

GAZDASÁG & TÁRSADALOM

Journal of Economy & Society

KÜLÖNSZÁM

A TARTALOMBÓL:

Takács István – Baranyai Zsolt – Liebmann Lajos – Takácsné György Katalin:
A közvetlen külföldi tőkebefektetések súlypontváltozásai az ezredfordulón

Bartakovics Gábor:

Az Egyesült Államok és az Európai Unió pénzügyi szabályozásának
összehasonlítása a gazdasági válság kialakulására tekintettel

Hete Gabriella – Szabó Gábor Csaba:

Versenyképesség, innováció. Fejlesszük tovább minőségrendszerünket!

Csepeti Ádám:

A Miles és Snow-féle stratégiai alkalmazkodási tipológia teljesítményvonatközásai

Buday-Sántha Andrea:

„Jog, Világ, Stádium” - A kommunikációs jog világszintű fejlődésének stádiumai

2011



SZÉCHENYI TERV

Gazdaság & Társadalom

Journal of Economy & Society

A különszámban a Nyugat-magyarországi Egyetem, Közgazdaságtudományi Karán
2010. november 3-án tartott „Hitel, Világ, Stádium” nemzetközi tudományos konferencia
válogatott tanulmányai olvashatók.

A folyóirat kiadását a Soproni Tudós Társaság támogatja.

Főszerkesztő / Editor: Dr. Székely Csaba DSc

Főszerkesztő helyettes / Deputy Editor: Dr. Kulcsár László CSc

Szerkesztőbizottság / Associate Editors: Dr. Andrassy Adél CSc, Dr. Fábián Attila PhD, Dr. Joób Márk PhD, Dr. Kulcsár László CSc, Dr. Székely Csaba DSc

Szerkesztőségi munkatárs / Assistant: Szikra Andrea

Nemzetközi tanácsadó testület / International Advisory Board:

Prof. David L. Brown PhD (Cornell University, USA), Dr. Csaba László DSc (Közép Európai Egyetem, Budapest), Dr. Rechnitzer János DSc (Széchenyi István Egyetem, Győr), Dr. Nigel Swain PhD (School of History, University of Liverpool, UK), Dr. Caleb Southworth PhD (Department of Sociology University of Oregon, USA), Dr. Franz Schausberger PhD (Universität Salzburg, Österreich), Dr. Szirmai Viktória DSc (MTA Szociológiai Kutatóintézet, Budapest), Dr. Bóhm Antal DSc (MTA Politikai Tudományok Intézete, Budapest), Dr. Ingrid Schwab-Matkovits PhD (Fachhochschulstudiengänge Burgenland, Eisenstadt, Österreich), Dr. Bozidar Lekovic PhD (Faculty of Economics, Subotica, Serbia), Dr. Djerdji Petkovic PhD (Faculty of Economics, Subotica, Serbia).

Közlésre szánt kéziratok / Manuscripts:

Kéziratokat kizárólag e-mailen fogadunk, nem őrünk meg, s nem küldünk vissza!

A kéziratok formai és szerkezeti követelményeit illetően lásd a folyóirat hátsó belső borítóját. / *We accept APA (Harvard) style only.*

A kéziratokat és a közléssel kapcsolatos kérdéseket a következő e-mail címre várjuk: / *Send manuscripts and letters by e-mail only to: kulcsar.laszlo@bpk.nyme.hu*

A közlésre elfogadott kéziratok összes szerzői és egyéb joga a kiadóra száll. / *Acceptance of material for publication presumes transfer of all copyrights to the Publisher.*

A kéziratokat két független anonim bíráló értékeli. / *Articles are refereed by anonym reviewers before publication.*

Ismeretetésre szánt könyveket az alábbi címre várjuk / Send books for review to:

Dr. Kulcsár László egyetemi tanár

Nyugat Magyarországi Egyetem, Sopron Ferenczy J. u. 5. 9400 Hungary

Előfizetés: Intézményeknek: 2800 Ft./év; Egyéni előfizetés: 1700 Ft./év;
Példányonkénti ár: 700 Ft.

Nyomdai munkálatok / Printing: Scarbantia Nyomda - Palatia Kft.

H-9400 Sopron, Bem u. 3. | Tel.: 99/323-780 | E-mail: nyomda@scarbantia.hu

ISSN 0865 7823

Copyright © 2011 Nyugat – magyarországi Egyetem Kiadó

Ez a kiadvány a TÁMOP 4.2.2.B-10/1-2010-0018 számú projekt támogatásával valósult meg.

Gazdaság & Társadalom

3. ÉVFOLYAM

2011. MÁRCIUS

KÜLÖNSZÁM

TARTALOM

Table of Contents and Abstracts in English: See page 243

TANULMÁNYOK

Gazdaságfejlesztés a reformkorban és a XXI. században Székely Csaba.....	3
A közvetlen külföldi tőkebefektetések súlypontváltozásai az ezredfordulón Takács István – Baranyai Zsolt – Liebmann Lajos – Takácsné György Katalin.....	15
Az Egyesült Államok és az Európai Unió pénzügyi szabályozásának összehasonlítása a gazdasági válság kialakulására tekintettel Bartakovics Gábor.....	42
A kockázati tőke-befektetések jelentősége Magyarországon a statisztikai adatok tükrében Konecsny Jenő – Havay Dóra.....	62
A pénzügyi-gazdasági válság hatása az ingatlan befektetési alapokra Borszéki Éva – Végh Klaudia.....	85
A kis- és középvállalkozások e-banking szokásai Dunay Anna – Fodor Zita – Illés B. Csaba.....	103
Versenyképesség, innováció. Fejlesszük tovább minőségrendszereinket! Hete Gabriella – Szabó Gábor Csaba.....	117
A Miles és Snow-féle stratégiai alkalmazkodási tipológia teljesítményvonatkozásai Csepeti Ádám.....	140
A turizmusirányítás szervezetfejlesztési kérdései Egyed Krisztián.....	169
A társadalmi fejlődés, az információs műveltség és a könyvtár kapcsolata Kiss Danuta Stanisława.....	193
„Jog, Világ, Stádium” - A kommunikációs jog világszintű fejlődésének stádiumai Buday-Sántha Andrea.....	215
Table Of Contents/Abstracts.....	243

A kockázatitőke-befektetések jelentősége Magyarországon a statisztikai adatok tükrében

Konecsny Jenő²⁴, PhD hallgató

Szent István Egyetem, Pénzügyi és Számviteli Intézet, Gödöllő

Havay Dóra²⁵, PhD hallgató

Szent István Egyetem, Pénzügyi és Számviteli Intézet, Gödöllő

ABSZTRAKT: A kockázatitőke-befektetések a vállalatfinanszírozás egy speciális szegmensét képezik. A befektetések középpontjában olyan vállalkozások állnak, melyek erős növekedési potenciállal rendelkeznek (jellemzően innovatívak), de ugyanakkor nincs elég pénzügyi forrásuk vagy bizonyos területeken szakértelmük saját tevékenységük kibontakoztatására.

A fentiekből következik, hogy a kockázati tőke nemzetgazdasági jelentősége nemcsak a vállalkozások finanszírozásában, de az innovációs előrehaladás megsegítésében is rejlik. A tanulmány e speciális befektetési forma magyar gazdaságban betöltött szerepét vizsgálja az elérhető statisztikai adatok segítségével. A főbb vizsgálati szempontok: a befektetésekreallokált tőke, a befektetések volumene, darabszáma és azok szektoronkénti megoszlása, valamint a kiszállások értékelése. A tanulmány rámutat arra, hogy a magyarországi kockázatitőke-ágazat fejlettsége milyen súlyt képvisel a közép-kelet-európai régióban. Kiemelten foglalkozunk a 2008-2009-es pénzügyi válság e szektorra gyakorolt negatív hatásaival is.

Kulcsszavak: kockázatitőke-befektetések, vállalatfinanszírozás, innováció, Közép-Kelet Európa

A kockázati tőke rövid bemutatása

A kockázati tőke definiálása nem egyértelmű, ugyanis a fogalomhoz a különböző szakirodalmi művekben sokszor eltérő jelentést tartalom társul. Jelölheti egyrészt magát az iparágat, mely a kockázatitőke-befektetésekre szakosodott alapok és társaságok csoportjából áll, de jelentheti ugyanakkor azt a speciális finanszírozási konstrukciót is, melyet a fent említett pénzügyi közvetítői intézmények nyújtanak. A terminológiai rendszerben létezik az ún. magántőke megnevezés is, melyet viszont a szakirodalmi források a kockázati tőkénél tágabban értelmeznek. Az MKME (Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület) fogalomgyűjteménye szerint, „a magántőke tőzsdén nem jegyzett cégek számára biztosít részvénytőkét. A magántőkét új termékek kifejlesztésére, új technológiák bevezetésére, forgótőke

24 konecsny.jeno@gtk.szie.hu

25 havay.dora@gtk.szie.hu

bővítésére, felvásárlásokra, vagy a cég mérlegének javítására nyújtják. A magántőke-befektetés a tulajdonosi viszonyokat illetve a cég vezetését is átrendezheti... A kockázati tőke szigorúan véve csak egy részhalmaza a magántőkének, a cégek indításához, korai fázisban történő fejlesztéséhez vagy terjeszkedéséhez használt magántőke-befektetéseket nevezik így.” (HVCA, 2006, 28-29. o.)

Más szakirodalmi munkákban a magántőkével kapcsolatosan kiemelik, hogy az kizárólag az érett életszakaszban lévő vállalkozások tulajdonosi körének megváltoztatását célzó kivásárlások finanszírozására szolgál (Karsai, 2009, 46. o.). Ha a kockázati tőke fogalmát iparági megközelítésből vizsgáljuk, akkor érdemes elkülöníteni a szektor két különálló szegmensét. Az egyiket az informális befektetői kör, az üzleti angyalok alkotják, melyek jellemzően csak kisebb összegű kihelyezésekre vállalkoznak, míg a másikat a formális szegmens, vagyis az intézményi kockázatitőke-befektetők (alapok és társaságok) képezik.

A vállalatfinanszírozás rendszerében elfoglalt helyét tekintve, a kockázatitőke-befektetések a hosszú lejáratú, külső, saját tőke típusú finanszírozási források közé tartoznak (Csubák, 2003, 33. o.). A konstrukció külső jegyeit az adja, hogy a forrást rendszerint külön erre a tevékenységre szakosodott pénzügyi szervezetek (alapok vagy társaságok) biztosítják, melyek az átlaghoz képest magasabb növekedési potenciállal rendelkező, jellemzően technológia-intenzív, de kevés tőkével rendelkező vállalkozásokat keresnek. A finanszírozási forma saját tőke jellegét pedig az mutatja, hogy a befektetők a forrást rendszerint meghatározott tulajdoni részesedés megszerzése ellenében biztosítják, melynek mértéke az ügylettől és a finanszírozó befektetési gyakorlatától függően változó lehet. A befektető célja, az átlagosnál magasabb profit realizálása, melyet a portfóliócégeinek működésében való aktív közreműködéssel igyekszik megvalósítani. A konstrukció legfontosabb előnye, hogy noha a kockázatitőke-befektető csak részesedésének felértékelődéséig marad benn a vállalkozásban (3-4 évig), exitjének végrehajtásakor csak a tulajdonos személye változik meg, így a korábban befektetett tőke lényegében korlátlan ideig a vállalkozásnál marad.

A terminológiai áttekintést összegezve jelen tanulmány a kockázati és magántőke-befektetéseket szinonim fogalmakként kezeli, s az iparági oldalról csak a formális szegmenst, azaz az intézményi kockázatitőke-befektetők tevékenységét vizsgálja az elérhető statisztikai információk felhasználásával.

A tanulmányhoz felhasznált statisztikai adatok mérési módszere

Jelen tanulmány célja, hogy a magyarországi kockázatitőke-ágazat 2002 és 2009 közötti állapotát vizsgálja, külön kiemelve a 2008-2009-es gazdasági válság szektorra gyakorolt hatását. A tanulmány relatív összehasonlítást is tartalmaz, ahol a viszonyítási alap a teljes közép-kelet-európai régió kockázatitőke-iparága, így az alábbiakban – a teljesség igénye nélkül – az egész térségre vonatkozó információk is megtalálhatók.

A tanulmányban közzétett statisztikai adatok az EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association) megbízásából készített, valamint az MKME (Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület), kockázati tőke-ágazatra vonatkozó rendszeresen végzett felméréseiből származnak.²⁶ Az elemzések konzisztenciáját az biztosítja, hogy az utóbbi időben, az MKME által, kizárólag a magyarországi kockázati tőke-szektorra készített felmérések struktúrája, metodikája és az alkalmazott definíciók az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület mérési-feldolgozási rendszerét követik (Karsai, 2006, 1024. o.). Ennek megfelelően, a magyarországi kockázati- és magántőkeipar helyzetének megítéléséhez vizsgált főbb szempontokat a befektetések értékének GDP-hez viszonyított aránya, a befektetésekreallokált tőke nagysága, a befektetett tőke értékének és az ügyletek számának alakulása, valamint a kiszállások értékelése jelentik. Az elemzések adatbázisát rendszerint az egyesületek által végzett kérdőíves felmérések, és a szakmai közlemények jelentik (Karsai, 2006, 1025. o.). Az egyesületek által alkalmazott módszerrel kapcsolatban fontos megjegyezni néhány szempontot. Az egyik, hogy a felmérések az ún. „piaci elvet” követték, azaz a befektetések, valamint a kiszállások értékét és számát a finanszírozott vállalkozások székhelye szerint vették számításba, nem pedig a tranzakciókat végrehajtó alapok székhelye szerint. Emellett a felmérések önálló tranzakciókként vettek figyelembe minden befektetési ügyletet, még akkor is, ha azok közül több ugyanabba a vállalkozásba irányult (Karsai, 2006, 1025. o.).

A befektetett tőke tekintetében konzisztencia-probléma adódott az MKME és az EVCA által közzétett adatokban, ugyanis mindkét egyesület önálló felmérést készített ezzel kapcsolatban a vizsgált időszakra. Az egyezés csak 2008-tól áll fenn, így a befektetett tőke értékének 2002-2006-os adatai az MKME felmérését, míg a 2007-2009-es értékek már az EVCA munkacsoportjának statisztikáját tükrözik. Fontos megemlíteni továbbá, hogy a külön részben vizsgált kiszállások bekerülési értéken kerültek számbavételre, mivel a tényleges adatokat a befektetők – az üzleti titoktartásra hivatkozva – nem hozták nyilvánosságra.

A magyarországi kockázati tőke-ágazat jelentősége a közép-kelet-európai régióban

A kockázati tőke-befektetők 2002-2009-es teljesítményének elemzése előtt, először a kockázati tőke-ágazat Magyarországon betöltött gazdasági súlyával foglalkozunk. A vizsgálat elsősorban relatív értékelésre ad lehetőséget, így a következőkben láthatóvá

²⁶ Az európai kockázati és magántőke iparra vonatkozó adatok gyűjtésére, feldolgozására 2007-ben, az EVCA 16 európai nemzeti egyesülettel (köztük a magyarral is) együttműködve egy külön erre a feladatra szakosodott független adatgyűjtő testületet hozott létre, melynek neve PEREP_Analitycs (HVCA, 2010/a, 2. o.).

válik, hogy a kockázati tőke-befektetéseket tekintve Magyarország milyen pozíciót foglal el a közép-kelet-európai régió²⁷ országainak csoportjában.

A kockázati tőke-finanszírozás nemzetgazdasági jelentőségének megítéléséhez legjellemzőbben használt mutató a befektetések értékének százalékban kifejezett, GDP-arányos nagysága. Az 1. táblázat adatai alapján megállapítható, hogy a Magyarországon végrehajtott kockázati- és magántőke befektetések GDP-hez viszonyított értéke a 2002-2009-es időszakban végig meghaladta a közép-kelet-európai régióra jellemző hasonló adatokat.

Mindez arra utal, hogy Magyarország relatíve kedvező megítélésnek örvend a régió és az ország iránt érdeklődő alapok körében. Külön érdekes megfigyelni a 2009-es adatot, amikor is nemcsak a magyar de az egész régiót reprezentáló mutatók nagysága meghaladta az Európai Unióra jellemző értéket. Ennek magyarázata részben a pénzügyi válság kibontakozásában keresendő, mely visszavette a fejlett országok kockázati tőke-szektorait is. Ugyanakkor a fontosabb indok az, hogy az egyes években megfigyelt adatokat általában jelentősen befolyásolja egy-egy komolyabb összegű befektetés, mely így nagymértékben képes eltorzítani a valós helyzetet (EVCA, 2010, 11. o.). 2009-ben például Csehország vezette a rangsort a közép-kelet-európai államok körében, köszönhetően egy igen nagy értékű befektetési tranzakciónak. A cseh adatot kiszűrve, a régióra vonatkozó GDP-arányos érték mindössze 0,119%, amely már alatta van az Európai Unió átlagos értékének (EVCA, 2010, 11. o.). Az 1. táblázat adataiból az is látható, hogy a 2002-2009-es időszakban a kockázati tőke-befektetések értékének többsége végig mindössze öt országra koncentrált (Bulgária, Csehország, Lengyelország, Magyarország és Románia), bizonyítva ezzel az országcsoportban rejlő relatíve kedvezőbb befektetési lehetőségeket.

1. táblázat: A kockázati tőke-befektetések GDP-hez viszonyított aránya a közép-kelet-európai régióban, annak néhány országában és az Európai Unióban, 2002-2009 (%)*

Megnevezés	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bulgária	0,016	0,101	1,110	0,000	0,143	1,950	0,265	0,543
Csehország	0,037	0,052	0,019	0,112	0,315	0,143	0,294	1,017
Lengyelország	0,069	0,098	0,069	0,045	0,118	0,141	0,167	0,089
Magyarország	0,110	0,154	0,150	0,167	0,883	0,208	0,422	0,223
Románia	0,037	0,159	0,055	0,088	0,115	0,239	0,205	0,189

27 A tanulmány az EVCA statisztikai kiadványa alapján, a közép-kelet-európai régió alatt az alábbi országokat érti: Bosznia-Hercegovina, Bulgária, Csehország, Észtország, Horvátország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Macedonia, Magyarország, Moldova, Montenegró, Románia, Szerbia, Szlovákia, Szlovénia és Ukrajna (EVCA, 2010, 11. o.).

Megnevezés	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Szlovákia	0,018	0,016	0,021	0,052	0,045	0,040	0,046	0,000
Szlovénia	0,007	0,015	0,000	0,007	0,130	0,004	0,008	0,227
Közép-kelet-európai régió	0,054	0,088	0,096	0,073	0,218	0,190	0,201	0,239
Európai Unió**	0,277	0,284	0,321	0,569	0,552	0,570	0,394	0,181

* A befektetések célszáma szerinti adatok. **A befektetők székhelye szerinti adatok.

Forrás: EVCA (2004), 8. o., EVCA (2006), 6. o., EVCA (2008), 7. o., EVCA (2010), 11. o., Karsai (2009), 47. o.

A régió belül, Magyarország vonzerejét érzékelteti a 2. táblázat, mely rangsorolja az egyes közép-kelet-európai országokat a kockázati tőke-befektetések GDP-arányos értékei alapján a 2002-2009-es időszakban.

2. táblázat: Néhány közép-kelet-európai ország rangsora a kockázati tőke-befektetések GDP-arányos értékei alapján, 2002-2009

Megnevezés	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bulgária	5.	3.	1.	7.	3.	1.	3.	2.
Csehország	3.	5.	6.	2.	2.	4.	2.	1.
Lengyelország	2.	4.	3.	5.	5.	5.	5.	6.
Magyarország	1.	2.	2.	1.	1.	3.	1.	4.
Románia	3.	1.	4.	3.	6.	2.	4.	5.
Szlovákia	4.	6.	5.	4.	7.	6.	6.	7.
Szlovénia	6.	7.	7.	6.	4.	7.	7.	3.

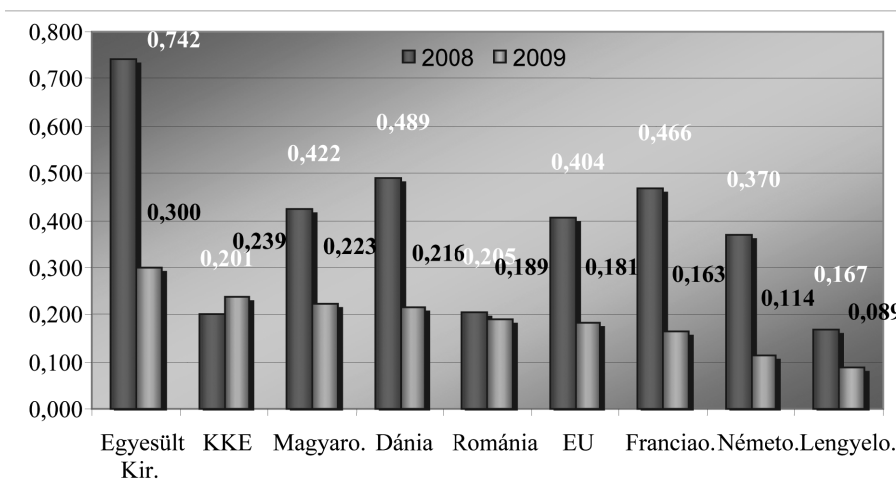
Forrás: EVCA (2004), 8. o., EVCA (2006), 6. o., EVCA (2008), 7. o., EVCA (2010), 11. o. adatai alapján saját szerkesztés

A táblázat adatai mutatják, hogy a 2009-es évet leszámítva, Magyarország minden évben az első három helyezett között volt, igazolva ezzel azt a korábbi megállapítást, miszerint komoly befektetési potenciállal rendelkezünk a térség összes többi országához viszonyítva. A 2009-es visszaesés csak részben magyarázható az üzleti környezet jelentős romlásával, a fontosabb ok egy-egy nagyobb összegű (átlagon felüli) tranzakció megvalósítása mind a cseh, mind a bolgár területeken.

További összehasonlításra ad alkalmat az 1. ábra, mely az egyes közép-kelet-európai régióban lévő államokon kívül, néhány nyugat-európai ország kockázati tőke-befektetéseit reprezentálja a GDP százalékában 2008-2009-ben. Az ábra ugyan nem

tartalmazza az adott évben kiugróan magas cseh és bolgár adatokat, de az összesített régiós adatokban impliciten benne van (0,239%). Látható, hogy a GDP-arányos rangsort tekintve Magyarország több nyugat-európai államot is maga mögött tudott a 2009-es esztendőben, annak ellenére, hogy a GDP-arányos befektetési érték 2008-ról 2009-re majdnem a felére esett vissza (1. táblázat és 1. ábra). Szembetűnő ugyanakkor a nyugat-európai országokban mért kockázati tőke-befektetések GDP-hez viszonyított értékeinek jelentős visszaesése 2008-ról 2009-re, mely utal az üzleti környezet általános romlására, illetve a befektetési kockázatok jelentős megemelkedésére. Mindez a közép-kelet-európai régióra is igaz, hisz a 2009-ben mért 0,239% nem jellemzi megbízhatóan a teljes régiót, mivel abban benne van a két átlagon felüli bolgár és cseh adat is. A magyarországi vonatkozást tekintve ugyanakkor megállapítható, hogy az ország kockázati tőke-szektorának gazdasági súlya a 2002-2008-as időszakban meglehetősen stabil volt, bizonyítva ezzel a terület régióon belüli magas befektetési potenciálját. A befektetési aktivitás 2009-ben ugyan visszaesett, de a 0,223%-os adat még így is a harmadik legjobb évet reprezentálja a vizsgált időszakban.

1. ábra: A kockázati tőke-befektetések GDP-arányos értéke néhány nyugat-európai országban és a közép-kelet-európai régióban, 2008-2009 (%)



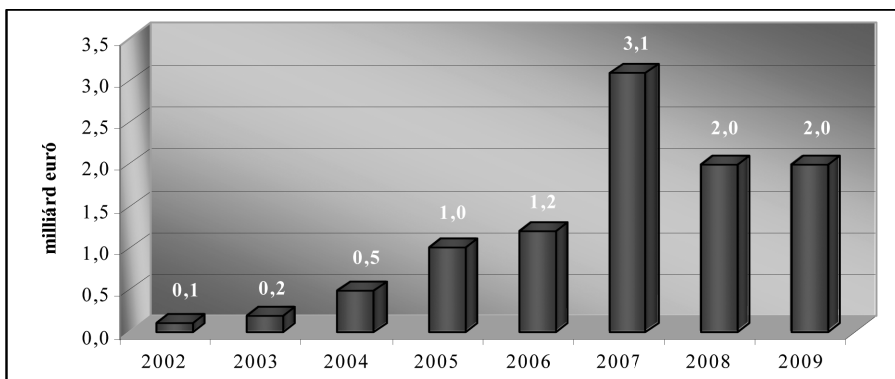
Forrás: EVCA (2009), 11. o., EVCA (2010), 12. o.

A kockázati tőke-befektetésekre fordított tőke eloszlásának vizsgálata

A kockázati tőke jellegű kihelyezések végbefektetők körébeni népszerűségét mutatja az egyes években erre a célra összegyűjtött tőke volumene. Ez alapján megítélhető, hogy a forrásait a pénz- és tőkepiacokon elhelyezni kívánó befektetők mennyire

tartják vonzóknak az átlagosnál jóval magasabb hozammal kecsegtető, ám az átlagosnál szintén jóval bizonytalanabb kockázati-tőke-befektetéseket. A Magyarország iránt is érdeklődő alapok által kockázati-tőke-befektetésekreallokált tőke nagyságait 2002 és 2009 között bemutató 2. ábrából látható, hogy az utóbbi három évben jelentős volumenű, elsősorban külföldi eredetű forrást gyűjtöttek össze a különböző, a régió egészére, illetve csak az országra koncentráló befektetési alapok. A 2002-2007-es időszak adatai egy emelkedő trendet mutatnak az allokált tőke tekintetében, ami összhangban van a korábbiakban levont következtetéssel, miszerint Magyarország – és általában véve az egész közép-kelet-európai régió – egyre népszerűbb befektetési célpontnak örvendett a finanszírozók körében. Noha az emelkedő trend 2008-ban megtört, ám a visszaesés mégsem volt jelentős, hisz a 2008-ban érkezett 2 milliárd eurónyi friss tőke még így is kimagaslónak számít a vizsgált időszakban (2. ábra). Különösen érdekes a 2009-es adat, mely egyáltalán nem igazolja a válság miatti általános, Európában tapasztalt csökkenéseket a gyűjtött tőkére vonatkozóan. A magyarországi befektetésekre (is) allokált tőke értéke 2009-ben stagnált 2008-hoz képest és továbbra is 2 milliárd eurót tett ki (2. ábra). A stagnálás oka többek között, az országban bejegyzésre kerülő több új befektető (pl.: Central Fund, Magyar Tőketársaság Zrt.) megjelenése, valamint a JEREMIE-program²⁸ lassankénti beindulása volt, mely bővítette a rendelkezésre álló források körét (HVCA, 2010/b,

2. ábra: A Magyarország iránt (is) érdeklődő kockázati- és magántőke-alapok által évente gyűjtött kockázati- és magántőke értéke, 2002-2009 (milliárd euró)



Forrás: EVCA (2009), 11. o., EVCA (2010), 12. o.

28 JEREMIE = Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises, más néven Új Magyarország Kockázati Tőkeprogram, melynek célja a Magyarországon működő, működésük korai szakaszában lévő kis- és középvállalkozások tőkebefektetés útján történő finanszírozása, magán és uniós forrásokból felállított közös alapok segítségével. Az MKME adatai szerint a programban résztvevő alapkezelők 2013-ig közel 31,5 milliárd forintnyi Uniós forrást fektethetnek be, kiegészítve a saját, közel 15 milliárd forintra tehető forrásaikkal (HVCA, 2010/b, 13. és 15. o.).

12. o.). A magyarországi kockázati tőke-befektetések forrásellátása szempontjából fontos kiemelni a költségvetési források szerepét, melyek rendeltetése inkább a korai szakaszban lévő vállalkozások tőkehiányának finanszírozása.

A közép-kelet-európai régióban, benne Magyarországon is, 2002-től 2007-ig egyre nőtt a kockázati tőke-befektetésekre allokált tőke értéke, mely szintén 2007-ben érte el a csúcspontját, közel 4 milliárd eurós összeggel (EVCA, 2010, 4. o.). Ezt követően 2008-ban kisebb (2,5 milliárd euró), 2009-ben viszont – a magyarországi helyzettel ellentétben – drasztikus visszaesés (378 millió euró) következett be, ami bizonyítja a befektetők régió iránti bizalmának elvesztését (EVCA, 2010, 4. o.).²⁹ A tőkegyűjtési kedv csökkenését részben a válság miatti negatív nemzetközi befektetői hangulat magyarázta, amit azért kell kiemelni, mert a térségbeli kockázati tőke-befektetésekre allokált tőke 2009 előtt is elsősorban külföldi forrásokból származott (Karsai, 2009, 49. o.), hangsúlyozva ezzel az egyes országok külső tőkepiacoktól való függőségét. A másik indok ugyanakkor az EVCA munkacsoportja szerint az volt, hogy a korábbi években már összegyűjtött jelentős mennyiségű tőke nagy része még nem került kihelyezésre, így a régió iránt érdeklődő alapkezelők nem voltak érdekeltek egy újabb, a 2007-2008-ashoz hasonlóan nagy volumenű tőkeallokációban (EVCA, 2010, 4. o.). A régióval ellentétes magyar folyamatok viszont hosszú távon biztatóak, s a befektetési aktivitás fennmaradását, illetve csak kisebb mértékű visszaesését feltételezik.

A befektetett kockázati tőke vizsgálata

Az EVCA munkacsoportja szerint a 2002-2009. közötti időszakban a közép-kelet-európai régióban összesen több, mint 10,7 milliárd euró³⁰ kockázati tőke-befektetésre került sor. A vizsgált időtartamon belül, a térségben tranzakciókat végrehajtó alapok teljesítménye éves szinten nem volt egyenletes. Az elérhető adatok 2006-tól a befektetői aktivitás jelentős megemelkedését mutatták, amit jól bizonyít, hogy a befektetések értéke 2005-ben még alig haladta meg az 508 millió eurót, addig 2006-ban már 1667 millió, 2007-ben 2344 millió, 2008-ban pedig már 2480 millió eurót képviselt (EVCA, 2010, 7. o.). Érdekes, hogy a pénzügyi válság ellenére sem következett be számottevő visszaesés, ugyanis a 2009-es adat 2456 millió euró, ami mindössze 1%-os csökkenést jelent (EVCA, 2010, 7. o.). Mindez azért is számít egyedülállónak, mert a teljes Európát nézve, a kontinensen székhelyel rendelkező alapkezelők által

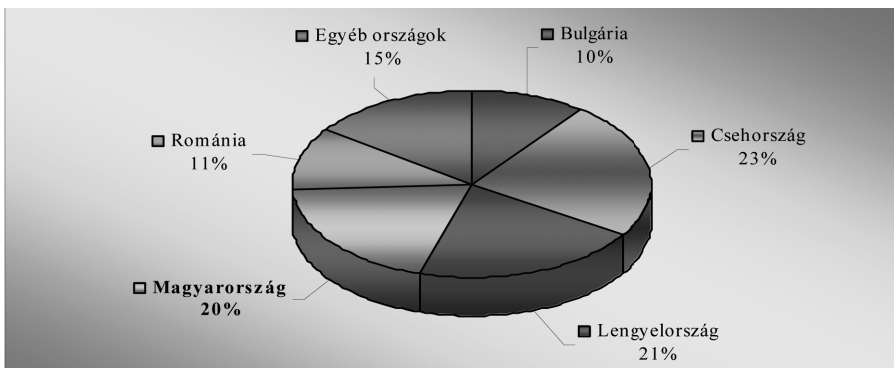
²⁹ Az EVCA kutatás a kockázati tőke-befektetésekre allokált tőke tekintetében azokat az alapokat vette figyelembe a felmérésénél, melyek kizárólag a közép-kelet-európai régióra koncentrálták befektetési tevékenységüket, az eseti jelleggel a térségben befektető alapokat viszont nem (EVCA, 2010, 4. o.).

³⁰ A 10,7 milliárd eurós befektetett tőke érték forrásai: EVCA (2004, 7. o.), EVCA (2010, 7. o.) alapján való összegzés.

végrehajtott kockázati tőke-befektetések összege 2008-ról 2009-re közel 60%-kal esett vissza (EVCA, 2010, 7. o.). A csökkenés mértékeiben való eltérést főképp azzal lehet magyarázni, hogy a kizárólag közép-kelet-európai régióra irányuló kockázati tőkék, a korábbi években gyűjtött (rekordösszegű) friss tőkék rövid időn belül nem kerültek teljes egészében befektetésre, így a befektetők a krízis évében is finanszírozni tudták a kimagasló megtérüléssel kecsegtető, piacképes üzleti modellel rendelkező vállalkozásokat. A romló üzleti környezet hatása és a befektetők kockázattűrésének csökkenése viszont tetten érhető a kihelyezési tranzakciók számának majd 41%-os visszaesésében, mely lényegesen rosszabb aránynak számított, mint ami a teljes Európát jellemezte (18%) (EVCA, 2010, 9. o.).

A közép-kelet-európai régióban 2002 és 2009 között befektetett összes kockázati tőke országokénti megoszlását a 3. ábra mutatja. Látható, hogy a térség iránt érdeklődő alapok mindössze öt országra (Bulgária, Csehország, Lengyelország, Magyarország és Románia) koncentráltak, melyek a vizsgált időszakban 85%-kal részesedtek a befektetések összegéből. Sőt, a fontosabb országok körét tovább lehetne szűkíteni háromra, tekintettel arra, hogy a befektetett tőkét illetően Magyarországra, Lengyelországba és Csehországba 2004 és 2007 kivételével a vizsgált időszak minden évében a kockázati tőke több, mint 50%-a irányult. A befektetett tőke értékének éves szintű megoszlása szintén hasonló képet mutat, azzal a különbséggel, hogy bár a fent megnevezett öt ország képviselné továbbra is a régióba kihelyezett források túlnyomó hányadát, de ezen belül már az egyes államok konkrét részesedését az adott évben megvalósított, egy-egy átlagon felüli összegű tranzakció határozná meg. Az EVCA felméréséből kiderül, hogy 2009-ben mindössze három régiós országban (Csehország, Bulgária, Szlovénia) nőtt a befektetett tőke nagysága (EVCA, 2010, 8. o.). A régióba irányuló befektetések 20%-a Magyarországra irányult. (lásd 3. ábra) Hazánk térségen belüli tőkevonzó képességére stabilitás jellemző a teljes vizsgált időszakban.

3. ábra: A közép-kelet-európai régióban befektetett kockázati tőke értékének megoszlása országonként a 2002-2009-es időszakban (százalék)

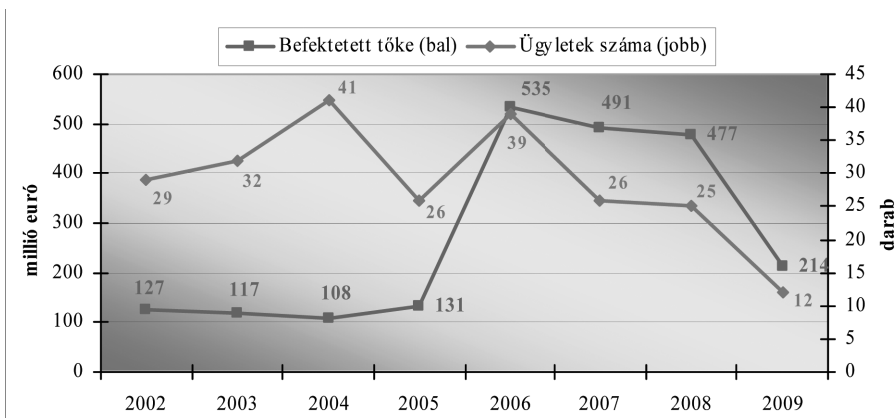


Forrás: EVCA, 2004, 8. o., EVCA, 2006, 6. o., EVCA, 2007, 5. o.,
EVCA, 2010, 8. o. adatai alapján saját szerkesztés

Kizárólag a magyarországi adatokra koncentrálva a 4. ábrából kiderül, hogy a 2002-2009-es időszakban a Magyarországon befektetett kockázati tőke értékének alakulása három jól elkülöníthető szakaszra volt bontható. Az elsőt a 2002-2005-ös periódus alkotta, ekkor a kihelyezések összege éves szinten hozzávetőleg a 100-130 millió eurós sávban szóródott, melyhez kapcsolódóan az évi átlagos befektetési érték 2,6 és 5,0 millió euró között változott (HVCA, 2010/b, 8. o.). A 2002-2005-ös időszakot tehát inkább az alacsonyabb összegű befektetési tranzakciók megvalósítása jellemezte, ami az MKME statisztikája szerint az állami finanszírozók növekvő aktivitásának tudható be (Karsai, 2004, 2. o.).

A második jellegzetes szakasz 2006 és 2008 között játszódott le, ekkor a befektetett kockázati tőke értékének, valamint az átlagos befektetési méretnek (13-19 millió euró) a növekedése volt tapasztalható, ami arra utal, hogy a finanszírozás szerkezete a nagyobb tőkeigényű tranzakciók, azaz elsősorban az expanzív és kivásárlási ügyletek megvalósítása felé mozdult el (HVCA, 2010/b, 8. o.). Az utolsó időszak kezdete tulajdonképpen a válság kiteljesedésétől datálható, ami a befektetési aktivitás visszaeséséhez és a befektetett tőke értékének csökkenéséhez (55%-os) vezetett. Ezzel ellentétben viszont az átlagos befektetési érték a korábbi évekhez képest közel azonos szinten maradt (17,8 millió euró), ami elsősorban egy jelentős kivásárlási ügyletnek volt köszönhető (HVCA, 2010/b, 8-9. o.).

4. ábra: A magyarországi cégekben végrehajtott kockázati- és magántőke-befektetések értékének és darabszámának alakulása, 2002-2009 (millió euró, darab)



Forrás: HVCA, 2010/b, 8. o.

A befektetési ügyletek számát tekintve a 2002-2009-es időszakban egyedül 2007-től kezdődően alakult ki egyértelműen lefelé ívelő trend, az azt megelőző 2002-2006-os periódusban a megvalósított tranzakciók száma 26 és 41 között

szóródott (4. ábra). A 2004-es és 2006-os év különösen jónak számított, hisz ekkor rekord mennyiségű (41 db és 39 db) ügylet megkötésére került sor. Mindkét évben – elsősorban az állami háttérű, költségvetési forrásokkal gazdálkodó befektetők aktivizálódásának köszönhetően – az 1 millió euró alatti tranzakciók fordultak elő a legnagyobb számban, 2004-ben 22 db, 2006-ban pedig 32 db (Karsai, 2004, 2. o., HVCA, 2008/a, 8. o.). 2006-tól, az átlagos befektetési méret jelentős növekedése, valamint a kihelyezési ügyletek számának csökkenése a kockázatitőke-befektetések funkcióbeli átrendeződésére utal, azaz a befektetők a nagyobb tőkét igénylő, kivásárlási tranzakciókat preferálták. A csökkenő trend 2009-ben érte el minimumát, amikor is mindössze 12 befektetés történt, melyből viszont csak hét ügylet volt olyan, amelyiknél ténylegesen egy új befektető investált tőkét a kiszemelt vállalkozásba, míg a maradék öt esetben már eleve a portfólióban lévő cégek kaptak ismételt forrást eredeti finanszírozójuktól.

A 2002-2009-es időszakban végrehajtott kockázatitőke-befektetések gazdaságban betöltött funkcióját azzal lehet vizsgálni, hogy az egyes befektetők milyen életciklusban, illetve szakágazatban működő vállalkozásokat finanszíroztak. A 3. táblázat a magyarországi kihelyezések értékbeli adatait tartalmazza a különböző életszakaszok szerint megbontva. A nyolc évet felölelő időszakban a befektetők figyelmé főképp az expanzív (azaz növekedési) és az érett szakaszban lévő vállalkozások felé irányult, hisz az egyes években befektetett kockázati tőke összege e két életciklus-típusba összpontosult. 2005-től azonban egy még erőteljesebb koncentráció következett be. A 3. táblázat adataiból jól látható, hogy a befektetések 2005-től már kizárólag a kivásárlásokra koncentráltak.³¹ Az expanzív ügyletek részaránya így egyre mérséklődött, annak ellenére, hogy értékbeli volumenük – 2009-et leszámítva – 24 és 78 millió euró között mozgott. Magyarországon, a korai szakaszban lévő vállalkozások finanszírozása nem volt számottevő, ezek értéke a vizsgált időszakban mindössze 1 és 7 millió euró között alakult, ami bizonyítja, hogy a terminológiai értelemben vett „klasszikus kockázatitőke-befektetések” jelentősége hazánkban marginális.³²

31 Kivásárlásra jellemzően egy vállalkozás érett fejlődési stádiumában kerülhet sor, amikor az adott cég már kimerítette növekedési potenciáljának nagy részét. Maga az ügylettípus olyan finanszírozási technikát jelent, melyben magánszemélyek és/vagy professzionális befektetők jelentős tulajdoni hányadot és ezáltal kiterjedt ellenőrzési jogot szereznek maguknak az általuk kivásárolt vállalatban (Karsai, 2002, 15. o.). Fontos megjegyezni, hogy a statisztikák általában nem jelölik a kivásárlások célját, ami annyiban megtevésztő, hogy így összekeverhető a kiszállások között megemlítt vezetői és tulajdonosi kivásárlásokkal, amiket ott visszavásárlásoknak hívnak. A befektetések között nyilvántartott kivásárlások tehát ugyanúgy szolgálhatják a kiszemelt cég növekedési pályára állítását vagy helyreállítását, ám a statisztikákban ezek mégis külön kategóriaként szerepelnek.

32 Terminológiai értelemben vett „klasszikus kockázatitőke-befektetések” alatt azokat a befektetéseket értem, melyek kizárólag a korai (magvető vagy seed és induló tőke), illetve a korai növekedési szakaszban lévő vállalkozásokba irányulnak.

3. táblázat: A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetések értékének alakulása a befektetések által érintett cégek életciklusa szerint, 2002-2009 (millió euró)

<i>Megnevezés</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Magvető, induló és korai tőke</i>	4	4	7	1	4	2	2	1,6
<i>Növekedési tőke</i>	39	32	78	30	24	67	57,4	1
<i>Helyettesítő tőke</i>	0	0	0	0	0	0	0	8,6
<i>Kivásárlási tőke</i>	84	82	23	100	506	422	455,8	202,4
Összesen	127	118	108	131	534	491	515,2	213,6

Forrás: HVCA, 2010/a, 5. o.

A 2002-2007 között Magyarországon működő cégekben végrehajtott kockázati-tőke-befektetési ügyletek száma alapján a legtöbb tranzakcióra a növekedési (expanzív) szakaszban lévő vállalkozások körében került sor, melyek 2002 és 2008 között minden évben meghaladták a 10 darabot (4. táblázat). Mindez jól tükrözi a finanszírozók alapvető célját, nevezetesen azt, hogy forrásaikat olyan cégekbe fektessék be, melyek még épp a növekedés fázisában vannak, hisz így nagyobb az esélye a jelentős értékgyarapodásnak. Másfelől viszont a kivásárlási tranzakciók száma a 2007-es évtől eltekintve végig igen alacsony volt, amiből következik, hogy mivel ezen ügyletek tették ki az egyes években befektetett tőke túlnyomó hányadát, mégis e kihelyezések mögött mindössze 1-4 ügylet állt (4. táblázat). Az értékadatokkal ellentétben, a korai szakaszban lévő vállalkozásokban végrehajtott befektetések száma 2002 és 2006 között jelentősnek számított, ám 2007-től komoly visszaesés következett, így igazolva e tranzakciók háttérbe szorulását (4. táblázat).

Hasonló folyamatok jellemezték a teljes közép-kelet-európai régiót is, hisz a térségben végrehajtott befektetések értéke egyre jobban a kivásárlásokon belül koncentráldott, ezzel párhuzamosan pedig az expanzív tranzakciók értékbeli részesedése visszaszorult. A kivásárlások térnyerését segítették a bővülő hitellehetőségek és az alapok működésének méretgazdaságosságra való törekvése is (Karsai, 2009, 54. o.).

4. táblázat: A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetések számának alakulása a befektetések által érintett cégek életciklusa szerint, 2002-2009 (darab)

<i>Megnevezés</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Magvető, induló és korai tőke</i>	14	9	13	6	16	6	4	4
<i>Növekedési tőke</i>	12	19	27	19	20	11	16	4
<i>Helyettesítő tőke</i>	0	0	0	0	0	0	0	1
<i>Kivásárlási tőke</i>	3	4	1	1	3	9	5	3
Összesen	29	32	41	26	39	26	25	12

Forrás: HVCA, 2010/a, 5. o.

A kockázati-tőke-befektetések nemzetgazdasági funkciója megítélhető abból is, hogy a befektetők milyen szakágazatokban tevékenykedő vállalkozásokat finanszíroztak a vizsgált időszak alatt. Mivel a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület csak 2007-től kezdődően tett közzé éves szintre lebontott, a befektetések értékének alakulását az érintett cégek ágazatai szerint értékelő statisztikákat, így a 2007-et megelőző 2002-2006-os időszakra csak aggregált átlagos adatok voltak elérhetők.³³

2006 után minden évben volt egy, maximum két szakágazat, mely kimagaslóan képviselte az adott évi kockázati-tőke-befektetések jelentős részét. 2007-ben a vegyipar (220,95 millió euró) és a szállítás (112,93 millió euró), 2008-ban az élettudományok³⁴ (420 millió euró) és 2009-ben a kommunikáció (202,4 millió euró) töltötte be ezt a meghatározó szerepet (5. táblázat). A 2002-2006-os időszakot nézve lényegében hasonló kép figyelhető meg, hisz a befektetések értékéből ekkor is a vegyipar, az élettudomány és a kommunikáció részesedett a legnagyobb arányban. Meg kell jegyezni, hogy e nagy összegek mögött a korábban már említett, rendszerint egy vagy két, százmillió eurós méretű kivásárlási tranzakciók álltak.

³³ A 2002-2006 között, az egyes szakágazatokon belül befektetett tőke értékbeli adatait a tanulmány a Magyarországon ezen időszak alatt befektetett összes kockázati tőkéből, valamint ennek szektorok közötti százalékos megoszlásából származtatja. A befektetett tőke abszolút összege az MKME 2010-es évkönyvéből származik (HVCA, 2010/b, 8. o.), míg ennek szektorok közötti átlagos megoszlása a Karsai Judit által 2008-ban összeállított felmérésből (Karsai, 2008, 7. o.).

³⁴ Az élettudományok körébe a biotechnológia, valamint az egészségügygel és gyógyászattal kapcsolatos tevékenységek tartoznak.

5. táblázat: A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetések értékének és számának alakulása a finanszírozott ágazatok szerint, 2002-2009 (millió euró és darab)

Szakágazat	2002-2006*		2007		2008		2009	
	mEUR	db	mEUR	db	mEUR	db	mEUR	db
<i>Kommunikáció</i>	85,51	53	58,92	6	20,5	10	202,4	3
<i>Vegyipar</i>	570,08	1	220,95	2	0	0	0	0
<i>Számítógép és fogyasztói elektronika</i>	18,32	10	0	0	18,9	2	0,7	1
<i>Fogyasztási cikkek-gyártás és kiskereskedelem</i>	53,95	20	0	0	47,3	2	1,5	6
<i>Pénzügyi szolgáltatás</i>	26,47	1	58,92	2	4,5	1	8,6	1
<i>Élettudomány</i>	147,61	12	24,55	4	420	5	0	0
<i>Üzleti és ipari termékek szolgáltatás</i>	40,72	47	14,73	2	0	0	0	0
<i>Üzleti és ipari termékek</i>	14,25	7	0	3	1	3	0	0
<i>Szállítás</i>	23,41	4	112,93	3	0,3	1	0	0
<i>Energia és környezet</i>	0,00	0	0	1	2,7	1	0	0
<i>Egyéb és nem ismert</i>	37,67	12	0	3	0	0	0,4	1
Összesen	1.018	167	491	26	515,2	25	213,6	12

*Aggregált értékekből számított adatok, megoszlási viszonyszámok felhasználásával.

Forrás: HVCA, 2007, 9-10. o., HVCA, 2008/b, 4. és 7. o., HVCA, 2009, 10. o., HVCA, 2010/b, 10. o., Karsai, 2008, 7. o.

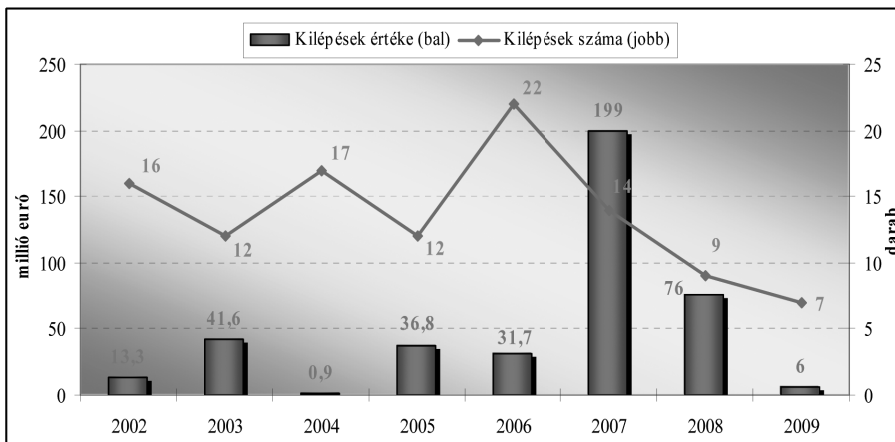
A szektorok közül, a kommunikáció különösen népszerűnek számított a befektetők körében, főleg ha a megvalósított ügyletek számát vizsgáljuk. A befektetések főleg a pénzügyi szolgáltatásokra, a szállításra, valamint a fogyasztási cikkek-gyártás és kiskereskedelem szektorra irányultak. Összességében a vizsgált időszakban a kockázati tőke-finanszírozás ágazati sokszínűsége volt a jellemző.

A megvalósított kiszállások értékelése

A kockázati tőke-befektetők rendszerint 3-4 évig maradnak benn társtulajdonosokként az általuk finanszírozott portfóliócégekben, mivel elsődleges érdekük az, hogy részesedésük felértékelődése után azt minél nagyobb eladási áron továbbadják, realizálva ezzel a piaci átlagot meghaladó extraprofitot. Mivel a kívánt értékgyarapodás bekövetkezése számos tényezőtől függ (pl.: menedzsment

rátermettsége, a gazdasági környezet állapota, stb.), így a fent említett 3-4 éves benntartózkodási idő módosulhat. Amennyiben pedig a körülmények biztosítják a kiszállás megvalósíthatóságát, a befektető előtt ekkor is több lehetőség állhat tulajdoni hányadának értékesítésére. A finanszírozó célja természetesen az, hogy (ha elérhető) minél magasabb hozammal kecsegtető exit opciót tudjon kivitelezni.

5. ábra: A kockázati- és magántőke-befektetők magyarországi cégekből való kilépéseinek értéke és darabszáma, 2002-2009 (millió euró, darab)



Forrás: EVCA, 2010, 16. o., EVCA, 2007, 8. o., EVCA, 2006, 8. o., EVCA, 2004, 13. o., HVCA, 2008/b, 9. o., HVCA, 2009, 11. o., HVCA, 2010/b, 12. o., Karsai, 2008, 8. o.

A kockázati-tőke-befektetők által a 2002-2009-es időszakban végrehajtott magyarországi cégekből történő kilépések alakulását az 5. ábra szemlélteti, külön-külön bemutatva az exitek érték- és számadatait. Előbbiek az Európai Kockázati- és Magántőke Egyesület közép-kelet-európai régió befektetéseivel foglalkozó munkacsoport (Central and Eastern Europe Task Force) által készített felmérésekből, míg a tranzakciók darabszámait az MKME statisztikai adatbázisából származnak.³⁵ A kiszállások értékbeli változása nem mutat egyértelmű irányú trendet a vizsgált időszakban, inkább a ciklikusság jellemző, mely maximumát 2007-ben érte el, 199 millió euróval (5. ábra). E kiugróan magas érték után viszont erőteljes csökkenés következett be 2008-2009-ben, ami nagyrészt a válság miatti bizalmatlan üzleti-gazdasági környezet kialakulásának tudható be. A negatív

³⁵ A két különböző forrás alkalmazását az ez tette szükségessé, hogy az MKME által, az egyes évekre vonatkozóan közzétett statisztikai adatok csak a kiszállások darabszámát tartalmazták a vizsgált teljes időszakra, azok értékét viszont nem.

hangulat az egész régióra (sőt Európára) rányomta bélyegét, ugyanis a közép-kelet-európai térségben működő, kockázati tőkével finanszírozott vállalkozásokból történő kiszállások értéke a 2007-es – egyébként rekordnak számító – 453 millió euróról 2008-ra 47%-kal, 2009-re pedig további 48%-kal esett vissza (EVCA, 2010, 15. o.). A válság tehát ugyanúgy hátrányosan érintette a régió belüli összes országot. Az aktivitás csökkenését jól érzékelteti az exitek darabszámának 2008-2009-es alakulása, hisz látható, hogy azok a 10 darabot sem érték el, szemben a 2002-2006-ban jellemző 12-22 darabbal.

Az, hogy a magyarországi portfóliócégekből kilépő kockázati-tőke-befektetők körében melyik exittípus volt a legnépszerűbb (az ügyletek darabszáma alapján) a vizsgált időszakban, azt a 6. táblázat szemlélteti. 2002 és 2007 között a szakmai befektetőknek történő értékesítések képviseltek jelentős szerepet, s feltehetőleg nemcsak darabszámban, hanem értékben is. Az ilyen típusú tranzakciók lényege, hogy a kockázati-tőke-befektetők részesedését egy olyan jellemzően stratégiai partner veszi meg, mely ugyanabban az iparágban működik, mint az egykori portfólió cég. Gyakori kiszállási formáknak minősültek még a finanszírozott vállalkozások menedzsmentje vagy társtulajdonosi köre részére történő eladások, elsősorban az állami háttérű, költségvetési forrásokat kihelyező befektetőknek. Ezek értékbeli részaránya viszont jellemzően alulreprezentált, ami azzal magyarázható, hogy e kiszállási technika, a magánbefektetők számára nem preferált az elérhető alacsony jövedelmezőségi szint miatt. Egyedüli kivételnek a 2009-es év számított, ekkor az MKME adatai szerint, a társtulajdonosok, vezetők általi visszavásárlások értéke képviselte a legnagyobb részarányt (58,3%-ot, azaz 2,1 millió eurót) a megvalósított exitek teljes összegéből (HVCA, 2010/b, 12. o.). A kivételes helyzet okaként az egyesület szerint adatközlésbeli hiányosságok emelhetők ki (HVCA, 2010/b, 12. o.). A 6. táblázatból látható, hogy a részesedések tőzsdéi értékesítése sem volt igazán jellemző, s ha mégis, akkor a bevezetésre általában nem a Budapesti Értéktőzsdén került sor (HVCA, 2008/a, 11. o. és HVCA, 2010/b, 11. o.). Szintén kevésbé volt gyakori a portfóliócégek újabb kockázati-tőke-befektetőknek való eladása (másodlagos eladás vagy helyettesítő tőke), bár az MKME adatai szerint a 2008-ban sorra kerülő egy darab helyettesítési tranzakció a kiszállások értékének kicsivel több, mint a felét tették ki (HVCA, 2009, 11. o.).

6. táblázat: A kockázati- és magántőke-befektetők magyarországi cégekből való kilépéseinek száma a kilépés módja szerint, 2002-2009 (darab)

Megnevezés	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Értékesítés szakmai befektetőknek	5	6	7	4	5	5	2	1
Értékesítés nyilvános piacon	1	0	2	2	1	0	0	2

Megnevezés	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Könyvleírás</i>	4	1	1	0	0	0	0	0
<i>Másodlagos eladás</i>	3	2	1	1	3	1	1	0
<i>Értékesítés a menedzsmentnek (MBO) vagy tulajdonosoknak</i>	0	0	0	0	13	6	5	4
<i>Egyéb kiszállás vagy nincs adat</i>	3	3	6	5	0	2	1	0
<i>Kiszállások összesen</i>	16	12	17	12	22	14	9	7

Forrás: HVCA, 2008/b, 9. o., HVCA, 2009, 11. o., HVCA, 2010/b, 12. o., Karsai, 2008, 8. o.

A 2008-2009-es válság és a magyarországi kockázatitőke-ágazat

Magyarország kockázatitőke-szektorának állapotát, illetve annak változását – a válság vonatkozásában – a fent közölt 2008-ra és 2009-re vonatkozó statisztikai információk, valamint az üzleti sajtóban megjelent hírek alapján lehet megítélni. A következőkben a gazdasági krízisnek a kockázatitőke -ágazatra gyakorolt hatását elemezzük.

A befektetésekhez gyűjtött tőke értéke ugyan 2007-hez képest több mint egy milliárd euróval csökkent, ám még így is jelentős volumenű maradt a teljes 2002-2009-es időszakot tekintve. Emellett még inkább említésre méltó, hogy 2009-ben sem volt visszaesés az allokált tőke összegében, nem úgy, mint a teljes régió esetében, ahol a gyűjtött tőke értéke 2008-2009-ben egyaránt drasztikusan lecsökkent. Az MKME kiadványa hangsúlyozta, hogy a válság éveiben, az új alapok létrehozásának, lejegyzésének ideje elhúzódott, ami elsősorban a végbefektetők kockázatvállalási hajlandóságának csökkenésével és a feltételek szigorodásával volt magyarázható (HVCA, 2010/b, 12. o.).

A válság éve alatt, a kockázatitőke-befektetők figyelme a meglévő portfóliójuk menedzselésére irányult, az új ügyletek generálása a finanszírozók nagyobb elővigyázatossága miatt jellemzően hosszabb időt vett igénybe, melyet a kihelyezési tranzakciók darabszámának visszaesése is bizonyított (Napi Gazdaság, 2010). A bankhitelpiacok beszűkülésével az iparági szakértők a nagyobb értékű kivásárlási tranzakciók súlyának mérséklődéséről számítottak, azt várva, hogy a finanszírozás inkább a kisebb értékű, alacsonyabb tőkeáttétellel megvalósítható ügyletekre helyeződik át (HVG. hu, 2009/a). Az elérhető statisztikai adatok egyelőre csak részben igazolták ezeket a várakozásokat, hisz mind a régióban, mind Magyarországon 2008-ban és 2009-ben – a korábbi évekhez hasonlóan – a befektetések értékéből a kivásárlások képviselték a legnagyobb hányadot.³⁶ Magyarországon 2009-re a befektetési aktivitás

³⁶ A kivásárlások értéke a közép-kelet-európai régióban 2007-ben 1,53 millió, 2008-ban 1,55 millió 2009-ben pedig már 1,84 millió eurót tett ki (EVCA, 2010, 13. o.). Ugyanezen tranzakciók volumenének magyarországi alakulását a 3. táblázat szemlélteti.

(az ügyletek számát tekintve) jelentősen lecsökkent, a kivásárlások volumene pedig 2008-hoz képest több, mint 50%-kal visszaesett (4. ábra). Általánosan megfigyelhető tendencia, hogy bár a recessziós környezet miatt a cégekbe irányuló befektetések a szokásosnál alacsonyabb áron is kivitelezhetők lettek volna, ösztönözve ezzel az alapkezelők kihelyezéseit, a befektetések összértéke mégis mintegy 55%-kal csökkent (4. ábra). Ez szintén erősítette a finanszírozók projektértékelési és szűrési rendszerének szigorítása, amelynek eredményeként a leendő portfóliócégekkel szembeni hozamelvárások is emelkedtek (Világgazdaság, 2008, 13. o., HVG. hu, 2009/b.). A keményebb kondíciók miatt, a forrást kereső vállalkozásoknak fokozottabban kellett ügyelniük a befektetők számára elkészítendő üzleti terveik kidolgozására és transzparens működésük biztosítására (HVG. hu, 2009/b.). A magasabb elvárások miatt a befektetők vonzáskörébe inkább a releváns, értékelhető múlttal rendelkező, stabilabban működő és nagyobb tőkeigényű vállalkozások kerültek, melyek a válságot követően jellemzően reorganizációs problémákkal kerültek szembe (Napi Gazdaság, 2010). A befektetők projektkeresési stratégiájának szigorodását jelezte az is, hogy igyekeztek elkerülni az ún. konjunktúrafüggő iparágakat (pl.: autópár, építőipar, vegyipar és média) és helyettük olyan szektorokat kerestek, amelyek ciklus semlegesek és a kedvezőtlen körülmények ellenére is jó növekedési kilátásokkal rendelkeztek. Ezen körülmények hatására a finanszírozók figyelme az egészségügyre koncentrálódott, illetve egyes alszektoraira (originális és generikus gyógyszeripar, a biotechnológia és a gyógyászati segédeszközök készítése). Ezen ágazatokban az értékesítési forgalom megtartásának, illetve a növekedési kényszer miatt a további tőkeinjekciók nélkülözhetetlenek voltak. (Világgazdaság, 2008, 13. o.).

A magyarországi befektetésekkel rendelkező kockázati- és magántőke finanszírozók tőkekivonási lehetőségeit a pénzügyi válság jelentősen leszűkítette (5. ábra). A recesszív gazdasági környezet miatti eladói oldalon bekövetkező nyomás következtében a pénz- és tőkepiacok rendkívül illikviddé váltak, jelentősen megnehezítve ezzel a birtokolt tulajdoni részesedések értékesítését. Ha pedig lehetőség is lett volna az eladásra, a befektetők rendszerint nem éltek vele, mert az elvárton aluli megtérülés miatt nem érte volna meg (Világgazdaság, 2008, 13. o.). A tőzsdei értékesítésekre 2008-ban Magyarországon nem került sor, ám 2009-ben már igen (6. táblázat), noha a két ügylet csupán egy konkrét céget érintett (HVCA, 2010/b, 12. o.). Az exitek megvalósítását nehezítette a vállalatfelvásárlási piac drasztikus visszaesése, mely Európa-szerte az EVCA adatai szerint 2009 első három negyedévében 76%-al csökkent. (HVCA, 2010/c). A tranzakciók számát tekintve, a szakmai befektetőknek való értékesítés 2008-ban és 2009-ben is alacsony volt Magyarországon, ami viszont ellentétben állt a korábbi évek megszokott állapotával (6. táblázat). A negatívumok ellenére a magyarországi kockázati-tőke-ágazatnál. a válságnak volt némi előnye is. A banki kihelyezések csökkenése miatt a forrásszűkében lévő vállalkozásokkal szemben, a befektetési alapok helyzeti előnyre tettek szert, melynek következtében szerepük felértékelődött. A lehetséges

projektek kínálata növekedett, ami a dekonjunktúra miatt alacsony vállalati értékekkel párosulva igen kedvező alkupozícióit eredményezett a kockázattitőke-finanszírozóknak (HVCA, 2009, 12. o.).

Összefoglalás

A tanulmány elején bemutatott statisztikai adatok alapján a magyarországi kockázattitőke-ágazat fejlettsége és gazdasági súlya összességében erősnek mondható, összehasonlítva a közép-kelet-európai térség más országaival és a teljes régió átlagával is. A befektetett tőke GDP-arányos értékeiből látható, hogy Magyarország a kontinens keleti része iránt érdeklődő befektetőinek kiemelt célterülete. Kedvező pozíciókat várhatóan megőrizzük, mert a Kelet-Közép-Európai országok között még mindig a magyar-lengyel-cseh befektetési területen legkisebb a tőkekihelyezés kockázata.

A Magyarország iránti befektetői érdeklődés fennmaradását támasztja alá a beáramló tőke 2008-2009-es időszaka, valamint az utóbbi évben megjelenő, friss kihelyezési potenciállal rendelkező piaci szereplők aktivizálódása is. Az üzleti sajtóból kiszűrt információk alapján rövid távon még nem várható a tőkeallokációs tevékenység jelentős felfutása, elsősorban a végbefektetők – melyek megtakarításaik egy részét kockázattitőke-alapokba helyezik el – kockázatvállalási hajlandóságának csökkenése miatt. Várható, hogy az újonnan létrehozott alapok rendeltetése is módosul az akvizíciós tevékenység ismételt fellendüléséig, ugyanis a mega-kivásárlások helyett, inkább a kisebb tőkeigényű, erőforrásaikat a növekedési szakasz finanszírozására irányító alapok megjelenése valószínűsíthető.

A magyarországi cégekbe fektetett tőke értékének visszaesése 2009-ben ugyan számottevő volt, de a továbbiakra nem várható újabb jelentős csökkenés elsősorban két szempont miatt. Az egyik ok a korábban említett, a krízis ellenére is komoly tőkegyűjtési volumenben keresendő, aminek egyenes következménye, hogy a befektetők a közeljövőre nézve is jelentős összegű kihelyezhető forrásokkal rendelkeznek. A másik ok a már nagyon várt JEREMIE-program beindulása lehet, mely – az európai uniós források bekapcsolódásával – tovább fokozhatja a befektetési potenciált és aktivitást. A közösségi program hatása lehet még a kihelyezések funkciójának átrendeződése is, elsősorban a korai vagy induló szakaszban lévő vállalkozások javára. A befektetési ügyletek számának felfutása várható, ám iparági szakértők szerint, a szektor jelentősebb növekedése csak 2011-től lehetséges (HVCA, 2010/d). A befektetők szigorúbb projektértékelési gyakorlata fennmarad, ami egyben a befektetés teljes folyamatának elhúzódását is eredményezheti. A finanszírozandó szakágazatok oldaláról pedig valószínűsíthető, hogy továbbra is azok az iparágak fognak előtérbe kerülni, melyek a legkevésbé konjunktúrafüggők. Mivel a recesszív gazdasági környezet a működő vállalkozások

teljesítményét is visszavetette, a befektetők közötti verseny várhatóan növekedni fog a stabil, erős piaci pozíciókkal rendelkező és ezért jó projekteknek számító vállalkozások iránt. Fennmaradhat továbbá a magyar kockázati tőke-ágazatra jellemző kettős koncentráció is, ami egyrészt azt jelenti, hogy nagy összegük miatt, a befektetések értéke a kivásárlásoknál, míg a befektetések száma inkább a növekedési szakaszban lévő cégek finanszírozására szolgáló ügyleteken belül koncentrálódik nagyobb mennyiségben.³⁷

A kilépések tekintetében kell az ágazatnak leginkább magához térnie, ami elsősorban az üzleti-gazdasági környezet javulásától függ. Döntő fontosságú a vállalatfelvásárlási piac feleledése, az akvizíciók ismételt megindulása magával húzhatja a kockázati tőke-szektor is. Noha 2009-ben volt olyan magyarországi cég, melyet tőzsdére vittek a befektetők (nem a budapestire) ám az, hogy az exitek értékének legnagyobb részét a tulajdonosi-vezetői visszavásárlások tették ki, utal az értékesítési lehetőségek szűkülésére. Az elérhető megtérülések bizonytalanná válása miatt, a befektetők részéről a kivásárlás lehet a megfelelő stratégia a közeljövőben is.

Irodalom

- Csubák (2003): „Kis-és középvállalkozások finanszírozása Magyarországon”. PhD. értekezés. Budapesti Közgazdaságtudományi és Állam-igazgatási Egyetem. Budapest. 2003.
- EVCA (2004): „Central and Eastern Europe Succes Stories. Special Paper”. EVCA Central and Eastern Europe Task Force. October. 2004.
- EVCA (2006): „Central and Eastern Europe Statistics 2005. Special Paper”, European Private Equity and Venture Capital Association, november.
- EVCA (2007): „Central and Eastern Europe Statistics 2006. Special Paper”, European Private Equity and Venture Capital Association, october.
- EVCA (2008): „Central and Eastern Europe Statistics 2007. Special Paper”, European Private Equity and Venture Capital Association, september.
- EVCA (2010): „Central and Eastern Europe Statistics 2009. Special Paper”, European Private Equity and Venture Capital Association, july.
- HVCA (2006): Szakkifejezések. Írta: 3i. 2006. február 23. http://www.hvca.hu/index.php?option=com_content&view=article&id=47&Itemid=37. Letöltés ideje: 2010.04.05.

³⁷ A magyarországi kockázati tőke-ágazat koncentrátságára Karsai (2005, 1. o., HVCA, 2008/a, 8. o.) mutatott rá statisztikai elemzéseiben.

- HVCA (2007): „A magyar kockázati- és magántőke piac fejlődése 2006”. Budapest. 2007.
- HVCA (2008/a): „Évkönyv 2008”. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület. Budapest. 2008.
- HVCA (2008/b): „A magyar kockázati- és magántőke piac fejlődése 2007”. Budapest. 2008.
- HVCA (2009): „Évkönyv 2009”. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület. Budapest. 2009.
- HVCA (2010/a): „A magyar kockázati- és magántőke piac fejlődése 2009”. Budapest. 2010.
- HVCA (2010/b): „Évkönyv 2010”. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület. Budapest. 2010.
- HVCA (2010/c): A kis- és középvállalati szektor vált a magántőke-befektetések fő célpontjává. http://www.hvca.hu/index.php?option=com_content&view=article&id=273:a-kis-es-koezepvallalati-szektor-valt-a-magantke-befektetesek-f-celpontjava&catid=46:riverside-zrt&Itemid=27. Letöltés ideje: 2010.11.20.
- HVCA (2010/d): A Riverside szerint továbbra is bizhatunk a magántőke befektetésekben. http://www.hvca.hu/index.php?option=com_content&view=article&id=283:a-riverside-szerint-tovabbra-is-bizhatunk-a-magantke-befektetesekben&catid=46:riverside-zrt&Itemid=27. Letöltés ideje: 2010.11.20.
- HVG.hu (2009/a): Kockázati tőke: fontolva haladás Közép-Európában. 2009. január 15. http://hvg.hu/kkv/20090114_kockazati_toke Letöltés ideje: 2010. 11. 20.
- HVG.hu (2009/b): Eltűnt kockázati tőke: lehetőségek forráshiányos cégeknek. 2009. augusztus 28. http://hvg.hu/kkv/20090828_kockazatitoke_forrashianyoscegek. Letöltés ideje: 2010.11.20.
- Karsai (2002): „Kivásárolt cégek-tulajdonos vezetők”. *Vezetéstudomány*. XXXIII. Évf. 2002. 2. szám. 15-19. o.
- Karsai (2004): „A magyarországi kockázati- és magántőke-ipar fejlődése 2004-ben”. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület.
- Karsai (2005): „A magyarországi kockázati- és magántőke-ipar fejlődése 2005-ben”. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület.
- Karsai (2006): „Kockázati tőke európai szemmel. A kockázati- és magántőkeipar másfél évtizedes fejlődése Magyarországon és Kelet-Közép-Európában”. *Közgazdasági Szemle*. LIII. évf., 2006. november. 1023-1051. o.
- Karsai (2008): „A magyarországi kockázati- és magántőke-ipar öt éves fejlődése”. Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület. Budapest.
- Karsai (2009): „Az aranykor vége. A kockázati-tőke-ágazat fejlődése Közép-Kelet-Európában”. *Közgazdasági Szemle*. LVI. évf., 2009. január. 46-68. o.

- Napi gazdaság (2010): Felértékelődésben a kockázati tőkebefektetés. 2010.04.23. http://hvca.hu/index.php?option=com_content&view=article&id=279:felertekeldben-a-kockazati-tkebefektetes&catid=79:napi-sajto&Itemid=61. Letöltés ideje: 2010.11.20.
- Világgazdaság (2008): A kockázati tőke válságreakciói. Világgazdaság, 2008. október 10. 13. o.
- Az Egyház Európában, a Szentatyá, II. János Pál pápa szinodus utáni apostoli buzdítása, <http://www.katolikus.hu/roma/Europa01.html>
- Az Igazságosság és Béke Pápai Tanácsa (2007): Az Egyház társadalmi tanításának kompendiuma, Budapest, Szent István Társulat
- Békés Gellért, Kovács K. Zoltán (szerk.) (1992): Keresztények és a demokrácia, Róma, Katolikus Szemle
- Bock, Sebastian (2002): A bibliai Izrael története, Budapest, Jel Kiadó
- Bright, John (1993): Izrael története, Budapest, Kálvin Kiadó
- Buber, Martin (1998): A próféták hite, Budapest, Atlantisz Könyvkiadó
- Bultmann, Rudolf (1998): Az Újszövetség teológiája, Budapest, Osiris Kiadó
- Dr. Cserhádi József, Dr. Fábián Árpád (szerk.) (1975): II. Vatikáni Zsinat tanításai, Budapest, Szent István Társulat
- Dalton, William J., S.J. (2003): Péter első levele, in.: Jeromos Bibliakommentár II., Az Újszövetség könyveinek magyarázata, Budapest, Szent Jeromos Katolikus Bibliatársulat
- Dillon, Richard J. (2003): Az Apostolok cselekedetei, in.: Jeromos Bibliakommentár II., Az Újszövetség könyveinek magyarázata, Budapest, Szent Jeromos Katolikus Bibliatársulat
- Eliade, Mircea (2006): Vallási hiedelmek és eszmék története, Budapest, Osiris Kiadó
- Farkasfalvy Dénes (1994): Bevezetés az újszövetségi szentírás könyveibe, Budapest, Szent István Társulat
- Fitzmyer, Joseph A., S.J. (2003): Levél a Rómaiaknak, in.: Jeromos Bibliakommentár II., Az Újszövetség könyveinek magyarázata, Budapest, Szent Jeromos Katolikus Bibliatársulat
- Gál Ferenc (1987): János evangéliuma, Budapest, Szent István Társulat
- Gellner, Ernest (2004): A szabadság feltételei, Typotex
- Gnilka, Joachim (1999): Die frühen Christen, Wien, Verlag Herder,
- Góják János (szerk.) (1991): A társadalom keresztény alapelvei, Rerum Novarum XIII. Leo pápa körlevele a munkások helyzetéről, Budapest, a KDNP kiadása
- Haag, Herbert (2006): Csak aki változik marad hű önmagához, Pannonhalma, Bencés Kiadó

- Igazságosabb és testvériesebb világot! (1996), Budapest, Magyar Katolikus Püspöki Kar
- Jagersma, Dr. H. (1991): Izráel története 1-2., Budapest
- Karris, Robert J., O.F.M. (2003): Evangélium Lukács szerint, in.: Jeromos Bibliakommentár
- II., Az Újszövetség könyveinek magyarázata, Budapest, Szent Jeromos Katolikus Bibliatársulat
- Kuti Éva (1998): Hívjuk talán nonprofitnak ..., Budapest, Nonprofit Kutatócsoport
- Lohfink, Norbert (1989): Das Jüdische am Christentum, Wien, Verlag Herder
- Lukács László (szerk.) (1997): Az egyház mozgástereiről, Budapest, Vigilia Kiadó
- Ockerfels, Wolfgang (1992): Kis katolikus társadalomtan, Katolikus Társadalmi Akadémia
- Rad, von Gerhard (2000-2001): Az Ószövetség teológiája I-II., Budapest, Osiris Kiadó
- Rózsa Huba (2001): Üdvösségközvetítők az Ószövetségben, Budapest, Szent István Társulat
- Seligman, Adam B. (1997): A civil társadalom eszméje, Kává Kiadó
- Szabó Máté (szerk.) (2005): Civil társadalom: elmélet és gyakorlat, Budapest, Rejtjel Kiadó
- Szabó Máté: Globális, európai és magyar civil társadalom (Tézisek),
http://trust.easyhosting.hu/hirek/civil_szabomate.doc
- Tomka Ferenc (1999): Új evangelizáció, Budapest, Szent István Társulat
- Tomka Miklós, Góják János (szerk.) (1993): Az egyház társadalmi tanítása, dokumentumok, Budapest, Szent István Társulat
- Wolff, Hans Walter (2001): Az Ószövetség antropológiája, Budapest, Harmat-Prta