- UNQUOTE [2011b]: CEE Deals, LP Interest on the Rise. CEE Unquote, április 7. <http://www.unquote.com/cee/analysis/2041705/cee-deals-lp-rise>.
- UNQUOTE [2011c]: CEE Market: Catching Up Fast, CEE Unquote, április 5. <http://www.unquote.com/cee/analysis/2040719/cee-market-catching-up-fast>.
- VAN OSNABRUGGE, M. [2000]: A Comparison of Business Angel and Venture Capital Investment Procedures: An Agency Theory-Based Analysis. *Venture Capital*, Vol. 2. 91–109 o.
- VAN OSNABRUGGE, M.–ROBINSON, R. J. [2001]: The Influence of a Venture Capitalist’s Source of funds Venture Capital, Vol. 3. No. 1. 25–39. o.
- VARGA GYÖRGY [1990]: Vállalkozók Amerikája. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 139 o.
- VARGA GYÖRGY [2010]: Multik és magyarok. *Népszabadság*, szeptember 9.
- VIDOVSKY FERENC [2010]: A magyar középvállalatok csupán 10 százaléka alkalmas magántőke-befektetésre. *Portfolio.hu*, május 26.



- VILÁGGAZDASÁG [2008]: Megvették a Zentivát. Folytatódik a gyógyszeripar konszolidációja térségünkben. Világgazdaság, szeptember 23. 1. és 10. o.
- VILÁGGAZDASÁG [2010]: Szlovák befektető a Kaiser. Világgazdaság, június 10.
- WALKER, D. [2007]: Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity. BVCA, London.
- WATSON, N. [2010]: Mid Europa Sees Steady Improvement in Private Equity in 2010. Business New Europe, Prága, március 2. <http://www.balkans.com/open-news.php?uniquenumber=49487>.
- WIIW [2011]: Economic Prospects for Central, East and Southeast Europe, Current Analyses and Forecasts, No. 7. The Vienna Institute for International Economic Studies.
- WILSON, N.–WRIGHT, M.–CRESSY, R. [2010]: Private Equity and Insolvency. Centre for Management Buyout Research, Nottingham University Business School.
- WINTERS, T.–MURFIN, D. [1988]: Venture Capital Investing For Corporate Development Objectives. Journal of Business Venturing, 3. 207–222. o.
- WRIGHT, M.–GILLIGAN, J.–AMESS, K. [2009]: The Economic Impact of Private Equity: What We Know and What We Would Like to Know. Venture Capital, Vol. 11. No. 1. 1–22. o.
- WRIGHT, M.–KARSAI, J.–DUDZINSKI, Z.–MOROVIC, J. [1999]: Transition and active investors: venture capital in Hungary, Poland and Slovakia. Post-Communist Economies, Vol. 11. 27–46. o.
- WRIGHT, M.–RENNEBOOG, L.–SIMONS, T.–SCOLES, L. [2006]: Leveraged Buyouts in the UK and Continental Europe. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 18. No. 3. 38–55. o.
- WRIGHT, M.–THOMPSON, S.–ROBBIE, K. [1992]: Venture Capital and Management-Led Leveraged Buyouts: A European Perspective. Journal of Business Venturing, Vol. 7. 47–71. o.
- WRIGHT, M.–THOMPSON, S.–ROBBIE, K.–WONG, P. [1995]: Management Buy-Outs in the Short and Long Term. Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 22. 461–482. o.
- WRIGHT, M.–WEIR, C.–BURROWS, A. [2007]: Irrevocable Commitments, Going Private and Private Equity. Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance, Vol. 5. 213–234. o.
- WRIGHT, M.–WILKINSON, N.–ROBBIE, K.–ENNEW, C. [1996a]: An Analysis of Failure in UK Buy-Outs and Buy-Ins. Managerial and Decision Economics, Vol. 17. 57–70. o.
- WRIGHT, M.–WILSON, N.–ROBBIE, K. [1996b]: The Longer Term Effects of Management-Led Buyouts. Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance, Vol. 5. 213–234. o.
- ZAHRA, S. A. [1995]: Corporate Entrepreneurship and Financial Performance: The Case of Management Leveraged Buyouts. Journal of Business Venturing, Vol. 10. 225–247. o.





ISBN 978-963-08-3176-5

DOI: <http://dx.doi.org/10.26447/KARSAI.2012>

Kiadja a Közgazdasági Szemle Alapítvány és  
az MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi  
Kutatóközpont Közgazdaság-tudományi Intézet

A kiadásért felel: Halm Tamás és Fazekas Károly

Felelős szerkesztő: Patkós Anna

A könyvet Kempfner Zsófia tervezte

A nyomdai előkészítés: Pető Ildikó

A nyomdai kivitelezés: Mondat Kft.

Felelős vezető: Nagy László

**A kapitalizmus új királyai** – ezt a címet adta 2004-ben az Economist gazdasági hetilap a kockázati tőke-ágazat fejlődéséről közölt terjedelmes elemzésének. Az elnevezéssel a lap az akkor már milliárd dolláros kockázati tőke-alapokat kezelők egész vállalatbirodalmak felett szerzett rendkívül jelentős gazdasági befolyására és mesés jövedelmére célozott. E kötet elsősorban azt igyekszik nyomon követni, hogy a kockázati tőke áramlásába csak évtizedes késéssel bekapcsolódó közép-kelet-európai térségben mennyire volt összeegyeztethető a piacgazdaság kiépülésének folyamata egy minden ízében „kapitalista” tőkeközvetítő ágazat kifejlődésével, mely ütközőpontok gátolták e fejlődést, s ez miként hatott a régióbeli működés hatékonyságára, esetleg származott-e előny a „későn jövők” különleges helyzetéből.

Közgazdasági Szemle Alapítvány •  
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
Közgazdaság-tudományi Intézet



Karsai Judit • **A kapitalizmus új királyai**



Karsai Judit

# A kapitalizmus új királyai

Kockázati tőke Magyarországon  
és a közép-kelet-európai régióban







Karsai Judit az MTA Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos főmunkatársa, a közgazdaságtudomány kandidátusa, a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület Statisztikai Bizottságának elnöke.

Fő kutatási területe a kockázatitőke-finanszírozás, a vezetői kivásárlás és a vállalatok tulajdonosi ellenőrzése. Számos nemzetközi és hazai projekt társkoordinátora, illetve résztvevője, az ezekből született szakkönyvek és tanulmányok szerzője, illetve társszerzője. Önálló könyvei: A kockázati tőkéről befektetőknek és vállalkozóknak (1998), Private Equity in Central and Eastern Europe (2010).

**A kapitalizmus új királyai** – ezt a címet adta 2004-ben az Economist gazdasági hetilap a kockázatitőke-ágazat fejlődéséről közölt terjedelmes elemzésének. Az elnevezéssel a lap az akkor már milliárddolláros kockázatitőke-alapokat kezelők egész vállalatbirodalmak felett szerzett rendkívül jelentős gazdasági befolyására és mesés jövedelmére célzott. E kötet elsősorban azt igyekszik nyomon követni, hogy a kockázati tőke áramlásába csak évtizedes késéssel bekapcsolódó közép-kelet-európai térségben mennyire volt összeegyeztethető a piactudomány kiépülésének folyamata egy minden ízében „kapitalista” tőkeközvetítő ágazat kifejlődésével, mely ütközőpontok gátolták e fejlődést, s ez miként hatott a régióbeli működés hatékonyságára, esetleg származott-e előny a „későn jövők” különleges helyzetéből.

Közgazdasági Szemle Alapítvány •  
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
Közgazdaság-tudományi Intézet



Karsai Judit • A kapitalizmus új királyai



Karsai Judit

# A kapitalizmus új királyai

Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban



A kockázati tőkések mások tőkéjét gyűjtik össze, majd fektetik be tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokba. Csak átmeneti ideig tulajdonosok, ez alatt azonban aktívan bekapcsolódnak cégeik életébe, s mindent megtesznek annak érdekében, hogy részesedésük eladásakor minél nagyobb hozamra tegyenek szert.

A szerző a kockázatitőke-ágazat két szegmensét, a klasszikus kockázatitőke-befektetéseket és a kivásárlásokat tárgyalja. A magyarországi kockázatitőke-piac nemzetközi beágyazódását a közép-kelet-európai régió trendjeibe illetve vizsgálja. Kiemelt figyelmet szentel a hazai kockázatitőke-alapok forrásainak, a befektetések pénzügyi konstrukcióinak, a befektetésekből történő kilépések módzatainak, valamint a hozamoknak az ágazat tőkeellátására gyakorolt hatására. Több mint félezer, összesen mintegy ötmilliárd dollár értékű tranzakció tanulságait összegzi.