

MŰHELYTANULMÁNYOK

DISCUSSION PAPERS

MT-DP – 2014/15

Hol tart a közép-kelet-európai kockázati- és magántőke-piac öt évvel a válság után?

KARSAI JUDIT

Műhelytanulmányok
MT-DP – 2014/15

MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet

Hol tart a közép-kelet-európai kockázati- és magántőke-piac öt évvel a válság után?

Szerző:

Karsai Judit
tudományos főmunkatárs
Közgazdaság-tudományi Intézet
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
E-mail: karsai.judit@krtk.mta.hu

2014. július

ISBN 978-615-5447-30-3
ISSN 1785-377X

Kiadó:
Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet

Hol tart a közép-kelet-európai kockázati- és magántőke-piac öt évvel a válság után?

Karsai Judit

Összefoglaló

Míg Európa egészét tekintve a kockázati-tőke-ágazat már túljutott a válság okozta sokkon, a közép-kelet-európai régióban 2013-ban tovább folytatódott a válságot követő megtorpanás. Fellendülés sem a tőkegyűjtés, sem a befektetések, sem pedig a kiszállások terén nem következett be. A befektetni kívánó finanszírozók régióbeli érdeklődésére változatlanul kihat, hogy Európa egészéhez hasonlóan itt is tovább erősödik észak és dél divergenciája. Magyarországon a korai fázisú befektetések fellendülését jelentős összegű állami források mozdítják elő, ugyanakkor a kivásárlások leállításához vezet, hogy a régió általános problémáin túl a fokozott gazdaságpolitikai kockázatok speciális helyzetet teremtenek a magántőke-befektetők számára.

Tárgyszavak: kockázati tőke, magántőke, KKV-finanszírozás, Közép-Kelet-Európa

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G23, G24, G28, M13

Köszönetnyilvánítás: Az elemzés az OTKA K105581 számú pályázat támogatásával készült.

Five Years After the Crisis: Position of the Central and East- European Venture Capital and Private Equity Industry

Judit Karsai

Abstract

While in Western Europe the venture capital and private equity industry have mostly got over the shock of the crisis, the Central and East-European region in 2013 still showed a tendency of deterioration. Signs of recovery could not be perceived neither in fundraising, investment or divestment activities. Similarly to Europe in general, institutional investors wishing to invest in the CEE region are concerned by the increasing north-south divergence. In Hungary substantial government venture capital resources are available for early-stage venture capital investments. However, in addition to the general problems affecting the CEE region, the freezing of buy-outs can be attributed to special difficulties arising from special economic policy risks in Hungary.

Keywords: venture capital, private equity, SME finance, Central and Eastern Europe

Journal of Economic Literature (JEL): G23, G24, G28, M13

Az Egyesült Államok jelzálogpiaci válsága nyomán kialakuló pénzügyi válság negatív hatása a régióbeli kockázati- és magántőke-ügyleteknél is erőteljes volt, függetlenül a közép-kelet-európai befektetéseket eddig is övező nagyobb óvatosságtól, a nagy összegű hitelek relatíve nehezebb elérhetőségétől, valamint eleve magasabb kamataitól. A nemzetközi pénzügyi válság után a hitelből finanszírozott növekedés a kockázat szinonimájává vált, ezért a feltörekvő piacok, ezen belül a régió országai is hátrányba kerültek a fejlett piacokkal szemben. A válság negatív hatását 2008 őszén először a régióbeli nagyobb összegű kockázati-tőke-befektetések érzékelték, majd a kisebb alapok befektetői tevékenysége is jóformán leállt. Az új alapok gyűjtése is megtorpant a befektetők számra jelentkező pénzsűke és bizonytalanság miatt. Ellehetetlenült a kockázati-tőke-befektetők portfólióiban lévő vállalatok eladása is. A tőzsdéken nyomott árak alakultak ki, s így nem érte meg a tőzsdén kiszállni a cégekből, de ez más módon sem volt a befektetők számára könnyű. A kilépési lehetőségeknek beszűkülése így meghosszabbította a finanszírozás időtartamát (*Karsai, 2012*).

FELLENDÜLÉS JELEI AZ EURÓPAI TŐKEGYŰJTÉSSEN

A kockázati- és magántőke-ipar működési módjából az következik, hogy a válságot követő fellendülés jelei először a befektetésekre gyűjtött források emelkedésében jelentkeznek, majd ezt követi a befektetések tényleges fellendülése. Ezért némi optimizmusra ad okot, hogy négy nehéz év után az európai kockázati- és magántőke-piac 2013-ban *növekedésnek indult*. Azaz, a válságot követő sanyarú évek után 2013-ban Európában már némi lendületet kapott a kockázati- és magántőke célú tőkegyűjtés, ami elsősorban a kivásárlást tervező alapok élénkülésének volt köszönhető. A frissen gyűjtött tőke értéke 2013-ban az előző évi volumen kétszeresére, közel 54 milliárd euróra nőtt Európában.¹ (**Lásd az 1. sz. táblázatot!**) A tőke növekedése elsősorban a *nyugdíjalapok* bizalmának köszönhető, amelyek a 2013. évi tőkegyűjtés több mint egyharmadát biztosították, s amelyek a - kisebb nyugdíjalapok részvételét a kockázati-tőke-piacon lehetővé tevő - esernyőalapokkal együtt már a források 40%-át adták. A piac "egészségesebbé" válását jelzi emellett a kormányzati részvétel visszaszorulása is. A nominálisan ugyan dinamikus, 13%-kal emelkedő állami források súlya ugyanis 2012-höz képest 2013-ban a felére, 5%-ra szorult vissza. (**Lásd az 2. sz. táblázatot!**)

¹ A kockázati- és magántőke-ipar forrásgyűjtéséről, befektetéseiről, valamint a befektetésekből történő kiszállásokról az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (European Private Equity & Venture Capital Association, EVCA) évente megjelenő évkönyve nyújt tájékoztatást. Az évkönyv adatai a nemzeti tagszervezetekbe tömörült befektetők önkéntes adatközlésén alapulnak (*EVCA Yearbook, 2012-2014*).

Az európai alapok finanszírozóinak terve szerint a 2013-ban frissen gyűjtött tőkéből várhatóan 4 milliárd euró életük korai fázisában tartó európai cégeket fog finanszírozni, s további több mint 1 milliárd euróból a növekedési szakaszban tartó cégek részesülnek, míg a tőke zömét, 45 milliárd eurót vállalatok kivásárlására fogják a tervek szerint elkölteni a következő néhány évben.

A válságot követő fellendülés jelei ugyanakkor 2013-ban magukon az európai befektetéseken még kevésbé érződtek. A 2013-ban végrehajtott befektetések értéke Európában ugyanis lényegében nem változott, a kockázati- és magántőke-alapok az előző évhez hasonlóan, összességében 36 milliárd euróval 5 ezer céget finanszíroztak. **(Lásd a 3. sz. táblázatot!)** E cégek közül 3 ezer vállalkozás életének korai fázisában tartott, míg további 1000 cég növekedésének előmozdításához kapott tőkét, s több mint 800 vállalatnál a kivásárlást finanszírozták a befektetők. Mivel ezen utóbbi ügyletek értéke nagyságrendekkel nagyobb, mint az indulást, vagy expanziót finanszírozó befektetéseké, valójában a kivásárlások 28 milliárdos értékének szinten maradása áll a stagnálás hátterében. A kivásárlások derékhatát a közepes méretű, azaz az 15-200 millió eurós tartományban végrehajtott ügyletek adták, miközben az igazán nagy kivásárlási ügyletek száma és értéke 2012-höz képest visszaesett.

A befektetések egyre *változatosabb konstrukciói* figyelhetők meg a piacon, amelyek a tőkealapok finanszírozói számára nagyobb mozgásteret és magasabb hozamokat kínálnak. Iyen új fejlemény például, hogy a nagy globális nyugdíjalapok és más intézményi befektetők immár nemcsak a korábban megszokott módon, azaz magántőke-alapokon keresztül fektetnek be tőkét cégekbe, hanem az általuk finanszírozott alapok mellett közvetlenül is, valamint más intézmények befektetéseivel társulva, mindkét esetben csökkentve a kifizetendő alapkezelési díjakat és növelve ráhatásukat és befolyásukat a magántőke-befektetésre szánt forrásokra (*White & Case, 2014*).

Az *üzleti környezet egyértelmű javulására* utal, hogy a befektetési értéket tekintve 2013-ban 50%-kal, 33 milliárd euró fölé nőtt az európai cégekből történt kilépések értéke, miközben az érintett cégek száma lényegében nem változott. Különösen a tőzsdéi kiszállások erőteljes megugrása vetíti előre a piac további fellendülését, mivel a cégek ellenértékének a finanszírozókhöz történő visszajuttatása fedezetet teremt újabb alapok tőkegyűjtésére. Az Ernst&Young tanácsadó cég adatai szerint 2013-ban 24 magántőke háttérű céget vittek a tulajdonosok első ízben tőzsdére (IPO), s ezzel 11,3 milliárd dolláros bevételhez jutottak. 2012-ben ugyanezen kiszállási módot csupán 4 cég esetében választották, ami 1,46 milliárd dollárt hozott (*White & Case, 2014*).

FOLYTATÓDÓ MEGTORPANÁS A RÉGIÓBAN

Míg Európa egészét tekintve a kockázati-tőke-ágazat már túljutott a válság okozta sokkon, a statisztikai adatok azt jelzik, hogy a közép-kelet-európai régió kockázati-tőke-iparában még 2013-ban is tovább *folytatódott a válságot követő megtorpanás*. Azaz fellendülés sem a tőkegyűjtés, sem a befektetések, sem pedig a kiszállások terén nem következett be. Ezt támasztja alá, hogy a kockázati- és magántőke céljára 2013-ban gyűjtött friss tőke 36%-kal, a régiós cégekbe történt befektetések értéke 22%-kal, az itteni cégekből történt kiszállások értéke pedig 34%-kal maradt el a 2012-ben mért értékhez képest. Mindez a közép-kelet-európai régió Európán belüli súlyának csökkenéséhez vezetett. A finanszírozók szemében a régió leértékelődésére utal, hogy Európában a régióban felállított alapok finanszírozására szánt tőke aránya a 2012. évi 3%-hoz képest 2013-ban 0,8%-ra esett vissza. **(Lásd az 1. sz. táblázatot!)** A régiós alapokba érkező tőke volumene egészen 2006-ig nem haladta meg az Európában összegyűjtött tőke 2%-át, majd 2007-ben erőteljesen megugrott 5,4%-ra. 2008-tól kezdve a régióbeli tőkegyűjtés aránya 2-3% körül mozgott (Karsai, 2012).

1. táblázat

A kockázati- és magántőke-befektetések céljára gyűjtött tőke értéke az Európai Unióban és Közép-Kelet-Európában, valamint a közép-kelet-európai tőkegyűjtés részaránya az Európai Unióban, 2009-2013 (millió euró)

	Európai Unió (millió euró)	Közép- Kelet- Európa (millió euró)	Közép-Kelet- Európa részaránya (százalék)
2009	18914	450	2,4
2010	21797	602	2,8
2011	41604	941	2,3
2012	24580	673	2,7
2013	53608	433	0,8

Forrás: EVCA CEE (2010, 2011, 2012); EVCA Yearbook 2014 alapján saját számítás

A régióbeli alapok külföldi finanszírozói e térséggel kapcsolatos romló várakozásainak jelentőségét aláhúzza, hogy a közép-kelet-európai alapok tőkegyűjtésében a *hazai, főként intézményi források* hagyományosan viszonylag kisebb szerepet játszanak. A közép-kelet-európai régióban befektethető tőke túlnyomó része Európa másik feléből származik. Az amerikai, ázsiai vagy közel-keleti befektetők csak rendkívül erőteljes fellendülés idején

merészkednek erre, az általuk kevésbé ismert és kis méretűnek tartott piacra. 2013-ban a régióbeli székhelyű kockázati- és magántőke-alapok tőkegyűjtése - a válságot követő többi évhez hasonlóan - csak 13%-ban érkezett hazai forrásokból.

Európa fejlettebb tőkepiacain a kockázati- és magántőke-alapok finanszírozásának legjelentősebb forrását képező *nyugdíjalapok* a közép-kelet-európai régióban sokkal kisebb szerepet játszanak. 2013-ban az itteni alapok által gyűjtött tőkéhez a nyugdíjalapok mindössze 6%-kal járultak hozzá, szemben az Európában mért egyharmados részaránnyal. Az esernyőalapokkal együtt ezen intézmények súlya a régióban 20%-ot tett ki, azaz még az európai részarány felét sem érte el. A kockázati- és magántőke-alapok finanszírozásában a nyugdíjalapok részvételét nem elsősorban ezen intézmények e téren való kétségtelen járatlansága okozza, hanem sokkal inkább az általuk kezelt vagyon befektetésére vonatkozó nemzeti szabályozás előírásai teszik lehetetlenné. A régióbeli intézményi befektetők számára ugyanis a helyi szabályozás többnyire kizárja a kockázati- és magántőkét a befektetési vagyonsztyályok közül. Ráadásul megindult a régió több országában a korábban létrehozott magánnyugdíjpénztárak állami bekebelezése is. Mindezek folytán nem véletlen, hogy nyugdíjalapok csupán két régiós államban, Lengyelországban illetve Romániában járultak hozzá a régióbeli alapok 2013. évi tőkegyűjtéséhez.

A régióbeli kockázati- és magántőke-alapok intézményi finanszírozók szerinti forrásainak alakulása a térségben legaktívabb kockázati- és magántőke-finanszírozó nemzetközi állami intézmény, az Európai Befektetési és Fejlesztési Bank (EBRD)² által közreadott statisztikából is nyomon követhető. Az EBRD által finanszírozott alapok *befektetői körében* a korábbi időszakhoz képest a válság hatására jelentős *átrendeződés* következett be 2008 és 2011 között. Mind a nyugdíjpénztárak, mind a biztosítók részaránya lecsökkent, míg a kormányzati ügynökségek szerepe megnőtt, s ugyancsak megerősödött a nemzetközi pénzügyi intézmények jelentősége. Azaz, a piaci szereplőkhöz képest az állami részvétel súlya megerősödött. 2012-ben azonban már visszatérni látszott a piaci bizalom, ami fordított elmozdulást mutat. Új vonás viszont a *bankok* szerepének erőteljes visszaszorulása, bármely korábbi időszakot alapulvéve. Ez a változás feltehetőleg a bankokra vonatkozó szigorúbb szabályozás következménye (*Karsai, 2013*).

A kockázati- és magántőke-alapok egyes években gyűjtött tőkéje csak részlegesen ad képet a tényleges finanszírozási lehetőségekről, mivel az alapok tevékenysége csak azok - ideiglenes vagy végleges - lezárásával indulhat meg. A várható befektetések szempontjából ezért fontos

² Az EBRD a legaktívabb magántőke-befektető Közép- és Dél-Kelet-Európában. Húsz éve fektet be e vagyonsztyályba, odaigért tőkéjének mintegy 60%-a a Közép-Kelet- és Dél-Kelet-Európai régióra esik. Az EBRD aktuális portfóliója 96 alaptól áll, amelyet 62 alapkezelő kezel, a számukra általa megítélt tőke értéke 2,7 milliárd dollár, az alapok teljes tőkéje 16,1 milliárd dollár, a még nem realizált portfólió cégek száma 400 darab. (*EBRD (2014): EBRD Private Equity Funds Portfolio to 31 December 2012. European Bank for Reconstruction and Development, 2014.*)

információ, hogy a 2013-ban *lezárt* régiós székhelyű alapok összesen közel *egy milliárd eurót gyűjtöttek* össze a finanszírozó intézményektől. A régióbeli befektetésekre fókuszáló alapok közül az üzleti sajtó hírei szerint 2013-ban az *Avallon* (60 millió euró), az *Abris Capital Partners* (450 millió euró), valamint az *Enterprise Investors* (314 millió euró) zárta le végleg a tőkegyűjtését. A befektethető tőke további növekedését vetíti előre, hogy újabb régióbeli székhelyű alapok viszont még csak az un. első zárásukon voltak ekkor túl. Ezek közé sorolható a *3TS Capital Partners* 103 millió euróval, a *Mid Európa Partners* 665 millió euróval, a *21 Concordia* 60 millió eurós, valamint az *Earlybird Digital East Fund* 110 millió eurós összeggel (*Romaine, 2013c, 2014*). Az új alapok létrehozása különösen annak fényében jó hír, hogy a régió egyik legrégebbi befektetője, az *Advent International* úgy döntött, hogy mostantól már nem hoz létre kifejezetten régiós befektetési céllal itteni alapot, bár befektetéseket európai globális alapjaiból továbbra is tervez. Így esetében már nem lesz jellemző az az évi 15-20 ügylet amit ötévente a régióban végrehajtott, a jövőben szelektívebben, inkább szektorális alapon fogja kiválasztani az ügyleteket (*Romaine, 2013a*).

A válságot megelőzően létrehozott igen sok alap miatt a 2007/2008-as csúcsév után a piaci szakértők szerint a 2013/2014-es év ismét kiemelkedő lesz, tekintve hogy a korábbi nagyarányú befektetésekkal járó időszak ekkor ér véget, bár még lehet hogy ez a fellendülést hozó időszak egy-két évvel kitolódik, mivel igen sok alap élettartamát időközben meghosszabbították. Míg a legkeresettebb alapkezelők esetében túljegyzés volt megfigyelhető, addig mások ha el is érik korábbi alapjaik méretét, az alapok jegyzése számukra sokkal tovább tart. Ismét más alapkezelők küzdelmet folytatnak az alapok létrehozásáért, s végül vagy kisebb alapokat vállalnak, vagy más megoldást keresnek. Az *Enterprise Investors* rendkívül jó hírre ellenére is csak alig fele akkora alapot tudott 2013-ban létrehozni, mint korábban, a *3TS* alap pedig, mely ugyan most két és félszer nagyobb alapot hozott létre mint korábban, de az alapgyűjtés a tervezettnél sokkal tovább tartott, mivel az alap korábbi befektetői bázisának alapvető átstrukturálására kényszerült. Végül a *Mid Európa Partners* is az eredetileg tervezettnél kisebbre kellett hogy csökkentse új alapjának célméretét a befektetők aggodalmi nyomán (*Romaine, 2013b; AltAssets, 2014*).

ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁS A RÉGIÓ KOCKÁZATITŐKE-PIACÁN

Míg 2013-ban a kizárólag privát forrásból érkező tőkeforrások csökkenése elsősorban a jövőbeli *kivásárlások* perspektíváját érinti a régióban, addig a *klasszikus kockázatitőke-befektetések* esetében a privát források hiányát az Európai Unióból érkező állami források igyekeznek kompenzálni. A kockázatitőke-befektetések közül a régióban már régóta a magvető, induló és korai fázisban nyújtott finanszírozás terén mutatkozott a legnagyobb hátrány Európa fejlettebb országaihoz képest, mivel sok, egyébként életképes, nagy növekedésű régióbeli vállalkozás egyszerűen nem volt elég nagy ahhoz, hogy felkeltse a befektetők érdeklődését. Így az életük kezdeti szakaszában tartó európai cégek esetében is jelentkező *"finanszírozási rés"* a közép-kelet-európai régióban sokkal *markánsabban* jelent meg. A régióbeli induló vállalkozásokat még inkább sújtja a kockázati tőke iránti kereslet és a kockázati tőke kínálata közötti rés – ami az EU korai szakaszú innovatív cégeinek is hátrányt okoz –, mivel hiányoznak az e szakaszban tartó cégek egyéb finanszírozási forrásai is (például az üzleti angyalok és a magvető finanszírozás) (Karsai, 2012).

A kockázatitőke-ipar tőkegyűjtését Európa-szerte előmozdító *állami forrásokból* a fejletlenebb kockázatitőke-ágazattal rendelkező közép-kelet-európai régió 2013-ban 7,5%-os arányban részesült. A régió számára az állami források kiemelkedő jelentőségét húzza alá, hogy az itteni székhelyű alapok által 2013-ban frissen gyűjtött 433 millió euró közel fele kormányzati forrásból érkezett. **(Lásd a 2. sz. táblázatot!)** Ezen belül a korai fázisú finanszírozásra 2013-ban a régiós alapok által gyűjtött 88 millió eurónyi tőkének még ennél is jelentősebb hányadát, több mint 60%-át nyújtották állami szervezetek. Az állami források súlya azonban nem csupán 2013-ban volt magas Közép-Kelet-Európában. A 2009 és 2013 közötti időszakban régióbeli befektetésekre szakosodó kockázatitőke-alapok forrásainak 39 százaléka érkezett kormányzati szervektől (EVCA, 2014).³

³ Az állami szerepvállalás válság utáni növekvő szerepéről lásd Karsai (2013).

**Az állami részvétel értéke és részaránya a kockázati- és magántőke-alapok
tőkegyűjtésében az Európai Unióban és Közép-Kelet-Európában, valamint a
kelet-közép-európai tőkegyűjtés részaránya az Európai Unióban, 2013**
(millió euró és százalék)

	Európai Unió		Közép-Kelet- Európa		Közép-Kelet- Európa
	Érték (millió euró)	Részarány az összes európai forrásból (százalék)	Érték (millió euró)	Részarány az összes KKE forrásból (százalék)	Részarány az Európában gyűjtött tőke típusa szerint (százalék)
Összes gyűjtött tőke	53608	100	433	100	0,8
Ebből állami források	2799	5	209	48	7,5
Klasszikus kockázati tőke befektetésére gyűjtött tőke	4019	100	88	100	2,2
Ebből állami források	1357	34	54	61	4,0

Forrás: *EVCA Yearbook 2014* adatai alapján saját számítás

Az állami források túlnyomó részét az Európai Unió által 2007-ben meghirdetett un. Jeremie-konstrukció⁴ keretében kockázati-tőke-alapok társfinanszírozására fordítható összeg biztosítja a régió országai számára. Korábban más jogcímen a kockázati-tőke-ágazat fejlesztésére igénybe vehető források, így például a CIP/GIF keretből érkezők, csak elvétve kerültek régióbeli alapokhoz. Az Európai Unió Jeremie-programja (*Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises, JEREMIE*) kifejezetten az induló, korai

⁴ A Jeremie-program (Joint European Resources for Micro and Medium Enterprises, JEREMIE) az Európai Unió tagországai és régiói számára kínál lehetőséget arra, hogy a strukturális alapok egy részét visszatérítendő forrásként kockázati tőkébe fektessék, ezáltal javítva a helyi vállalkozások kockázati tőkéhez jutási esélyeit. A Jeremie-program keretében lehívható közösségi forrásokból olyan holding alapok kerülnek felállításra, amelyek tőkéjére a privát befektetőktől és a közösségi forrásokból származó tőkét együtt befektetni kész kockázati-tőke-alapok kezelői pályázhatnak (*EIF, 2010*).

szakaszú cégek tőkeellátásának javítását célozza. Az Európai Bizottság által jóváhagyott holdingalapokra egy-egy ország olyan, a mikro-, kis- és középvállalatok számára tőkebefektetést szervező alapkezelői pályázhatnak, amelyek a közösségi források mellé további privát forrásokat is be tudnak vonni. E lehetőséget, mely 2015-ig összességében közel 1 milliárd euró állami forrás⁵ lehívását és befektetését teszi majd lehetővé a Jeremie kockázatitőke-alapok számára, jóformán az összes régióbeli ország igénybe vette. A legnagyobb erre fordítható összeggel, azaz több mint 300 millió euróval a legmagasabb számú - 28 - Jeremie kockázatitőke-alapot a régió belül Magyarországon hozták létre.

A Jeremie-program a jelzett 1 milliárd eurónál azonban *jóval több tőkét mobilizált* a régióban, ugyanis a közösségi források csak a felét, harmadát adják az összes piacra érkező tőkének, azaz amivel a konstrukció keretében forrásokat elnyerő kockázatitőke-alapok ténylegesen rendelkeznek a privát forrásokkal együtt. Így a *Jeremie-program* nagyságrendileg összességében akár *2-3 milliárd eurós összegű tőkepiaci hozzájárulással* fejlesztheti a régió kockázatitőke-piacát. Ez a nagyságrend a régióbeli összes klasszikus kockázatitőke-alap (azaz nem kivásárlási alap) által 2009 és 2013 között évente gyűjtött tőke átlagos szintjének közel háromszorosa.⁶ Ugyanakkor azon régióbeli országok esetében, ahol a kockázatitőke-piac még régióbeli viszonylatban is kevésbé fejlett, mint például a bolgár, a szlovák, vagy a román piac, a hozzájárulás jelentősége e számok által sugalltnál is nagyobb lehet.

ROMLÓ RÉGIÓS POZÍCIÓ AZ EURÓPAI BEFEKTETÉSEKBEN

A közép-kelet-európai térségben a *befektetési kedv hiányáról* tanúskodik, hogy az Európában végrehajtott befektetésekből 2012-ben mért 3%-hoz képest 2013-ban 2,2%-ra szorult vissza a régióbeli cégekbe befektetett összes kockázati- és magántőke aránya. **(Lásd a 3. sz. táblázatot!)** A régiós befektetések értéke nemcsak relatíve, hanem abszolút értelemben is csökkent 2013-ban. Míg az elmúlt hét év során a régióban végrehajtott investíciók értéke minden egyes évben meghaladta az egymilliárd eurót, sőt ezen belül két évben még a kétmilliárd eurós plafont is túlszárnyalta, addig 2013-ban a régióbeli befektetések értéke éppen csak megközelítette a 800 millió eurót.

⁵ A régióbeli Jeremie holding alapok honlapjai és az üzleti sajtó információi alapján saját becslés.

⁶ A régióbeli országok nem kivásárlási tőkegyűjtésének értéke 2009 és 2013 között összesen közel 1,6 milliárd eurót tett ki.

A kockázati- és magántőke-befektetések értéke és a befektetések száma az Európai Unióban és Közép-Kelet-Európában, valamint a kelet-közép-európai befektetések részaránya az Európai Unióban, 2009-2013 (millió euró és darab)

Év	Európai Unió		Kelet-Közép-Európa		Kelet-Közép-Európa részaránya	
	Érték (millió euró)	Cégek száma (darab)	Érték (millió euró)	Cégek száma (darab)	Érték (százalék)	Cégek száma (százalék)
2009	24308	4762	2432	125	10,0	2,6
2010	41918	5017	1336	166	3,2	3,3
2011	44870	4903	1247	195	2,8	4,0
2012	36752	5080	1007	220	2,7	4,3
2013	35726	5089	781	241	2,2	4,7

Forrás: EVCA CEE (2010, 2011, 2012); EVCA Yearbook 2014 alapján saját számítás

A befektetések értékének visszaesését elsősorban a vállalatok kivásárlását finanszírozó ügyletek értékének csökkenése váltotta ki. Bár a korábbi évekhez hasonlóan 2013-ban is kivásárlások képviselték a régióbeli befektetések értékének legnagyobb hányadát, súlyuk a 2012-ben mért 65%-os arányról 2013-ban 55%-osra csökkent, miközben a kivásárlások aránya Európában változatlanul 77%-os maradt. **(Lásd a 4. sz. táblázatot!)** A régióbeli befektetések értékének 2013. évi visszaesése főként a kivásárlásokban hagyományosan meghatározó szerepet játszó lengyel piacon volt szembevetendő, ahol a kivásárlások értéke már évek óta csökkenő tendenciájú. A 2013-ban a régióbeli kivásárlások közel felét adó lengyelországi kivásárlások értéke az előző évhez képest 2013-ban közel 40%-kal csökkent. A 2013-as év legnagyobb horderejű kivásárlási ügyletét, mely Európában a 7. legnagyobb értékű eladás volt, a világ egyik legnagyobb kivásárlási alapja, az amerikai *Kohlberg Kravis Roberts (KKR)* hajtotta végre a régióban, miután októberben 1 milliárd euróért megvette az *SBB/Telemach* nevű szerbiai székhelyű, ám egész Dél-Kelet-Európában szélessávú műsort szolgáltató kábeltévé vállalatot. A cég ezt megelőzően több mint hét évig volt a *Mid Europa* nevű régiós alap portfóliójában, amely eredeti befektetéséhez képest háromszoros szorzóval adta el a céget (Gille, 2014, Romaine, 2013b).

A kockázati- és magántőke-befektetések értéke és részaránya a finanszírozott cégek életciklusa szerint az Európai Unióban és Közép-Kelet-Európában, 2013 (százalék)

Életciklus	Európai Unió		Közép-Kelet-Európa	
	Érték (millió euró)	Részarány (százalék)	Érték (millió euró)	Részarány (százalék)
Magvető	114	0,3	4	0,5
Induló	1866	5,2	32	4,1
Korai fázis	1402	3,9	30	3,8
Klasszikus kockázati tőke összesen	3382	9,5	66	8,4
Növekedési tőke	3580	10,0	257	32,9
Megfordító tőke	344	1,0	7	0,9
Helyettesítő tőke	766	2,1	24	3,1
Kivásárlás	27654	77,4	427	54,7
Összes kockázati- és magántőke	35726	100,0	781	100,0

Forrás: *EVCA Yearbook 2014* alapján saját számítás

A kivásárlások mellett a cégek életének *korai fázisát* finanszírozó klasszikus kockázati-tőke-befektetések értéke is *visszaesett* a régióban 2013-ban, mégpedig a 2012. évi adathoz képest 36%-kal. Ezt elsősorban a régióbeli klasszikus kockázati-tőke-befektetések terén évek óta vezető szerepet játszó magyar piacon 2013-ban megfigyelt jelentős csökkenés okozta. A magyar piac részaránya a régióban 2012-ben még rendkívül magas, 63%-os volt a klasszikus kockázati-tőke-befektetések terén. **(Lásd az 5. sz. táblázatot!)**

A kockázati- és magántőke-befektetések értéke a finanszírozott cégek életciklusa szerint Kelet-Közép-Európában és Magyarországon, 2012-2013 (millió euró)

	2012			2013		
	Közép-Kelet-Európa	Magyarország	Magyar a KKE %-ában	Közép-Kelet-Európa	Magyarország	Magyar a KKE %-ában
	Érték (millió euró)	Érték (millió euró)	Részarány (százalék)	Érték (millió euró)	Érték (millió euró)	Részarány (százalék)
Magvető	3,2	0	0	4,2	0,5	13,3
Induló	72,8	56,7	77,9	32,0	8,4	26,3
Korai fázis	26,5	8,8	33,2	29,6	8,3	28,0
Klasszikus kockázati tőke összesen	102,5	65,5	63,9	65,8	17,3	21,7
Növekedési tőke	204,8	2,9	1,4	257,0	36,2	14,1
Megfordító tőke	3,1	0	0	6,7	0	0
Helyettesítő tőke	41,9	0	0	24,7	0	0
Kivásárlás	654,7	34,6	5,3	426,9	3,4	0,8
Összes kockázati- és magántőke	1007,0	103,0	10,2	781,1	56,8	7,3

Forrás: EVCA Yearbook 2014 alapján saját számítás

Így 2013-ban ehhez, a korábbi kiemelkedő befektetési teljesítményhez képest csökkent közel háromnegyedével a befektetések értéke, ami a magyar piacnak a régióban 2013-ban továbbra is első helyet, ugyanakkor már csak 26%-os részarányt biztosított. Az uniós közösségi és a hazai privát tőkét egyaránt befektető Jeremie-alapok elindulásának köszönhetően a magyarországi cégekbe 2012-ben befektetett 64 millió eurónyi klasszikus kockázati tőke GDP-hez viszonyított arányát tekintve egész Európában az első helyet

biztosította a magyar piacnak, míg a 2013-ban ugyanezen befektetési szegmensben elért 17 millió eurós befektetés már csak a 14. helyre volt elegendő. **(Lásd a 6. sz. táblázatot!)**

6. táblázat

A magyar és az európai kockázati- és magántőke-piaci befektetések értékének GDP-hez viszonyított részaránya, valamint a magyar piac helyezése az Európai Unióban a finanszírozott cégek életciklusa szerint, 2011-2013
(százalék és helyezés)

Év		Befektetési érték/GDP (százalék)			
		Korai fázis	Növekedési fázis	Kivásárlás	Összes fázis
2011	Magyarország	0,040	NA	NA	0,194
	Európai Unió	0,027	NA	NA	0,326
	Magyarország helyezése az Európai Unióban	6.	NA	NA	14.
2012	Magyarország	0,065	0,003	0,035	0,103
	Európai Unió	0,023	0,027	0,200	0,260
	Magyarország helyezése az Európai Unióban	1.	24.	22.	17.
2013	Magyarország	0,018	0,037	0,003	0,058
	Európai Unió	0,024	0,025	0,196	0,253
	Magyarország helyezése az Európai Unióban	14.	7.	23.	20.

Forrás: EVCA Yearbook 2012, 2013, 2014 alapján saját összeállítás

A magyar piacon a klasszikus kockázati-tőke-befektetések 2013. évi visszaesését feltehetőleg az magyarázza, hogy befektetéseket elsősorban Jeremie-alapok hajtják végre. A Jeremie-konstrukció keretében azonban az állami források odaítélése az alapkezelőknek szakaszosan történt, azaz a pályázatokon induló alapok 2009 után legközelebb csak 2012-ben kaphattak ismét tőkét, s ez okozhatja a befektetések későbbi hullámzását. A Jeremie-konstrukció első körében állami tőkét elnyerő alapok 2013-ra már elköltötték forrásaik nagy

részét, a konstrukció későbbi pályázatain induló újabb alapok felállítása óta viszont még kevés idő telt el a befektetések beindításához. Valószínű továbbá, hogy az életük korai fázisában tartó, 2012-ben finanszírozott cégek egy része időközben növekedési szakaszba jutott, s így az újabb befektetéseket e cégek már expanziójuk finanszírozására ún. *növekedési tőkeként* kapták.

Ezt támasztja alá, hogy miközben 2013-ban Európában változatlanul 10% maradt a növekedési tőke részaránya az összes kockázati- és magántőke-befektetés értékében, addig a régióban 2012-höz képest 20%-ról 33%-ra nőtt a növekedési célú befektetések súlya. **(Lásd a 4. sz. táblázatot!)** A fellendülés elsősorban a növekedési tőkebefektetések közel 60%-át kitevő lengyel piacon bekövetkezett 44%-os értékbeli növekedésnek tudható be. A növekedési tőkebefektetések terén 14%-os részesedésével 2013-ban a régió második legfontosabb piacát képviselő magyarországi ügyletek esetében még a lengyelénél is erőteljesebb volt az értéknövekedés. A magyar piac számára ez azt jelentette, hogy az egy év alatt 3 milliósról 36 millió euróra emelkedő növekedési tőkebefektetéssel a GDP arányában mérve Európában a 24.-ről egyből a 7. helyre ugrott. **(Lásd a 6. táblázatot!)**

A magyar piacon 2013-ban 43 vállalkozás közel 57 millió eurós kockázati- és magántőke-befektetésben részesült. **(Lásd a 7. sz. táblázatot!)** A 36 klasszikus kockázati-tőke-befektetést kapó cégbe a kockázati tőkések 17 millió eurót fektettek be, a növekedési fázisban tartó 6 vállalkozás 36 millió eurót kapott, az egyetlen kivásárlási ügylet értéke pedig alig valamivel haladta meg a kivásárlások esetében rendkívül alacsony, 3 millió eurós összeget. Régiós viszonylatban a magyar piacon végrehajtott ügyletek az összes befektetett tőke alig több mint 7%-át képviselték. A klasszikus kockázati-tőke-befektetések terén a magyarországi piac továbbra is megőrizte régióbeli vezető szerepét az összes régióban befektetett klasszikus kockázati-tőke-befektetés értékének több mint negyedével.⁷ A növekedési szakaszban végrehajtott magyarországi ügyletek a régióbeli érték 14%-át adták, a kivásárlások területén azonban a magyar részarány még az 1%-ot is alig érte el.

⁷ A magyarországi kockázati- és magántőke-piac húszéves fejlődéséről lásd *Karsai (2011)*.

A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetések értéke és a finanszírozott cégek száma, 2013 (millió euró és darab)

	Érték (millió euró)	Érték (százalék)	Cégek száma (darab)	Cégek száma (százalék)
Magvető	0,5	1,0	2	4,7
Induló	8,4	14,8	21	48,8
Korai fázis	8,3	14,6	13	30,2
Klasszikus kockázati tőke összesen	17,3	30,4	36	83,7
Növekedési tőke	36,2	63,7	6	14,0
Megfordító tőke	0	0	0	0
Helyettesítő tőke	0	0	0	0
Kivásárlás	3,4	5,9	1	2,3
Összes kockázati- és magántőke	56,8	100,0	43	100,0

Forrás: *EVCA Yearbook 2014*

A KOCKÁZATI TŐKÉSEK ÁLTAL KEDVELT SZEKTOROK

A kockázati- és magántőke-alapok által finanszírozott cégek *szakágazati hovatartozása* dönti el, hogy a befektetések a régióban döntően mely szakágazatok fejlődését, megerősödését vagy átstrukturálását segítik elő. Európában 2013-ban a legtöbb ügylet a számítógép és fogyasztói elektronika, valamint a kockázati tőkések által ugyancsak igen kedvelt élettudományok területén került sor, míg a harmadik legtöbb ügylet a kommunikációs szakágazatban történt. A befektetések értékét tekintve azonban ettől eltérő volt a sorrend: a legnagyobb értékű befektetés az üzleti- és ipari termékek előállításának finanszírozására jutott, amit a fogyasztási cikkek gyártása és kereskedelme, valamint az élettudományi cégek finanszírozása követett. **(Lásd a 8. sz. táblázatot!)**

A közép-kelet-európai régióban 2013-ban a kockázati- és magántőke-befektetők a legtöbb tőkével a *kommunikációs* szektort finanszírozták, s ebben a szektorban jutott tőkéhez a legtöbb cég is. A befektetések értékét tekintve - Európához hasonlóan - a régiós befektetők körében is a *fogyasztási cikkek* gyártásával és kereskedelmével foglalkozó szakterület volt a második legkedveltebb terület, miközben a befektetések számát tekintve második helyezést - az Európában első helyen álló - számítógép és fogyasztói elektronika cégei kapták. Innovatív tartalma miatt külön figyelmet érdemel az *élettudományok* kiemelkedő finanszírozása. Ez a szakágazat nemcsak Európában, hanem a régió befektetői körében is igen népszerű volt.

A magyarországi befektetések szakágazati megoszlása 2013-ban némileg eltért a régióétól, mivel itt a befektetések értékét tekintve a legnagyobb összegű finanszírozást az *energia* és környezetvédelmi szakágazat kapta, a kockázati-tőke-finanszírozáshoz jutó legtöbb vállalkozás ugyanakkor az *élettudományok* terén működött. **(Lásd a 9. sz. táblázatot!)** A Jeremie-program keretében finanszírozott magyarországi vállalkozások számát tekintve a program indulása, azaz 2010 óta 2013 végéig az informatikai, az elektronikai és a telekom cégeket kedvelték leginkább a befektetők, a finanszírozásban második legtöbbször előforduló szakágazat a biotechnológia volt.

**A befektetések értékének és darabszámának százalékos megoszlása a
finanszírozott cégek szakágazati hovatartozása szerint az Európai Unióban és
Közép-Kelet-Európában, 2013 (százalék)**

Szakágazat	Európai Unió		Közép-Kelet-Európa	
	Érték (százalék)	Cégek száma (százalék)	Érték (százalék)	Cégek száma(százalék)
Mezőgazdaság	2,1	0,8	2,7	2,5
Üzleti és ipari termékek	14,1	10,9	3,2	5,4
Üzleti és ipari szolgáltatások	9,4	9,2	8,3	5,4
Vegyipar és alapanyag	2,3	2,2	1,7	0
Kommunikáció	9,0	12,9	17,2	20,0
Számítógép és fogyasztói elektronika	7,4	18,3	3,3	18,3
Építőipar	1,2	1,7	6,2	3,3
Fogyasztási cikk és kiskereskedelem	13,8	9,4	13,6	10,8
Fogyasztási szolgáltatások	9,4	6,0	3,8	8,3
Energia és környezetvédelem	6,8	6,8	9,7	5,0
Pénzügyi szolgáltatások	6,2	2,0	3,1	4,2
Élettudományok	13,1	16,7	4,4	10,0
Ingatlan	0,3	0,4	12,7	0
Szállítás	3,6	1,6	9,9	2,9
Ismeretlen	1,2	1,1	0,0	2,1
Összes befektetés	100,0	100,0	100,0	100,0

Forrás: EVCA Yearbook 2014 alapján saját számítás

A magyarországi kockázati- és magántőke-befektetések értéke és a finanszírozott cégek száma szakágazatok szerint, 2013 (millió euró és százalék)

	Érték (millió euró)	Cégek száma (darab)
Mezőgazdaság	0	0
Üzleti és ipari termékek	0,8	2
Üzleti és ipari szolgáltatások	3,4	1
Vegyipar és alapanyag	0	0
Kommunikáció	2,6	4
Számítógép és fogyasztói elektronika	1,4	4
Építőipar	0	0
Fogyasztási cikk és kiskereskedelem^{1,5}	1,9	8
Fogyasztási szolgáltatások	1,5	2
Energia és környezetvédelem	35,8	3
Pénzügyi szolgáltatások	0	1
Élettudományok	5,6	11
Ingatlan	0	0
Szállítás	2,6	2
Ismeretlen	1,2	5
Összes befektetés	56,8	43

Forrás: *EVCA Yearbook 2014*

KISZÁLLÁSOK A BEFEKTETÉSEK SZOLGÁLATÁBAN

A befektetők tevékenységük eredményességét végső soron a finanszírozott cégekből történő kiszálláskor tudják lemérni. A kiszállások *hozamát* a befektetési és a kiszállási érték különbsége jelzi. Mivel az EVCA éves beszámolója a kiszállásokat a befektetések költségén tartja nyilván, ezen adatokból a hozamokra nem, csupán a kockázati- és magántőke-ágazatban lezajló mozgásokra lehet következtetni.⁸ A jövőben új befektetések végrehajtásához gyűjthető források szempontjából ugyanakkor fontos információ, hogy az alapok megfelelő időben tudnak-e kiszállni korábbi befektetéseikből és vissza tudják-e utalni befektetőik hozzájárulásának hozammal növelt értékét.

Némi támpontot jelent ugyanakkor a régióra vonatkozó hozamok megítéléséhez, hogy az EBRD rendszeresen közzé teszi a közép-kelet-európai régióbeli alapjainak hozam mutatóit.⁹ Az EBRD kockázati- és magántőke-alapjainak különböző időhorizontra számolt megtérülése valójában az egyetlen nyilvános adat, amely a közép-kelet-európai térség kockázati- és magántőke-alapjainak a tőkepiac más szegmenseiben forgó részvényekhez képesti megtérüléséről hozzávetőleges képet nyújt. Mivel az EBRD a régió legjelentősebb befektetője, s a 90-es évek óta végez itt tőkefinanszírozást, az EBRD portfóliójába tartozó alapok teljesítmény adatai megfelelő közelítést nyújtanak a régióbeli kockázati- és magántőke-ipar teljesítményéről (*Salesny, 2013*). Összességben az EBRD befektetéseinek megtérülésénél *minél hosszabb a vizsgált időtáv*, az adatok *annál kedvezőbb* képet mutatnak. A 10 éves horizonton mért megtérülés minden összehasonlításra használt indexhez képest jobb eredményt ad. Rövidebb időtávon azonban már nem ilyen kedvező a kép. Euró alapon számolva ötéves horizonton az EBRD portfóliójának hozama csak az MSCI Europe Indexet előzi meg, dollár alapon pedig csak az MSCI Emerging Markets Indexet. **(Lásd a 10. sz. táblázatot!)**

⁸ Tekintettel arra, hogy a kilépések során realizált nyereség a kockázati- és magántőke-alapok kezelőinek későbbi tőkeszerzési lehetőségeit alapvetően befolyásolja, az erre vonatkozó adatok kevésbé publikusak.

⁹ Az EBRD a közép- és dél-európai országokban működő kockázati- és magántőke-alapok adatait, valamint Oroszországban és a FÁK többi országában működő alapok teljesítményét is magában foglaló, tágan értelmezett régió adatait teszi közzé.

Az EBRD magántőke-portfoliójába tartozó alapok összevont nettó belső megtérülési rátája különböző időhorizonton a benchmarkot jelentő indexekhez viszonyítva, az alapok létrehozásától 2012 december 31-ig
(euró és dollár alapon számolva, százalék)

	Hozam	Három- éves	Ötéves	Tízéves	Létre- hozás óta
Euró alapon	EBRD Private Equity Portfolio - Összes	9,5	2,2	18,9	9,7
	Cambridge Western Europe Private Equity & Venture Capital Index (EUR)	13,9	3,7	13,6	NA
	Cambridge Western European Private Equity Only Index	14,0	3,8	14,7	NA
	MSCI Europe Index (EUR)	6,2	-2,3	5,9	NA
Dollár alapon	EBRD Private Equity Portfolio - Összes	6,7	0,2	23,6	11,4
	Cambridge Global ex U.S. Private Equity & Venture Capital Index	10,8	2,8	14,0	NA
	Cambridge Western Europe Private Equity & Venture Capital Index (USD)	10,8	1,5	15,8	NA
	Cambridge Western Europe Private Equity Only Index	14,0	3,7	14,7	NA
	MSCI Emerging Markets Index	5,0	-0,6	16,9	NA

Forrás: EBRD (2014): EBRD Private Equity Funds Portfolio to 31 December 2012. European Bank for Reconstruction and Development, 2014.

2013-ban Európában a kockázati- és magántőke-alapok közel 2300 cégben adták el tulajdoni részesedésüket, amelyekre korábban több mint 33 milliárd eurót költöttek. Ez az adat a cégek számát tekintve közel 10%-os növekedést, a költségeket nézve pedig 54%-os emelkedést mutat az egy évvel korábbihoz képest. **(Lásd a 11. sz. táblázatot!)** A közép-kelet-európai piacon 2013-ban végrehajtott kilépések 740 millió eurót kissé meghaladó értéke ugyanakkor csupán kétharmadát érte el a 2012-ben mért 1,1 milliárd eurós kiszállási összegnek. A kiszállások terén a régióban már harmadik éve tartó értékcsökkenés, miközben

az érintett cégek száma egy év alatt 62-ről 88-ra nőtt, a *kisebb kiszállási ügyletek* előtérbe kerülését jelzi.

11. táblázat

A kiszállások költségen számolt értéke és száma az Európai Unióban és Közép-Kelet-Európában, valamint a közép-kelet-európai kiszállások részaránya, 2009-2013 (millió euró és darab)

Év	Európai Unió		Közép-Kelet-Európa		Közép-Kelet-Európa részaránya	
	Érték (millió euró)	Cégek száma (darab)	Érték (millió euró)	Cégek száma (darab)	Érték (százalék)	Cégek száma (százalék)
2009	11543	1835	146	38	1,3	2,1
2010	19230	2115	345	55	17,9	2,6
2011	30329	2057	1613	69	5,3	3,4
2012	21603	2100	1071	62	5,0	3,0
2013	33180	2290	741	88	2,2	3,8

Forrás: EVCA CEE (2010, 2011, 2012); EVCA Yearbook 2014 alapján saját számítás

A befektetéseikből kiszálló finanszírozók a korábbi évekhez hasonlóan a lengyel piacon mutatták a legnagyobb aktivitást, e piac mind értékben, mind pedig darabszámban egyaránt 40% körüli részesedést ért el a régióban. A 11 céget érintő magyarországi kiszállás 22 millió eurós értéke 2013-ban közel 3%-át tette ki a régióbeli kiszállások értéknek, míg a cégek számát tekintve ennél magasabb, 13%-os részarányt mutatott. A kiszállások értékén belül az eladott cégek értékét és szakágazatát együtt vizsgálva, több mint 80%-ban *kommunikációs* cégekből szálltak ki a befektetők a magyar és a cseh piacon, valamint a Baltikumban, míg a lengyel piacon az *élettudomány*, a román piacon a vegyipar, a bolgár piacon a számítógépipar dominált.

Mind Európában, mind pedig a régióban a *szakmai befektetőknek* történő eladás volt a legelterjedtebb kilépési útvonal. Európa egészében ez a megoldás képviselte a kilépések értékének 27%-át, a régióban pedig ennél is jóval nagyobb, közel 60%-os volt e kilépési mód súlya. A fellendülés jeleként értékelhető, hogy Európában a tőzsdei eladások befektetési korai költségen mért értéke erőteljesen, mintegy hétszeresére nőtt. A közép-kelet-európai régióban azonban 2013-ban *nem került sor első tőzsdei megjelenésre* (IPO), holott 2011-ben még három, 2012-ben pedig egy ilyen ügylet is történt. Hasonlóképp nem voltak jellemzőek a régióra a magántőke-alapok egymás közötti ügyletei, amelyek - a kiszállások értékének több mint negyedét képviselve - Európában 2013-ban változatlanul igen jellemzőek voltak. Ezzel

szemben a régióban hagyományosan nagyobb súllyal jelent meg a *cégek menedzsmentjének történő eladás* útján történő kiszállás.

VÁRHATÓ KILÁTÁSOK

A világgazdaság 2013 második felétől az élénkülés jeleit mutatja. A kilátások további javulását vetíti előre a tartósan alacsony kamat- és inflációs környezet, amely a befektetőket magasabb kockázatvállalásra ösztönzi. Kockázatot jelent az amerikai jegybank mennyiségi könnyítésének visszafogása, ami - ha esetleg túl gyors lenne - a hozamemelkedés és a befektetői kockázatkerülés folytán tőkekivonást idézhet elő a felzárkózó országokból, ugyanakkor az Európai Központi Bank (EKB) lazuló monetáris politikája csökkentheti a kockázatkerülést. A negatív hatást tovább erősíti az *ukrán válság*, amely külön is kedvezőtlenül hat a közép-kelet-európai régió megítélésére.

A meghirdetett új közép-kelet-európai kockázati- és magántőke-alapok a *befektetők régióba vetett bizalmának növekedését* jelzik. Ezt erősíti meg a tizenhárom kelet-közép-európai ország intézményi kockázati- és magántőke-befektetői körében a *Deloitte* tanácsadó cég 2014 tavaszán végzett felmérése is, mely szerint a befektetői optimizmus visszatért a 2003-2007 közötti időszakban tapasztalható szintre, mivel négy egymást követő félévben emelkedő bizalmi indexre 2009 óta nem volt példa. A felmérésben résztvevő intézmények kétharmada a gazdasági környezet javulását várta. (*Deloitte, 2014*)

A régiót illetően ugyancsak némileg pozitívabbá váltak a feltörekvő piacokról rendszeresen felmérést készítő *EMPEA Global Limited Partners* 2013. évi adatai. Eszerint a világ harminc országában működő alapok finanszírozóinak válaszai alapján a befektetők számára vonzó területek között 2013-ban némileg *javult a közép-kelet-európai térség helyezése*, mely a 2012-ben mért 10. helyről a 7. helyre jött fel. A felmérésben a befektetőket a régió piacaitól távol tartó tényezők közül a válaszadók első helyen a magas politikai kockázatot, valamint az itt befektethető összegek alacsony voltát említették, illetve a régióban működő alapkezelők kis számát jelölték meg. A válaszadó befektetők úgy vélték, hogy a régióban legkevésbé a túlzottan nagy tőkekínálat okoz számukra gondot, azaz hogy a verseny itt nem túlzottan erős (*EMPEA, 2014*).

A *White & Case (2014)* cég véleménye is az optimista várakozásokat erősíti meg az európai kockázati- és magántőke-ágazat kilátásait elemző anyagában. Eszerint a csöndes 2012-2013-as évhez képest 2013 utolsó és 2014 első negyedévében már egyértelmű *élénkülés* figyelhető meg a régióban. A cég szerint erre nemcsak a regionális alapkezelők által közelmúltban felállított új alapok, hanem a térségben egyre aktívabbá váló nyugat-európai és globális alapok tevékenysége utal, azaz 2014 kiemelkedő évnek ígérkezik. Hasonló

véleményen vannak a régió alapkezelői piacát folyamatosan nyomon követő, internetes hírlevelet kiadó *Unquote* készítői. Előrejelzésük szerint 2014-ben jó néhány alapzárás bejelentése várható a régióban, tekintve hogy féltucat befektetői felhívás van kint a piacon, valamint a 2007/2008-as alapgyűjtési időszak forrásainak kimerülése is nagyjából mostanra tehető (*Kimberley, 2013b*).

A régióbeli befektetések fellendülésére azonban rányomja bélyegét, hogy a gazdasági *reformok* már a globális pénzügyi válság előtt *elakadtak* a kelet-közép-európai térség legtöbb gazdaságában. Kockázatot jelent, hogy ha az átalakulási folyamat nem kap újabb lendületet, az itteni országok hosszú távon is jóval elmaradnak a fejlett gazdaságok jövedelmi szintjétől. A potenciális befektetők kedvét visszavetheti, hogy az EBRD hosszú távú előrejelzése szerint a jelenlegi gazdaságpolitikai és intézményi keretek között a termelékenység éves *növekedési üteme* a térség átlagában a következő tíz évben is *mérsékelt*, 2-4% lesz, az utána következő évtizedben pedig még tovább lassul. A termelékenység e javulási üteme mellett a régióban csak a közép-európai és a balti országok érik el a 15 nyugati Európai Unióbeli tagállam átlagos egy főre eső jövedelmi szintjének 60%-át a következő húsz évben, az átalakuló régió legtöbb gazdasága még akkor is messze e jövedelmi szint alatt lesz. Az EBRD szerint az átalakulásban elért haladás szorosan összefügg egyes térségbeli országok politikai rendszereivel, azaz a *demokratikusabb* berendezkedésű országok *előbbre tartanak* a reformokban mint a kevésbé demokratikusak. A 2008-2009-es pénzügyi válság után azonban éppen a régió demokratikusabb országainak közvéleménye fordult szembe leginkább a piaci reformokkal. A negatív tendenciák jórészt az energia- és a közlekedési szektorban, valamint a nyugdíjbiztosítási rendszerekben alkalmazott intézkedések terén jelentkeztek, mégpedig elsősorban az *állami szerepvállalás erősödését* jelezve (*EBRD, 2013*).

Változatlanul kihat tehát majd a befektetők régióbeli érdeklődésére, hogy Európa egészéhez hasonlóan itt is erősödik az észak-déli divergencia. A régió északi részén sokkal több egészséges, növekvő vállalat vonzza a befektetőket, mint délen, ahol a cégeladásokat főként a tulajdonosok finanszírozási problémái és eladási kényszere idézi elő. Magyarország e tekintetben a régió déli részéhez sorolható, ahol az általános problémákon túl fokozott gazdaságpolitikai kockázatok is speciális helyzetet teremtenek a befektetők számára. A magyar gazdaság 2013-ban a stagnáló Európai Unióhoz képest viszonylag javult, a GDP azonban így sem érte el a 2011. évi szintet. Bár az ország kijött a recesszióból, s 2014-ben növekedése tovább gyorsul, ez minden bizonnyal nagyrészt átmeneti tényezőknek, így az EU-támogatások felhasználása felpörgetésének és a belföldi vásárlóerő választási években szokásos élénkítésének az eredménye. Mivel az üzleti szféra általános beruházási hajlandósága gyenge, változatlanul hiányoznak a növekedés érdemi gyorsulásának feltételei. Mindezek alapján nem véletlen a magyarországi kockázati- és magántőke-piac jelentőségének fokozatos visszaszorulása a régióban. **(Lásd a 12. sz. táblázatot!)**

**A magyar kockázati- és magántőke-piac részaránya a kelet-közép-európai
tőkegyűjtésben, befektetésben és kiszállásban, 2009-2013 (százalék)**

	Kelet-Közép- Európa	Magyarország	Magyarország részaránya
	Érték (millió euró)	Érték (millió euró)	Érték (százalék)
Forrásgyűjtés			
2009	450	35	7,7
2010	602	134	22,3
2011	941	0	0
2012	673	0	0
2013	433	15	3,5
Befektetés			
2009	2432	214	8,8
2010	1336	65	4,9
2011	1247	195	15,6
2012	1007	103	10,2
2013	781	57	7,3
Kiszállás			
2009	146	6	4,1
2010	345	8	2,3
2011	1613	687	42,6
2012	1071	3	0,3
2013	741	22	3,0

Forrás: *EVCA Yearbook 2014*

Bár a Jeremie kockázati-tőke-alapok befektetései, ha lassuló ütemben is, de 2013-ban is folytatódtak, a magyar piac 2013-ban is kívül maradt a régióban befektetni készülő magánszektorbeli nemzetközi és hazai finanszírozók érdeklődési körén, ami különösen a kivásárlások elmaradásában nyilvánult meg. A magyar gazdaság fejlődéséhez gazdaságpolitikai fordulatra, a piacgazdaság intézményi rendszerének visszaállítására, mindenképp a jogbiztonság és az átláthatóság megteremtésére lenne szükség. Nem reális feltételezni, hogy e nélkül tartósan és érdemben gyorsulhat a növekedés, s megkezdődhet a regionális leszakadás megállítása.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- AltAssets (2014)*: Mid Europa trims hard cap cover dealflow concerns from LPs. AltAssets, 2014. 01. 14.
- Deloitte (2014)*: Felmérés a közép-európai kockázati tőke-befektetők bizalmi szintjéről. Budapest, 2014. május 13. (<https://www.deloitte.com>).
- EBRD (2013)*: Stuck in Transition? Transition Report 2013. European Bank for Reconstruction and Development, London, 2013.
- EBRD (2014)*: EBRD Private Equity Funds Portfolio to 31 December 2012. European Bank for Reconstruction and Development, 2014.
- EIF (2010)*: JEREMIE and JESSICA: Towards successful implementation. JEREMIE - State of the Play. European Commission, European Investment Fund, Brussels, November 29-30, 2010.
- EMPEA (2014)*: Investors' Views of Private Equity in Emerging Markets 2014. EMPEA Global Limited Partners Survey. Emerging Markets Private Equity Association, Washington. April 2014. (<https://www.empea.org>).
- EVCA Yearbook (2012-2014)*: Yearbook 2012, 2013, 2014. European Private Equity & Venture Capital Association, Brüsszel.
- EVCA (2014)*: EVCA Private Equity in the European Context, 3 June 2014.
- EVCA CEE (2010-2012)*: Central and Eastern Europe Statistics 2010, 2011, 2012. European Private Equity & Venture Capital Association, Brüsszel.
- Gille, G. (2014)*: CEE: Activity picks up despite ongoing fundraising woes. Unquote, 2014. 02. 04.
- Karsai Judit (2011)*: A kockázati tőke két évtizedes fejlődése Magyarországon. Közgazdasági Szemle, LVIII. évf. 2011. 10. sz. 832-857. o.
- Karsai Judit (2012)*: A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban. Közgazdasági Szemle Alapítvány és MTA KRTK KTI, Budapest, 2012.
- Karsai Judit (2013)*: Válság után: változó állami szerep a kockázati tőke-ágazatban. Közgazdaság, LVII. évf. 2013. 5-6. sz. 12-34. o.
- Romaine, K. (2013a)*: Advent steps back from CEE: Interview with Joanna James, Unquote, 2013. 05. 07.
- Romaine, K. (2013b)*: Fundraising and exits reveal rising confidence in CEE. Unquote, 2013. 10. 17)
- Romaine, K. (2013c)*: CEE toasts bumper Q3. Unquote, 03.12.2013.
- Romaine, K. (2014)*: Strong finish to the year for faltering emerging market. Unquote, 09.01.2014.
- Salesny, P. (2013)*: Private Equity in Central and Eastern Europe - Opportunities in an Emerged Market: The Practitioner's Perspective. In: Klonowski, D. (ed.): Private Equity in Emerging Markets. Palgrave MacMillan, 2012, New York, pp. 121-134.)
- White & Case (2014)*: Defying the odds: the rise of European private equity. The recovery and future prospects of the private equity market in Europe. White & Case, Published in association with Mergermarket, 2014. 05. 30.