

KARSAI JUDIT

## Kockázati tőke európai szemmel

### A kockázati- és magántőkeipar másfél évtizedes fejlődése Magyarországon és Kelet-Közép-Európában

---

Kelet-Közép-Európa kockázati-tőke- és magántőke-ágazata fejletlenebb, ám nagyobb lehetőségeket ígérő, mint az EU-15 tagjaié. Magyarország mindinkább elveszíti régi-  
ón belüli kezdeti előnyét, eközben azonban egyre jobban közelít az EU-ban kialakult normákhoz. Pozitív oldalról ez a tőkealapok növekedését és globalizálódását, a kivá-  
sárlások növekvő jelentőségét, valamint a kilépések sokszínűbbé válását jelenti. Negatív oldalról pedig a fejlődésük korai szakaszában tartó cégek EU-ban is nehéz-  
kes finanszírozását, a kis nemzeti piacból adódó hátrányok fennmaradását, valamint a kiugró hozamok csökkenését takarja.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: M13, G24.

---

A kockázati-tőke-befektetések elsősorban az olyan vállalkozásokba való befektetésekre  
összpontosítanak, amelyek *erőteljes növekedésre képesek*. E vállalkozások nem szerepel-  
nek a tőzsdén, számukra a befektetés meghatározott időtartamra szól. A befektetők célja  
az, hogy az általuk több éven keresztül egy speciális befektetési konstrukció keretében  
nyújtott tőke (ösztönzés, tanácsadás, kapcsolati háló és ismeretek) révén elősegítsék e  
vállalkozások növekedését és értékkerentését. A befektetők a finanszírozott cégekben  
azért szereznek tulajdoni részesedést, hogy ezzel saját finanszírozóik számára megfelelő  
hozamok elérését tegyék lehetővé. A kockázati- és magántőkeipar által összegyűjtött  
tőke többsége intézményi finanszírozóktól, azaz bankoktól, nyugdíjalapoktól és biztosí-  
tóktól származik, a befektethető tőke többi része pedig nagyvállalatoktól, kormányzati  
ügynökségektől és magánszemélyektől. A befektetők tőkejövédalma a finanszírozott vál-  
lalkozások által megtermelt értékből származik, amelyet a befektetők a cégből való kivo-  
nulásukkor realizálnak és osztanak fel. Erre többféleképpen kerülhet sor: 1. a portfóliócéget  
egy másik vállalat felvásárolja, 2. pénzügyi befektetők veszik meg, esetleg a társtulajdo-  
nosok vásárolják vissza, 3. a céget bevezetik a tőzsdére. A *tőkejövédalom csak ezután  
kerül* a kockázati- és magántőke-befektetők finanszírozóihoz, azaz főként az intézményi  
befektetőkhez, ily módon hajtva hasznót a náluk vezetett tőkeszámlák, biztosítási kötvé-  
nyek és nyugdíjcélú megtakarítások haszonélvezőinek.

A kockázati- és magántőke-befektetéseken belül a *kockázati tőkét* a befektetők a cégek  
fejlődésének korai szakaszában nyújtják, hozzájárulva ezzel e vállalkozások piaci beve-  
zetéséhez, korai fejlődéséhez vagy expanziójához. A későbbi stádiumban, azaz a kivá-  
sárlási szakaszban nyújtott *magántőke-befektetéseket* a már érettebb cégek kapják, s ese-  
tükben nagyobb összegű és többféle finanszírozásra kerül sor.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> A kockázati tőke fogalmi meghatározásáról lásd Osman [2005]. A cikk további részében a kockázati- és magántőke-befektetéseket egyaránt kockázati-tőke-befektetésnek nevezzük.

A magyarországi kockázati-tőke-ágazatra vonatkozó adatokat – a nemzetközi gyakorlatnak megfelelően – a magyarországi kockázati- és magántőke-befektetőket tömörítő Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (MKME) gyűjti és publikálja.<sup>2</sup> Ugyancsak közvetlenül a befektetőktől gyűjtött adatokat publikál évente megjelentetett évkönyveiben az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (EVCA). Ez azonban az egyes országokra vonatkozó adatokat az alapok kezelőinek székhelye szerint összesíti, vagyis nem veszi számba azoknak az alapoknak az összegyűjtött tőkét és befektetéseit, amelyeknek az adott országban nincs székhelye. Egy, az EVCA-n belül 11 kelet-közép-európai országra vonatkozó adatok kimunkálásával 2002-ben megbízott munkacsoport (*CEE Task Force*) a befektetések összesítésekor már a célországot vette figyelembe, visszamenőleg azonban nem tudta megoldani a tőkegyűjtés hasonló szellemben történő számbavételét.

A reális helyzet bemutatása érdekében a magyar egyesület 2004-ben egy felmérést készített a kockázati tőke magyarországi piacáról.<sup>3</sup> Az 1989 és 2004 közötti évekre vonatkozó vizsgálat 73, a magyar piac iránt érdeklődő 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 adatai szerint a vizsgált 16 évben a fenti összegből az alapok 269 befektetési tranzakció keretében közel 1,1 milliárd dollárt fektettek be magyarországi székhelyű vállalkozásokba. A felmérés keretében 143 kilépés adatát sikerült regisztrálni, amelyek könyv szerinti értéke közel félmilliárd dollárt tett ki.

Az ágazat meghatározó szereplőivel folytatott szakértői konzultációk megerősítették, hogy a felmérésbe bekerült ügyletek igen jól reprezentálják a magyarországi befektetéseket, mivel a számba vett adatok a magyarországi befektetésekre allokált tőke – szakértők által becsült – értékének közel egészét lefedik. A magyarországi cégekbe fektetett tőke becsült értékének mintegy 70 százalékát, a becsült ügyletszám közel 50 százalékát sikerült az adatbázisba bevonni. A befektetők hiányos adatközlése miatt a kilépések számbavétele csak részlegesen sikerült, ezen adatok nem reprezentatívak, azaz csak tájékoztató jellegűek.

### A felmérés módszere

Az MKME a felmérés adatbázisát a befektetők közlései, valamint az üzleti sajtóban megjelent hírek alapján állította össze, s az EVCA éves felméréseiben alkalmazott definíciókat használta. Három témakörre: a befektetésre rendelkezésre álló tőke volumenére, a befektetések összegére, valamint a kilépések számára gyűjtött adatokat. Regisztrálta minden olyan kockázati- és magántőke-alap, illetve befektetési társaság tőkét, amely magyarországi cégekbe kívánt kockázati, illetve magántőkét fektetni. A befektetők tőkét a piaci megjelenés éve szerint regisztrálta, s az azonos befektetők által létrehozott új 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 számításba. A regionális alapok esetében a kezelt tőke negyedét vette figyelembe, tekintve hogy a befektetők rendszerint tőkéjük negyedét szánták magyarországi befektetésekre. Az országalapok esetében a felmérés a kezelt tőke teljes összegét figyelembe vette.

<sup>2</sup> Az iparág szereplőinek üzleti érdekei miatt vállalati szintű adatokat az egyesület nem hozhat nyilvánosságra.

<sup>3</sup> Az MKME elnöksége az egyesület statisztikai bizottságát bízta meg a felmérés megtervezésével és végrehajtásával. A felmérést *Karsai Judit*, a statisztikai bizottság elnöke, valamint *Baranyai Gábor*, az MKME elnökségének tagja készítette. A felmérés lebonyolításában részt vett *Soós Szabolcs*, az MKME akkori, valamint *Szlovák Gergely*, az MKME jelenlegi titkára. A felmérés magyar és angol nyelvű összefoglalója A kockázati- és magántőkeipar fejlődése Magyarországon 1989–2004 címmel az egyesület honlapjáról ([www.hvca.hu](http://www.hvca.hu)) letölthető.

Az alapok által kezelt tőke tulajdonosok szerinti vizsgálatakor a felmérés a befektetőket a szerint különböztette meg, hogy *állami* vagy *magánforrású* tőkét kezelnek-e. Az állami forrású tőkét kezelő befektetők közé egyrészt a transznacionális nemzetközi szervezetek (EBRD, IFC) tőkéjét sorolta, másrészt azon külföldi és hazai befektetők tőkéjét, amely kizárólag költségvetési forrásokból származott. A felmérés a befektetők által kezelt tőke megtakarítók szerinti részletes megoszlására is vonatkozott, ekkor az EVCA által használt kategóriákat (vállalkozási befektetők, magánszemélyek, kormányzati szervezetek, bankok, nyugdíjpénztárok, biztosítók, alapok alapjai) alkalmazta.

A felmérés szemléletében az úgynevezett piaci elvet követte, azaz a finanszírozott cégek közül a magyarországi székhelyű vállalkozásokat regisztrálta. Önálló befektetésként vette figyelembe az azonos céget érintő, különböző években végrehajtott második és további körben történő befektetéseket. A célvállalatok életciklusa szerinti (induló, expanzív és kivásárlás), valamint a szakágazati besoroláshoz egyaránt az EVCA által alkalmazott (17 szakágazatra bontott) besorolást követte. A kilépések módjának regisztrálásakor az EVCA kategóriáit használta (szakmai befektetőknek történő eladás, tőzsdei értékesítés, leírás, egyéb kilépési mód). Mivel a befektetők az eladások tényleges összegét rendszerint üzleti titokként kezelték, a felmérés készítői – az EVCA gyakorlatát követve – a kilépések értékének nyilvántartásakor a bekerülési értéket használták. A felmérés tervében eredetileg szerepelt a kilépések három kategóriába sorolt minősítése (sikeres, semleges, sikertelen), azonban ehhez a besoroláshoz a befektetők nem szolgáltattak elegendő információt.

### A kockázati tőke-ágazat súlya

A kockázati tőke-ipar hazai súlyát a kelet-közép-európai országok<sup>4</sup> és az Európai Unió országainak átlagához viszonyítva lehet értékelni (1. táblázat).

1. táblázat

A 11 kelet-közép-európai ország kockázati tőke-befektetéseinek GDP-hez viszonyított aránya, 2002–2004\* (százalék)

Ország	2002	2003	2004
Bulgária	0,016	0,101	1,110
Cseh Köztársaság	0,037	0,052	0,019
Észtország	0,010	0,022	0,004
Horvátország	0,014	0,011	0,015
Lengyelország	0,069	0,098	0,069
Lettország	0,011	0,031	0,120
Litvánia	0,008	0,036	0,007
Magyarország	0,110	0,154	0,150
Románia	0,037	0,159	0,055
Szlovákia	0,018	0,016	0,021
Szlovénia	0,007	0,015	0,000
11 ország összesen	0,054	0,088	0,096
EU összesen	0,277	0,284	0,321

\* A befektetések célszámára szerint számításba vett adatok.

Forrás: EVCA [2004] 8. o., EVCA [2005] 3. o.

<sup>4</sup> Az összehasonlításhoz 11 kelet-közép-európai ország adatait használtuk: Bulgária, Cseh Köztársaság, Észtország, Horvátország, Lengyelország, Lettorság, Litvánia, Magyarország, Románia, Szlovákia, Szlovénia. Ha külön nem jelezzük, tanulmányunkban a kelet-közép-európai országok csoportján ezt a 11 országot értjük.

Mivel a kockázati tőke-szektor a régióban Nyugat-Európához képest sokkal rövidebb ideje létezik, ráadásul a nagyobb méretű tranzakciók végrehajtásához szükséges hitelek csak a közelmúltban váltak elérhetővé,<sup>5</sup> a befektetések GDP-hez viszonyított szintje jelentősen elmarad az EU-beli finanszírozás GDP-hez viszonyított szintjétől. Nemzetközi összehasonlításban jól látszik, hogy a szektor régióbeli fejlődésében még igen jelentős tartalékok vannak. A magyarországi hányad jóval a régió átlaga felett van, a közép-európai országok között rendszerint az 1–2. helyet foglalja el, ám az európai átlagnak még így is csak körülbelül a felét éri el.

A magyar vállalatokat finanszírozó befektetések nagyságrendjét évente vizsgálva, kiderül, hogy a kockázati tőke-befektetések értéke az ágazat létrejötte óta eltelt 16 évben átlagosan a GDP értékének 0,15 százalékát tette ki. Más megközelítésben a befektetési célú kockázati tőke, amely ebben az időszakban 85–87 százalékban külföldi befektetőktől érkezett, jellemzően az adott évi közvetlen külföldi tőkebefektetések (FDI) 2–4 százalékát képviselte. A befektetések értéke alapján a kockázati tőke súlya *töredéke a tőzsdei kapitalizációnak*, ugyanakkor a kockázati tőke jóval több cég számára biztosít részvény-tőke-finanszírozást (2. táblázat).

## 2. táblázat

A kockázati tőke-befektetések értéke a tőzsdei kapitalizáció százalékában Magyarországon, 1995–2003 (százalék)

Év	Kockázati tőke/tőzsdei kapitalizáció (százalék)	Év	Kockázati tőke/tőzsdei kapitalizáció (százalék)
1995	1,7	2001	0,6
1996	1,0	2002	0,5
1997	0,7	2003	0,6
1998	0,2	2004	0,5
1999	0,4	2005	0,5
2000	1,0		

Forrás: BÉT, MKME.

Az EVCA kelet-közép-európai szakértői csoportjának becslése szerint a kelet-közép-európai régióban 1989 és 2004 között mintegy 900 vállalkozás jutott kockázati tőkéhez. (Országokénti megoszlást nem publikáltak.) Az MKME magyarországi felmérésében közel 270 olyan cég szerepel, amely az elmúlt másfél évtized során kockázati tőkét kapott, azaz pusztán e számok alapján nézve a kelet-közép-európai befektetések jóval több, mint egynegyede Magyarországon valósult meg. A 2000-es években évi átlagban 34 befektetésre került sor Magyarországon, ami azonban messze elmarad a nyugat-európai 500-as nagyságrendtől.

Tekintettel az ágazat későbbi indulására, valamint a sokkal kevésbé fejlett tőkepiacra, nem meglepő, hogy míg az EU-ban a kis- és középvállalkozások 6 százaléka hozta kapcsolatba tőkéjének növekedését kockázati tőke-alapokkal (EC [2005]), addig Magyarországon a 16 év során kockázati tőkéhez jutó 270 vállalkozás a kettős könyvvitelt vezető cégek (korlátolt felelősségű társaságok vagy részvénytársaságok) mindössze 0,2 százalékát teszi ki.

<sup>5</sup> A hitelből történő vállalatfelvásárlás a kelet-közép-európai régióban 2003 előtt még egyáltalán nem létezett. A hitelből történő vállalatfelvásárlás megjelenésével a befektetők olyan vállalkozásokat is megcélozhatnak, amelyeket az 1990-es években még nem tudtak volna finanszírozni. A készpénzalapú hitelezés régióbeli megjelenésében elsősorban az EU-csatlakozás játszott meghatározó szerepet, jelentősen csökkentve a befektetők és a bankok számára a régióbeli országok kockázatát (Sormani [2006], Hart [2006]).

### A kockázati tőke forrásszerkezete

A régióba jóformán kizárólag külföldi forrásból érkezett kockázati tőke, ezért a befektethető tőke volumenének alakulását elsősorban Kelet-Közép-Európának a *világ működőtőke-áramlásába történő bekapcsolódása* befolyásolta. A régió tőkeellátása egyrészt attól függött, hogy a befektetők mekkora szabad tőke elhelyezésére kerestek piacot a régióban, másrészt hogy a fejlett és a fejlődő országok piacaihoz képest a régió országai mennyire kínáltak kedvező befektetési lehetőséget. A régióon belül az egyes országok tőkeellátására az országok egyéni teljesítménye is jelentős hatással volt.

A régióbeli közvetlen külföldi tőkebefektetéseken belül a kockázati tőke-befektetések alakulását az ágazat természetéből következő ciklikusság is befolyásolta.<sup>6</sup> Ennek lényege, hogy mivel a kockázati tőke-alapok összegyűjtése és befektetése, illetve a finanszírozott vállalkozásokban szerzett részesedések eladása között több év telik el, az ágazat csak jelentős késéssel képes reagálni a megváltozott helyzetre.

Az EVCA szakértői szerint a régióba 15 év alatt több mint 7 milliárd euró összegű tőke érkezett. A régióban székhellyel rendelkező 77 befektető által összegyűjtött tőke értéke 2002-ben 243 millió euró (275 millió dollár), 2003-ban 312 millió euró (295 millió dollár), 2004-ben 496 millió euró (617 millió dollár) volt (3. táblázat). A magyarországi befektetők a régióbeli tőke 13 százalékát gyűjtötték össze 2002-ben és 2003-ban, majd 2004-ben arányuk 22 százalékra nőtt. A tőke négy hullámban érkezett a régióba. 1990–1992-ben az *ország-alapok* vállalták az úttörő szerepet, amelyet megismételtek 1994–1995-ben. A *regionális alapok* 1997–2000-ben jelentek meg a térségben. Mind az ország-, mind a regionális alapok utolsó hulláma 2003–2004-ben érkezett be. A 77 kockázati tőke-befektetéssel foglalkozó alap többsége ország-alap, azaz csak egy-egy országban működik, míg 22 alap regionális központú: több országban egyidejűleg van jelen irodáival. Ezen alapok által összegyűjtött tőke elsősorban nyugat-európai és észak-amerikai intézményi befektetőktől érkezett, azaz a *régió országainak saját forrásai nem növelték a befektethető tőke volumenét*. Nyugat-Európában ugyanakkor a befektethető tőke közel 50 százalékát saját források biztosítják (EVCA [2004]).

#### 3. táblázat

A kelet-közép-európai befektetésekre allokalált kockázati tőke értéke, 2002–2004\*  
(millió euró)

Ország	2002	2003	2004
Balti államok	2,1	105,7	7,2
Cseh Köztársaság	55,8	93,8	4,8
Lengyelország	108,8	25,7	303,9
Magyarország	31,5	39,9	108,8
Románia	12,7	8,6	30,1
Szlovákia	9,9	3,3	5,3
Egyéb országok**	22,3	34,9	35,9
<i>Összesen</i>	<i>243,0</i>	<i>312,0</i>	<i>496,0</i>

\* A régió országaiban működő alapkezelők által összegyűjtött tőke.

\*\* Horvátország és Szlovénia.

Forrás: EVCA [2004] 6. o., EVCA [2005] 2. o.

<sup>6</sup> A kockázati tőke-ágazat működésének ciklikusságáról Kelet-Közép-Európában lásd *Jagric* [2003] és *Klonowski* [2005].

Az MKME felmérése szerint a vizsgált 16 év alatt az összesen 73 globális, regionális és országalap évente átlagosan 160 millió dollár értékű tőkét szánt magyarországi befektetésekre.<sup>7</sup> A kezelt tőke átlagos nagysága 35 millió dollár volt, a multilaterális alapok 60, a regionális alapok 38, a magyarországi alapok pedig átlagosan 28 millió dollár tőke felett rendelkeztek. A multilaterális kormányközi szervezetek tőkéjének köszönhetően a kormányzati tőkével dolgozó alapok nagysága majdnem kétszerese (60 millió dollár) volt a magánbefektetőkénél.

Mivel – mint említettük – a vizsgált másfél évtizedben a magyarországi kockázati tőke-  
ipar forrásainak 85-87 százaléka külföldi tőkéből származott, a nagyobb önellátásra berendezkedett piacokhoz képest *a magyar piac forrásellátását jóval sebezhetőbbé tette a külföldi tőkének való erős kitettség.* (A fiatal magyar piacgazdaságban rövid idő alatt nyilván nem akumulálódhattak jelentős tőkék, s a befektetési alapok gazdaságos méretének elérése is csak a külföldi befektetők esetében volt lehetséges.) *A hazai forrásból származó tőke több mint 60 százalékát állami forrásokból létrehozott befektetési társaságok és alapok tőkéje képviselte.* E szervezetek gazdaságos működése és önfenntartása nem volt követelmény, így e befektető szervezetek – egy kivétellel – a többi piaci résztvevőnél sokkal kisebb tőkével kezdték meg működésüket.<sup>8</sup>

Mivel a forrásgyűjtést elsősorban nem az ország sajátosságai, hanem a régió helyzete határozta meg, a kilencvenes évtized pénzügyi válságai – így például az 1994-es mexikói, az 1998-as orosz és kisebb mértékben az 1997-es távol-keleti válság – hatottak a regionális tőkebeáramlásra. Az egyes országok – így Magyarország – gazdasági növekedésének üteme, inflációjának alakulása, jogbiztonsága stb. csak ezután esett latba. A tőkebeáramlás ütemét az is befolyásolta, hogy a többi kelet-közép-európai országhoz képest a magyar gazdaság milyen lehetőségeket nyújtott a külföldi tőkebefektetésekre, ezen belül a piaci alapú privatizáció számára.

Az adatok azt támasztják alá, hogy a befektetők szemében *a magyar piac sokáig relatíve kedvező helyzetben volt.* A befektethető friss tőke volumenére hatott a magyar gazdaságirányítás által elhatározott és kizárólag állami forrásokból végrehajtott kínálatnövelés is, amelynek keretében több olyan új befektetési szervezetet állítottak fel, amely kizárólag költségvetési forrásból származó kockázati tőke kihelyezésével foglalkozott. Végül a tőkebeáramlás mértéke nyilvánvalóan összekapcsolódott a befektetőknek a megelőző években végrehajtott befektetéseik során szerzett tapasztalataival is.

A vizsgált 16 év során a különböző földrajzi hatókörű befektető szervezetek jelentősége sokat változott (2. ábra).

– Az időszak elején elsősorban a *csak magyarországi* befektetésekre alakult országalapok jelentek meg a piacon. E befektetők súlya az 1990-es évtized közepén, majd 2004-ben volt különösen nagy.

– A *globális* (multilaterális) alapok szerepe az ágazat beindításakor, azaz a rendszer-váltást követően, illetve a privatizáció megindulásakor volt meghatározó.

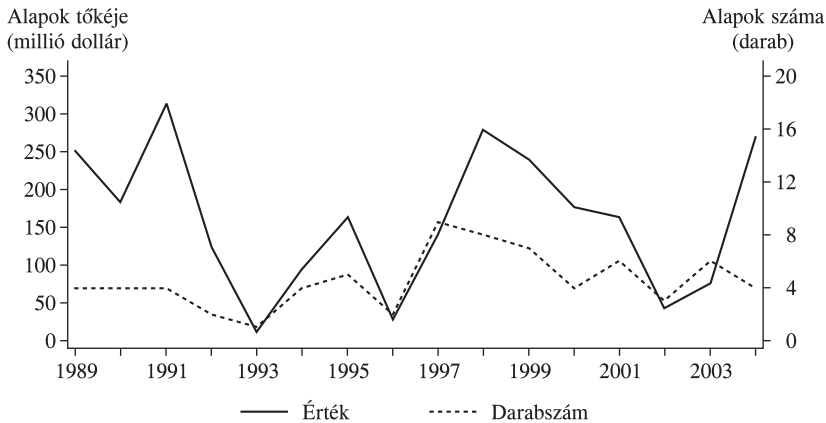
– A nemzetközi kormányközi szervezetek támogató fellépésének köszönhetően a magánszektor képviselői közül a rendkívül tőkeerős *regionális befektetők* már igen korán, 1993-tól kezdve egymás után jelentek meg a magyar piacon, s ezt követően *mindvégig meghatározó szerepet játszottak* a forrásellátásban. 1998-tól egészen 2003 elejéig az évente

<sup>7</sup> Az MKME felmérése az összes olyan befektetőt számba vette, amelyik magyarországi befektetésre vállalkozott, függetlenül annak székhelyétől. A magyarországi befektetésekre érdeklődő alapok összesen 6,2 milliárd dollár értékű tőkét kezeltek, amelyből a felmérés szerint mintegy 2,5 milliárd értékű tőkét szántak magyarországi vállalkozások finanszírozására. Az MKME szerint a befektetők 2002-ben 44,8 millió euró (42,2 millió dollár); 2003-ban 67,5 millió euró (76,2 millió dollár); 2004-ben 216,9 millió euró (269,4 millió dollár) összegű tőkét gyűjtöttek magyarországi célpontok finanszírozására.

<sup>8</sup> Az magyar kockázati tőke-piacon az állam szerepvállalásáról lásd részletesen *Karsai* [2004].

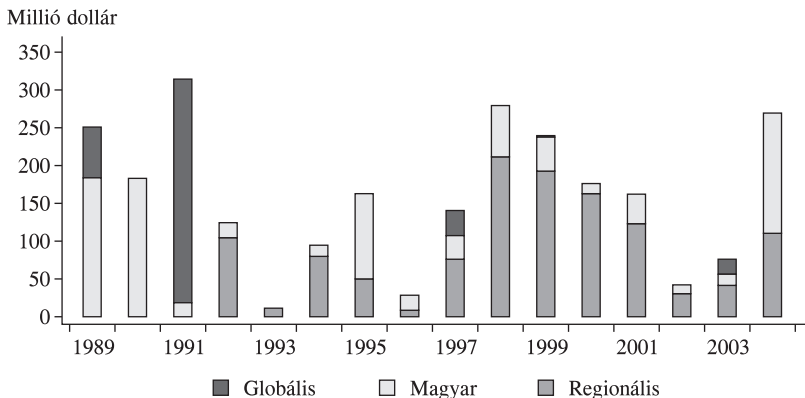
1. ábra

A kockázati tőke-alapok száma és az általuk kezelt tőke értéke Magyarországon, 1989–2004



2. ábra

A kockázati tőke-alapok által magyarországi befektetésre gyűjtött tőke megoszlása az alapok földrajzi hatóköre szerint, 1989–2004 (millió dollár)



beérkező tőke legkevesebb háromnegyedét ezek az alapok képviselték. A másfél évtized egészét tekintve regionális alapoktól érkezett az összes befektethető tőke 44 százaléka, a Magyarországra szakosodott országalapok a tőkeforrások 38 százalékát képviselték, s a globális alapok a források 17 százalékát biztosították.

A szakirodalom szerint a kockázati tőke-szektorban a források nyújtói – azaz a befektetők tőkéjét biztosító megtakarítók típusai – és a befektetési tevékenység jellemzői között szoros a kapcsolat. *Az allokált tőke eredete, azaz tulajdonosok szerinti megoszlása hat a befektetési szervezetek méretére, kockázatvállalási hajlandóságára, valamint megtérülési követelményeire.* Célszerű tehát az alapok forrásainak eredetét is megvizsgálni.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Az a tapasztalat, hogy különösen a bankok, a biztosítók és a nyugdíjalapok forrásait befektető magántőke-alapok a későbbi életciklusban tartó, nem a legfejlettebb technológián alapuló vállalkozásokat finanszírozzák, míg a magánszemélyek tőkéjét, illetve nagyvállalatok forrásait befektetéseikhez felhasználó kockázati tőke-finanszírozók inkább a korai fázisú, élvonalbeli technológiát meghonosító cégeket részesítik előnyben (Mayer-Schoors–Yafeh [2003]).

Az EVCA szakértői a régió befektetőinek tőkéjét források szerint nem elemezték, ám e források szerkezetéről az itteni alapok legjelentősebb befektetőjének, az EBRD-nek az adataiból képet lehet alkotni (EBRD [2005]).<sup>10</sup> Az EBRD 1992 és 2004 közötti éveket összesítő adataiból kitűnik, hogy a *források*

- 40 százalékát a nemzetközi pénzügyi szervezetek (ebből az EBRD 29 százalékot),
- 16 százalékát a nyugdíjalapok,
- 14 százalékát az úgynevezett esernyőalapok (az intézményi befektetők tőkéjének befektetésére létrehozott alapok),
- 9 százalékát a bankok,
- 8 százalékát a nagyvállalatok,
- 6 százalékát a biztosítótársaságok és
- 6 százalékát a magánszemélyek adták.

Az MKME felmérésében a befektetők tőkéjének *megtakarítók szerinti* vizsgálatához csupán az alapok által kezelt tőke értékének kétharmadáról állt rendelkezésre információ.

– A magyar piac kockázatoságát és a befektetők főként kezdeti bizalmatlanságát tükrözi, hogy a 16 év során itteni befektetésekre allokált – ismert tulajdonosoktól származó – 1,6 milliárd dollárnyi tőke 43 százalékát *nemzetközi és hazai kormányzatok* adták össze, ezzel a *legnagyobb arányt képviselve* a tőkeforrások között. (A kormányzatoktól származó 690 millió dollár kétharmada külföldi kormányközi szervezetektől, közel egyharmada pedig hazai forrásból érkezett.)

– A banki szféra vállalatfinanszírozásban betöltött egyébként is meghatározó szerepét tovább erősíti Magyarországon, hogy a beazonosítható eredetű tőke több mint *negyede* – 26 százaléka – *a bankoktól származott*. Ez hasonló a bankok nyugat-európai kockázati tőkepiacon tapasztalt súlyához.

– Jelentőségüket tekintve a piac tőkeellátásában Magyarországon harmadik helyen állnak a befektetésekre vállalkozó *nagyvállalatok* (az úgynevezett vállalatközi tőkebefektetők), amelyek a beérkezett tőke *16 százalékát képviselik*.

– Az angolszász országok kockázati tőke-piacának forrásellátásában kulcsszerepet betöltő *nyugdíjpénztárak és biztosító társaságok* ugyanakkor együttesen is csak a kínált tőke *9 százalékát teszik ki*, ráadásul – egyetlen befektetőtől eltekintve – e szervezetek mind külföldiek voltak.

– A piac forrásellátásához *magánszemélyek* mindössze *6 százalékkal* járultak hozzá. (Természetesen itt a magánszemélyek intézményeken keresztül tőkebefektetéseiről van szó, privát befektetéseiket – azaz az úgynevezett üzleti angyalok útján történő finanszírozást – a felmérés nem vette számba.)<sup>11</sup> A fejlett tőkepiacú országoktól eltérően a magyarországi piac forrásellátásában sem alapítványok, sem tudományos intézetek, sem alapok alapjai számottevő mértékben nem vettek részt, s az újra befektetett hozamok sem szolgálták a tőke forrásául.

Összevetve a Magyarországon érdekelt alapok forrásait a nyugat-európai befektetők 1991 és 2004 közötti adataival (EVCA [1995–2005]), kitűnik, hogy míg a bankok szerepe Nyugaton hasonló fontosságú (26 százalék), a kormányzati források (5 százalék) ott nem dominálnak, hanem inkább van szerepük a nyugdíjalapoknak (20 százalék) és biztosítóknak (12 százalék), s egyre fontosabb szerepet kapnak a tőkejövedelemből származó források is (12 százalék). A vállalati finanszírozók súlya a Magyarországon mértnek a fele (8 százalék), míg a magánszemélyek részvétele hasonló arányú (6 százalék). A döntő

<sup>10</sup> Az EBRD adatai nem csupán Kelet-Közép-Európa, hanem Oroszország és a FÁK-országokban befektető mindazon alapok tőkéjét tartalmazzák, amelyekben az EBRD szerepelt.

<sup>11</sup> Az informális befektetők magyarországi szerepét *Szerb-Varga* [2004], *Szerb* [2006], az üzleti angyalok hazai tevékenységét *Makra-Kosztopolosz* [2004], *Makra* [2006] mutatja be.

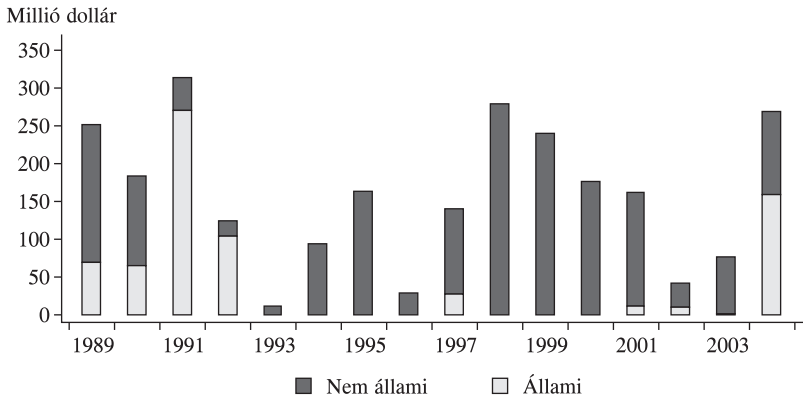
különbség tehát, hogy Magyarországon az állami források szerepe sokkal nagyobb, az intézményi megtakarítóké (nyugdíjpénztárok, biztosítók) viszont sokkal kisebb – egyrészt a tartós lakossági megtakarítások nem játszanak szerepet a forrásbevonásban, másrészt erőteljes a költségvetési függőség. S ha az állami források nemcsak kiegészítik, hanem helyettesítik a magánforrásokat, akkor háttérbe szorulhat a befektetési döntések üzleti jellege.

Ennek alapján érthető meg igazán a magyarországi tőkepiaci törvény 2006 januárjában életbe lépett azon módosításának a jelentősége, amely újraszabályozta a korábbi életképtelennek bizonyult 1998. évi kockázatitőke-törvényt, s az azt kiegészítő kormányrendeleteket. Ezzel először nyílt Magyarországon lehetőség arra, hogy az önkéntes és magánnyugdíjpénztárok pénztári eszközeik legfeljebb 5 százalékát Magyarországon bejegyzett kockázatitőke-alapok jegyeibe, illetve külföldön bejegyzett és a kibocsátás országában kockázatitőke-alapnak minősülő alap jegyeibe fektessék. (Az egy kockázatitőke-alap által kibocsátott jegyek aránya azonban nem haladhatja meg a befektetett pénztári eszközök 2 százalékát.)<sup>12</sup>

A Magyarországon befektetésre készülő alapok által kezelt tőke forrásszerkezete, az állami és a magánforrások arányát tekintve a vizsgált másfél évtizedben igen jelentősen megváltozott (3. ábra).

### 3. ábra

A magyarországi befektetésre allokált kockázati tőke értékének évenkénti megoszlása állami és magánforrások szerint, 1989–2004 (millió dollár)



A magyarországi befektetésre készülő alapok közül az eredetileg egyes államok befizetéseiből gazdálkodó multilaterális és országalapok szerepe az ágazat létrejöttékor, azaz 1990–1992 között volt igen jelentős. A kezdeti időszakban a magyar piacra merészkedő finanszírozók tőkéje még túlnyomórészt kormányzati forrásból származott, s e szervezetek jelenlétükkel hozzájárultak a külföldi magánbefektetők bizalmának növeléséhez. Az állami források, amelyek összességében a befektethető források 30 százalékát tették ki, kétharmad részben a vizsgált időszak elején érkeztek, míg a maradék harmad az információtechnológiai boom lecsengése után, azaz 2001-től jelent meg a piacon. A hazai költségvetési forrásból származó állami források kínálata 2004-ben nőtt meg jelentősen a kis- és középvállalatok kockázatitőke-finanszírozásának fellendítését célozva. Ezzel együtt a

<sup>12</sup> A kockázatitőke-alapok új szabályozásáról lásd részletesen Banyár-Csáki [2006].

vizsgált másfél évtizedben a magyar piacra a *magánszektorbeli források dominanciája* volt jellemző.

Kedvező, hogy – az MKME legfrissebb adatai szerint (*Karsai [2006]*) – 2005-ben tovább folytatódott a befektetésekre rendelkezésre álló tőke 2003 óta tartó töretlen növekedése. A magyarországi befektetéseket is tervező regionális és páneurópai kockázatitőke-alapok által frissen összegyűjtött tőke 2005 végére elérte az 1 milliárd euró értéket, ami az egyesület másfél évtizedre vonatkozó felmérésében alkalmazott korrekciók szerint 345 millió dollárnak felel meg, azaz közel 30 százalékos növekedést takar.

### A befektetett tőke

Az EVCA szakértőinek adatai alapján a *magyarországi befektetések 2002 és 2004 között kiemelkedő nagyságúak voltak a többi kelet-közép-európai országhoz képest*, mindhárom évben csak a jóval nagyobb lengyel piacon valósult meg a magyarénál nagyobb értékű befektetés. A magyarországi befektetések értéke a régióban a vizsgált években 28, 25 és 22 százalékot képviselt. Ugyanakkor ennek az előkelő régiós helyezésnek *európai összehasonlításban csak csekély a jelentősége*: a régió egészének összes befektetése mindössze 1–1,5 százalékát teszi ki az EU-beli kockázatitőke-finanszírozás értékének (*4. táblázat*).

#### 4. táblázat

A kelet-közép-európai országok kockázatitőke-befektetéseinek értéke, 2002–2004\*  
(ezer euró)

Ország	2002	2003	2004
Bulgária	2 694	18 043	215 976
Cseh Köztársaság	27 370	39 422	15 074
Észtország	698	1 661	365
Horvátország	3 312	2 799	4 021
Lengyelország	137 238	177 213	134 437
Lettország	998	2 692	13 261
Litvánia	1 206	5 647	1 182
Magyarország	75 747	110 755	121 562
Románia	18 008	82 020	32 543
Szlovákia	4 737	4 479	7 059
Szlovénia	1 720	3 714	0
<i>Összesen</i>	<i>273 728</i>	<i>448 445</i>	<i>546 480</i>
11 ország az EU százalékában	1,0	1,5	1,5

\* A befektetések célországa szerint számba vett adatok.

Forrás: EVCA [2004] 8. o., EVCA [2005] 3. o., EVCA Yearbooks [2003–2005] alapján saját számítás.

A régió országainak eltérő nagyságát is figyelembe vevő, *egy főre jutó kockázatitőke-befektetési volumen alapján* ugyancsak jól kirajzolódik a kelet-közép-európai régióbeli befektetések értéknövekedése: a tőkebefektetések egy főre jutó értéke 2002-ben még átlagosan 2,6 euró, 2003-ban 4,2 euró, 2004-ben pedig 5,1 euró volt (*5. táblázat*). *Magyarország a 7,5; 11 és 12 euró egy főre jutó mutatóval mindhárom évben messze a régiós átlag feletti eredményt ért el, ezzel megszerezve az első helyet 2002-ben és 2003-ban, s a másodikat 2004-ben.* (2004-ben Bulgária egy nagy összegű privatizációs ügylet révén került az első helyre.)

## 5. táblázat

A kelet-közép-európai országok egy főre jutó kockázati tőke-befektetéseinek értéke, 2002–2004 (euró)

Ország	2002	2003	2004
Bulgária	0,345	2,313	2,049
Cseh Köztársaság	2,683	3,865	1,478
Észtország	0,499	1,186	0,281
Horvátország	0,736	0,622	0,894
Lengyelország	3,593	4,639	3,519
Lettország	0,434	1,170	5,766
Litvánia	0,345	1,613	0,348
Magyarország	7,500	10,966	12,156
Románia	0,826	3,780	1,500
Szlovákia	0,877	0,829	1,307
Szlovénia	0,860	1,857	0
11 ország összesen	2,553	4,187	5,121

\* A befektetések célországa szerint számba vett adatok

Forrás: EVCA [2004] 8. o., EVCA [2005] 3. o., EVCA Yearbooks [2003–2005] alapján saját számítás.

Az EVCA szakértői az 1989 és 2004 közötti befektetések összegét a kelet-közép-európai régióban 5 milliárd euró értékűre becsülték, amelynek keretében több mint 900 vállalkozás jutott kockázati tőkéhez. Az MKME másfél évtizedet átfogó felmérésében szereplő 73 alap a vizsgált 16 év során – a magyarországi befektetésekre allokált 2,6 milliárd dollár értékű tőke több mint 40 százalékát – 1,1 milliárd dollár összegű tőkét fektetett be 269 ügylet keretében. Az eltérő valutánemben megadott s becsléseken alapuló adatok nehezen vethetők össze, a magyar piac jelentősége azonban a másfél évtized egészét tekintve egyértelműen látszik.

Egy-egy ország vonzerejében nagy szerepe van a kialakult gazdasági mechanizmusnak, vállalati kultúrának, de nem kevésbé az adottságok meghaladását lehetővé tevő gazdaságpolitikának. Míg a Magyarországon 1989-ig fennálló tervgazdasági viszonyok „definíciószerűen” kizárták a kockázati tőke működési lehetőségeit, a *piacgazdasági átalakulás megindulása* – ugyancsak értelemszerűen – számos területen, így például a privatizáció, a vállalatok piaci és/vagy technológiai átstrukturálása, az új magvető vállalkozások terén *kiváló lehetőségeket rejtett magában*. Ezt a lehetőséget még markánsabbá és ígéretesebbé tette, hogy a magyarországi átalakulás kezdettől fogva világgazdasági nyitással, a globális folyamatokba való mind teljesebb bekapcsolódással járt együtt. (A magyarországi piaci privatizációt végig árbevételkényszer jellemezte, míg a folyamatot megkönnyítette a vállalatok – az előző rendszerbeli gazdasági reform révén kialakult – viszonylagos alkalmazkodóképessége.)

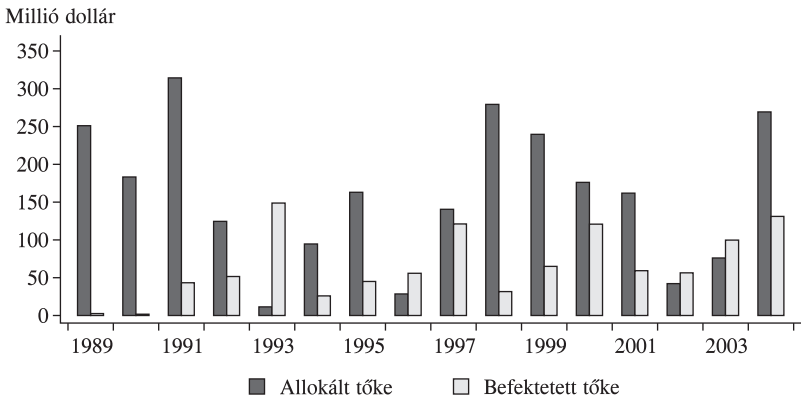
A magyar *piacgazdasági átalakulás* 2004-ben az EU-tagsággal befejeződött. Az addig eltelt másfél évtizedben azonban ez a trend nem folyamatosan, hanem *ciklusokon keresztül érvényesült*. A trend magában foglalta a piaci, termelési és tulajdonosi struktúra radikális átalakulását. A vizsgált éveket a gazdasági folyamatok és a követett gazdaságpolitika alapján jól körülhatárolható időszakokra lehet osztani. Ennek lényege, hogy a parlamenti választásokat megelőző élenkítő, erőltetetten antiinflációs s mindezek hatására egyensúlyvesztő gazdaságpolitikát a választások után rendszerint kényszerű kiigazítás követte. A ciklikusság – a különböző gazdasági és privatizációs folyamatok periodikus gyorsulása és lassulása – tehát részben belpolitikai okokkal függött össze (Karsai G. [2006]).

A választási gazdaságpolitika a választások évében a kiadások megugrása és esetenként az adóterhek csökkentése révén az államháztartási deficit növekedéséhez vezetett. Ezt kényszerű konszolidáció követte. A választási években – 1994-ben, 1998-ban, 2002-ben (és 2006-ban) – volt a legnagyobb a hiány, amit a következő években kiigazítás követett. A privatizáció ciklikussága is ehhez igazodott: a választások előtt a piaccal szemben mindig felértékelődött az állami „mentőőv” szerepe, az állami vagyon ingyenes vagy kedvezményes átadásának jelentősége, ami korlátozta a kockázati tőke-befektetők terét a privatizációban. A költséges konfliktusenyhítést s ezzel a privatizáció lelassulását a választások után a veszteségforrások elzárása, a privatizációs bevételekre való ráutaltóság, valamint – a gazdaság versenyképességének és a gazdaságpolitika nemzetközi megítélésének javítása érdekében – a privatizációs folyamat gyorsulása követte, javítva egyúttal a kockázati tőke-befektetők pozícióit.

A ciklikusság a kockázati tőke-befektetések esetében jól látszik (4. ábra). A magyarországi befektetések mindig a választási években – 1994, 1998, 2002 – érték el mélypontjukat, a választási éveket követően (beleértve ebbe már 1990-et is) pedig fellendülés volt tapasztalható. Ez a ciklikusság a befektetések számában is kimutatható. A választási évek gazdasági egyensúlyt rontó, a vállalati döntésekbe piacidegen módszerekkel beavatkozó, az exportlehetőségeket esetenként mesterséges felértékeléssel nehezítő, a privatizációs folyamatot fékező, sőt, leállító döntései, a külföldi tőkét támadó retorikája nyilvánvalóan elbizonytalanította a befektetőket. Ugyanakkor a választásokat követő stabilizációs és reformprogramok – így a Kupa-program 1991-ben, a Bokros-csomag 1995-ben – kifejezetten ösztönözték a kockázati tőke-befektetéseket.

4. ábra

A magyarországi befektetésre készülő kockázati tőke-alapok által összegyűjtött és befektetett tőke, 1989–2004 (millió dollár)



A magyarországi adatokból világosan kirajzolódik, hogy a tőkegyűjtést és a befektetéseket egyaránt négyéves ciklus jellemezte, miközben a tőkegyűjtés és a tényleges befektetések között időben némi eltolódás volt megfigyelhető. A rendszerváltást követő jelentős összegű tőkegyűjtést követően Magyarországon – a befektetések előkészítésének időigényessége miatt – csak hároméves késéssel indult meg az összegyűjtött tőke befektetése, majd 1993-ban, amikor már friss tőke alig érkezett, érte el első csúcspontját. Az első befektetési boomra 1992–1993-ban került sor, kihasználva, hogy a privatizációs lehetőségek a régió belül Magyarországon viszonylag korán nyíltak meg. Az 1994-es kormányváltás évében újra megélénkült tőkegyűjtés hatására a befektetések összege ismét

növekedni kezdett, s 1997-ben kiugró értéket ért el. Annak ellenére, hogy a tőkeallokálás 1998-ig dinamikusan növekedett, a befektetések 1998-ban részben a kormányváltással járó bizonytalanság, részben pedig az orosz válság hatására ismét visszaestek. A befektetők bizalmának visszatérése, a források felgyűlése és az információtechnológiai boom kibontakozása nyomán a tőkebefektetések 1999-től erőteljesen nőttek. A technológiai boom kifulladására miatt 2001–2002-ben a befektetések ismét visszaestek, illetve alacsony értéken stagnáltak. E folyamat 2003-ban vett ismét fordulatot, amiben vélhetően az ágazat iránti bizalom visszatérése mellett a küszöbönálló EU-csatlakozás is szerepet játszott. Szám szerint a legtöbb befektetésre a vizsgált időszak legvégén, 2004-ben került sor, mégpedig a magyar állami befektetők megnövekedett aktivitása folytán (5. ábra). Az MKME 2005-ös adatai szerint 2005-ben a finanszírozási akciók számának némi visszaesése ellenére a befektetések értékének felfelé ívelése folytatódott, s a 163 ezer dollár értékű befektetéssel a 16 év legmagasabb értékét érte el (Karsai [2006]).

5. ábra

A kockázati tőke-befektetések értéke és száma Magyarországon, 1989–2004



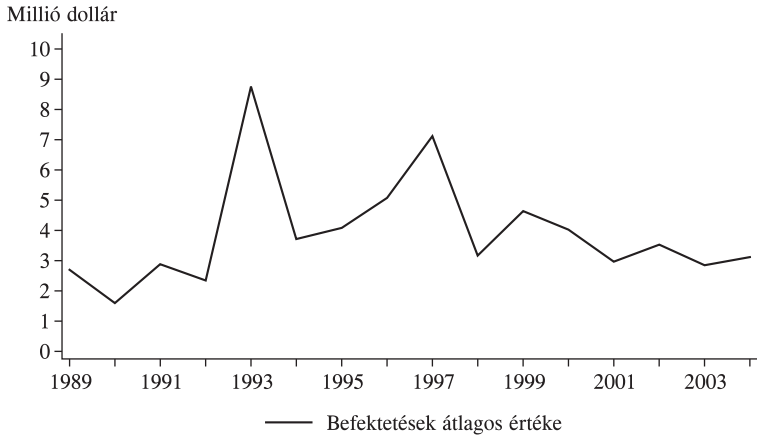
A kockázati tőke-befektetések által is finanszírozott, kiugróan magas értékű magyarországi privatizációs ügyletek egyes években – például tőzsdei privatizációk avagy a bankok privatizációja idején – nemzetközi szinten is magas éves átlagos ügyletértékeket eredményeztek (6. ábra). A másfél évtized egészét tekintve, az átlagos befektetési méret Magyarországon a kivásárlások esetében 8,7 millió dollár, az expanziójukhoz tőkét kapó cégek esetében 4,9 millió dollár, az induló és korai fázisban finanszírozott vállalkozások esetében pedig átlagosan 1,3 millió dollár értékű volt. Összességében az *egy ügyletre jutó átlagos tőkeérték* a magyar piacon 3 millió dollár körül ingadozott, rendszerint *meghaladva ezzel az EU-beli szintet*, amellyel csak 2003-ban került szinkronba.

A vizsgált időszak első két évében kizárólag a külföldi kormányzati tőkét kezelő globális alapok fektettek be tőkét a magyar piacon (7. ábra). A következő két évben már az országalapok vették át a stafétabotot, azaz biztosították a befektetések értékének túlnyomó hányadát. A régió egésze iránt érdeklődő *regionális alapok 1993-ban indították meg jelentős összegű befektetéseiket, meghatározó szerepüket egészen 2003-ig megtartva*, amikor a magyar állami forrásokat kihelyező befektetők vették át a vezetést.

A magyarországi kockázati tőke-piac fejlődését jelzi, hogy az évek előrehaladásával az évenkénti befektetésekben *megfordult az állami és a magánforrásokat befektető alapok*

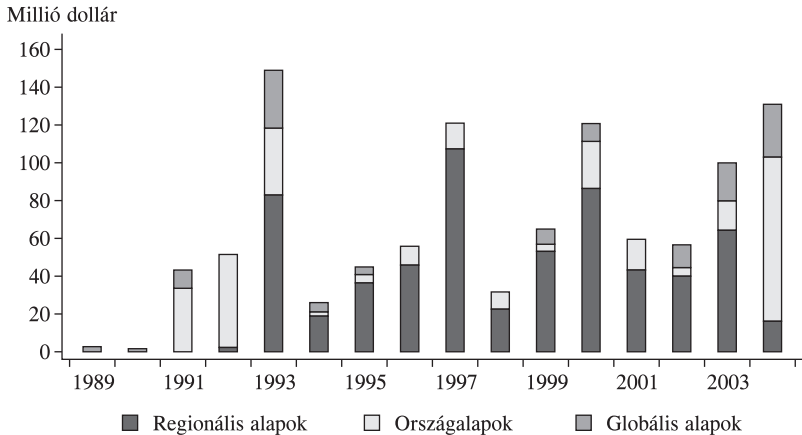
6. ábra

A kockázati tőke-befektetések átlagos értéke Magyarországon, 1989–2004 (millió dollár)



7. ábra

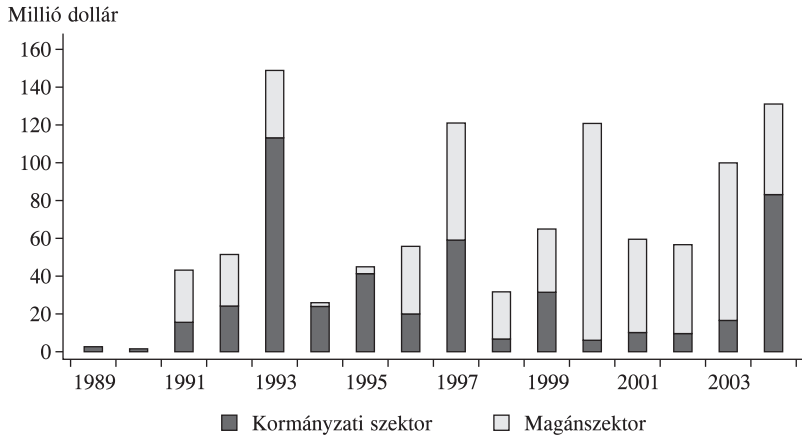
A kockázati tőke-befektetések értékének éves megoszlása a befektetők földrajzi hatóköre szerint Magyarországon, 1989–2004 (millió dollár)



aránya, majd az időszak végén ez ismét megváltozott. A befektetett tőkén belül a magánforrásokból származó tőke térnyerése a magyar kockázati tőke-piac érését, a piacgazdaság térnyerését mutatja. A Magyarországon befektető szervezetek tőkéjének forrását tekintve, a *magánforrásból származó tőke aránya a 16 éves időszak egészét nézve 1996-tól kezdve folyamatosan dominált*. Sőt, 2000-től már a 80 százalékos szintet is meghaladta. Ezért új tendenciát jelez az, hogy 2004-ben a magyar állami forrású befektetések volumene 50 százalék fölé emelkedett, miközben a magánforrások nominális értéke a 2001–2002. év értékéhez volt hasonló. 2003-ban a magánforrású tőke összege közel 40 százalékkal haladta meg az előző évit, majd 2004-ben visszaesett a 2003-as szintre, miközben az állami forrásból érkező befektetések értéke jelentősen (80 százalékkal) megemelkedett. Az állam kiegyensúlyozó szerepére utal, hogy – magánforrású tőke bevonása nélkül – költségvetési forrásokból több kockázati tőke-befektetéssel foglalkozó szervezetet ho-

8. ábra

A kockázati tőke-befektetések értékének a befektetett tőke forrása szerinti megoszlása Magyarországon, 1989–2004 (millió dollár)



zott létre. Az MKME 2005. évi felmérése (Karsai [2006]) alapján azonban már látszik, hogy az *állami részvétel megugrása* források híján szükségképpen csak *átmeneti* volt, mert 2005-ben az állami finanszírozás a 2001–2002. évek szintjére süllyedt, ugyanakkor a magánforrásokból végrehajtott befektetések összege – különösen egy, az iparág történetének eddigi legnagyobb befektetése nyomán – rendkívül megemelkedett.

### A tőkebefektetés funkciója

A kockázati tőke-ágazatnak a gazdaság fejlődésére gyakorolt hatását elsősorban azon lehet lemérni, hogy milyen funkciót tölt be a gazdaságban, azaz a finanszírozott vállalkozások fejlődésük mely fázisában jutnak a tőkéhez. Vagyis a kockázati tőke *milyen arányban finanszírozza cégek indulását, expanzióját, illetve tulajdonosi körének szükségessé vált átalakítását*. Az induló és megerősödő vállalkozások finanszírozása előmozdítja-e az innovációt, a határon átnyúló regionális jelentőségű cégek kiépülését, részt vesz-e a cégek privatizálásában, illetve a nagyvállalatok átstrukturálásában.

Az EVCA szakértői szerint a *kelet-közép-európai régiót az expanzív szakasz finanszírozása jellemezte*, s ez a fejlesztési fázis sokkal jelentősebb volt, mint Nyugaton. A szakértők ezt főként a régió országainak gyorsabb növekedésével magyarázzák, hiszen egy gyorsan növekvő gazdaság vállalkozásai között szükségszerűen nagyobb a növekedni, terjeszkedni kívánó cégek súlya. Másrészt általában a kivásárlások (amire a cégeknek inkább az érettebb korában kerül sor) átlagosnál magasabb összegű befektetéseket igényelnek. Bár a régió cégeinek többsége még nem ért meg a kivásárlásra, megfigyelhető a kivásárlások számának növekedése. A szakértők szerint ez részben azzal magyarázható, hogy növekszik a tapasztalt vezetésű magáncégek száma, a konglomerátumok átalakulnak, illetve egyre több hitellehetőség nyílik meg. A régióbeli kivásárlásokat az 1990-es évek közepén még a privatizációs ügyletek túlsúlya jellemezte, a magántőkealapok ekkor rendszerint a cégek korábbi vezetését támogatták az államtól történő kivásárlások során, a napjainkban megfigyelhető trend azonban már a helyi és nemzetközi konglomerátumok magáncégeit és kipörgetett (*spin-off*) vállalatait érinti.

A gazdaság versenyképességének javítása szempontjából kiemelkedő fontosságú az

innovációt hordozó, nagy növekedési képességű vállalkozások megszületése, illetve piacra kerülése. Ezért a régió országaiban a kormányzati erőfeszítések elsősorban e fázis erősítését célozzák. Ennek ellenére a tapasztalat az, hogy az *innováció támogatásában*, azaz a *régióbeli cégek életének korai fázisában a kockázatitőke-finanszírozás igen kevésbé vesz részt*. Ez akkor is versenyhátrányt okoz, ha a korai fázis finanszírozása a nyugat-európai arányokhoz hasonló. Az egyes országok között ugyanis nagy eltérések mutatkoznak, s a legnagyobb súlyú piacokon a kivásárlások dominálnak (6. táblázat). A korai fázis finanszírozásának háttérbe szorulása a kelet-közép-európai régió nagy részében *kielégítetlen keresletet okoz* az induló cégek körében.<sup>13</sup>

## 6. táblázat

A kockázatitőke-befektetések értékének megoszlása Kelet-Közép-Európában és az EU-ban a finanszírozott vállalkozások életciklusa szerint, 2003–2004 (százalék)

Életciklusszakasz	2003		2004	
	Kelet-Közép-Európa	EU	Kelet-Közép-Európa	EU
Magvető	0,2	0,6	0,0	0,4
Induló	5,4	6,8	1,1	6,0
Expanzív	32,4	21,6	38,7	21,4
Tőzsdére vitel	11,4	7,9	19,3	2,5
Kivásárlás	50,6	63,1	40,9	69,7
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0

*Forrás: EVCA [2004] 10. o., EVCA [2005] 4. o., EVCA Yearbooks [2003–2005] alapján saját számítás.*

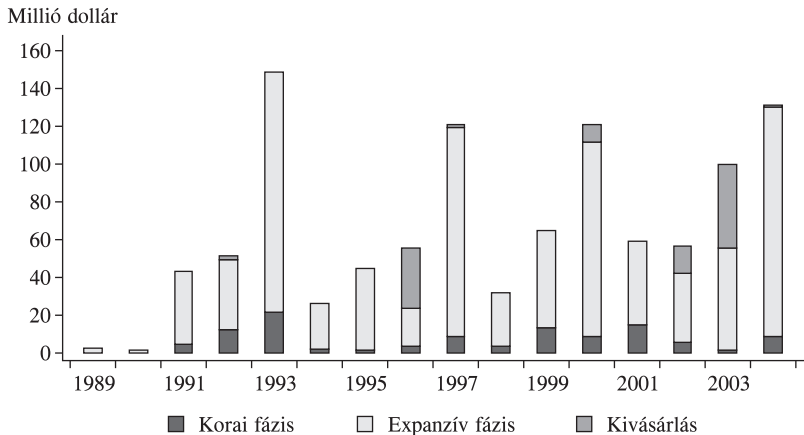
A magyarországi cégek életciklusát tekintve, a vizsgált 16 év alatt – a régió egészéhez hasonlóan – egyértelműen az *expanzív szakasz finanszírozása dominált* (9. ábra), ilyen befektetések képviselték az ügyletek számának közel kétharmadát, értékének pedig közel 80 százalékát. Ezzel szemben az életük korai stádiumában tartó cégek a finanszírozott vállalkozások számának 32 százalékát, a befektetett értéknek pedig mindössze 10 százalékát képviselték, míg a kivásárlások a tőkéhez jutó vállalkozások 4,5 százalékát, a befektetett tőke értékének pedig 10 százalékát adták. (Az MKME legfrissebb adatai szerint 2005-ben kissé változott a helyzet, mivel egy nagy értékű kivásárlási akció az ügyletek összértékének több mint háromnegyedét adta.) E tekintetben az Európai Unió országai és Magyarország közötti *fő különbség az expanzív fázis és a kivásárlások jelentőségében van*, azaz a kockázati tőke Magyarországon sokkal inkább a cégek fejlődését segítette, míg Nyugat-Európában a vállalkozások tulajdonoscserején volt a hangsúly (10. ábra).

Magyarországon a másfél évtized során végrehajtott összes befektetési ügylet közül minden ötödik kapcsolódott innovatív kutatás-fejlesztés finanszírozásához. A több mint félszáz ilyen tranzakció a befektetett tőke tizedét sem érte el, azaz a kockázatitőke-befek-

<sup>13</sup> *Iliev [2006]* szerint a magas tranzakciós költség, a korai fázisú ügyletek nem megfelelő színvonalú kínálata, valamint a hiányzó infrastruktúra együttesen megemelte a régióbeli befektetési küszöbértéket. A korai fázisú ügyletek minimális befektetési értékhatára a régióban 500 ezer dollár körüli, ami magasabb még az Egyesült Királyságban kialakult összegnél is. Sok, egyébként életképes, nagy növekedésű vállalkozás egyszerűen nem elég nagy ahhoz, hogy a befektetők érdeklődését felkeltse. A tőkerés tehát, amely az EU korai fázisú innovatív cégeinek is hátrányt okoz, a régióbeli induló cégeket még inkább sújta, mivel náluk az e fázisban tartó cégek egyéb finanszírozási forrásai – például az üzleti angyalok, a kormányzati támogatások, a magvető finanszírozás – is hiányoznak.

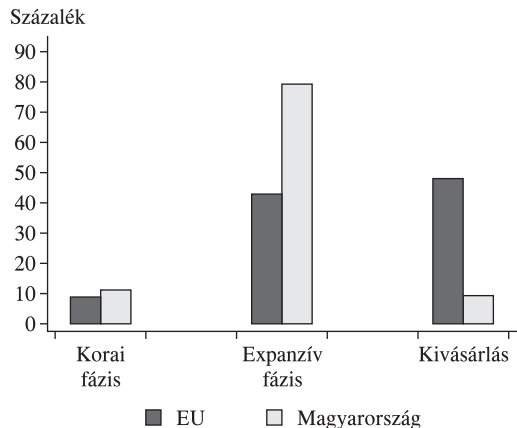
9. ábra

A kockázati tőke-befektetések értékének megoszlása a finanszírozott vállalkozások életciklusa szerint Magyarországon, 1989–2004 (millió dollár)



10. ábra

A kockázati tőke-befektetések értékének megoszlása a finanszírozott cégek életciklusa szerint az EU-ban és Magyarországon, 1991–2004 (százalék)

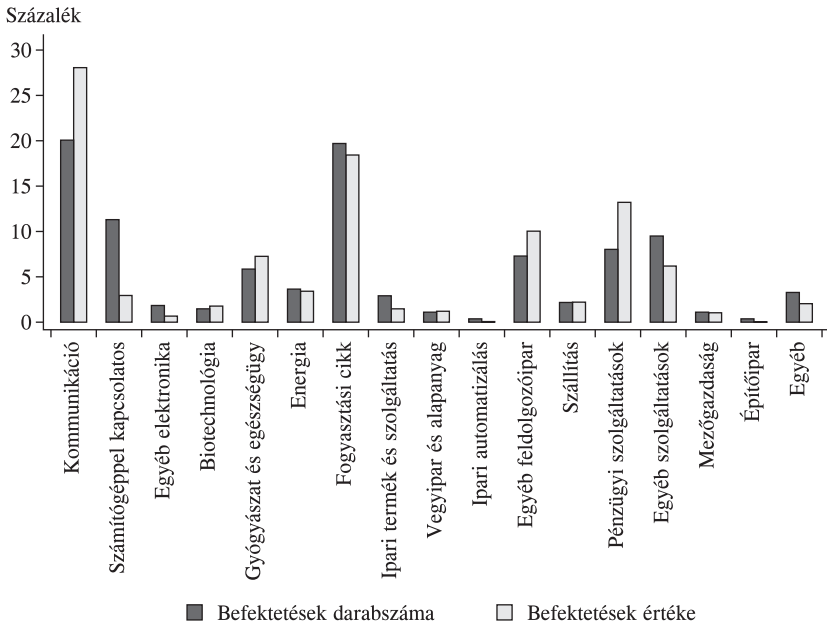


tetések *innovációt előmozdító hatása viszonylag kevésbé érvényesült.* (Mivel az innovatív cégek tőkeellátására különösen jellemző a tőke több egymás utáni körben történő folyósítása, illetve az, hogy egy cég több befektető portfóliójában is megfordul, a 16 év során a tőkebefektetések értékének 7,4 százalékához jutó, kifejezetten innovatív cégek száma mindössze 37 volt.)

A kockázati tőke-befektetések gazdaságfejlesztő hatása elsősorban abban a szakágazatban érvényesül, ahol a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások működnek. Kelet-Közép-Európában – az EVCA szakértői munkacsoportja szerint – a legtöbb tőke a telekommunikációs szektorba, a fogyasztási cikkek előállítóihoz, az ipari termékek gyártóihoz, a média területére, valamint a pénzügyi szolgáltatókhoz került. Az információtechnológiai boom idején a kelet-közép-európai régióban is jelentős összegű tőkéhez jutottak a technológiai ágazatok, ám ennek nagyságrendje jóval kisebb volt,

11. ábra

A kockázati tőke-befektetések számának és értékének megoszlása szakágazatok szerint Magyarországon, 1989–2004 (százalék)



mint akár Nyugat-Európában, akár az Egyesült Államokban. S bár az információtechnológiai ágazat a boom kifulladásakor a régióban is visszaesett, a befektetések kisebb koncentrátsága miatt a befektetőket ez kevésbé rázta meg.

Az MKME felmérése szerint a 16 év során Magyarországon a *legtöbb* kockázati tőke-befektetésre a *kommunikáció, a fogyasztási cikkek előállítására és a számítógéppel kapcsolatos tevékenységet végző cégek körében* került sor (11. ábra). E három szakterület képviselte a befektetési ügyletek több mint felét. A befektetett tőke volumenét tekintve, az első két helyen ugyancsak a kommunikáció és a fogyasztási cikk szerepel, ám harmadik helyre a pénzügyi szolgáltatások kerültek. E három ágazat képviseli a 16 év során befektetett tőke 60 százalékát.

Az EU-beli cégekkel összehasonlítva a legnagyobb eltérés a kommunikáció jelentőségében mutatkozik. Az elmúlt öt évben a befektetők Magyarországon sokkal nagyobb arányban finanszírozták a *kommunikációs szektor* cégeit, mint Európa egészében. Ugyancsak viszonylag magas volt nálunk a feldolgozóipari cégek részesedésének aránya, miközben az ipari termékek és szolgáltatások, a vegyipar és az építőipar területét érintő befektetések súlya érzékelhetően kisebb volt (7. táblázat).

A finanszírozott cégek *életciklusát és szakágazatát együtt vizsgálva*, kirajzolódik, hogy a kockázati tőke a magyar gazdaság mely szektoraiban pontosan milyen szerepet töltött be (12. ábra). A cégek életciklusa szerint nézve, a legtöbb korai fázisban tartó cég finanszírozására a kommunikációs és a számítástechnikai ágazatban került sor. Értékben ugyanakkor a korai fázisú vállalkozások közül a fogyasztási cikk, a kommunikáció és az egyéb feldolgozóipar területén működők kapták a legtöbb tőkét. Az expanzív szakaszban tőkéhez jutó vállalkozások legnagyobb arányban ugyancsak a kommunikáció, valamint a fogyasztási cikkek gyártása területén működtek, a befektetések

7. táblázat

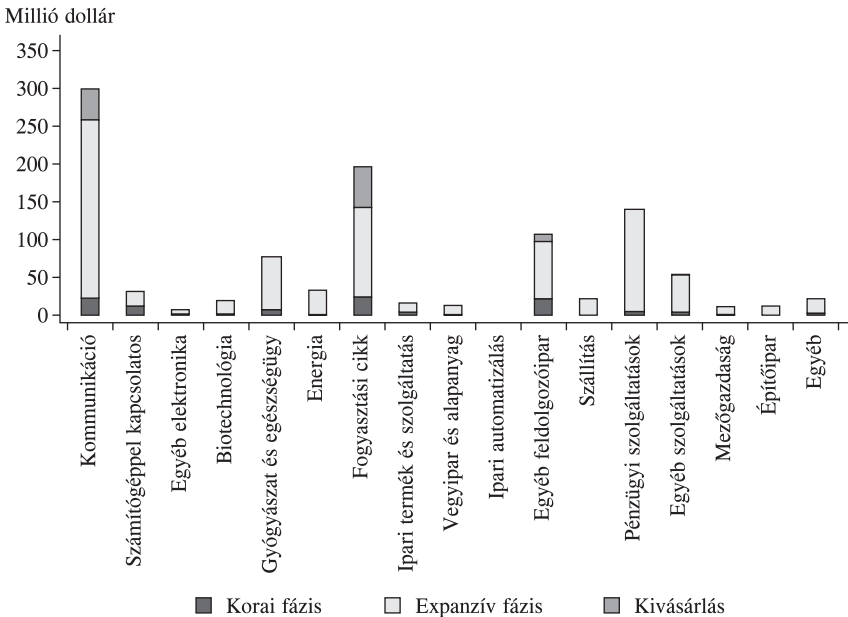
A kockázati tőke-befektetések szektorális megoszlása az EU-ban és Magyarországon, 2000–2004 (százalék)

Szektor	EU	Magyarország
Kommunikáció	13,4	35,6
Számítástechnika	8,7	4,1
Egyéb elektronika	2,4	1,4
Biotechnológia	2,8	0,3
Gyógyászat és egészségügy	7,1	6,5
Energia	1,5	0,5
Fogyasztási cikk	19,9	18,6
Ipari termék és szolgáltatás	9,3	1,1
Vegyipar és alapanyag	3,4	0,0
Ipari automatizálás	1,2	0,1
Egyéb feldolgozóipar	7,5	12,1
Szállítás	2,7	2,3
Pénzügyi szolgáltatások	3,0	4,9
Egyéb szolgáltatások	8,9	9,2
Mezőgazdaság	0,4	2,1
Építőipar	2,9	0,0
Egyéb	5,0	1,2
Összesen	100,0	100,0

Forrás: MKME, *EVCA Yearbook* [2005] 71. o.

12. ábra

A kockázati tőke-befektetések értékének megoszlása Magyarországon a finanszírozott vállalkozások életciklusa szerint az egyes szakágazatokban, 1989–2004 (millió dollár)



értékét nézve pedig a kommunikációs vállalkozások után a pénzügyi szolgáltatók álltak, s csak harmadikként jutottak a legtöbb tőkéhez a fogyasztási cikkeket előállítók. A kivásárlások keretében legtöbbször a fogyasztási cikkeket gyártó cégek kaptak tőkét, őket a kommunikáció terén működők követték. A befektetések értékét tekintve hasonló szakágazati sorrend érvényesült.

A felmérésben már nem szereplő 2005. évben a befektetők a fogyasztási cikkeket előállító cégeket finanszírozták legerőteljesebben, a legtöbb tőkét egy példátlan összegű kivásárlás keretében a gyógyszerzet kapta.

A befektetések regionális eloszlását tekintve, a kockázati tőke elsősorban a fővárosi cégek fejlődését segítette, mivel az ügyletek és a befektetett érték egyaránt 77 százalékát fővárosi vállalkozások képviselték. A fővároscentrikusság azt jelzi, hogy a kockázati tőke-befektetésekre világszerte jellemző *területi koncentráció* Magyarországon is *érvényesült*. Itt eddig egyetlen olyan klaszter alakult ki, amelyben a befektetők és az ügyletek kidolgozásában nekik segítő háttérszervezetek (üggyvédi irodák, tanácsadó cégek, pénzügyi közvetítők) koncentráltan vannak jelen.

### A befektetésekből történő kilépés

A kockázati tőke-befektetők az ágazat működésének jellegéből adódóan mindig csak *átmeneti időre* vállalnak szerepet a kiválasztott vállalkozások finanszírozásában, azaz a befektetők egy rendszerint előre meghatározott időtartam letelte után értékesítik tulajdonrészüket. A cégekből kivont tőkét és a realizált hasznot a befektetési alapok kezelői – a nekik járó jutalék és részesedés levonását követően – visszafizetik az alapok tőkéjét biztosító megtakarítók részére. 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 kevésbé publikusak.

Az EVCA szakértőinek becslése szerint a régióban 1989 és 2004 között finanszírozott 900 vállalkozás közül 2004 végéig a befektetők 400 cégből léptek ki. A legtöbb kilépés során *szakmai befektetőknek értékesítették a részvényeket*, ám a *tőzsdére vitel* is fontos és növekvő szerepet játszott. Különösen a varsói tőzsde bizonyult a kockázati tőkével finanszírozott cégek megjelenése számára megfelelő helynek, a prágai és a bécsi tőzsde, valamint a Nasdaq mellett. A szakértők azt remélik, hogy a nyugdíjreformok végrehajtása és az életszínvonal emelkedése nyomán a régióbeli tőzsdék szerepe nőni fog. A szakértők megállapították, hogy a régióban ugyancsak fontos kilépési útvonalat jelentett az, amikor a befektetők tulajdonrészeit a *vállalkozások vezetőinek értékesítették* (MBO), ugyanakkor a részesedések *újabb kockázati tőke-befektetőknek* történő továbbeladása viszonylag ritkábban fordult elő (8. táblázat).

Ha a régióbeli kilépési útvonalak jelentőségét összehasonlítjuk a nyugat-európai kilépésekkel, az derül ki, hogy *jóval nagyobb a szakmai befektetőknek és az érintett cégek vezetőinek történő eladás súlya*, az újabb kockázati tőke-befektetőknek történő továbbeladás pedig sokkal kisebb jelentőségű, azaz a befektetők számára a piac likviditását elsősorban a tradicionális módszerek biztosítják (8. táblázat). 2003–2004-ben a tőzsdéi kilépések tekintetében a régióban a nyugati tendenciákkal ellentétes folyamat érvényesült. Míg 2003-ban a nyugat-európai első tőzsdéi megjelenések (IPO) alig biztosítottak a befektetők számára kilépési lehetőséget, addig a kelet-közép-európai régióban a finanszírozók sikeresen használták a helyi tőzsdéket jelentősebb kilépésekre. Ez a trend 2004-ben is folytatódott, kockázati tőkével finanszírozott újabb vállalkozások megjelenésével a varsói tőzsdén.

## 8. táblázat

A befektetésekből kivont kockázati tőke értékének kilépési útvonalak szerinti megoszlása Kelet-Közép-Európában és az Európai Unióban, 2002–2004\* (százalék)

Kilépés típusa	2003		2004	
	Kelet-Közép-Európa	EU	Kelet-Közép-Európa	EU
Eladás szakmai befektetőnek	31,7	20,4	34,3	23,9
Tőzsdére vitel	10,9	11,7	21,4	11,8
Leírás	7,8	11,5	17,4	9,7
Hitel-visszafizetés	9,6	15,9	3,7	21,3
Eladás kockázati tőkésnek	2,5	20,2	4,8	13,1
Eladás pénzügyi befektetőnek	0,3	6,0	3,8	3,0
Egyéb	15,4	8,6	11,7	4,8
Eladás vállalatvezetőknek	21,8	5,7	2,9	12,7
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0

\* A kilépések értékét bekerülési értéken tartják nyilván.

Forrás: EVCA [2004] 13. o.; EVCA [2005] 5. o.

Országoként vizsgálva az EVCA szakértőinek adatait, kitűnik, hogy a kilépések terén Lengyelország volt a legsikeresebb, s ebben feltételezhetően komoly szerepet játszott a helyi tőzsde nyújtotta lehetőség (9. táblázat). A kilépések értékének 2004-ben bekövetkezett visszaesése úgy tűnik csupán a régióra volt jellemző, mivel Nyugat-Európában a könyv szerinti értéken számolt kilépések volumene ugyanekkor 44 százalékkal nőtt.

## 9. táblázat

A kelet-közép-európai országokból kivont kockázati tőke (kilépések) értéke, 2002–2004\* (millió euró)

Ország	2002	2003	2004
Balti államok	7,3	27,0	3,5
Cseh Köztársaság	13,7	20,6	18,4
Lengyelország	79,5	108,2	85,9
Magyarország	13,3	41,6	0,9
Románia	12,9	26,2	10,8
Szlovákia	1,0	13,2	1,7
Egyéb országok**	0,0	5,9	1,5
Összesen	134,7	235,9	122,6

\* A kilépések értékét bekerülési értéken tartják nyilván.

\*\* Horvátország és Szlovénia.

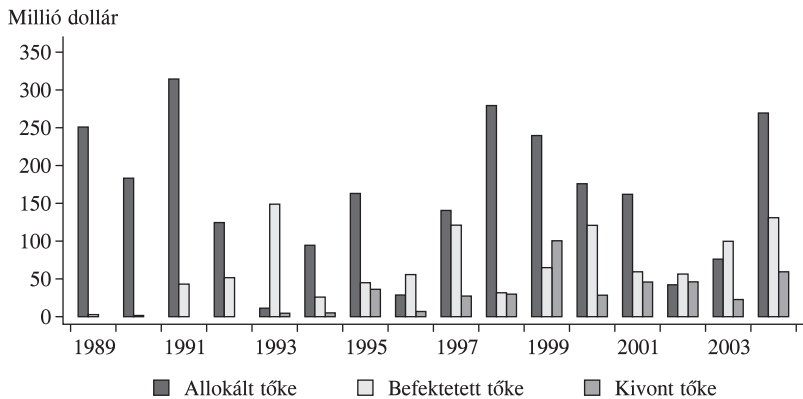
Megjegyzés: az MKME által a magyarországi kilépések számbavételénél tapasztalt nehézségek a régióbeli felmérés esetében is erőteljesen torzították a kilépési adatokat. [Az MKME által regisztrált adat 2002-ben 49,1 millió euró (46,2 millió dollár), 2003-ban 15,8 millió euró (17,9 millió dollár) és 2004-ben 47,9 millió euró (59,5 millió dollár) volt.]

Forrás: EVCA [2004] 13. o.; EVCA [2005] 5. o.

Az MKME felmérése alapján megállapítható, hogy míg a befektetésekre történő tőkeallokáció már a rendszerváltáskor megkezdődött, s 1991-től a befektetések is érdemben megindultak, a kilépésekre értelemszerűen csak később, 1993-tól került sor (13. ábra).

13. ábra

A kockázatitőke-piacon összegyűjtött, befektetett és onnan kivont tőke évenkénti értéke Magyarországon, 1989–2004 (millió dollár)



A kilépések könyv szerinti értéke 1997–1998-ban megközelítette az évi 30 millió dollár értéket. A kilépések 1999-ben érték el 100 millió dollárral a csúcspontjukat, vonzó perspektívát ígérve ekkor az információtechnológiai boom befektetőinek. A technológiai cégekben való csalódás idején, 2001–2002 között az eladások ismét számottevő értéket értek el, ekkor egyaránt 46 millió dollár körüli befektetési értéken nyilvántartott kilépés történt. A 2004-ben ismét sok kilépésre került sor, ezen ügyletek kisebb könyv szerinti értéke miatt az eladások az 1999-es értéknek csupán a felét érték el. Az MKME legfrissebb adata szerint a 2005-ben regisztrált kilépések könyv szerinti értéke 34,2 millió dollár volt.

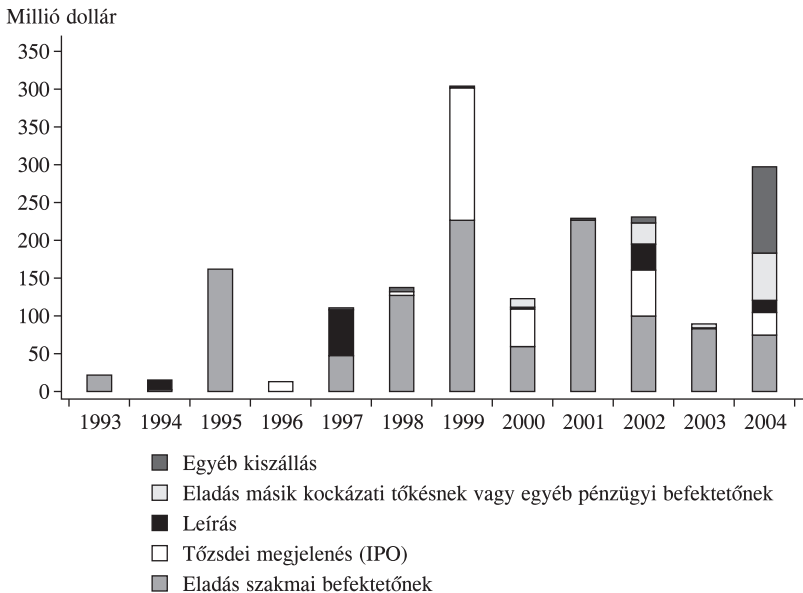
A 16 év során végrehajtott kilépések közül azon 90 cég esetében, ahol egyaránt megismerhető volt a kilépés ténye és módja, 47 esetben *szakmai befektetőnek* történt a részesezés értékesítése, azaz – a régióbeli országokhoz hasonlóan – az ilyen típusú ügyletek képviselték Magyarországon a kilépési akciók túlnyomó többségét. Ezen ügyletek adták a kilépések (befektetési korai könyv szerinti) értékének 62 százalékát. A magyarországi befektetésekből történő kilépések között a *tőzsdei kilépés* az ismert módon lebonyolított ügyletek számának 14 százalékát, értékének pedig 18 százalékát képviselte. A befektetők által bevallottan sikertelen akciók aránya, amelyeket a befektetőknek a *könyveikből le kellett írniuk*, az ügyletek számának 13 százalékát, értékben pedig mindössze 7 százalékát képviselték. A fenti módzatoktól eltérő kilépés, így a *más finanszírozónak történő eladás* vagy egyéb megoldások aránya a darabszám tekintetében 21, a könyv szerinti értéket alapul véve 13 százalékos volt. A fejlett kockázatitőke-piacokra jellemző úgynevezett *másodlagos kivásárlás*, azaz amikor a befektetések másik kockázati tőkéhez kerülnek át, a magyar piacon 2002-től indult be, s ezt követően minden évben előfordult ilyen ügylet.

A kilépéseknél már 2004 óta érzékelhető aktivitás 2005-beli további folytatódása arról tanúskodik, hogy a befektetők egyre könnyebben tudnak kiszállni befektetéseikből, ami a piac egészséges működését jelzi (14. ábra). A kilépések között 2005-ben – a régió egészére jellemzően – változatlanul a szakmai befektetőknek történő eladás dominált. Ugyanakkor a visszavásárlások és a másodlagos kivásárlások terén a *magyar piac már megelőzi a régiót*, s egyre jobban közelít az EU-beli tendenciákhoz. 2005-ben tőzsdei eladás is szerepelt a kilépési útvonalak között, ám ez nem érintette a BÉT-et.

A kilépésekre vonatkozó legfontosabb információ az egyes ügyleteken elért *haszon*,

14. ábra

A magyarországi kockázati tőke-befektetésekből kivont tőke könyv szerinti értékének évenkénti megoszlása kilépési útvonalak szerint, 1993–2004 (millió dollár)



vagyis hogy összességében a befektetők portfóliójába bekerült cégek eladása milyen nyereséggel történt. A kockázati tőke-ágazat működését elsősorban ez az *összevont hozam* határozza meg, pontosabban annak más befektetési lehetőségek hozamához *viszonyított* mértéke.

A kelet-közép-európai régióban megvalósított befektetések összesített hozamáról nem állnak rendelkezésre publikus statisztikai adatok.<sup>14</sup> A magyarországi ügyletekről az MKME felmérése keretében – az erre vonatkozó kérdések ellenére – a befektetők még hozzávetőleges megtérülési adatokat sem kívántak adni. Az egyetlen támpontot így az EBRD által publikált adatok jelentik mindazon régióban működő alapok esetében, amelyekben az EBRD finanszírozóként részt vesz. (Az EBRD adataiban az Oroszországban és a FÁK országaiban működő alapok teljesítménye is szerepel.)

Az EBRD becslése szerint, amely egyébként a Kelet-Közép-Európában működő kockázati tőke-alapok legnagyobb befektetője, 2005-ben a kockázati tőke-alapok portfóliószintű *egyéves nettó hozama 55 százalék* volt, ami a 2004. évi 39 százalékhoz képest jelentős javulást mutatott (EBRD [2006]). Ez a megtérülés több mint kétszerese volt az EU-beli befektetők által elért egyéves hozamnak. A hároméves hozamok terén a különbség ötszörös, az ötéves hozamok esetében pedig tízszeres volt a kelet-közép-európai befektetők javára. Az EBRD szerint Kelet-Közép-Európa a kockázati tőke-befektetések terén az utóbbi időben világszerte a legjobban teljesítő régió volt (10. táblázat).

Az EBRD adatai bepillantást engednek a befektetések által elért *hozamok alakulásába* nemcsak a *kilépési módok szerint*, hanem a *szerint is*, hogy a befektetések a finanszíro-

<sup>14</sup> A Thomson Financial nevű tanácsadó cég, mely az EVCA megbízásából a befektetők bevallása alapján gyűjti a belső megtérülési ráta adatait, csak az EU egészére vonatkozó adatokat hozza nyilvánosságra, a kelet-közép-európai régió összesített adatait nem.

## 10. táblázat

Az Európai Unióban, valamint Kelet-Közép-Európában befektető kockázati tőke-alapok\* által 2005 decemberéig elért horizont belső megtérülési ráta\*\* (százalék)

Belső megtérülési ráta	EU	EBRD***
Egyéves	24,1	55,5
Hároméves	5,2	27,2
Ötéves	1,2	11,2
Tízéves	10,2	11,0
Létrehozás óta számított	9,6	9,2

\* Az EBRD által finanszírozott kockázati tőke-alapok.

\*\* A horizont belső megtérülési ráta az alapok induláskori nettó eszközállományát és az időszak végén mért maradványértékét veti egybe, figyelembe véve a befektetők által időközben befizetett vagy a nekik kifizetett összegeket.

\*\*\* Az EBRD adatai 2005. decemberi előzetes adatok. A belső megtérülési ráták az év végi adatokat összevonva, az alapkezelőknek fizetett jutalék és nyereségrészesedés levonásával készültek.

Forrás: EBRD [2006], EVCA [2006].

zott vállalkozások *életciklusának* eredetileg mely fázisában történtek (11. táblázat). E szerint a *legjobb eredményeket* azok a befektetők érték el Kelet-Közép-Európában, amelyek *korai fázisú cégekből nyilvános tőkepiacon* léptek ki. E kockázati tőke-alapok a befektetett tőke több mint három és félszeresét kapták vissza. A legkevésbé jövedelmező üzlet pedig az volt, ha az induló vagy korai fázisban megvalósított befektetéseiket a cégek vezetőinek adták el, ilyenkor ugyanis kifejezett veszteség érte őket. A befektetések hozamának alakulása egyúttal rávilágít arra, hogy *miért csak kivételes esetekben éri meg a régióbeli befektetőknek újdonságot finanszírozni*. Hiszen ha a tulajdonrészüket szakmai befektetőknek vagy az érintett cég menedzsmentjének adják el, még az eredetileg befektetett tőkét sem kapják vissza. Ezzel szemben az expanzív szakaszban történő befektetés kilépéskor két és fél-háromszorosát éri, amennyiben a részesedést szakmai befektetőnek vagy tőzsdén sikerül eladni. A kivásárlásoknál a szakmai befektetőknek történő eladás a finanszírozók tőkéjét 2,3-szeresre emelheti, míg a tőzsdére vitel megduplázhhatja a befektetők tőkéjét.

## 11. táblázat

Az EBRD által finanszírozott kockázati tőke-alapok hozama a finanszírozott vállalkozások életciklusa és a befektetésekből történő kilépés módja szerint (az eredeti befektetés arányában kifejezve)

Megnevezés	Induló/korai fázis	Expanzív fázis	Kivásárlás/újraeladás magántőke-befektetőnek
Szakmai befektetőnek eladás	0,98	2,48	2,30
Tőzsdéi értékesítés/másodlagos piaci eladás	3,64	3,17	2,02
Vállalatvezetőknek eladás	0,14	1,62	0,87

Forrás: EBRD [2006].

### Az ágazat fejlődése

A szakértők *nagy áttörést vártak* a csatlakozást követő két-három éven belül a kelet-közép-európai régió kockázati tőke-piacán (Sormani [2003], [2004]). Az adminisztratív akadályok leépítése és a térség országaiban tapasztalható gyors gazdasági növekedés mellett azért is számítottak a régió iránti érdeklődés fokozódására, mert az észak-amerikai és a nyugat-európai magántőkepiac már meglehetősen telített volt, így Ázsia mellett ez a térség nagy vonzerőt jelenthetett a befektetők számára. Emellett az EU-csatlakozás pozitív hatására is számítottak azzal, hogy a kockázati tőke-piac működésének jogi hátterre és működési feltétele egyre inkább az európai normához igazodik, s így a kockázatok csökkenése miatt az Európát megcélzó intézményi befektetők alapjai egyre kevesebb fenntartással kezelik e régió országait.

A befektetők régióba vonzásához a piacok áttekinthető és kiszámítható működése, a közösségi jogrend átvétele mellett *megbízható teljesítményadatok* is kellenek. E nehezen megszerezhető adatokat azonban óvatosan kell kezelnünk, mivel még zömmel hitel nélkül lebonyolított ügyletekre vonatkoznak, amelyek jövedelmezősége eleve alacsonyabb. A létrehozott alapoknál a szakértők két modell követését várták: az ügyletek széles körével foglalkozó, helyi szakemberekre támaszkodó úgynevezett általános alapokat, valamint az olyan specializált befektetési szervezeteket, amelyek egy-egy meghatározott iparág, valamely életciklus vagy feladat megoldását, a tulajdonosi csere lebonyolítását finanszírozzák, s amelyek az országhatárokon átnyúló üzleti lehetőségeket keresik (Sormani [2003]). A szakértők várározásai között szerepelt az is, hogy a régióbeli vállalatokban szerzett részesedések eladási lehetőségei javulnak. A térség kockázati tőke-piacában rejlő tartalékokat világosan jelzi, hogy a befektetések 2004. évi viszonylag magas szintje ellenére a GDP-hez viszonyított hányad a régióban a 0,1 százalékot is alig érte el, szemben a 0,35 százalékos összeurópai aránnyal (EVCA [2005]).

A szakértők pozitív várározásait mindenestre alátámasztja a befektetések számára *rendelkezésre bocsátott tőkék* volumenének jelentős emelkedése. A régió országaiban bejegyzett kockázati tőke-alapok 2002 és 2004 között több mint 1 milliárd euró értékű friss tőkét allokáltak kockázati tőke-befektetésekre, miközben 15 év alatt összesen 7 milliárd euró értékű tőkét szántak e célra (EVCA [2005]). A tőkebefektetések általános megélénkülését jelzi továbbá, hogy 2004-ben a régió országaiba beáramló működőtőke értéke közel 70 százalékkal emelkedett, valamint a régió országaiban működő vállalatokat érintő fúziók és felvásárlások értéke 75 százalékkal nőtt 2005-ben (UNCTAD [2006], PwC [2005]). Becslések szerint 15 év alatt a térségben összesen 5 milliárd euró értékű kockázati tőkét fektettek be megközelítőleg 900 cégbe (EVCA [2005]). A kockázati tőke-befektetések fellendülését jelzi a 2002 és 2004 között befektetett 1,3 milliárd euró értékű tőke.

A kockázati tőke-befektetések *átlagos értéke* is emelkedett a térségben, s a tranzakciók összességét tekintve az átlagos befektetési érték ma már hasonló az európaihoz. Ugyanakkor még nagyon kevés igazán nagy – 200 millió euró – feletti ügyletre került sor a régióban. A cégek méretének növekedéséből és a nagyobb szabású ügyletekhez egyre inkább megszerezhető hitelekkel már látszik, hogy a kelet-közép-európai térségben is egyre inkább előtérbe kerülhetnek az Európa többi részén már domináló – a befektetések értékének 60-70 százalékát képviselő – kivásárlási ügyletek. 2003–2004-ben e kivásárlások már az összes régióbeli befektetés értékének 40-50 százalékát adták. Míg a 90-es évek közepén a kelet-közép-európai kivásárlásokat a privatizációs ügyletek túlsúlya jellemezte, a jelenlegi kivásárlások a helyi és nemzetközi konglomerátumok magánkézben lévő és kipörgetett (*spin-off*) cégeit érinti.

A kockázati- és magántőke-befektetéseken belül a kockázati-tőke-finanszírozás főként az *expanzív* szakaszban tartó cégeket célozza meg. Az *expanzív*, azaz az úgynevezett fejlesztő befektetések a régióban a kockázati- és magántőke-finanszírozás több mint harmadát képviselik, szemben a nyugat-európai befektetések egyötödös arányával. Ugyanakkor a magvető finanszírozás a nyugati arányokhoz hasonlóan e térségben is csupán igen kis hányadot képvisel, mivel a befektetések értékének még az 1 százalékát sem éri el. Az induló és korai fázisban tartó cégek finanszírozásának súlya nagyjából megegyezik a nyugat-európai piacokon tapasztalt 5-6 százalékos aránnyal.

Az elmúlt két-három évben már megkezdődött a *szakosodás*, azaz a kelet-közép-európai régióban is megjelentek a mezzanin-, a szektor- és a kivásárlási alapok. Mivel a régió hitelpiacja is egyre jobban felzárkózik az európaihoz, a kockázati-tőke-piac fejlődéséhez ma már bonyolult hitelkonstrukciók vehetők igénybe, így itt is mód van a Nyugaton megszokott hozamok elérésére. Sőt a régió hozamkilátásait pozitívan befolyásolja, hogy itt a befektetők rendszerint közvetítők nélkül, azaz nem befektetési bankok szervezésében lezajló aukciók keretében tesznek ajánlatokat.

A hozamok realizálása a befektetésekből történő kilépések során történik. Erre a régióban kockázati tőkével finanszírozott mintegy 900 cég közül 2004 végéig körülbelül 400 vállalkozás esetében került sor. A legtöbb kilépés során *szakmai befektetőknek* értékesítettek részvényeket. A régióban is növekvő jelentőségűek a viszonylag magas hozamokat biztosító *tőzsdai kilépések*, különös tekintettel a varsói tőzsdére. A régió piacaira még kevésbé jellemzők az újabb kilépési módok – például a továbbadások kockázati-tőke-befektetőknek –, annál inkább jellemzők az eladások a finanszírozott cégek vállalatvezetői számára.

Az MKME 1989 és 2004 közötti időszakra vonatkozó felmérése lehetővé tette a kelet-közép-európai régióban a magyar piac fejlődésének és sajátosságainak részletes megismerését. Ebből kiderül, hogy a vizsgált közel másfél évtized alatt Magyarországon megerősödött, s a *régió élvonalába került* a korábban nem létező kockázati-tőke-ágazat. Szerkezetét, működési mechanizmusát, funkcióját és hatékonyságát tekintve egyre jobban hasonlít a nyugat-európai kockázati-tőke-iparhoz. Az ágazat fejlődését lényegében *négy időszakra* lehet bontani, s az egyes fázisokban mások voltak a meghatározó szereplők, eltért a résztvevők szakmai jártassága, különbözött a tipikus ügyletek mérete, s az is, hogy honnan érkeztek a befektetési ajánlatok.

Az *első időszak* a rendszerváltás kezdetétől 1992-ig tartott. Ekkor a magyar piacon a külföldi kormányzati tőkét befektető globális alapok mellett főként az országalapok domináltak. Az országalapoknál a jellemző méret 50 millió dollár körül mozogott, mivel az alapkezelőknek ekkor még nem volt nagy befektetési gyakorlata a magyar piacon. Az üzleti ajánlatok megvalósításakor sokszor váratlan nehézségek jelentkeztek. Az ügyletek között döntő szerepet játszottak a privatizáció kapcsán felmerülő befektetési lehetőségek, amelyek főként az ipar szerkezeti átalakítását szolgálták.

A *második időszak* 1993-tól 1997-ig 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. A vállalkozások *expanzív* fejlődési szakaszának finanszírozása vált jellemzővé. A magyarországi kockázati-tőke-piac konszolidációja megkezdődött.

A *harmadik időszak* 1998-tól 2000-ig tartott, s a gyors *expanzió* jellemezte. Ebben a fázisban változatlanul fennmaradt a regionális alapok dominanciája, ugyanakkor a befektetések középpontjába a technológia finanszírozása került. Az alapok által kezelt tőke jellemző mérete tovább nőtt, elérve immár a 250-300 millió dollárt. A magyar kockázati-tőke-piacon ebben az időszakban egyaránt jelen voltak a nagy pénzügyi intéz-

ményi befektetők, a főként a régióban sikeres befektetők, illetve Európa egészét megcélzó finanszírozók. A cégek expanzív szakaszának finanszírozása mellett megjelent a klasszikus kockázati tőke-funkció, azaz a fejlődésük korai fázisában tartó vállalkozásokba történő befektetés is. A finanszírozás fő területét a technológia, az információtechnológia és a média adta.

A *negyedik, utolsó fejlődési szakasz* 2001-től napjainkig tart, s a piac tisztulása – racionalizálása – jellemzi. Csak a sikeres alapkezelők tudnak talpon maradni. A regionális és országalapok mellett a specializált befektetők jelenléte is megfigyelhető. A finanszírozás immár kiterjed a kivásárlásokra, de továbbra is tőkét biztosít az expanzív szakaszban tartó vállalkozások számára. A magyar költségvetési forrásokat befektető állami tulajdonú finanszírozóknak köszönhetően megnőtt a kis- és középvállalati szektorba tartozó cégeknek a hozamkövetelményekhez kevésbé kötött finanszírozása. A tőkepiaci törvény 2005. évi módosítása pedig a Magyarországon befektető kockázati tőke-alapok számára jogilag lehetővé teszi a magyarországi intézményi befektetők tőkéjének bevonását.

Az EU-csatlakozás pozitív hatása várhatóan hosszabb távon is érvényesülni fog. Kedvező jel a forrásbevonás határozott élénkülése, amely a tőkebevonási ciklus felívelését jelzi. A kivásárlások magas 2005. évi összege már a fejlett piacokra jellemző vonás, amely egyúttal a tranzakciókhoz szükséges hitelek rendelkezésre állását is jelzi, ezzel az ügyletek Nyugaton megszokott szerkezetének lehetőségét mutatva. A kilépéseknél megfigyelhető élénkülés, beleértve a másodlagos piac kibontakozását, javítja a piac likviditását s ezzel az új befektetések attraktivitását. A kockázati tőke-iparág Magyarországon fejlődésének érett szakaszába jutott.

### Hivatkozások

- ANDERSON, R. [2005]: Central and Eastern Europe: Exits and EU enlargement drive an influx of investors. Financial Times, június 21. FT.com, 1–4. o.
- BANYÁR LÁSZLÓ–CSÁKI BÉLA [2006]: A kockázati tőke-ágazat jogi szabályozása Magyarországon. Megjelent: *Makra* (szerk.) [2006] 183–199. o.
- BLISS, R. [1999]: A Venture Capital Model for Transitioning Economies: The Case for Poland. *Venture Capital*, Vol. 1. No. 3. 241–257. o.
- BOTTAZZI, L.–DA RIN, M. [2002]: European Venture Capital. *Economic Policy*, 34. 229–262. o.
- CONN, R. [2005]: Further, faster. Lower risk and higher returns in Central and Eastern Europe. *Innova Capital*, július 27. <http://www.altassets.com>.
- DELOITTE [2006]: Central European - Private Equity Confidence Survey. Deloitte, Financial Advisory, június, 18 o.
- EBRD [2006]: EBRD Reports Record Returns from CEE & CIS Funds in 2005. EBRD Press Release, [www.ebrd.com](http://www.ebrd.com).
- EC [2005]: SME Access to Finance. Flash Eurobarometer, No. 174. European Commission, október.
- EVCA [2004]: Central and Eastern Europe Success Stories. Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association, Zaventem, október, 70. o.
- EVCA [2005]: Central and Eastern Europe Statistics 2004. Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association, Zaventem, október, 5. o.
- EVCA [2006]: 2005 Returns-Clear Confirmation of Upward Trends. Press Release, Genf, március 16.
- EVCA YEARBOOKS [1994–2005]: EVCA Yearbooks. European Venture Capital and Private Equity Association, Zaventem, Belgium.
- EVENS, J. [2004]: CEE gets a taste for LBOs. *Euromoney*, szeptember, 206–213. o.

- 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. október, 257–282. o.
- FILATOCHÉV, I.–GROSFELD, I.–KARSAI JUDIT–WRIGHT, M.–BUCK, T. [1996]: Buy-Outs in Hungary, Poland and Russia: Governance and Finance Issues. *Economics of Transition*, Vol. 4. No. 1. 67–88. o.
- GILMORE, C. [2004]: Eastern lift-off. *Private Equity Annual Review*, 118–120. o.
- GOMPERS, P. A.–LERNER, J. [1999]: *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge, MA.
- GRAY, S. [2006]: Private equity star rises in central and eastern Europe. *Private Equity News*, január 30. 42–43. o.
- HART, J. [2006]: CEE change favours the well anchored. *The Banker*, július 3. 30. o.
- HAVAS ATTILA [2002]: Does innovation policy matter in a transition country? The case of Hungary. *Journal of International Realitions and Development*. Vol. 5, No. 4, 380–402. o.
- 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.* [2006]: *The knowledge-based economy in central and eastern Europe. Countries and industries in a process of change.* Palgrave Macmillan, 127–144. o.
- JAGRIC, T. [2003]: Business Cycles in Central and Eastern Europe. *Eastern European Economics*, Vol. 41. No. 5. 6–24. o.
- KARSAI GÁBOR [2006]: Ciklus és trend a magyar gazdaságban 1990–2005 között. *Közgazdasági Szemle*, 6. sz. 509–525. o.
- KARSAI JUDIT [2000]: A kockázati-tőke-befektetések hatása a magyar gazdaságra. *Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület Hírlevele*, 2000. tél, 1–4. o.
- KARSAI JUDIT [2002]: Mit keres az állam a kockázati-tőke-piacon? A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 11. sz. 928–942. o.
- KARSAI JUDIT [2004]: Honnan remélhetnek kockázati tőkét a magyarországi vállalkozások? *Külgazdaság*, 4. sz. 60–70. o.
- KARSAI JUDIT [2006]: A magyarországi kockázati- és magántőke-ipar fejlődése 2005-ben. *MKME Évkönyv*, megjelenés alatt.
- KARSAI JUDIT–WRIGHT, M. [1994]: Accountability, Governance and Finance in Hungarian Buy-outs. *Europe-Asia Studies*, Vol. 46. No. 6. 997–1016. o.
- KARSAI JUDIT–WRIGHT, M.–FILATOCHÉV, I. [1997]: Venture Capital in Emerging Markets: The Case of Hungary. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 21. No. 4, nyári szám, 93–110. 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, Egyesült Királyság, 81–114. o.
- KARSAI JUDIT–BARANYAI GÁBOR [2005]: The Development of Venture Capital and Private Equity Industry in Hungary 1989-2004. *Hungarian Venture Capital and Private Equity Association*, Budapest, november, 47. o.
- KLONOWSKI, D. [2005]: The Evolution of the Venture Capital Industry in Transition Economies: The Case of Poland. *Post-Communist Economies*, Vol. 17. No. 3, szeptember, 331–348. o.
- MAKRA ZSOLT (szerk.) [2006]: A kockázati tőke világa. *Aula*, Budapest, 272 o.
- MAKRA ZSOLT–KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ [2004]: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 7–8. sz. 717–739. 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 UK. *Journal of Corporate Finance*, 11. 586–608. o.
- OSMAN PÉTER [2005]: A kockázati-tőke-típusú finanszírozásról. *Magyar Szabadalmi Hivatal*, 2005. december, 20 o.
- PwC [2006]: Fúziók és felvásárlások (M&A) Közép- és Kelet Európában, 2005. *PricewaterhouseCoopers*, Budapest, április 6.
- SORMANI, A. [2003]: Central & 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.

- SZERB LÁSZLÓ [2006]: Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. Megjelent: *Makra* (szerk.) [2006] 95–122. o.
- SZERB LÁSZLÓ–VARGA ATTILA [2004]: High Tech Venture Capital Investment in a Small Transition Country: The Case of Hungary. Megjelent: *Bartzokas, A.–Mani, S.* (szerk.): *Financial Systems, Corporate Investment in Innovation and Venture Capital*. Edward Elgar, Cheltenham, 252–278. o.
- UNCTAD [2006]: *World Investment Report 2005: Transnational Corporations and the Internationalization of R&D*. UNCTAD.
- VARGA GYÖRGY [2006]: Nem csak pénzkérdés. *Figyelő*, január 12–18., 47–49. o.
- WRIGHT, M.–KARSAI JUDIT–DUDZINSKI, Z.–MOROVIC, J. [1999]: Transition, Active Investors: Venture Capital in Hungary, Poland and Slovakia. *Post-Communist Economies*, Vol. 11. No. 1. március, 27–46. o.