

KARSAI JUDIT

Az aranykor vége

A kockázattitőke-ágazat fejlődése Közép-Kelet-Európában

Az elmúlt években a fejlett országok növekedésének lassulása, a kockázattitőke-piac szabályozásának szigorodása a feltörekvő piacok felé fordította a befektetőket. Ezáltal Közép-Kelet-Európa kockázattitőke-piacja is átmenetileg e folyamat haszonélvezőjévé vált. A nemzetközi pénzügyi válság során azonban a hitelből finanszírozott növekedés különösen kockázatos lett, ezért a feltörekvő piacok – így a régió országai is – hátrányba kerültek a fejlett piacokkal szemben, függetlenül attól, hogy e befektetéseket nagyobb óvatosság övezi, és a nagy összegű hitelek – eleve magasabb kamatokkal – amúgy is nehezebben elérhetők. Mivel várhatóan a válságot megelőzően a régióbeli befektetésekre összegyűjtött nagy mennyiségű tőke jelentős részét a kockázattitőke-alapok még befektetik, a régióban a következő egy-két évben nem lehet a kockázattitőke-finanszírozásnak a fejlett piacokhoz hasonló mértékű drasztikus visszaesésére számítani. A régiós befektetések 2008 őszéig tartó aranykora azonban minden bizonnyal véget ért.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G23, G24, G34, M13.

A tanulmány Közép-Kelet-Európa¹ kockázattitőke-finanszírozásának² várható fejleményeit igyekszik előre jelezni az elmúlt mintegy öt év régióbeli folyamatainak ismeretében. Ehhez először áttekinti a befektetésekhez *rendelkezésre bocsátott tőke* volumenében és forrásszerkezetében bekövetkezett változásokat, valamint a *tényleges befektetések* földrajzi és szektorális alakulásának tendenciáit, számos példán keresztül mutatva be a befektetők vállalati szintű stratégiáit. Ugyancsak vállalati példákkal illusztrálva

* A kutatást a K 68471 számú OTKA pályázat támogatta. (A cikk alapjául szolgáló műhelytanulmányt lásd a <http://www.econ.core.hu/file/download/mtdp/MTDP0823.pdf> címen.)

¹ A közép-kelet-európai régió jelen cikkben vizsgált 11 országa közül négy (Csehország, Lengyelország, Magyarország és Románia) adatai az European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA, Európai Kockázati és Magántőke Egyesület) által évente kiadott, 24 európai ország adatait összesítő statisztikai évkönyvben is szerepel, míg a többi hét közép-kelet-európai ország (Bulgária, Észtország, Horvátország, Lettorság, Litvánia, Szlovákia és Szlovénia) adatai az EVCA európai adatoktól függetlenül nyilvánított kísérleti felmérésében kaptak helyet.

² A kockázattitőke-befektetések két csoportba sorolhatók. A *kockázati tőkét* a jelentős növekedést ígérő cégek fejlődésének korai szakaszában kapják, a piaci bevezetés, a korai fejlődés vagy expanzió előmozdításához. A kivásárlási szakaszban nyújtott *magántőkét* a már érett cégek kapják tulajdonosi körük megváltoztatásának elősegítésére. Kivásárlásokra jellemzően generációs problémákkal küszködő családi vállalkozások, nagyvállalatok stratégiailag kevésbé fontos üzletágainak leépítése vagy tőzsdei cégek kivezetése kapcsán kerül sor. A kockázattitőke-ágazatba a befektethető tőke főként intézményi finanszírozóktól érkezik az alapkezelők által meghirdetett alapokhoz. A befektetéseket az alapkezelők hajtják végre. A kockázattitőke-ágazatba magánszemélyektől érkező, üzleti anyagok által befektetett informális forrásait az elemzés nem vizsgálja.

elemzi a *kilépéseket* a régiós alapok befektetéseiből, valamint az elért hozamokat. A régióbeli kockázatitőke-piacot nemzetközi keretbe illesztett elemzés az amerikai jelzálogpiaci válságot kísérő pénzügyi válság és recesszió régióra gyakorolt várható hatásainak mérlegelésével zárul.

A régió kockázatitőke-ágazatának fejlődése

Mivel a régió kockázatitőke-ipara a nyugat-európainál sokkal rövidebb ideje létezik, ráadásul a nagyobb méretű tranzakciók végrehajtásához szükséges hitelek csak 2003 után váltak elérhetővé a régiós befektetések számára, e befektetések GDP-hez viszonyított éves szintje még *jelentősen elmarad* a nyugat-európaítól, bár a különbség gyors ütemben csökken. A hitelből történő vállalatfelvásárlás megjelenésével a kockázatitőke-befektetők már olyan vállalkozásokat is finanszírozhattak, amelyeket a kilencvenes években még nem állt módjukban. A várható jövőbeli teljesítményre/bevételekre alapozott (*cash flow*-alapú) hitelezés megjelenésében a régióbeli országok EU-csatlakozása játszott meghatározó szerepet, jelentősen csökkentve a befektetők és a bankok kockázatát.

A kockázatitőke-ágazat fejlődésében még *jelentős tartalékok* vannak Közép-Kelet-Európában. A kockázatitőke-befektetések GDP-hez viszonyított részaránya a régióban 2002-ben 0,054 százalék volt, míg az EU-ban ennek ötszöröse, 0,277 százalék. 2007-ben a régióbeli arány 0,325 százalékra, az EU-beli pedig 0,571 százalékra növekedett, vagyis a látványos közeledés ellenére a különbség jelentős maradt (1. táblázat).

1. táblázat

A régióban végrehajtott kockázatitőke-befektetések GDP-hez viszonyított aránya, 2002–2007 (százalék)

Megnevezés	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Közép-kelet-európai régió*	0,054	0,088	0,096	0,073	0,218	0,325
Európai Unió**	0,277	0,284	0,321	0,569	0,552	0,571

*A befektetések célországa szerinti adatok.

**A befektetők székhelye szerinti adatok.

Forrás: EVCA [2004], [2005], [2006], [2007], [2008] és EVCA Yearbook [2008].

Az adatok értelmezésekor figyelembe kell venni, hogy a régióban *egy-egy nagy összegű kivásárlás* az éves befektetések összesített értékét nagyon nagy mértékben befolyásolja, miközben a GDP változására nincs ilyen hatással. Bulgária például a Bulgarian Telecom Co. 2004. évi, Advent International által finanszírozott privatizációs kivásárlása, majd 2007-ben ugyanezen cég újabb magántőke-befektetőhöz, az AIG Capital Partnershez kerülése folytán ugrott mind a két évben az európai országok élére. Hasonlóképpen: a világ egyik legjelentősebb magántőkealapja, a Permira által a tőzsdéről kivezetett Borsod-Chem Zrt. kivásárlása folytán került Magyarország 2006-ban a rangos negyedik helyre.

A régió kockázatitőke-piacának fejlődését befektetői szemmel vizsgáló EBRD [2006] elemzéséből kitűnik, hogy a régió piacának fejlődése 2006-ig *négy időszakra* bontható.

Az *első időszak* a rendszerváltás kezdetétől a kilencvenes évek közepéig tartott. Ekkor a külföldi kormányzati tőkét befektető *globális alapok* mellett főként az *országalapok* súlya volt nagy. Az országalapok jellemző mérete 50 millió dollár körül mozogott, mivel az alapkezelők még alig rendelkeztek befektetési gyakorlattal a régióban. Az üzleti ajánlatok megvalósításakor sokszor váratlan nehézségek jelentkeztek. Az ügyletek között

döntő szerepet játszottak a privatizáció kapcsán felmerülő befektetési lehetőségek, amelyek főként az ipar szerkezeti átalakítását szolgálták.

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

A *harmadik időszak* az ezredfordulón a technológiai buborék kipattanásáig tartott, s a gyors expanzió jellemezte. Ebben a fázisban változatlanul fennmaradt a regionális alapok nagy súlya, ugyanakkor a befektetések *középpontjába a technológia finanszírozása* került. Az alapok által kezelt tőke jellemző mérete tovább nőtt, elérve a 250–300 millió dollárt. A kockázatitőke-piacon ebben az időszakban egyaránt jelen voltak a nagy pénzügyi intézményi befektetők, a főként a régióban sikeres befektetők, illetve az Európa egészét megcélzó finanszírozók. A cégek expanzív szakaszának finanszírozása mellett a kockázati tőke klasszikus funkciója, azaz a fejlődésük korai fázisában tartó vállalkozásokba történő befektetés is megjelent. A finanszírozás fő területét a technológia, az információtechnológia és a média adta.

Az EBRD 2006-ban készült elemzése szerint a *negyedik fejlődési szakasz* 2001-től 2006-ig tartott, s a piac racionalizálása jellemezte. Ebben az időszakban csak a sikeres alapkezelők tudtak talpon maradni. A regionális és országalapok mellett a specializált befektetők is megjelentek. A finanszírozás immár kiterjedt a *kivásárlásokra*, s ennél arányosan jóval kisebb összegben, de továbbra is ellátta tőkével az expanzív szakaszban tartó vállalkozásokat.

Az EBRD elemzésében értelemszerűen már nem szerepelt a nyugati piacokat 2007 második felében megrázó hitelválság, amely a portfóliódiverzifikálás fontosságára irányította a kockázatitőke-befektetők figyelmét. A fejlett piacokon tapasztalható lassulás és szabályozási szigorodás új földrajzi befektetési célpontok keresésére készítette a finanszírozókat. Számukra megfelelő terepnek bizonyultak a feltörekvő piacok s ezen belül az – EU-csatlakozás révén immár kevésbé kockázatos és a pénzügyi válság hatásait rövid távon kevésbé megérző, viszonylag gyorsan növekedő – közép-kelet-európai régió.

Az ágazat fejlődésének *ötödik* szakaszában a régióba irányuló tőkegyűjtés intenzitása felerősödött. Ezt jelezte, hogy 2007-ben megszületett az első, 2008-ban pedig a második egymilliárd eurót meghaladó, illetve elérő régiós alap. A kiterjedtebb befektetői körből, a korábbinál sokkal több tőkét gyűjtő regionális alapok számára a régióban egyre több *globális és páneurópai alap teremtett versenyt*. Ezek sokszor éppen az utóbbi régiós alapoktól próbálták átcsábítani a kiterjedt helyi ismeretekkel rendelkező alapkezelőket, hogy ellensúlyozzák saját régióbeli járatlanságukat. A befektetők számára vonzó hozamok fennmaradását jelezte előre a régió országaiban elért magas GDP-növekedési ütem, az ennek nyomán emelkedő fogyasztás és kiépülő infrastruktúra, továbbá a nemzetközi szereplővé érett vállalatok regionális kiépítésének lehetősége, valamint a helyzetüket konszolidáló konglomerátumok kivásárolhatóvá váló részelei.

A régió kockázatitőke-piacának fejlődésében a hatodik, *utolsó szakasz* kezdetét jelentette, hogy 2008 júniusában a Deloitte tanácsadó cég által készített közép-európai magán-tőke-bizalmi indexe már a befektetők régióról alkotott véleményének megváltozását jelezte (Deloitte [2008]). A kockázatitőke-piac globálisan romló feltételeivel összhangban e felmérés ugyanis a közép-kelet-európai szakértők *erőteljesen visszaeső bizalmát* mutatja. A 2003 óta évente két alkalommal készülő index 2007 első félévében érte el 146 pontos csúcspontját, de ezt követően a második félévben gyakorlatilag a 2003-as bázisév szintjére süllyedt, majd pedig 2008 májusában még ennél is 15 ponttal alacsonyabb érték-

ket jelzett. Ezzel egy kétéves, erős bizalommal jellemezhető *korszak zárult le*, tükrözve az akvizíciós hitelfelvétel megnehezülését s a szindikált befektetések kisebb valószínűségét. Az üzleti aktivitás a vizsgált félévben jelentősen csökkent, a befektetők azonos profilú vállalkozások megvételével inkább csak a már portfóliójukban meglévő cégeiket hizlalták nagyobbra. A befektetők rövid távú pesszimizmusát tükröző, mélyre sülyedő index ellenére a *Deloitte* tanácsadó cég 2008 nyarán még középtávon a közép-kelet-európai kockázati-tőke-piaci tevékenység erőteljes *növekedésére* számított. A cég pozitív prognózisát részben a térség sokféle növekedési mutató terén elért kiemelkedő eredményeire, részben a számos új globális befektető e térségben való megjelenésére, valamint a befektetési ügyleteket kereső cégek számának emelkedésére alapozta.

A régióban befektethető kockázati tőke nagysága és forrása

Mivel a régióba jóformán kizárólag *külföldi forrásból* érkezett kockázati tőke, a befektetésekre rendelkezésre álló tőke volumenét elsősorban a régiónak a világ működőtőke-áramlásába történő bekapcsolódása befolyásolta. A tőkeellátás az egyes években egyrészt attól függött, hogy a befektetők éppen mekkora szabad tőke számára kerestek piacot, másrészt hogy a régió országai mennyire kínáltak másokhoz képest kedvező befektetési lehetőséget. A forrásgyűjtést elsősorban nem az egyes országok sajátosságai döntötték el, hanem a régiónak a *regionális tőkeáramlásban a különböző válságok hatására* változó helyzete. Az egyes országok tőkeellátására csak ezen belül volt hatással az országok adottsága, így mérete és teljesítménye.

A régióbeli befektetések céljára évente szánt tőke nagyságának mérését a *European Venture Capital and Private Equity Association (EVCA)*, Európai Kockázati és Magántőke Egyesület) először 2004-ben kísérelte meg egy külön e célra létrehozott szakértői munkacsoport (*EVCA Taskforce*) segítségével. A felkért szakértők 15 évre visszamenően összegyűjtötték a térségbeli befektetésekre specializálódott alapok zárási értékeit, éves bontásban azonban csak 2002-től tették közzé ezen adatokat. Az EVCA közép-kelet-európai munkacsoportja szerint a 2004-ig eltelt 15 év alatt a régióba több mint hétmilliárd euró összegű kockázati tőke érkezett (*EVCA [2004]*). Ezt követően a hasonló nagyságrendű, 7,8 milliárd euró tőke összegyűjtéséhez már csupán három évre volt szükség. Ezen adatok alapján a kockázati-tőke-alapokhoz *befektetési céllal* érkezett tőke értéke a piaccgazdasági átalakulás kezdetétől számítva napjainkig összesen mintegy *15 milliárd euróra* becsülhető.

A régióban székhellyel rendelkező közel 80 befektető által összegyűjtött tőke értéke 2002-ben 234 millió euró, 2003-ban 312 millió euró, 2004-ben pedig 496 millió euró volt. 2006-ban a régióba szánt kockázati-tőke-gyűjtés rekordösszeget ért el, mivel a 2,25 milliárd euró értékű friss tőke 74 százalékkal haladta meg a 2005-ben elért szintet (*EVCA [2007]*). A 2007-ben befektetésre érkezett 4,3 milliárd euró értékű tőke 2006-hoz képest lényegében megduplázódott (*EVCA [2008]*).

A frissen gyűjtött tőke *zöme* elsősorban a nagyobb összegű befektetésekre készülő *kivásárlási alapokhoz* került. A finanszírozók körében a régió népszerűvé válását világosan jelzi, hogy míg az EU-ban a tőkegyűjtés értéke 2007-ben közel harmadával visszaesett, addig a befektetési céllal a régiónak odaígért tőke összege majdnem kétszeresére nőtt. Ez az arány az Európán kívüli adatok ismeretében is figyelemre méltó, mivel a 2007-ben világszerte frissen odaígért kockázati tőke értéke mindössze 10 százalékkal emelkedett az előző évhez képest (*IFSL [2008]*). A régió jelentőségének növekedése az európai unióbeli tőkegyűjtés százalékában kifejezve is látszik, ám egyúttal azt is jelzi, hogy a régióban még igen jelentős tartalékok vannak. A régiós alapokba érkező tőke

2. táblázat

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

Megnevezés	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Régió összesen*	273,7	312,0	496,0	1293,0	2254,0	4253,3
Régió az EU százalékában**	1,0	1,2	1,8	1,8	2,0	5,4

* A régió országaiban működő alapkezelők által összegyűjtött tőke.

** A befektetők székhelye szerint számba vett adatok.

Forrás: EVCA [2004], [2005], [2006], [2007], [2008] és EVCA Yearbook [2008].

volumene egészen 2006-ig nem haladta meg az Európában összegyűjtött kockázati tőke értékének 2 százalékát, 2007-ben viszont a régió részaránya hirtelen 5 százalék fölé ugrott (2. táblázat).

Az EVCA munkacsoportja által összesített tőkevolumen a deklaráltan régióbeli befektetésre létrehozott alapok tőkét tartalmazza, vagyis nem terjed ki azokra, amelyek csak alkalmanként végeznek itt befektetéseket. Ha az EVCA adatai mellett a régió kívüli alapok régióba fektetett tőkéjének értékét is tekintetbe vesszük, azok ugyancsak az érdeklődés igen jelentős növekedését jelzik. A régióba és a FÁK-országokba befektetni tervezett összes forrás 2003-ban még nem érte el a 0,5 milliárd dollárt, értéke azonban 2004-ben 1,8 milliárd dollárra, majd 2005-ben 2,7 milliárd dollárra nőtt. 2006-ban ismét emelkedett: 3,3 milliárd dollárra nőtt a tőkegyűjtés a (tágra értelmezett) régió számára. Végül a 2007-es 14,6 milliárd dolláros érték minden addigi rekordot megdöntő szédítő növekedést mutatott (EMPEA [2008a]).

Az EVCA [2007] szerint a régióbeli alapokba 2006-ban érkezett friss tőke több mint 80 százalékát régió kívüli – főként nyugat-európai és észak-amerikai – források biztosították. 2007-ben a tőke kétharmada Európából, egyharmada pedig Európán kívülről, főként Észak-Amerikából származott (EVCA [2008]). A közép-kelet-európai országokban saját befektetőktől a források alig 2 százaléka származott, szemben az EU-ban tapasztalt 42 százalékos átlaggal.

A régióba 2007-ben allokált tőke finanszírozók (végbefektetők) szerinti megoszlását a 3. táblázat tartalmazza.

3. táblázat

A régiós és az európai unióbeli befektetésekre allokált kockázati tőke értékének (vég)befektetők szerinti megoszlása, 2007 (százalék)

Befektető típusa	Közép-kelet-európai régió	Európai Unió
Alapok alapjai	23,5	11,2
Nyugdíjalapok	13,4	18,0
Magánszemélyek	10,4	4,7
Kormányzati intézmények	10,3	5,4
Bankok	10,2	11,8
Biztosítók	8,7	8,3
Vállalkozói befektetők	7,3	2,5
Alapítványok	3,1	1,6
Egyéb források	13,1	36,5
Összes forrás	100,0	100,0

Forrás: EVCA [2008], EVCA Yearbook [2008].

A befektetések túlnyomó hányadát Közép-Kelet-Európában adó *regionális alapok (vég)befektetők szerinti* forrásainak 2007. évi adatai az alapok finanszírozói körének *átrendeződését* jelzik: a pénzügyi intézmények hátrább sorolódtak, és végső soron (közvetlenül és más alapok beiktatásával) a *nyugdíjalapok törtek előre*. 2007-ben a regionális alapok által gyűjtött tőke értékének közel egynegyedét a *más alapokba fektető alapok* (az úgynevezett alapok alapjai vagy esernyő alapok) biztosították, ami közel kétszerese az EU egészére vonatkozó részarányuknak. Feltételezhető, hogy a régió iránt újonnan érdeklődő, ám annak alapkezelőit még kevésbé ismerő intézményi befektetők számára ez a megoldás nagyobb biztonságot ígért. Ezzel ellentétben a helyi piacot jól ismerő vállalkozói befektetők tőkegyűjtésében a régióbeli részarány az európai unióbeli háromszorosát (7,3 százalék) tette ki. Ugyancsak az EU-átlag majd kétszerese volt a magánszemélyek (10,4 százalék) és a kormányzati szervezetek (10,3 százalék) régiós tőkeellátásban játszott szerepe. Ez részben a vállalkozásaikból meggazdagodó személyek merészebb befektetéseinek, részben pedig a klasszikus kockázattőke-befektetések *magánszektor által lefedetlen forrásellátását pótló állami szerepvállalásnak* tudható be. Az EU-ban a kockázattőke-alapok forrásait legnagyobb hányadban (18 százalék) biztosító *nyugdíjpénztárak részarányának* második helyét (13 százalék) a régióban az intézményi megtakarítások nemzetközi mércével mért alacsonyabb szintje és rugalmatlanabb szabályozása is magyarázza.

A finanszírozás *funkciójában* bekövetkező átrendeződés is szerepet játszott 2007-ben az – előző, ugyancsak rendkívüli emelkedést mutató évhez képest – majdnem megduplázódó régiós tőkegyűjtés hátterében. A befektetők ugyanis egyre nagyobb arányban *kivásárlási céllal* gyűjtöttek tőkét, s e tranzakciók az expanzív szakaszban nyújtott befektetésekhez képest sokkal nagyobb összegeket igényeltek. 2007-ben a régióbeli székhellyel rendelkező cégekbe befektetett tőke több mint háromnegyedét kivásárlási ügyletek adták, ami a finanszírozók frissen gyűjtött tőkéjének 63 százalékát jelentette (EVCA [2008]).

A növekvő érdeklődés, valamint a kivásárlások súlyának növekedése miatt nem meglepő, hogy 2007-ben megszületett a régió első, *egymilliárd eurónál nagyobb* kockázattőke-alapja. A londoni székhelyű Mid Europa Partners 1,53 milliárd euró összegű alapot hozott létre, amelynek mérete kétszerese volt az addigi legnagyobb alap, az Enterprise Investors által 2006-ban létrehozott 658 millió eurós tőkealapnak. A Mid Europa Partners milliárdos alapjához hasonló nagy régiós alapok már egy *új (vég)befektetői kör* számára tették lehetővé, hogy befektessen a régióba. E kör tagjainak az egy-egy alapba fektetendő 50–70 millió eurós összege eleve kizárja, hogy középmeretű alapokon keresztül finanszírozzanak.

A romló világgazdasági kilátások ellenére a befektetők nagy étvágyát jelezte, hogy a régióban már régóta jelen lévő Advent International 2008 áprilisában ugyancsak egy egymilliárd eurós régiós alapot zárt le. Ezzel új alapjának mérete háromszor akkora lett, mint ugyanezen alapkezelő 2005-ben felállított alapja. A növekmény főként az *amerikai* befektetők régió iránt ismét növekvő érdeklődéséről tanúskodott, akik a kilencvenes években még jelentős régiós befektetéseket hajtottak végre, ám a technológiai buborék kipattanásakor elszenvedett jelentős veszteségeik után háttérbe fordítottak Közép-Kelet-Európának.

A közép-kelet-európai régió befektetői piaca – konszolidációja miatt – 2008-ra „fejnehéz” lett. Sok kisebb alapkezelő nem tudott újabb alapot szervezni, így három nagy alapkezelő – a Mid Europa Partners, az Advent International és az Enterprise Investors – kezeli a régióban befektethető tőke felét. Néhány nagy nyugati alapkezelő is befektetett a régió piacán, aminek következtében a regionális alapkezelők a *verseny élesedését* érzékelték. A közelmúltban irodákat nyitó alapkezelők közé tartozik például a Carlyle Group,

az EQT, a CVC Capital Partners, valamint a Candover. Az első lépéseket a régióban újoncként megtevő globális alapok kezdetben még nem regionális, hanem páneurópai vagy globális alapjaikból finanszírozták itteni befektetéseiket, s csak ezután veszik fontolóra saját régiós alap létrehozását.

A régióban befektetett kockázati tőke értéke

Az EU által 2006-ban közölt Flash Eurobarometer megállapítása szerint az újonnan csatlakozott tagországokban a kockázati tőke gyakorlatilag nem vett részt a kis- és középvállalatok finanszírozásában (*Flash EB* [2006]). A felmérésben részt vevő cégek átlagosan mindössze egy százaléka fordult kockázati tőke-befektető szervezetekhez befektetés reményében, s a megkérdezett kis- és közepes méretű vállalkozások két százaléka nyilatkozott úgy, hogy forrásait kockázati tőke-alapoktól származó tőkével szeretné növelni.

Ugyanakkor a főként kivásárlások kapcsán a nagyvállalatokba befektetett tőke 2006-ban az előző év több mint háromszorosára nőtt, a régióban végrehajtott kockázati tőke-befektetések értéke rekord 1,7 milliárd eurót ért el. A korábbi években még rendkívül alacsony befektetési érték szinte minden régiós országban jelentősen emelkedett, különösen az EU-hoz első körben csatlakozó Magyarországon, Csehországban és Lengyelországban. A régióbeli befektetések mintegy 90 százaléka 2006-ban a magyar, cseh, lengyel és román piacon zajlott. 2007-ben a régióban végrehajtott kockázati tőke-befektetések szárnyalása tovább folytatódott (4. táblázat).

4. táblázat

A régió országainak kockázati tőke-befektetései, 2002–2007 (millió euró)

Megnevezés	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Régió összesen*	273,6	448,4	546,6	508,6	1666,9	3005,4
Régió az EU százaléka**	1,0	1,5	1,5	1,1	2,3	4,1

* A befektetések célországa szerint számításba vett adatok.

** A befektetők székhelye szerint számba vett adatok.

Forrás: EVCA [2004], [2005], [2006], [2007], [2008] és EVCA Yearbook [2008].

A régióbeli befektetések 2007. évi 3 milliárd eurós értéke 80 százalékkal haladta meg a 2006. évit, miközben az érintett mintegy 200 vállalat száma is harmadával magasabb volt. Ez a dinamika különösen annak fényében értékelhető nagyra, hogy Európa egészében ugyanezen időszakban a befektetések értéke csupán 6 százalékkal (*EVCA Yearbook* [2008]), míg a világ egészét nézve harmadával nőtt (*IFSL* [2008]). E látványos növekedés nyomán a régiós befektetések rendkívül alacsony európai részaránya egy év alatt csaknem megkétszereződött. 2007-ben meghaladta a 4 százalékos szintet, s a régió hasonló arányt ért el a finanszírozott cégek száma alapján is.

2007-ben a befektetések összegének közel fele a lengyel piacot érintette, emellett a befektetések értéke jelentősen nőtt a bolgár, román és a baltikumi országok piacain is. A magyarországi csökkenés csak a – régióbeli befektetési érték 44 százalékát kitevő – 2006. évi rendkívül magas érték miatt következett be.

Az egyes évek között gyakran megfigyelhető igen erőteljes ingadozást főként egy-egy nagy értékű kivásárlás magyarázza. A régióbeli kockázati tőke-finanszírozás zömét évek óta stabilan az EU-hoz első körben csatlakozott országok vállalkozásai, így a cseh, len-

gyel és a magyar cégek által kapott befektetések adják. E három piac részaránya a bolgár, a román és a baltikumi országokban végrehajtott jelentős nagyságú ügyletek nyomán 2007-ben először esett 50 százalék alá. A 2004. évi kiugró értékű bolgár kivásárlás kivételével e három piac részesedése minden vizsgált évben meghaladta a 70 százalékot, sőt 2006-ban a különösen magas magyar befektetések folytán 80 százaléknál is magasabb volt. A legfontosabb régiós piacok befektetésekben elért részarányát az 5. táblázat tartalmazza.

5. táblázat

A régió öt legnagyobb kockázatitőke-befektetésben részesülő országának százalékos részesedése csökkenő sorrendben, 2006–2007*

Ország	2006	Ország	2007
Magyarország	44,1	Lengyelország	22,7
Csehország	21,2	Bulgária	18,5
Lengyelország	18,2	Magyarország	16,4
Románia	6,6	Románia	15,8
Szlovénia	2,3	Baltikum	12,3
Összesen	92,4	Összesen	85,7

* A befektetések célországa szerint számba vett adatok.

Forrás: EVCA [2008] alapján saját számítás.

A régióban befektetett kockázati tőke funkciója

A kockázatitőke-ágazat gazdaság fejlődésre gyakorolt hatása attól függ, hogy a vállalkozások fejlődésük mely fázisában jutnak tőkéhez, illetve a gazdaság mely szektoraiban működnek. Vagyis a kockázati tőke milyen arányban finanszírozza cégek indulását, expanzióját, illetve tulajdonosi körének szükségessé vált átalakítását. Ettől függ ugyanis, hogy a kockázati tőke az induló és megerősödő vállalkozások finanszírozásával előmozdítja-e az innovációt, a kivásárlás segíti-e a határon átnyúló regionális jelentőségű cégek kiépülését, részt vesz-e a cégek privatizálásában, illetve a nagyvállalatok átstrukturálásában. (A régióbeli és az európai unióbeli kockázatitőke-befektetések – az érintett portfóliócégek életciklusa szerinti – alakulását a 6. táblázat mutatja.)

Az EVCA [2004] szerint a közép-kelet-európai régió kockázatitőke-befektetéseiben eleinte az *expanzív szakasz dominált*, ez a fejlesztési fázis sokkal jelentősebb volt, mint Nyugaton. Ezt főként a régió országainak gyors növekedése magyarázza, hiszen egy gyorsan növekvő gazdaság vállalkozásai között szükségszerűen nagyobb a növekedni, terjeszkedni szándékozó cégek súlya. Másrészt rendszerint a nagyobb befektetéseket igénylő kivásárlásokra általában inkább a cégek érettebb korában kerül sor.

Az utóbbi években azonban már megfigyelhető a *kivásárlások* számának növekedése. A befektetések értékének jelentős emelkedése is főként annak köszönhető, hogy egyre több a nagy értékű kivásárlási ügylet. Ez utóbbi fejlemény részben a tapasztalt vezetésű magáncégek számának emelkedéséből, a konglomerátumok átalakulásának folyamatából, illetve a kivásárlásokhoz egyre inkább megnyíló hitellehetőségekből adódik.

A régióbeli kivásárlásokat a kilencvenes évek közepén még a privatizációs ügyletek túlsúlya jellemezte. A befektetők ekkor rendszerint a cégek korábbi vezetését támogatták az államtól történő kivásárlások során, a 2000-es évek végén megfigyelhető trend azonban már a helyi és nemzetközi konglomerátumok magáncégeit és kipörgetett cégeit (*spin-off*) érinti.

6. táblázat

A kockázati tőke-befektetések értékének megoszlása a régióban és az EU-ban a finanszírozott vállalkozások életciklusa szerint, 2003–2007 (százalék)

Életciklus	Régió		EU		Régió		EU		Régió		EU	
	2003	2004	2003	2004	2005	2006	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Magvető	0,2	0,6	0,0	0,4	0,0	0,2	0,1	0,3	0,2	0,3		
Induló	5,4	6,8	1,1	6,0	1,8	5,0	2,7	10,0	0,8	3,3		
Expanzív	32,4	21,6	38,7	21,4	25,9	21,8	5,7	15,4	13,1	13,6		
Helyettesítő	11,4	7,9	19,3	2,5	24,8	4,8	0,5	5,1	8,8	4,2		
Kivásárlás	50,6	63,1	40,9	69,7	47,5	68,2	91,0	69,2	77,1	78,6		
Összes befektetés	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		

Régió: a befektetések célországa szerint számba vett adatok.

EU: a befektetők székhelye szerint számba vett adatok.

Forrás: EVCA [2004], [2005], [2006], [2007], [2008] és EVCA Yearbook [2008].

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

A kivásárlások dominánssá válása azt jelenti, hogy az itteni befektetések is egyre inkább követték a világ többi részén zajló változást. Vagyis azt, hogy a korábban az új vállalkozások létrejöttét, fejlesztését, bővülését finanszírozó kockázati tőke-befektetők immár a cégek tulajdonosváltásának támogatásában láttak nagyobb üzletet. Így többek között az állami cégek privatizációs átvételében, a régió országaiban azonos szakterületen működő önálló vállalatok felvásárlásában és összeolvasztásában, a multinacionális cégek leányvállalatainak átstrukturálásában, valamint a nyilvános cégek tőzsdéről történő kivezetésében.

A vállalatfelvásárlások finanszírozása során az egyedi ügyletek sokkal nagyobbak, mint az expanzív szakaszban. A méretbeli óriási eltérést jól mutatja, hogy 2007-ben az egy ügyletre jutó átlagos régiós befektetés a korai szakaszban tartó cégek esetében alig érte el az egymillió eurót, s az expanzív szakaszban is csak 5,5 millió euró volt, addig a kivásárlások átlagos nagysága 25,5 millió euró ért el.

A nagyméretű befektetések nemcsak méretgazdasági szempontból voltak gazdaságosak, hanem azért is, mert az ügyleteket részben hitelből lehetett finanszírozni. Mivel a kivásárolt cégek vagyona már szolgálhatott hitelek fedezetéül, a korábbiakhoz képest sokkal nagyobb ügyletek váltak lehetővé. A kivásárlásokat a befektetők a régióban is tőkeáttétellel finanszírozták, bár ezek összege még kisebb volt az Európában megszokottnál, ami később, a 2008. őszi hitelpiaci válság időszakában esetenként kifejezetten előnynek bizonyulhatott.

Európa egészét tekintve 2005 és 2007 között a kockázati tőke-befektetők a befektetések értékének csak alig több mint egyharmadát finanszírozták saját tőke-hozzájárulással (equity) (EVCA Barometer [2008]). Közép-Kelet-Európára vonatkozóan nem áll rendelkezésre a

saját tőke/hitel részarányról adat, de hogy e téren a régió még messze nem érte utol Európa fejlettebb piacait, abból is látszik, hogy 2007-ben a végrehajtott 54 kivásárlási ügylet 25,5 millió eurós átlagos mérete messze elmaradt a 91 európai unióbéli kivásárlás esetében mért 43,2 millió eurós átlagértéktől. A 2007 közepén helyzetfelmérést közlő *EVCA Barometer* [2007] a két évvel korábbi piaci helyzethez képest *nagyobb méretű és későbbi fázisban nyújtott befektetéseket, erőteljesebb versenyt és fejlettebb hitelpiacot* talált. Az ügyletek finanszírozásánál a hitelek könnyebb elérhetőségéről s a hitellel történő befektetések nagyobb elterjedtségéről számolt be, beleértve a *senior* és a *mezzanine* hiteleket.

Bár a régióban 2007-ben az *expanzív* tranzakciók közel 400 millió eurós értéke a kivásárlásokénak egyötödét sem érte el, azonban az előző évhez képest jelentős, közel négyszeres emelkedést takart. Ezzel az *expanzív* befektetések részaránya nagyjából az Európa egészében mért 13 százalékos hányadnak felelt meg. Az *expanzív* befektetések kivásárlások mögötti háttérbe szorítása nem jelenti azt, hogy a régiós befektetési célpontok ne rendelkeztek volna növekedési perspektívával, mivel a legtöbb kivásárlási célpont maga is növekedési lehetőségekkel kecsegtető cég volt.

A *magvető és induló* fázisban nyújtott finanszírozás az a területet, ahol a régió vállalkozásai a *legnagyobb hátrányban* vannak Európában. A tőkehiányban szenvedő sok ezer perspektivikus cég közül a kockázati tőke által évente 30-40 millió euróval finanszírozott 30-40 vállalkozás az induló cégek számához képest jóformán alig érzékelhető befektetést jelent, s eltörpül az Európa egészében egyébként is igen alacsony számú, alig több mint kétezer cég mellett is. Közép-Kelet-Európában 2007-ben a korai fázisban egy-egy cégnek nyújtott, közel 850 ezer eurós átlagos befektetési összeg még az – Egyesült Államokhoz képest – eleve alacsony, közel 1,2 milliós európai unióbéli befektetési átlagértéket sem éri el. Sok, egyébként életképes, gyorsan növekvő régióbéli vállalkozás egyszerűen *nem elég nagy* ahhoz, hogy a befektetők érdeklődését felkeltse.

Az induló, fiatal vállalkozások kockázati tőke iránti kereslete és e tőke kínálata közötti tőkerés, amely az EU korai fázisú innovatív cégeinek fejlődését is hátráltatja, a régióbéli induló cégeket még inkább sújtja. Mivel itt az induló cégek *egyéb finanszírozási forrásai* – például az üzleti angyalok, a kormányzati támogatások, a magvető finanszírozás – is jórészt *hiányoznak*. Az Európai Unió e helyzetet felismerve kifejezetten az induló, korai fázisú cégek tőkeellátásának javítására indította el Jeremie-programját (*Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises*). A 2008-ban az Európai Bizottság által már jóváhagyott 80 millió eurós litván és közel kétszer ekkora magyar holdingalapra a mikro-, kis- és középvállalatok számára tőkebefektetést szervező olyan hazai bejegyzésű alapkezelők pályázhatnak majd, amelyek a közösségi források mellé további 30 százalék, magánszektorból származó tőkét is felmutatnak.

A kockázati tőkének a régió piacaira gyakorolt gazdasági hatása főként a finanszírozott cégek ágazataiban jelentkezett. Az internetboom idején a közép-kelet-európai régióban is jelentős tőkét kaptak a *technológiai ágazatok*, ám ennek nagyságrendje jóval kisebb volt, mint Nyugat-Európában vagy az Egyesült Államokban. S bár az információtechnológia a technológiai boom kifulladásakor a régióban is visszaesett, a befektetések kisebb koncentráltága miatt a befektetőket ez kevésbé rázta meg.

A 2000-es évek során a telekommunikáció, a kábelszolgáltatás, valamint az infrastruktúra egyes területei kerültek a kockázati tőke érdeklődésének középpontjába, nagy jövőt jósolva mindazon területeknek, amelyek a lakossági fogyasztáshoz kapcsolódnak, így például a kiskereskedelemnek vagy a – különösen a vásárlókat finanszírozó vagy megtakarításaikat kezelő – pénzügyi szolgáltatásoknak. Emellett a tehetős középosztály megjelenése a szórakoztatóiparbeli befektetések fellendülését valószínűsítette (*Hart* [2006]).

Ezért a régióbeli alapok a telekommunikáció és a média iránt mutatták a legnagyobb érdeklődést, számítva arra, hogy a növekvő lakossági jövedelmek bővítik a fogyasztással kapcsolatos területek, különös tekintettel a még gyerekcipőben járó pénzügyi szolgáltatók, valamint a sokféle építőipari vállalkozás termékei iránti keresletet (*James* [2007]). A régióban az *EVCA* [2004] szerint a 2004-ig eltelt másfél évtizedben a legtöbb tőke a telekommunikációs szektorba, a fogyasztási cikkek előállítóihoz és szolgáltatóihoz, az ipari termékek és szolgáltatások gyártóihoz, a média területére, valamint a pénzügyi szolgáltatókhoz került.

Az *EMPEA* [2008] elemzése szintén azt erősítette meg, hogy a régiós befektetések bővülése elsősorban a magánfogyasztásra épült. Főként a kiskereskedelem, a fogyasztáshoz kapcsolódó szolgáltatások, a gyógyászat, az infrastruktúra, valamint az üzleti szolgáltatások területén nőtt a kereslet.

Az *EVCA* [2008] a közép-kelet-európai kockázati tőke-befektetések ágazati megoszlásáról 2006-ra és 2007-re készített részletes elemzéséből jól látszik, hogy a régióban mindkét évben a *kommunikációs cégek* voltak a befektetők kedvencei. 2006-ban a befektetések közel 30 százaléka, 2007-ben pedig közel negyede a kommunikációs ágazatba került. A befektetők sok telekommunikációs céget vásároltak ki.

Míg 2006-ban egy nagy értékű kivásárlás folytán a finanszírozás több mint 40 százalékát a *vegyipar* és 30 százalékát a *kommunikáció* képviselte, addig 2007-ben a befektetések sokkal arányosabban oszlottak meg az egyes szektorok között, mivel ekkor az első öt ágazatba már csupán a befektetések kétharmada összpontosult. Egyaránt 10 százalék körüli részesedést kapott a befektetésekből az *üzleti és ipari termékek gyártása, a szállítás, a pénzügyi szolgáltatás, valamint az élettudomány*. A régiós befektetések 2007. évi szektorális megoszlását Európa egészével összevetve, Közép-Kelet-Európában a kommunikációs, a szállítási, valamint a pénzügyi szolgáltató cégeknek nyújtott tőke aránya nagyjából kétszer akkora volt, mint az EU-ban, ezzel szemben a fogyasztási cikkek és szolgáltatások, valamint a kiskereskedelem finanszírozása Európában volt kétszer akkora súlyú. Az igazán nagy eltérés azonban Európa javára az *üzleti és ipari termékek szolgáltatói* esetében mutatkozott, azaz a régióban ez a szektor 2007-ben *még nem keltette fel* a befektetők figyelmét.

Kockázati tőke-befektetések a régió vállalataiba

A kockázati tőke-befektetések sikere azt feltételezi, hogy a befektetők megfelelő helyismeret birtokában képesek a növekedésre termelt cégeket kiválasztani, ezek számára sikerre vivő stratégiát kidolgozni, ennek megvalósítását finanszírozni és levezényelni, majd a cégben lévő tulajdoni hányadukon nagy hozammal túladni. A befektetők *helyismerete és szakértelme* Közép-Kelet-Európában sokkal nagyobb súllyal esett latba, mint a fejlett nyugati piacokon (*EMPEA* [2007]). A régióban ugyanis az értékkerentés jóval nagyobb része származott az érintett cégek szerves növekedéséből, a hatékonyság javulásából, s ezt csak kiegészítették a befektetések finanszírozásának előnyös pénzügyi megkomponálásából származó hozamok.

Ahhoz, hogy a régióban a befektetők rátalálhassanak a számukra vonzó vállalatokra, megfelelő *helyismerettel* kellett rendelkezniük. Ehhez vagy éveken át újabb és újabb alapokkal kellett jelen lenniük a régióban, vagy olyan alapkezelőket kellett megnyerniük, amelyek más alapok kezelése során jelentős helyi tapasztalatokat szereztek. A speciális szakértelem biztosításának további módja volt, amikor a globális és a helyi alapok együtt fektettek be egy-egy régiós vállalatba.

Ez utóbbi megoldást példázza az az 1,2 milliárdos kivásárlási ügylet, melyet a Mid Europa Partners az amerikai Lehman Brothers Private Equity és az Abu Dhabi-i Al Bateen együtt hajtott végre, s amelynek keretében e csapat egyszerre két cseh telekommunikációs cégben, a Radiokommunikace-ban 100 százalékos, a T-Mobile Czech Republik cégben 32 százalékos részesedést szerzett (*Consortium sets central...* [2006]). 2008-ban a GTS Central Europe nevű céget is egy olyan konzorcium vette meg, amelyet a globális Columbia Capital, az M/C Venture Partners és a helyi Innova Capital együtt vezetett (*Unquote* [2008a]).

A helyi szakértelem biztosításának sajátos módja volt az, amikor a helyi és a globális alapok egymást felváltva fektettek be egy-egy régiós vállalatba. A fenti, a fejlett piacokon már régóta kedvelt úgynevezett *másodlagos kivásárlás* néven ismertté vált ügyletek 2007-től a régióban is megkönnyítették a piacon újonnan megjelenő alapok számára az alacsonyabb kockázat vállalásával történő piacra lépést azzal, hogy a célpontokat tapasztalt helyi kockázati-ke-befektetőktől vehették meg. Miközben a helyi finanszírozóknak ezen ügyletek nyereséges kiszállási lehetőséget jelentettek, a piacra lépő alapok olyan eladóval tudtak a befektetésről tárgyalni, akikkel „egy nyelven beszéltek”. A cégek fejlesztésére pedig újabb lehetőséget teremtett a tőkeerősebb, kiterjedt nemzetközi kapcsolatrendszerrel rendelkező magántőke-befektető megjelenése.

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

A kockázati-ke-befektetők által sorozatban *többször is megvásárolt cégek* közül nagy valószínűséggel a magyar Euromedic vállalat viszi el a pálmát, mivel kilenc év alatt már négy különböző, ám igen jó nevű magántőke-befektető portfóliójában is megfordult.

1999-ben a GE Equity és a Dresdner Kleinwort Benson Private Equity fektetett a cégbe 8 millió dollárt. 2000-ben ugyanezen két alap egy további amerikai alap, a Global Environmental Fund társaságában adott újabb 8,4 millió dollárt a cég fejlesztéséhez. 2005-ben a Warburg Pincus alap lépett a cég tulajdonosai közé, amíg 2008-ban el nem adta részesedését körülbelül 800 millió euróért, azaz eredeti befektetésének több mint háromszorosáért az Ares Life Sciences és a Merrill Lynch Global Private Equity alapoknak. Az ügyletet közel 50 százalékban hitellel fedező új tulajdonosoknak a vásárlással az volt a tervük, hogy tovább szélesítsék a cég termékkáláját és megerősítsék régióbeli részvételüket (*Unquote* [2008b]).

Ahhoz, hogy a befektetők a cégeket versenyképesé tehessék, olyan vállalkozásokat kellett találniuk, amelyek már *eleve* rendkívül *gyors növekedési pályán* mozogtak. Míg Nyugat-Európában az értékteremtés igen jelentős költségcsökkentést is tartalmazott, addig Közép-Kelet-Európában sokkal inkább a magas növekedésre építettek a befektetők, s a finanszírozás előnyös pénzügyi megkonstruálása „csak hab volt a tortán” (*Eastern Promise...* [2006]). Sok olyan portfóliócég működött a régióban, amely potenciálisan akár évi 30 százalékkal is képes volt növekedni.

Például a Mid Europa Partners által 2007 nyarán a Bedminster Capital nevű helyi tőkealaptól átvett Serbia Broadband cég egyaránt megduplázta forgalmát és a – kamatok, adók, osztalék és amortizáció levonása előtti – eredményét 2006 és 2007 között (*Private Equity Europe* [2007]).

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

piacvezető pozícióért. Ez is magyarázta, hogy a régióban végrehajtott befektetések *eleinte főként növekedési tőkével* látták el a cégeket, s a már érettebb, megállapodottabb stabil cégek átvételét célzó *kivásárlások csak 2003-tól* indultak be.

A befektetések hozamának növelése rendszerint szükségessé tette a megvett cégek *átalakítását*, hatékonyabb tételét, beleértve a vezetés szakszerűbbé tételét. A nemzetközileg is versenyképesse alakítható cégek esetében a befektetők hasonló profilú vállalkozásokat vásároltak fel, hogy *határon átnyúló cégbirodalmakat* építsenek ki. A kockázati-tőke-befektetők által a finanszírozott cégek szerkezetének átalakítása alapvetően befolyásolta a befektetések sikerességét. A kockázati-tőke-befektetők által a portfóliójukba került cégek strukturális átalakítása sok esetben kihatott az érintett vállalatok működésére (stratégiai változások), munkaerő-helyzetére (elbocsátások vagy átképzés), illetve pénzügyi helyzetére (adósságszerkezet).

A tapasztalatok szerint a régióbeli kockázati-tőke-alapok akkor érték el cégeikkel a legnagyobb sikereket, amikor *változtattak* portfóliócégük stratégiáján, segítettek cégüket átszervezni, kibővítették vagy összeolvasztották cégeiket más vállalatokkal. A kockázati-tőke-befektetők által a cégek szerkezeti átalakításakor legelterjedtebben alkalmazott megoldás a működés átalakítása volt. Ez a beavatkozás az *EBRD [2006]* felmérése szerint a régiós befektetések több mint harmadánál fordult elő. A befektetések ötödénél került sor vállalati összeolvasztásra, illetve cégfelvásárlásokra. Nem érte viszont el az összes vizsgált eset egytizedét sem azon cégek aránya, ahol fontos tevékenységi területek leválasztására került volna sor. A finanszírozott portfóliócégek ugyancsak alig egytizedénél történt pénzügyi átalakítás. A pénzügyi vagy munkaerőt érintő szerkezetátalakítás a befektetők számára *kevésbé* hasznos hajtott, azaz a régióban a kockázati-tőke-alapok elsősorban a vállalatvezetés színvonalasabbá tételével érték el sikereket (*EBRD [2006]*).

A feltörekvő piacok kockázati-tőke-befektetéseit elemző *EMPEA [2007]* is a befektetők hasonló gyakorlatára hívta fel a figyelmet. E szerint a régióban az értékteremtés nagyobb része származott a finanszírozott cégek szerves növekedéséből, a hatékonyság növeléséből, valamint a konszolidációból. A kivásárlások kevésbé függtek a pénzügyi tervezéstől, illetve a tőkeáttétel szintjétől. A nagyobb növekedési lehetőség csökkentette a csőd kockázatát. A kisebb tőkeáttételt pedig gyorsabban lehetett növelni. A European LBO Report elemzése is megerősítette: az értékteremtés a közép-kelet-európai cégekben munkaigényesnek bizonyult – azaz a portfóliócégek életében a kockázati-tőke-befektetőknek aktívan részt kellett vállalniuk (*Eastern Promise... [2006]*).

A korábban állami tulajdonban lévő cégek igen erőteljes strukturális átalakításra szorultak, a vállalkozók által finanszírozott cégeket pedig sok esetben újabb cégek felvásárlásával kellett megfelelő méretűvé bővíteni.

Egy korábban állami cég kockázati-tőke-befektető általi szerkezetátalakításának állomásait jól példázza a cseh Zentiva gyógyszeripari cég Warburg Pincus által 1998-ban történt felvásárlása. Az állami tulajdonból kikerülő gyógyszeripari vállalatnak igen tehetséges vezetői voltak, ám a pénzügyi részvényesek preferenciáit nem ismerték. A befektető erőteljesen leszűkítette a cég termékskáláját, korszerűsítette a K+F-tevékenységet, majd a cégméret növelése érdekében felvásárolt egy másik gyógyszeripari céget, a Slovafarma vállalatot, s csak ezután vitte tőzsdére megnövekedett méretű vállalatát, ahol 2004-ben 211 millió dolláros tőzsdéi bevezetéssel egybekötött részvénykibocsátás hajtott végre (*Eastern Promise... [2006]*). Az azóta is nyilvánosan jegyzett vállalatra 2008 szeptemberében tett vételi ajánlatot annak 25 százalékát már amúgy is birtokló, a világ egyik legnagyobb gyógyszergyártójának számító Sanofi-Aventis, amely 2,6 milliárd dollárra értékelte a vállalatot, s amelynek ajánlatát a cég vezetése elfogadta (*Világgazdaság [2008]*).

A „vedd meg és építsd fel” stratégia alkalmazása derül ki a portfóliócégek méretének további vállalatok felvásárlásakor a Míd Europa alap – vásárlóerő növekedésére épülő – ambiciózus ügyletéből a lengyel egészségügyi szektorban.

A kockázati-tőke-befektető három céget olvasztott össze, hogy egy megfelelő méretű klinikai láncot hozhasson létre Lengyelországban, majd 2008 őszén a tulajdonában lévő CM LIM cég ismét egy újabb, Promedis nevű klinikát vett meg. Portfólióján keresztül a Míd Europa ekkor már jelen volt a lengyel egészségügyi piac minden szegmensében, ennek ellenére 2008-ban még egy sor újabb egészségügyi felvásárlást tervezett (*Unquote [2008b]*) A piacot konszolidálva a befektető immár ki tudta használni a stratégiai befektetők által elérhető szinergiahatást, s várható volt, hogy a legnagyobb szereplővé válik az egészségügyi szolgáltatások piacán (*Thomson [2008]*).

A Squire Sanders több mint száz közép-kelet-európai iparági szereplő 2007. évi megkérdezésén alapuló felmérése azt is igazolta, hogy a régióbeli befektetők aktíván részt vettek (*hands-on*) a cégek irányításában, s nem csupán a kivásárolt vállalatok hitellel való megterhelésétől várták a magas hozamokat. Az adatok szerint a tőkebefektetést követően az ügyletek kétharmadában sor került a portfóliócégek legfelső vezetőinek és pénzügyi szakembereinek, közel háromnegyedében más kulcsvezetőinek a cseréjére. A kockázati-tőke-ágazat fejlődését akadályozó tényezők között a válaszadók közel fele a megfelelő minőségű szakemberek hiányát, harmaduk a vállalkozói kultúra színvonalát jelölte meg, míg a megfelelő jogi keretek hiányát a válaszolóknak kevesebb mint tíz százaléka említette (*Squire Sanders [2008]*).

A befektetések finanszírozásához, továbbá a tervbe vett fejlesztés és pénzügyi konszolidálás megvalósításához, valamint a további terjeszkedéshez, azaz újabb vállalatok felvásárlásához a régióban is megfelelő kondíciójú hitelek kínálatára volt szükség. A kivásárlások megjelenését biztosító tőkeáttétel azonban csak 2003-tól vált lehetségessé. Addig a legtöbb befektetés az 5–10 millió eurós szegmensben történt, s csak néhány 100 millió eurós finanszírozásra került sor. *Tőkeáttételes vállalatfelvásárlásra* a régióban 2003 előtt egyáltalán nem volt példa, s nem létezett a 2006-ban már megszokott *cash flow*-alapú hitelezés, amely a vállalat várható jövőbeli teljesítményére épít, azaz arra, hogy várható bevételei jelentenek majd fedezetet a hitel visszafizetésére. Ekkor a hitelezési kötelezettségek (kamatok, adók, osztalék és amortizáció) levonása előtti eredmény három-négyszeresére rúgott (*Hart [2006]*). A befektetők úgy értékelték, a régió gyors növekedése miatt tulajdonképpen nem is volt szükség túlzott mértékű hitelre a befektetésekhez, mivel a profit a hitelen kívül más úton is, azaz növekedésből is megteremthető volt. Ezért is nem terhelték meg a kötelezettségek levonása előtti eredmény négyszeresénél jobban a felvásárolt cégeket (*Eastern Promise... [2006]*).

A hitelezés beindulásában az EU-csatlakozás meghatározó volt, mivel a csatlakozást követően a bankok már sokkal kedvezőbben ítélték meg a régió kockázatát. A hitellel történő felvásárlás megjelenése azt jelentette, hogy a kockázati-tőke-befektetők már olyan cégek megvételére is foglalkozhattak, amelyek felvásárlását korábban még nem tudták volna finanszírozni (*Hart [2006]*). Mindez a hitelt nyújtó régióbeli bankok felfogásában is változást igényelt, mivel szakértelmet kellett szerezniük a várható bevételeken alapuló (*cash flow*) hitelezésben, hiszen korábban csak vagyonalapú hitelezést végeztek. Míg a hitelek összegét tekintve továbbra is nagy különbség volt a régióbeli és a nyugati befektetések között, addig a *feltételek* már egyre inkább hasonlítottak a nyugati tranzakciókhoz. 2007-ben már az sem volt ritka, ha négy-öt bank nyugat-európai feltételekkel versengett a megbízásokért, bár a hitelezés szintje Európához képest továbbra is sokkal konzervatívabb maradt (*James [2007]*). A legnagyobb ügyletek, azaz a 250 millió eurónál nagyobb befektetések rendszerint aukciókon keltek el, amelyeket általában londoni székhelyű bankok finanszíroztak. Ezekben az ügyletekben a meghirdetés már kész finanszí-

rozási csomagokat is tartalmazott, így ebben a jelentkezők már nem különösebben versenyezhetek. Ezen ritka aukciók kivételével azonban a legtöbb ügylet finanszírozására a régió belül került sor. Az ügyleteket általában először helyi vagy regionális bankok refinanszírozták, amelyek hajlandók voltak elfogadni az ügyletek kockázatát. Ha egy nagyobb alap részéről a cégek újabb átvételére került sor, akkor már londoni és más befektetési bankok is bekapcsolódtak az ügyletekbe, amelyek ekkor már kisebb kockázatiak voltak.

A Private Equity Europe Közép-Kelet-Európára vonatkozó 2007. októberi elemzése ugyancsak megerősítette, hogy a régióban a befektetések hitelhányada alacsony volt, azaz az ügyletek a fejlett piacokhoz képest *kevésbé függték a hitelfeltételektől*, ezért a hitelválság alatt a szakértők jobb teljesítmény elérését prognosztizálták a régióban. Ráadásul mivel a kamatok itt eleve magasak voltak, így az elemzők arra számítottak, hogy a kamatnövekedés sem lesz megrázó a befektetők számára (*Private Equity Europe* [2007]). Ezzel szemben egy 2008 februárjában közzétett újabb elemzésben a válaszadók több mint fele már úgy látta, hogy az amerikai másodrendű hitelpiaci válság már bizonyos fokig hatott a régió hitelezésére, s a korábbinál nagyobb fokú tőkeáttétel következtében az ügyletekhez a régióban is nehezebben megszerezhetővé váltak az új hitelek. A 2008 őszére világszerte bekövetkező válság erőtelesen befolyásolta az ügyletek hitelkínálatát is, a régióban is megfűkezve a nagyobb ügyletek hitelezését is.

A kockázati tőke kivonása a régiós vállalatokból

A kockázati tőke-finanszírozás sikere végső soron a befektetés jellegéhez illeszkedő kilépésen dől el, melynek módját és időzítését a befektetők lehetőség szerint már a finanszírozás indításakor megtervezik, mivel a realizált nyereséget a portfólióba bekerült cégek gondos kiválasztása mellett nagymértékben befolyásolja a befektetésekből történő kilépések időpontjának és módszerének megválasztása. Tekintettel arra, hogy a kilépések során realizált nyereség a befektetők későbbi tőkeszerzési lehetőségeit alapvetően befolyásolja, az erre vonatkozó adatok kevésbé publikusak, azokat az alapok féltve őrzött üzleti titokként kezelik.

A kilépések értéke, melyet a statisztika bekerülési költségen vesz számba, a régióban 2007-ben közel 600 millió eurót ért el, ami egyharmaddal volt magasabb a 2006-ban elért értéknél. Eközben Európa egészét tekintve a kilépések értéke 2007-ben a korábbi évhez viszonyítva ötödével visszaesett. (A kilépések értékét a 7. táblázat mutatja be.) Ez egyaránt jelzi az európai unióbeli kilépések rosszabbodó feltételeit és a régióbeli kilépések értékének 2007. évi növekedését.

A korábban az európai unióbeli kilépések legfeljebb 1,5 százalékát elérő kilépési részarány 2007-re 2,2 százalékra emelkedett. A régiós kilépések részaránya ezzel ugyan még mindig messze a befektetéseknél mért – egyébként ott is alacsony – részarány alatt ma-

7. táblázat

A régióból kivont kockázati tőke (kilépések) értéke,* 2002–2007 (millió euró)

Megnevezés	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Régió	134,7	253,9	122,6	421,7	441,6	586,0
Régió az EU százalékában	0,1	1,7	0,6	1,4	1,3	2,2

* A kilépések értékét bekerülési értéken tartják nyilván.

Forrás: *EVCA* [2004], [2005], [2006], [2007], [2008] és *EVCA Yearbook* [2003–2008].

8. táblázat
A befektetésekből kivont kockázati tőke értékének kilépési útvonalak szerinti megoszlása a régióban és az EU-ban, * 2003–2007 (százalék)

Típus	2003		2004		2005		2006		2007	
	KKE	EU	KKE	EU	KKE	EU	KKE	EU	KKE	EU
Szakmai befektetőnek eladás	31,6	20,4	34,6	23,6	69,8	22,8	47,6	23,0	53,2	28,3
Tőzsdei eladás	10,9	11,7	21,4	11,8	10,7	8,9	18,1	16,0	2,8	10,0
Könyvleírás	7,8	11,6	17,4	9,7	3,2	4,7	0,2	3,8	0,0	1,6
Elsőségi részvények, illetve hitelek visszafizetése	9,6	15,9	3,7	21,3	1,9	23,3	8,2	17,0	3,8	15,8
Eladás újabb magántőke-befektetőnek	2,5	20,2	4,8	13,1	5,9	18,3	12,7	16,6	23,6	30,4
Eladás pénzügyi befektetőnek	0,3	6,0	3,8	3,0	0,1	4,0	0,1	5,4	2,8	3,2
Egyéb kiszállás	15,4	8,6	11,7	4,8	4,8	12,7	5,1	12,1	11,6	7,2
Vezetői kivásárlás	21,9	5,6	2,9	12,7	3,6	5,3	8,2	6,1	2,2	3,5
Összes kiszállás	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

* A kilépések értékét bekerülési költségen tartják nyilván.

Forrás: EVCA [2004], [2005], [2006], [2007], [2008] és EVCA Yearbook [2003–2008].

radt, ám a kilépések értelemszerűen rendszerint csak többéves késéssel képesek követni a befektetéseknel jelentkező trendeket. 2007-ben az Európa egészében eladott közel négy és fél ezer vállalkozás közül mindössze közel 80-nak volt a székhelye Közép-Kelet-Európában, ami a 2006-ban eladott közel 90 céghez képest még visszaesést is mutat. Ennek ellenére a régiós tőke kivonás összértéke 2006-hoz képest jelentősen emelkedett, mivel a befektetők által eladott részesedések 7,5 millió eurós átlagos értéke 2007-ben jóval magasabb volt az előző évben mért közel 5 millió eurónál (EVCA [2008]).

A régióban évek hosszú sora óta a szakmai befektetőknek történő eladások képviselik a legfontosabb kilépési útvonalat, 2007-re ez a kilépési út adta a teljes kilépési érték már több mint felét. A szakmai befektetők 2007-ben már átlagosan jóval nagyobb értékű vállalati részesedéseket vettek a kockázatitőke-befektetőktől: a 2006. évi közel 210 millió euróról egy év alatt 312 millió euró fölé nőtt a szakmai befektetőknek eladott részesedések értéke, miközben az így eladott cégek darabszáma 36-ról 29-re visszaesett. (A kilépési útvonalak régiós és európai unióbéli jelentőségét a 8. táblázat mutatja be.)

A nyilvános tőkepiaci kilépések a régióbéli eladásokban a szakmai befektetőknek történő eladásokhoz képest sokkal kisebb jelentőségűek. Ráadásul szerepük 2007-ben még inkább visszaszorult. Míg 2006-ban a nyilvános piacokon történő kilépések értéke a szakmai befektetőknek történő eladások közel 40 százalékát érte el, addig 2007-ben már csak 5 százalékát adta. 2007 során az összes közép-kelet-európai kilépés értékén belül a tőzsdei kiszállások részaránya a hatodára esett vissza – azaz a régióbéli cégek nyilvános tőkepiaci érvényesülése Európa egészénél is jobban romlott. Európában a kilépési útvonal 2007-ben a kilépések mindössze tizedét képviselte, szemben a 2006-os 16 százalékkal.

A portfóliócégüket a régió tőzsdéin értékesíteni kívánó befektetők körében a Varsói Értéktőzsde (WSE) volt a legkedveltebb piac, mérete és áttételesen a nyugdíjpénztárak nagyobb kereslete, valamint a tőzsde által vállalt magasabb kockázat miatt (*Világgazdaság* [2007]). A bevezetett cégek számát és kapitalizációját tekintve is a varsói tőzsde számít a legnagyobb nyilvános tőkepiacnak, ahol 2008 közepén 366 cég papírjai forogtak, s ezek összértéke meghaladta a 126 milliárd eurót. Miközben a bécsi tőzsde kaptalizációja 117, a prágai 49, a budapesti 28, a bukaresti 16, a ljubljani 14, a szófiai 10 és a pozsonyi tőzsde kapitalizációja 5 milliárd eurós volt (*Napi Gazdaság* [2008]).

Észrevehetően megnőtt ugyanakkor az Európában is főszerephez jutó úgynevezett *másodlagos kivásárlás* útján történő kilépés – ahogyan arról a befektetések kapcsán már szó volt –, azaz amikor ismételt kockázatitőke-befektetők vették meg a portfóliócégeket. 2007-ben a tíz céget érintő 138 millió eurós másodlagos kivásárlás a régióbéli kilépési ügyletek értékének már közel *negyedet* adta, egyre közelebb kerülve az Európai Unió 30 százalékra emelkedett részarányához (EVCA [2008]). A régióban a hiteltörlesztéssel történő kilépés már csak azért is korlátozott jelentőségű, mert itt az Európai Unióhoz képest jóval kevesebb hitellel finanszírozott ügylet fordult elő.

Országoként vizsgálva az EVCA munkacsoportja által a régióra vonatkozóan 2003 óta publikált adatokat, kitűnik, hogy a kilépések értékét tekintve többnyire Lengyelország állt az élen, amiben feltételezhetően az ország mérete mellett komoly szerepet játszott a helyi tőzsde nyújtotta lehetőség. Magyarország csak 2007-ben került a kilépések értékét tekintve az első helyre. A régiós cégekből történő kilépések terén 2005 óta folyamatosan növekvő aktivitás egyben jelzi, hogy a 2002-ben megjelent regionális alapok első befektetéseinek egyre nagyobb hányada lép a kilépési szakaszba. Ugyanakkor a kockázatitőke-befektetők egymás közötti eladásainak növekvő aránya – Európa egészéhez hasonlóan – a kilépési környezet nehezéde mellett azt is tükrözi, hogy a finanszírozott cégek számára a tőkeerősebb, tapasztaltabb kockázatitőke-befektetők további fejlődési lehetőségeket ígérnek.

A kilépések legfontosabb jellemzője az egyes ügyleteken elért *haszon*, vagyis hogy a befektetők portfóliójába bekerült cégek együttes eladása összességében milyen nyereséggel történik. A kockázati tőke-ágazat vonzerejét elsősorban ez az összevont hozam határozza meg, pontosabban annak más befektetési lehetőségek hozamához viszonyított mértéke. A régióban megvalósított befektetések összesített hozamáról azonban nem állnak rendelkezésre publikus statisztikai adatok. A Thomson Reuters (korábban Thomson Financial) nevű nemzetközi adatfeldolgozó és tanácsadó cég, amely az EVCA megbízásából a befektetők bevallása alapján gyűjti és dolgozza fel a belső megtérülési ráták adatait, csak az EU egészére vonatkozóan hoz nyilvánosságra adatokat, azaz nem közli külön Közép-Kelet-Európa összesített adatait. Némi támpontot jelentenek ugyanakkor a régióra vonatkozó hozamok megítéléséhez az EBRD által publikált hozammutatók. (Az EBRD adataiban azonban a tágan értelmezett régió, azaz az a Független Államok Közösségében működő alapok teljesítménye is szerepel.) Segíti továbbá a tájékozódást egy-egy kilépési ügylet kapcsán a sajtóban megjelent híradás, amikor – lényegében reklám céllal – az érintett alapok maguk teszik közzé az aktuálisan elért hozamaikat. A befektetők az adatok kiszámításának módszertanát ritkán publikálják, így a különböző nyilatkozataikban elhangzó számok esetenként nehezen hasonlíthatók össze.

Az EBRD szerint – amely a régió kockázati tőke-alapjainak legnagyobb (vég)finanszírozója – a régióban befektető kockázati tőke-alapok hozammutatói messze túlszárnyalják a máshol elért hozamokat. A befektetések beéréséhez szükséges idő miatt leginkább mérvadó – 2006 végéig terjedő – ötéves periódust tekintve például az EBRD finanszírozta alapok euróalapon számolt 18,1 százalékos (dolláralapon számolt 28,8 százalékos) hozama jóval meghaladta az ugyanezen időszakra az EVCA euróalapon számolt All Private Equity indexének 5,4 százalékos szintjét (illetve a dolláralapon számolt Cambridge Emerging Markets Venture Capital and Private Equity Index 12,8 százalékos hozamát – EBRD [2007]).

Az EBRD [2006] 1992 és 2005 között részletesen megvizsgálta a régió közel 400 cégében történt 450 olyan kockázati tőke-befektetést, amelyet az általa (is) finanszírozott 44 alap hajtott végre. Ezek összevont belső megtérülési rátájának értéke 19,7 százalék volt, míg ezek közül az olyan befektetéseké, ahonnan a befektetők már teljesen kiléptek, 20,5 százalék. A befektetések méretével súlyozott összevont belső megtérülési ráta az összes befektetés esetében 11,1 százalék volt, a már teljesen kiléptek esetében pedig 7,7 százalék. A felmérés készítői szerint a FTSE index hasonló befektetéseinek megfelelő értéke 5,7, illetve 3,8 százalék volt, azaz a régiós befektetések hozamai bizonyultak jobbaknak.

A felmérés áttekintést nyújtott az egyes szektorok relatív jövedelmezőségéről is azon ügyletek hozammutatói alapján, ahonnan a befektetők már teljesen kiszálltak. A legjövedelmezőbb szektorok közé e szerint a régióban a pénzügyi szolgáltatások, a telekommunikáció és általában a csúcstechnológiai ágazatok tartoztak. Ezzel szemben az úgynevezett egyéb szektorok (azaz más szolgáltatások, például a szállás és vendéglátás), valamint a kis- és nagykereskedelmi szektorok alacsonyabb hozamokat produkáltak. A csúcstechnológiai szektorokba történt befektetések általában kockázatosabbak voltak, így a befektetőket a magasabb hozamok kompenzálták a vállalt magasabb kockázatért. Az összetettebb, technológiai intenzív szektorokba történő befektetések nagyobb teljesítménye azt jelezte, hogy a kockázati tőke a régió országaiban ugyanolyan sikeres lehetett e projektek finanszírozásakor, mint a Nyugat-Európában vagy az Egyesült Államokban (EBRD [2006]).

Az EBRD által publikált adatok támpontot jelentenek a befektetések által elért hozamokra a kilépési módok és a befektetések által érintett vállalkozások életciklusának függvényében is. E szerint a legjobb eredményeket azok a befektetők érték el, amelyek az általuk kivásárolt cégeket szakmai befektetőknek adták el. Ezen ügyletek során a befek-

tetők tőkéjüket megháromszorozhatták. Ugyancsak jó eredményt hozott a kockázati tőkéseknek az expanzív szakaszban végrehajtott befektetés, ha részesedésüket végül szakmai befektetőknél, illetve a tőzsdén keresztül értékesítették. Ez akár 2,5–2,8-szoros hozamot biztosíthatott. A legkevésbé jövedelmező üzlet a befektetők számára feltehetően az volt, ha az általuk kivásárolt cégeket, illetve a cégek korai fázisában nyújtott befektetéseiket az érintett cégek vezetőinek adták el. Összességében mindkét esetben kifejezetten veszteség érthette őket (EBRD [2007]). Az EBRD alapok befektetéseinek életciklus és kilépési útvonal szerint változó hozamszorozóit a 9. táblázat mutatja be.

9. táblázat

Az EBRD által finanszírozott kockázati tőke-alapok 2006. december 31-ig mért hozama, a finanszírozott vállalkozások életciklusa és a befektetésekből történő kilépés módja szerint (az eredeti befektetés többszöröseként kifejezve)

Megnevezés	Induló/korai fázis	Expanzív fázis	Kivásárlás/másodlagos kivásárlás	Egyéb
Szakmai befektetőnek eladás	1,1	2,8	3,1	0,5
Tőzsdei értékesítés/másodlagos piaci eladás	1,9	2,5	2,7	4,1
Vállalatvezetőknél eladás	0,3	1,6	0,2	0,0
Egyéb	0,7	2,3	2,2	1,6

Forrás: EBRD [2007] <http://www.ebrd.com> alapján.

A befektetések jövőbeli alakulását elsősorban a (vég)finanszírozók hozamkövetelményei befolyásolják. A kockázati tőke-alapok finanszírozóinak a világ különböző földrajzi régióiban elérhető hozamokkal kapcsolatos várakozásait 2007 februárja és áprilisa között – 81 jelentős befektető körében – vizsgáló felmérés szerint a befektetők a feltörekvő piacokon a fejlett (amerikai) piacokhoz képest 5,4 százalékkal magasabb hozamot vártak (EMPEA [2007]). A felmérésben szereplő befektetők az általuk finanszírozott alapoktól összességében 22,6 százalékos hozam elérését várták, míg az észak-amerikai alapok esetében a hozamkövetelmény csupán 17,2 százalék volt. A Közép-Kelet-Európa és Oroszország alkotta régiótól a befektetők 23,1 százalékos hozamot vártak, ami az amerikai alapoknál elérhetőhöz képest gyakorlatilag 5,9 százalék többlethozamot takart. Ez a hozamkövetelmény az Ázsiában várt mértékkel egyezett meg, s Afrika után a második legmagasabb hozamigény volt. A nemzetközi pénzügyi válságot még nyilvánvalóan kevéssé sejtő válaszadókna a 2007. évi felmérés idején nem egészen kétharmada vélte úgy, hogy ezek a jelentősen magasabb hozamok még legalább öt évig megmaradnak (EMPEA [2007]).

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

A közép-kelet-európai piacot bemutató összeállításában az EMPEA [2006] néhány olyan konkrét kilépésről is beszámolt, amely a befektetők számára igen pozitív eredményeket hozott. Így a Global Finance nevű alap 1999-es befektetése a román Sicomed gyógyszergyártóba, amelyet szak-

mai befektetőként a Zentiva gyógyszergyár vett meg, 6,4-szeres hozamszorzót és 55 százalék feletti összevont belső megtérülési rátát eredményezett. A Zentiva gyárat tulajdonló Warburg Pincus alap 2006-ban szintén szakmai befektetőnek, a Sanofi Aventisnek adta el részesedését, amellyel 40 százalék feletti összevont belső megtérülési rátát és egymilliárd dollár feletti tőkejövedelmet ért el. Az *EVCJ* [2006] közlése szerint a Warburg Pincus összességében kilencszeres megtérülést ért el, amikor az eredetileg 125 millió dolláros befektetésére összesen 1,2 milliárd dollárt kapott vissza. Első befektetésére még 1998-ban került sor, amikor megvette a néhány hónappal korábban privatizált Leciva 70 százalékát. 2003-ban a cég összeolvadt a Slovafarma céggel, s ezt követően Zentiva néven működött tovább. A Zentiva 2004-ben megvalósított tőzsdéi bevezetések a Warburg Pincus még megtartott 54 százalékot a cégből, amit azután fokozatosan értékesített. Így az utolsó, 19,6 százaléknyi részesedését 2006-ban adta el a Sanofi Aventis cégnek.

Egy másik, a régióban történt jelentős kiszállás az Advent International nevéhez fűződik. Az alapnak 2006-ot megelőzően három évig volt a tulajdonában a Terapia román gyógyszergyár, amelyet egy szakmai befektető, az indiai Ranbaxy Laboratories vett meg tőle 324 millió dollárért. Az Advent közlése szerint a befektetés tízszeresen térült meg. A Terapia 2003-beli megvétele annak idején az első olyan felvásárlás volt a régióban, amikor kockázati-tőke-befektető vezetett ki nyilvános céget a tőzsdéről. A Terapia eredetileg 1997. évi privatizálását követően került a román tőzsdére, ahol nem volt számára megfelelő a likviditás. Az Advent 44 millió dollárt fizetett a cég részvényeiért, s további 5,3 millió dollárt az ügylet költségeiért.

Az úgynevezett másodlagos kivásárlások – azaz újabb kockázati-tőke-befektetőnek történő eladások – jövedelmezőségére példa a Warburg Pincus által 2008-ban eladott Euromedic magyar egészségügyi szolgáltató, amelyet az Ares Life Sciences és a Merrill Lynch Global Private Equity együtt vett meg, s amelyért az eladó saját-tőke-befektetésének háromszorosát kérte el (*Unquote* [2008b]).

A sikeres első tőzsdéi megjelenést példázza a New World Resources (NWR) cseh bányaiipari vállalat 2008. évi tőzsdéi megjelenése, amelynek során a cég 1,1 milliárd font tőkéhez jutott a londoni, a varsói és a prágai tőzsdén. A Crossroads Capital és a First Reserve Corporation rész tulajdonában lévő cég a legnagyobb 2008. évi európai unióbeli részvénykibocsátással egybekötött tőzsdéi megjelenésekor hétszeres túljegyzés ért el (*Unquote* [2008b]).

A közölt adatok hitelességét nem vitatva, azt is meg kell állapítani, hogy a befektetők nyilván nem szívesen nyilatkoznak sikertelen befektetéseikről, viszont az alapok által a (vég)finanszírozóknak visszafizetett tőkét és profitot a sikeres és sikertelen ügyletek egyenlegeként számították ki.

A kockázati-tőke-befektetések kilátásai Közép-Kelet-Európában

A kockázati-tőke-iparág régióbeli fennállása óta eltelt közel két évtized alatt megerősödött, szereplőit, működési mechanizmusát, funkcióját és hatékonyságát tekintve egyre jobban hasonlít a nyugat-európaihoz (*Karsai* [2006]). Ugyanakkor a kockázati tőke térhódításának elmaradása az európai unióbeli átlagtól még mindig jelentős kiaknázatlan lehetőséget mutat. Kérdés, hogy a nemzetközi pénzügyi válság közepette folytatódhat-e az elmúlt évekre jellemző kedvező trend, vagy vége szakad a befektetők kitüntetett érdeklődésének.

A kockázati-tőke-befektetések várható kilátásaira a világgazdasági recesszió és egyes országok régió belüli pozíciója egyaránt rányomja bélyegét. A nemzetközi pénzügyi válság nyomán a hitelből finanszírozott növekedés a kockázat szinonimájává vált, ezért a feltörekvő piacok, ezen belül a régió országai hátrányba kerültek a fejlett piacokkal szemben, függetlenül attól, hogy itt a befektetéseket eddig is nagyobb óvatosság övezte, a nagy összegű hitelek nehezebben elérhetők, a kamatok eleve magasabbak.

A feltörekvő piacok közül Közép-Kelet-Európa különösen védtelen a globális válság kedvezőtlen hatásaival szemben, mivel e térség függ leginkább a külföldi tőkétől. A kö-

zelmúltban itt volt a leggyorsabb a beáramlás, itt a legnagyobb a folyó fizetési mérleg hiánya, s itt a legjellemzőbb, hogy a bankok külföldi tulajdonban vannak. Ugyanakkor a régió országai között jelentős eltérés tapasztalható a gazdaság túlfűtöttsége, az eladósodottság mértéke és a belföldi kereslet nagyságában. A gazdaságok sebezhetőségét sajátos problémák tovább növelik, amelyeket a hitelválság csak felnagyított: így a folyó fizetési mérleg hiánya (Baltikum), a magas államadósság (Magyarország), a devizaalapú lakossági hitelek nagy aránya (Magyarország, Lengyelország). E piacokon a recesszió, míg a többi új EU-országban a növekedés markáns lefékeződése várható. A régió egésze számára problémát okozhat viszont, ha egy-két rosszabb helyzetben lévő gazdaságban súlyos válság alakul ki, mert akkor a befektetők könnyen „*egy kalap alá vehetik*” az összes régiós országot, s így kivonulhatnak a jobb helyzetű gazdaságok finanszírozásából is.

Mivel a kockázattitőke-ágazat működési módjából adódóan eleve csak többéves késéssel tud reagálni a megváltozott helyzetre, azaz a tőkegyűjtés és -kihelyezés között több év telik el, a kockázattitőke-befektetések visszaszorulása nagy valószínűséggel csak *késleltetve, lassítva* megy végbe. Végeredményben a régióbeli befektetésekre a közelmúltban összegyűjtött rendkívül nagy összegű tőke jelentős részét a kockázattitőke-alapok várhatóan még befektetik, így a következő egy-két évben a régióban még nem várható e finanszírozásnak a fejlett piacokhoz hasonló mértékű drasztikus visszaesése. Az új alapok gyűjtése azonban megnehezül a legjelentősebb befektetők számára jelentkező pénzszűke miatt, s így új alapokat várhatóan sokkal kisebb számban és alacsonyabb odaigért tőkével tudnak majd a régió piacán felállítani.

Meglévő forrásaikból a hitelek megdrágulása miatt a régióbeli alapok a jövőben *kevesebb* céget tudnak majd finanszírozni, s várhatóan a befektetések eleve viszonylag alacsonyabb hitelhányada sem emelkedik tovább. Emellett a fejlesztési hitelek megnehezülő elérhetősége is a vállalkozások egyre nagyobb hányadát tereli majd a tőkebefektetések felé. Így – noha a befektetők várhatóan csak a korábbinál kisebb források felett rendelkeznek – *alkuerejük megnő*. A kockázattitőke-befektetők a jövőben a cégeket gondosabban kiválogatva, azok vagyoneértékét konzervatívabban értékelve, a nagyobb kockázatot beárázó magasabb hozamkövetelményekkel, a maguk számára szorosabb ellenőrzést biztosítva vállalkoznak befektetésekre a régióban.

Várhatóan a portfóliócégek finanszírozása is jelentősen átalakul. Mivel a befektetők számára is szűkülnek a banki hitelfelvétel lehetőségei, az újabb befektetések – cégvásárlások – során növekszik majd az alapok által befektetett tőke *aránya* a hitelrészhez képest. Számítani lehet arra, hogy a befektetők – európai unióbeli társaikhoz hasonlóan – az évtized végén több konjunktúrafüggő, változásokra különösen érzékeny iparágat kizárnak majd befektetéseikből. Így a következő években várhatóan az építőipar, az autógyártás és ennek beszállítói, a vegyipar és a média kikerül a befektetők célpontjai közül, míg az egészségügyi, valamint az információtechnológia és telekommunikációs szektor továbbra is vonzó célpont lesz (Vigh [2008]). A régióban a „vedd meg és építsd fel” stratégia várhatóan továbbra is népszerű marad, tekintve hogy a portfóliócégek romló kilátásai lassítják majd azok növekedését. Ez a befektethető forrásokat eleve korlátozni fogja, miközben a befektetők *kilépési lehetőségeinek beszűkülése* maga is meghosszabbítja a finanszírozás idejét. A recesszió miatt ellehetetlenülhetnek a vállalateladások, a tőzsdéken is nyomott árak alakulhatnak ki. A befektetőknek ilyen feltételek mellett nem éri meg a tőzsdén kiszállni portfóliócégeikből, de ez más módon sem lesz könnyű számukra.

A kockázattitőke-ágazat régióbeli perspektíváját meghatározza, hogy az itteni országok mennyire képesek megbirkózni a romló külső feltételekkel, a pénzpiaci kockázatvállalási étvágy csökkenésével párosuló növekedési dekonjunktúra periódusában. Mivel a új EU-tagországok pénzügyi intézményrendszere nagyrészt stabil, az EU intézményei központi

forrásokból nagy valószínűséggel átmenetileg megsegítik a mégis bajba kerülő gazdaságokat, arra lehet számítani, hogy vizsgált országok jelentős növekedésslassulás mellett, de átvészelik a válság jelentkezése utáni kritikus éveket. A régiós kockázati befektetések 2008 ősziéig tartó *aranykora* azonban minden bizonnyal *véget ért*.

Hivatkozások

- CONSORTIUM SETS CENTRAL... [2006]: Consortium sets central and eastern Europe €1.2 bn record. Private Equity Online, november 23. www.privateequityonline.com.
- DELOITTE [2006]: Central European Private Equity Confidence Survey, június.
- DELOITTE [2007a]: Central European Private Equity Confidence Survey, január.
- DELOITTE [2007b]: Central European Private Equity Confidence Survey, július.
- DELOITTE [2008]: Central European Private Equity Confidence Survey, június.
- EASTERN PROMISE... [2006]: Eastern Promise: an examination of private equity in Central & Eastern Europe. Private Equity Europe, European Leveraged Buyout Report, május, 12–13. o. http://www.incisivemedia.com/Private_Equity_Europe/reports/buyouts/ELB_2006.pdf.
- EBRD [2006]: Private equity. Megjelent: Transition report, 2006. Finance in Transition. European Bank for Reconstruction and Development, 70–80. o.
- EBRD [2007]: EBRD Private Equity Funds Performance (<http://www.ebrd.com/country/sector/fi/funds/perf06.pdf>)
- EMPEA [2007]: Survey of Limited Partner Interest in Emerging Markets Private Equity, May 2007, Emerging Markets Private Equity Association.
- EMPEA [2008]: Emerging Markets Private Equity 2007. Fundraising Review, EMPEA, április.
- EVCA [2004]: Central and Eastern Europe Success Stories. Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association, október.
- EVCA [2005]: Central and Eastern Europe, Statistics 2004. Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association, október.
- EVCA [2006]: Central and Eastern Europe Statistics 2005. Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association, november.
- EVCA [2007]: Central and Eastern Europe Statistics 2006. Special Paper, European Private Equity and Venture Capital Association, október.
- EVCA [2008]: Central and Eastern Europe Statistics 2007. Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association, szeptember.
- EVCA BAROMETER [2007]: Eastern Europe: State of the Market & Future Outlook. EVCA Barometer. 50. április.
- EVCA BAROMETER [2008]: Industry Snapshot, Leverage Loan Market Activity, EVCA Barometer, 62. július–augusztus.
- EVCA YEARBOOK [2003–2008]: EVCA Yearbook 2003–2008. Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report, European Private Equity & Venture Capital Association, Brüsszel.
- EVCI [2008]: Advent sells Bolix to India's Berger. European Venture Capital Journal, június.
- FLASH EB [2006]: Flash EB No. 184 – SME Access to Finance in the New Member States, July 2006, European Commission, Flash Barometre.
- HART, J. [2006]: CEE change favours the well anchored. The Banker, július 3.
- IFSL [2007]: Private Equity 2007. IFSL Research, augusztus, www.ifsl.org.uk
- IFSL [2008]: Private Equity 2008. IFSL Research, augusztus, www.ifsl.org.uk.
- JAMES, J. [2007]: Central and Eastern Europe – just a geographical expression? AltAssets, július 18. www.altassets.com.
- KARSAI JUDIT [2006]: Kockázati tőke európai szemmel. A kockázati- és magántőkeipar másfél évtizedes fejlődése Magyarországon és Kelet-Közép-Európában. Közgazdasági Szemle, 11. sz. 1023–1051. o.
- LEWIS, T. [2008]: Eastern promise. Central and Eastern Europe I. Private Equity International, június, 79–81. o.

- NAPI GAZDASÁG [2008]: Már Varsó a régióink legnagyobb részvénypiaca. *Napi Gazdaság*, augusztus 14. 13. o.
- PRIVATE EQUITY ANNUAL REVIEW [2004]: Eastern lift-off. *Private Equity Annual Review*, 118–120. o.
- PRIVATE EQUITY EUROPE [2007]: Central and Eastern Europe (CEE). *Private Equity Europe*, október.
- PRIVATE EQUITY INTELLIGENCE [2006]: Eastern Promise: an examination of private equity in Central & Eastern Europe. *Private Equity Intelligence report*, No. 24. május.
- ROMAINE, K. [2008a]: If you can't beat 'em, join 'em. *Private Equity Europe*, május, 96. 16–17. o.
- ROMAINE, K. [2008b]: Publicly speaking. *Unquote*, május 21.
- ROMAINE, K. [2008c]: New Europe, new opportunities. *Unquote Central & Eastern Europe*, augusztus–szeptember, 3. o.
- SQUIRE SANDERS [2008]: CEE Private Equity Report. *Squire Sanders & Dempsey LLP*, február.
- THOMSON, A. [2008]: Clever money, Central and Eastern Europe II. *Private Equity International*, június, 82–83. o.
- UNQUOTE [2008a]: Publicly speaking. *Unquote Central & Eastern Europe*, 1. május.
- UNQUOTE [2008b]: Roll-up in Central Europe. *Unquote Central & Eastern Europe*, 2. augusztus–szeptember.
- VIGH GYÖRGY ZSOLT [2008]: A kockázati tőke válságreakciói. *Világgazdaság*, október 10. 13. o.
- VILÁGGAZDASÁG [2007]: A fejlődő piaci IPO-k éve 2007. *Világgazdaság*, június 22.
- VILÁGGAZDASÁG [2008]: Megvették a Zentivát. Folytatódik a gyógyszeripar konszolidációja térségünkben. *Világgazdaság*, szeptember 23. 1. és 10. o.