

MŰHELYTANULMÁNYOK

DISCUSSION PAPERS

MT-DP – 2011/36

**A KOCKÁZATI TŐKEIPAR KÉT
ÉVTIZEDES FEJLŐDÉSE
MAGYARORSZÁGON**

KARSAI JUDIT

Műhelytanulmányok
MT-DP – 2011/36

MTA Közgazdaságtudományi Intézet

Műhelytanulmányaink célja a kutatási eredmények gyors közlése és vitára bocsátása.
A sorozatban megjelent tanulmányok további publikációk anyagául szolgálhatnak.

A kockázati tőkeipar két évtizedes fejlődése

Szerző:

Karsai Judit
tudományos főmunkatárs
MTA Közgazdaságtudományi Intézet
E-mail: kar@econ.core.hu

2011. szeptember

ISBN 978-615-5024-75-7

ISSN 1785-377X

Publisher:
Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences

A kockázati tőkeipar két évtizedes fejlődése

KARSAI JUDIT

Összefoglaló

Az 1989 és 2010 közötti két évtizedre visszatekintő felmérés alátámasztja, hogy Magyarországon a 2008-ban jelentkező válságot megelőzően megerősödött, s regionális összehasonlításban élvonalba került a korábban nem létező kockázati tőkeipar. A vizsgált két évtized folyamán a befektetésekre rendelkezésre bocsátott tőke közel 90%-a magánszektorbeli tőketulajdonosoktól érkezett a piacra. A kockázati tőkebefektetési céllal a magyar piacon megjelenő alapok által gyűjtött tőke volumene a nemzetközi tőkepiaci ciklusokat, valamint a hazai gazdaság növekedési ütemének változását követve ciklikusan ingadozott.

A piactudasági fejlődésben a régióban élenjáró magyar piac már a 90-es évtized utolsó harmadában a külföldi tőkebefektetők kedvelt terepévé vált, majd az EU-csatlakozás kapcsán különösen kedvező helyzetbe került. A kétezres évek második felétől a válság kétezres évek végi begyűréséig a befektetők által a régióbeli befektetésekre allokált tőke a magyar piac számára is nagyságrendileg megnövekedett befektetésekre adott módot. A befektetések növekedése 2007 és 2009 között rendkívül felgyorsult, amikor a magyar piac – a régió egészéhez hasonlóan – elsősorban abból profitált, hogy a válság kitörése nyomán a nyugat-európai befektetések megtorpanak, ám a válság a régió kockázati tőkepiacára ekkor még nem terjedt át. 2009-től azonban a válság Kelet-Közép-Európában a korábbi években felhalmozódott jelentős összegű, még be nem fektetett tőke ellenére ugyancsak nagyon súlyos visszaesést okozott.

A válság az egyébként is meggyengült magyar gazdaságot a régió egészéhez képest is erőteljesebben sújtotta, a befektetések 2010. évi megtorpanása ezt a helyzetet tükrözi. A potenciális befektetők számára az ország kisebb mérete, a privatizációs lehetőségek kimerülése, a tőzsde alacsony likviditása, az ország nagyfokú eladósodása, a belföldi kereslet és a GDP lassú növekedése és a gazdaságpolitika terén érzékelt bizonytalanság egyaránt kedvezőtlen körülmény.

Tárgyszavak: kockázati tőke, magántőke, kivásárlás, vállalatfelvásárlás, vállalat átstrukturálás

JEL kódok: M13, G24

Development of the venture capital and private equity industry in Hungary over the past two decades

JUDIT KARSAI

Abstract

Over the 1989-2010 period under review, prior to the 2008 crisis Hungary's venture capital and private equity industry grew to become one of the leaders of the CEE region. The role the sector played in the building of the market economy is clearly indicated by the fact that in the course of the two decades approximately 90% of the capital allocated to investments overall were raised by private sector investors. The volume of venture capital and private equity capital raised for the Hungarian market fluctuated cyclically following the international capital market cycles and the changes of the rate of growth of the domestic economy.

The Hungarian market, ranking high within the CEE region for the development of its market economy, became a favoured area for foreign capital investors in the last third of the 1990s. Its position since has become particularly favourable due to Hungary's accession to the EU. The growth of investments accelerated tremendously between 2007 and 2009, increasing several-fold compared to previous years. The Hungarian market – similarly to the whole region – earned also profit from a transitory situation at the beginning of the crisis when the investment problems in Western Europe did not extend to the CEE region for some time. In 2009, however, when the crisis grew to the countries within the region, the willingness to raise funds and to make investments decreased. In spite of the significant amount of uninvested capital accumulated in recent years (dry powder), in CEE the crisis was also very severe.

The crisis affected the already weakened Hungarian economy more so than it did the other parts of the region, which is reflected by the drop in investments in 2010. In the eyes of potential investors the smaller size of the country, its high-level of indebtedness, the exhaustion of the privatisation opportunities, the low liquidity of the stock exchange, the slow increase of domestic demand and GDP growth and the uncertainties felt in economic policies are all unfavourable factors.

Keywords: Venture Capital, Private Equity, Buyout, Merger & Acquisition, Corporate Restructuring

JEL classification: M13, G24

BEVEZETÉS

A rendszerváltást követő két évtized során regionális összehasonlításban Magyarországon fejlett kockázati tőkeágazat jött létre. Az ezredfordulóra Magyarország a kockázati tőke¹ kelet-közép-európai központjává vált, s bár a következő évtizedben ezt a szerepet a lengyel piac vette át, a magyarországi kockázati tőkepiac mindvégig a régióbeli kockázati tőkeágazat meghatározó szereplője maradt. A magyar piac szereplőit, működési mechanizmusát, funkcióját és hatékonyságát tekintve *egyre jobban hasonlított a nyugat-európai kockázati tőkeiparhoz*. Ezt tükrözte a magyar piacon befektető tőkealapok növekedése, globalizálódása, a kivásárlások növekvő jelentősége, a befektetésekből történő kilépések sokszínűvé válása, valamint a fejlődésük korai szakaszában tartó cégek nehézkes finanszírozása és a kis nemzeti piacból adódó hátrányok fennmaradása. A magyar kockázati tőkepiac *régióon belüli* pozíciójának perspektíváját a privatizációs lehetőségek kimerülése és a tőzsde alacsony likviditása mellett *beárnyékolja* a nagyfokú eladósodás, a belföldi kereslet lassú növekedése és a gazdaságpolitika terén tapasztalt bizonytalanság is.

Az elmúlt húsz év során *folyamatosan javult* a magyarországi vállalkozások *kockázati tőkéhez jutási lehetősége*. Erre a régióba történő erőteljes tőkebeáramlás biztosított lehetőséget. A már a rendszerváltás idején megjelenő, határozott időre létrehozott, csak Magyarországra szakosodó országalapok, valamint a hazai tőkét mobilizáló befektetési társaságok mellett az ezredforduló idejére a nemzetközi trendekhez illeszkedően a hazai piacon új szereplőként jelentek meg a technológiai cégekre szakosodó befektetők. Ugyancsak ekkorra vált érzékelhetővé a magánszemélyként kockázati tőkefinanszírozással foglalkozó un. üzleti angyalok tevékenysége, bár szerepük még mindig elenyésző. A sokféle befektető jelenléte a kockázati tőkepiacon erőteljesen javította a magyar vállalkozások esélyeit, ám korántsem jelentette azt, hogy a magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutása megoldódott volna. Míg a nagyobb vállalkozások megfelelő projektek esetén válogathattak a finanszírozók között, *a kisebb méretű, induló cégek nehezen találtak finanszírozót*. Főként azok, amelyek nem akartak a nemzetközi piacon is megjelenni termékeikkel, s az intézményes kockázati tőkepiaci befektetők hozamelvárásainál szerényebb ígéretekkkel jelentkeztek. Elsősorban az üzleti angyalok által nyújtott, viszonylag kisebb összeget kínáló befektetőt kereső cégek helyzete volt nehéz. A magánszektorbeli befektetők az expanszív cégeknél regionális stratégiát követtek, míg az életciklusuk elején tartó cégek finanszírozása zömmel az *állami befektetőkre* maradt. A magyarországi kockázati tőkepiacon azonban nem volt kimutatható a kockázati tőkések technológiai és/vagy tudásintenzív vállalkozásokba

¹ A tanulmány a klasszikus kockázati tőkét és a kivásárlások keretében befektetett magántőkét egyaránt kockázati tőkének nevezi.

történő befektetéseinek karakterisztikus túlsúlya, az *innováció finanszírozása* a technológiai boom idejétől eltekintve nálunk *kevésbé dominált*. Feltételezhetően e téren javulást fog eredményezni az európai uniós források bevonásával a régióban elsőként felállított un. Jeremie-alapok 2010-ben megindult tevékenysége, amelyek épp ezt a vállalkozói kört célozzák meg.

A magyar piacon jelen van jóformán az összes olyan globális és regionális kockázati tőkealap, amely a régió iránt érdeklődik. A kockázati tőke hazai kínálatát a 90-es évek második felében már a *regionális befektetők tőkéje uralta*, s megjelenésükkel Magyarország bekerült a kockázati tőke nemzetközi áramlásába. Az EU-csatlakozás pozitív hatása hosszabb távon is érvényesült, a tőkebevonási ciklus felívelését, a kivásárlási tranzakciókhoz szükséges hitelek elérhetőségét eredményezve. A kilépéseknél megfigyelhető élénkülés is egyre inkább javította a magyar piac likviditását, s ezzel az új befektetések attraktivitását. A kétezres évtized második felében végrehajtott *rekord értékű kivásárlások* a kelet-közép-európai tőkeáttételes kivásárlási ügyletek különösen kedvező perspektíváját mutatta.

Az egész világgazdaságot megrengető pénzügyi és gazdasági *válság* azonban a kétezres évtized végére a magyarországi kockázati tőkepiacot is erőteljesen *megettépte*. A válság hatása először a befektetések és a kiszállások területén jelentkezett, s legtovább az új források bevonásánál volt tapasztalható. 2011 első félévében a piac ugyan némileg magához tért, ám a recesszió második hullámának jelentkezése ismét megtörheti a felfelé ívelő trendet.

STATISZTIKAI HÁTTÉR

A magyarországi kockázati tőkeágazat fejlődését az ágazat sajátosságánál fogva viszonylag *nehéz* pontos adatokkal *dokumentálni*. Az ágazatban folyó hazai tevékenységről a rendszerváltást követő első évtizedben még nem folyt szisztematikus adatgyűjtés. A kétezres évtized első kétharmadában az immár az ágazat résztvevői által is szorgalmazott adatgyűjtést a Magyarországon kockázati tőkét befektető szervezeteket tömörítő Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (MKME) végezte, majd 2008-tól ezt a funkciót egy megállapodás nyomán a befektetőket Európa-szerte képviselő Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (EVCA) vette át. Mivel mindkét szervezet adatgyűjtése a befektetők *önkéntes adatközlésén* alapul(t), így az adatok pontossága és teljeskörűsége nehezen kontrolálható.²

² Az Európában megszokott gyakorlathoz hasonlóan 2007-től a magyarországi egyesület immár az európai adatbázisba bekerülő, a magyarországi befektetőket és ezek portfólió cégeit érintő tőkegyűjtési, befektetési és kiszállási adatok feltöltésének csupán az előmozdításában és ellenőrzésében vesz részt, miközben az egyedi befektetési adatokhoz az adatközlők döntésétől függően fér hozzá. Az európai adatbázisban lévő adatok így ügyleti szinten nem, csak aggregált módon állnak a rendelkezésére.

Mindezek ismeretében a magyarországi kockázati tőkeágazat fejlődésének dokumentálása szempontjából jelentős előrelépést hozott, hogy 2004-ben egy átfogó *felmérés* készült az 1989 és 2004 közötti évekre vonatkozó magyarországi kockázati tőkebefektetésekről és kiszállásokról, valamint az e piacon érdekelt szervezetek által összegyűjtött kockázati tőke volumenéről (*Karsai és Baranyai, 2005*).³ E felmérés a magyar piac iránt érdeklődő 73 alap befektetéseit vette számba.⁴ Ezen alapok összesen 6,2 milliárd dollár összegű tőkét kezeltek, amelyből a magyarországi befektetésekre közel 2,6 milliárd dollárt szántak. A felmérés adatai szerint a vizsgált 16 év alatt a fenti összegből az alapok 269 befektetési tranzakció keretében közel 1,1 milliárd dollárt fektettek be magyarországi székhelyű vállalkozásokba. A felmérés keretében 143 kiszállás adatát sikerült regisztrálni, melyek könyv szerinti értéke közel félmilliárd dollárt tett ki.

2011-ben egy újabb felmérés keretében sor került a korábbi adatok 2010-ig történő kiegészítésére⁵ (*Karsai, 2011*). Mivel hasonló munka még a régió egyetlen kockázati tőkepiacáról sem készült, a magyarországi felmérés adatai a kelet-közép-európai kockázati tőkepiac fejlődése iránt érdeklődő elméleti és gyakorlati szakemberek számára egyaránt hasznosak lehetnek.

Az 1989 és 2010 között eltelt több mint *két évtizedet* vizsgáló elemzés 126, a magyar piac iránt (is) érdeklődő alap befektetéseit vette számba. Ezen alapok (folyóáras adatok alapján) összesen több mint *20 milliárd dollár összegű tőkét kezeltek*. A magyarországi befektetésekre elvileg rendelkezésre álló közel 8 milliárd dollár értékű tőkénkől az alapok közel 420 tranzakció keretében közel *3,2 milliárd dollárt fektettek be* magyarországi székhelyű vállalkozásokba. A befektetések által érintett hazai cégek száma és az általuk kapott tőke értéke a fenti adatnál nyilvánvalóan magasabb volt. Egyrészt mivel az adatbázisba csak az ismert koordinátákkal rendelkező ügyletek kerültek bele, másrészt az iparág nem minden szereplője volt tagja az Egyesületnek. A jelentősebb ügyletek nagyobb publicitása folytán azonban a felmérés alkalmas arra, hogy reális képet nyújtson az iparágban lezajlott folyamatokról. Az iparági szereplők becslése szerint az ágazat húszéves fejlődését áttekintő felmérésnek sikerült számbavennie a befektetésekre alokált tőke 100%-át, a becsült befektetett tőkevolumen kétharmadát és az ügyletszám megközelítőleg felét. Ennek megfelelően a vizsgált húsz év alatt *800-900 tranzakció* keretében a magyarországi

³ A felmérést Karsai Judit, a Statisztikai Bizottság elnöke, valamint Baranyai Gábor, az MKME elnökségének tagja készítette. A felmérés lebonyolításában Soós Szabolcs, valamint Szlovák Gergely, az MKME titkárai vettek részt. A felmérés magyar és angol nyelvű összefoglalója "A kockázati- és magántőkeipar fejlődése Magyarországon 1989-2004" címmel az egyesület honlapjáról (www.hvca.hu) letölthető.

⁴ Az adatbázisba kizárólag azon befektetési ügyletek adatai kerültek bele, ahol az érintett cég és a befektető kiléte mellett ismertté vált a befektetés értéke, valamint a tranzakció lebonyolításának éve.

⁵ Az adatbázis aktualizálásához Gömbös Natália, az MKME ügyvezető titkára nyújtott rendkívül értékes segítséget.

cégeknek nyújtott kockázati tőke értéke megközelítette az *5 milliárd dollárt*. A felmérés során több mint 180 kiszállás adatát sikerült regisztrálni, melyek könyv szerinti értéke közel 900 millió dollárt tett ki. A befektetők hiányos adatközlése nyomán a kiszállások számbavétele azonban csak részlegesen sikerült, így ezen adatok csak tájékoztató jellegűek.

Módszertanilag az EVCA éves felméréseiben alkalmazott definícióit követő magyarországi adatgyűjtés két forrásra támaszkodott: a befektetők közléseire és az üzleti sajtóban megjelent hírekre. A felmérés három kérdéskörre terjedt ki: a befektetésekre rendelkezésre álló *tőke forrásaira*, a *befektetések összegére és funkciójára*, valamint a *kiszállások technikáira*. Az aktualizálás a 2005-2007 közötti évekre vonatkozóan az MKME tagjai körében évente készített saját felméréseinek adatai, a 2008-2010. évekre vonatkozóan pedig az EVCA PEREP_Analytics adatbázisból származó adatok segítségével történt.⁶

Az MKME a felmérés adatbázisát a befektetők közlései, valamint az üzleti sajtóban megjelent hírek alapján állította össze, az EVCA éves felméréseiben alkalmazott definíciókat használva. Regisztrálta minden olyan kockázati tőkealap illetve befektetési társaság tőkéjét, amely magyarországi cégekbe kívánt kockázati tőkét fektetni. A befektetők tőkéjét a piacon történő megjelenés éve szerint tartotta nyilván, s az azonos befektetők által létrehozott újabb alapokat külön alapokként vette figyelembe. A befektetésre rendelkezésre álló tőke volumenét a befektetések földrajzi fókuszja, valamint a befektetők tőkéjének tulajdonosi megoszlása szerint regisztrálta. A földrajzi fókuszáltsága alapján az alapokat három kategóriába sorolta: globális, regionális, valamint országalapok. A globális alapok esetében a kezelt tőke összegét csupán a tényleges befektetések összegének megfelelő volumennel vette figyelembe. A regionális alapok esetében a kezelt tőke negyedét vette figyelembe. (A 2004-ig készült felmérés abból indult ki, hogy az iparági szakértők becslése szerint a befektetők rendszerint tőkéjük egynegyedét szánták magyarországi befektetésekre. Bár ez az arány a kétezres évek végére lecsökkent, a felmérés készítői nem változtattak a korábbi gyakorlaton.) Az országalapok esetében a felmérés a kezelt tőke teljes összegét figyelembe vette.

Az alapok által kezelt tőke tulajdonosok szerinti vizsgálatánál a felmérés az állami és a magán forrásból származó tőkét kezelő befektetőket különböztette meg. Az állami forrásból származó tőkét kezelő befektetők közé egyrészt a transznacionális nemzetközi szervezetek (EBRD, IFC) tőkéjét sorolta, másrészt azon külföldi és hazai befektetők tőkéjét, amely kizárólag költségvetési forrásokból származott. Hibrid alapok esetében az odaigért állami tőkerészt vették figyelembe.

⁶ Mivel az EVCA PEREP_Analytics által feldolgozásra kerülő befektetési és kiszállási adatok üzleti szinten nem, csak aggregáltan állnak az MKME rendelkezésére, a 2008-2010 közötti időszakban a felmérés befektetési adatainál a befektetők egyes típusai szerinti osztályozás a felmérés készítőjének becslésén alapuló adat.

A felmérés szemléletében az un. *piaci elvet* követte, azaz a finanszírozott cégek közül a magyarországi székhelyű vállalkozásokat regisztrálta, azaz nem a befektetők székhelyét vette figyelembe. A befektetéseknél az azonos céget érintő, különböző években végrehajtott második és további körben történő befektetéseket önálló befektetésként vette figyelembe. A célvállalatok életciklusa szerinti (induló, expanzív és kivásárlás), valamint a szakágazati besorolásánál a felmérés egyaránt az EVCA által alkalmazott besorolást követte. A kiszállások módjának regisztrálásakor a felmérés az EVCA által használt kategóriákat használta (szakmai befektetőknek történő eladás, tőzsdei értékesítés, könyvleírás, egyéb kiszállási mód). Mivel a befektetők az eladások tényleges összegét rendszerint üzleti titokként kezelték, a felmérés készítői - az EVCA gyakorlatát követve - a kiszállások értékének nyilvántartásakor a bekerülési értéket használták.

A MAGYARORSZÁGI KOCKÁZATI TŐKEIPAR JELENTŐSÉGE

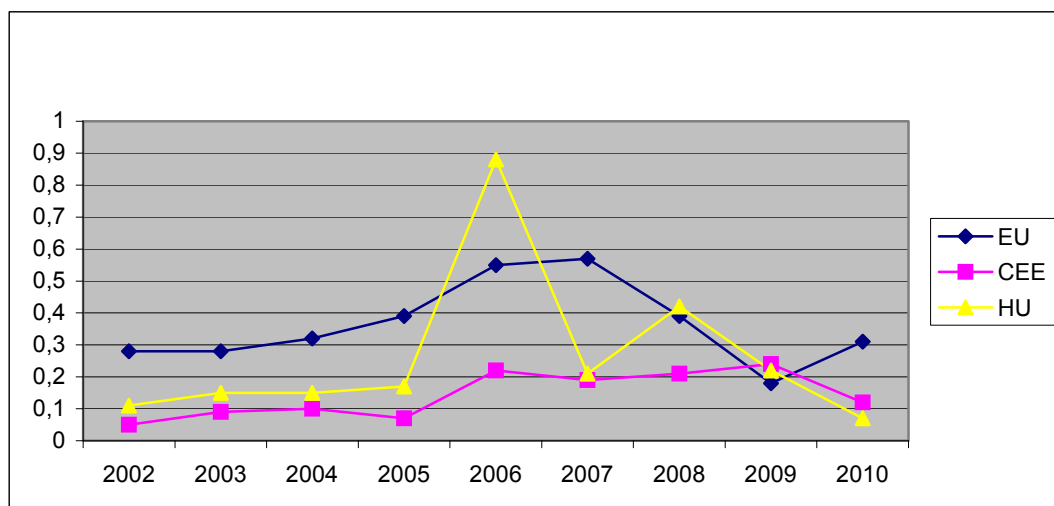
Európai összehasonlításban a magyarországi kockázati tőkepiac jelentőségét jelzi, hogy az itteni székhelyű cégekbe történt *kockázati tőkebefektetések értékének GDP-hez viszonyított éves aránya* alapján Magyarország nemcsak a régió belül, de az EU tagországai között is igen *előkelő helyen* szerepel. A kockázati tőkebefektetések GDP-hez viszonyított értéke a magyar piacon 2002 és 2009 között folyamatosan meghaladta a régióban mért arányt, sőt egy-egy kiugró befektetés révén 2006-ban és 2008-ban messze túlszárnyalta azt. 2006-ban például a BorsodChem Nyrt, 2008-ban az Euromedic cég kivásárlása „dobta meg” a kockázati tőkebefektetések adott évi értékét. GDP-beli részarányát tekintve a magyar piac Európában 2006-ban az ötödik, 2007-ben a kilencedik, 2008-ban a hatodik, míg 2009-ben a tizedik helyet foglalta el. 2010-ben az országot különösen kedvezőtlen helyzetben találó válság nyomán töredékére zsugorodó befektetési volumen már csak a 22. helyhez volt elegendő. Az előkelő helyezések értékelésekor azonban figyelembe kell venni, hogy egy-egy nagy összegű kivásárlás az éves befektetések összesített értékét nagyon nagymértékben befolyásolja, miközben a GDP változására nincs ilyen hatással. Nemcsak a két nagyságrend jelentős eltérése miatt, hanem esetleg azért sem, mert a befektetésben részesülő cégek tulajdonosainak székhelye sincs feltétlenül Magyarországon.

Ezt más oldalról az is alátámasztja, hogy a *klasszikus kockázati tőkefinanszírozás* nagysága alapján a magyar piac rendszerint az *utolsó* helyezettek között szerepelt Európában. A kivásárlások nélkül számolt magyarországi kockázati tőkebefektetések GDP-hez mért aránya az Eurostat adatai szerint 1998 és 2009 között mindössze a dotcom láz

idején, 2001-ben ért el az európai részarány felénél is nagyobb hányadot, egyébként jellemzően annak még a tizedét sem érte el.⁷

1. ábra

A kockázati tőkebefektetések értéke a GDP százalékában az Európai Unióban, Kelet-Közép-Európában és Magyarországon, 2002-2010 (százalék)

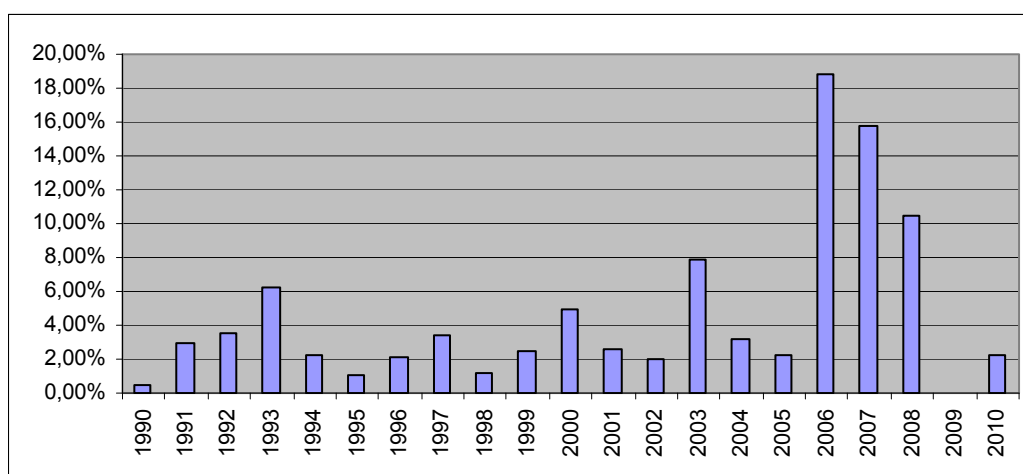


Forrás: EVCA Central and Eastern Europe Statistics

Mivel a tőke-akkumuláció csak a rendszerváltás után indult fejlődésnek Magyarországon, így a magyarországi kockázati tőkepiac forrásellátásában a *külföldi tőke* szükségszerűen *kitüntetett szerepet* játszott. A külföldről kockázati tőkebefektetési céllal érkező tőke az 1990 és 2010 között Magyarországra érkező *közvetlen külföldi tőkebefektetések* (FDI) átlagosan *6%-át* tette ki.

⁷ Az informális kockázati tőkebefektetések terén még az intézményes kockázati tőkebefektetések esetében mértnél is nagyobb a magyar piac Európához viszonyított lemaradása. Tekintve, hogy az informális tőkebefektetések elsősorban a kezdő cégek pénzügyi szükségleteinek fedezésére szolgálnak, ez a relatív lemaradás összefüggésben állhat a vállalkozások fejlődésének későbbi fázisában jelentkező pénzügyi problémákkal (Szerb, 2006). Andrásai és társai (2009) szerint is a magvető tőke hiánya és az üzleti angyalok alacsony száma jelenti a magyar kockázati tőkepiac legnagyobb problémáját. A magyarországi üzleti angyalok számára vonatkozó becslések szerint az aktív üzleti angyalok száma nagyjából 2000 főre becsülhető (Kosztópulosz–Makra, 2007). Az informális kockázati tőkebefektetések hazai szerepéről részletesen lásd Makra Zs. és Kosztópulosz A. (2007).

A magyarországi kockázati tőkebefektetések értékének a Magyarországra érkező közvetlen külföldi tőkebefektetésekhez viszonyított részaránya, 1990-2010 (százalék)



Forrás: MNB és MKME

Az EVCA közép-európai szakértői csoportjának becslése szerint a kelet-közép-európai régióban 1989 és 2004 között mintegy 900 vállalkozás jutott kockázati tőkéhez (EVCA, 2005). Azóta a finanszírozást kapó cégek száma a régióban további közel 1000 darabbal nőtt, így 2010 végére megközelítette a 2000-es darabszámot (EVCA, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011).⁸ Ennek alapján feltételezhető, hogy a húsz év alatt a régióban végrehajtott befektetések *egynegyedére* Magyarországon került sor.

A régiós viszonylatban mért előkelő hely ellenére *európai összehasonításban* messze *elmarad* a kockázati tőkebefektetésben részesült hazai cégek nagyságrendje a nemzetközi átlagtól. Tekintettel az ágazat későbbi indulására, valamint a kevésbé fejlett hazai tőkepiacra, nem meglepő, hogy míg az EU-ban a kis- és középvállalkozások 6 százaléka hozta kapcsolatba tőkéjének növekedését kockázati tőkealapokkal (European Commission, 2005), addig Magyarországon a 20 év során kockázati tőkéhez jutó vállalkozások száma a kettős könyvvitelt vezető cégek mindössze 0,2 százalékát érte el. *A kockázati tőkéhez jutó cégek számaránya* a magyar gazdaságban tehát *elenyésző*. (Ebben szerepe van annak is, hogy a hazai kis- és középvállalati szektor túlnyomó része mikro, ezen belül sokszor kényszervállalkozás.)

A kétezres évek első felében a tőkéhez jutás nehézségi fokát a világ országaiban értékelő kutatás szerint, *jelentős eltérés* mutatkozott Magyarország és Európa más országai, illetve a világ egésze között a kockázati tőkéhez jutás lehetőségét tekintve. Olyan ötös skálán, amelyen az 1-es volt a legrosszabb és az 5-ös volt a legjobb vélemény, a 2001–2004 közötti átlagot

⁸ 2005-re az EVCA nem közölte a finanszírozásban részesült régióbeli cégek számát. 2006-ban 147, 2007-ben 203, 2008-ban 196, 2009-ben 123, 2010-ben pedig 161 cég kapott kockázati tőkét (EVCA, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011).

nézve a kockázati tőke esetében a szakértők Magyarországon a hozzáférést 2-esre osztályozták, míg Európában az átlag 3-as volt, a világon pedig 2,9 (Szerb és társai, 2007).

A kockázati tőke jelentősége azonban az érintett cégek számaránya által jelzettnél jóval nagyobb, miután csak a *kiugró növekedési perspektívájú*, kifejezetten versenyképes, vagy azzá tehető termékekkel illetve szolgáltatásokkal rendelkező és kitűnő vezetői gárdával működő cégek számára kínálja fel együttműködését. A klasszikus kockázati tőkefinanszírozás elsősorban az innovatív, induló vállalkozások esetében, míg a kivásárlások finanszírozása a már jelentős gazdasági erőt képviselő érett vállalatok tulajdonoscserejéhez kapcsolódó szerkezetváltás és regionális terjeszkedés elősegítésével fejt ki gazdaságfejlesztő szerepét.

A kérdés tehát inkább az, hogy a kockázati tőke iránt a hazai piacon mutatkozó *kereslet mennyire elégítették ki* a befektetések. Szerb (2009) 2008-ban lefolytatott vizsgálata a teljes kis- és középvállalati szektor 0,25%-át találta alkalmasnak arra, hogy elvileg a kockázati tőkebefektetők partnere legyen. Ennek megfelelően Szerb (2009) az intézményes kockázati tőke és az üzleti angyalok befektetései által figyelembe vehető piac nagyságát a kis- és középvállalatok körében mintegy 400-600 cégre becsülte.⁹ A kockázati tőke kérdését vizsgáló szerzők lényegében egyetértenek abban, hogy a magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutását elsősorban *nem kínálati, hanem keresleti* tényezők akadályozzák (Karsai, 2000, 2007, 2009; Osman, 2005; Oszkó, 2011; Szerb, 2006, 2009;). A kockázati tőke szélesebb körű elterjedését a magyar gazdaságban nemcsak annak hiányos ismertsége, a kereslet és kínálat, azaz a befektetők és ajánlatot kérők egymásra találását segítő szervezetek hiánya, illetve a potenciális cégek befektetésre való éretlensége akadályozza, hanem a külső tőkebevonást tervező cégek nagy hányadának gyenge versenyképessége, elégtelen innovációja¹⁰, vagy menedzsereinek alacsony színvonalú tudása jelenti.¹¹

2007-ben 95 hazai technológiaorientált vállalkozás vezetőinek körében végrehajtott kérdőíves megkérdezés (Makra és társai, 2007) adatai szerint a cégek kétharmada már hallott az *üzleti angyalok* létezéséről, s több mint harmaduk ismerte ezt a forrásbevonási lehetőséget. A 95 cégből 21 vállalkozás már keresett is ilyen befektetőt, közülük 5 cég *sikerrel*.¹² Az *intézményes kockázati tőkét* a hazai technológiai vállalkozások vezetőinek a

⁹ A sikeres középvállalatok felvásárlására specializálódott, Magyarországon is befektetéseket kereső egyik globális alap képviselője ezres nagyságrendűre becsülte a mérete alapján potenciálisan szóbajöhethető magyarországi vállalatok számát (Vidovszky, 2010).

¹⁰ Magyarországon alig néhány ezer sikeres innovatív kis- és középvállalat működik, ami európai összehasonlításban szinte a legrosszabb helyezést eredményezi (Papanek, 2010). Az innovatív cégek összes magyarországi vállalkozáson belüli arányáról lásd részletesen Havas (2006).

¹¹ Jellemzően nem jöttek létre a nemzetközi piacon versenyképes, réseket betöltő és jelentős jövedelemtermelő- és növekedési-képességgel bíró magyar cégek (Varga, 2010).

¹² A felmérésben szereplő technológiai vállalkozások az üzleti angyalok finanszírozása elterjedésének fő akadályát a gazdaságpolitikai támogatás hiányában, az üzleti angyalok alacsony számában látta. További tényező volt a befektetőket tömörítő hálózatok hiánya, amelyek egyfajta közvetítő irodaként működnek, azaz összehozzák az érintett feleket. Az intézményes kockázati tőkebefektetés igénybevételeinek akadályai között a válaszadó menedzserek igen önkritikusan főként saját korlátaikat

fele ismerte. Az intézményes kockázati tőkebefektetések magyar piacon történő megszerzésének nehézségi fokát jelzi, hogy a megkérdezett 95 hazai technológiaorientált vállalkozás közül az ezzel próbálkozó 22 cégből mindössze *hatnak sikerült kockázati tőkebefektetőt találnia.* E hat vállalkozás közül egy kapott kockázati tőkét magánszektorbeli intézményes kockázati tőkebefektetőtől, a többi esetben a finanszírozó valamelyik állami háttérű kockázati tőkebefektető szervezet volt (*Makra és társai, 2007*).

A kockázati tőkebefektetéseknek a magyarországi cégekre gyakorolt hatásáról eddig két felmérés készült. Az ezredfordulón készített első elemzés (*Karsai, 2000*) több mint 70 kockázati tőkebefektetés adatainak feldolgozása alapján azt állapította meg, hogy a kockázati tőkével finanszírozott cégek létszáma a finanszírozást követően csökkent, miközben a kettős könyvvitelű cégeké összességében bővült. Nyilván ettől nem volt független, hogy a kockázati tőkét kapó vállalkozások *létszamarányos árbevétele az összes kettős könyvvitelű cég átlagához viszonyítva sokkal jobban javult.* A cégek további sorsát tekintve 10%-uk bizonyult rendkívül sikeresnek oly módon, hogy megjelent a hazai vagy valamelyik külföldi tőzsdén, 20%-ukat sikerült kedvező feltételekkel szakmai befektetőnek eladni, további 20%-uk sorsa pedig biztató, vagy még kérdéses volt a vizsgálat idején. Ugyanakkor a cégek fele gyakorlatilag illetve jogilag is csődbe ment.

A kockázati tőke hatását mérő másik, 2008-ban 680 cég körében végzett vizsgálat (*Szerb, 2007*) valamivel több, mint ötöde esetében fordult elő vagy üzleti angyal vagy intézményes kockázati tőkés finanszírozása. A felmérés szerint a kockázati tőkével finanszírozott cégek versenyképessége szignifikánsan jobbnak bizonyult a kockázati tőkével nem finanszírozott cégekhez képest. A foglalkoztatottak számának növekedése tekintetében gyakorlatilag nem volt különbség a kockázati tőkét kapó és nem kapó cégek között, az árbevétel növekedése esetében azonban a *legmagasabb növekedési kategóriában a kockázati tőkével finanszírozott cégek aránya több, mint kétszerese volt a másik csoportban mértnek.* A cégek versenyképességét mérő tényezők közül pedig épp a legkeményebb, leginkább monopolizálható tényezők, így a termékek egyedisége, a technológia fejlettsége, illetve az innováció folyamatossága terén mutatkozott a legnagyobb különbség a kockázati tőkét kapók javára.

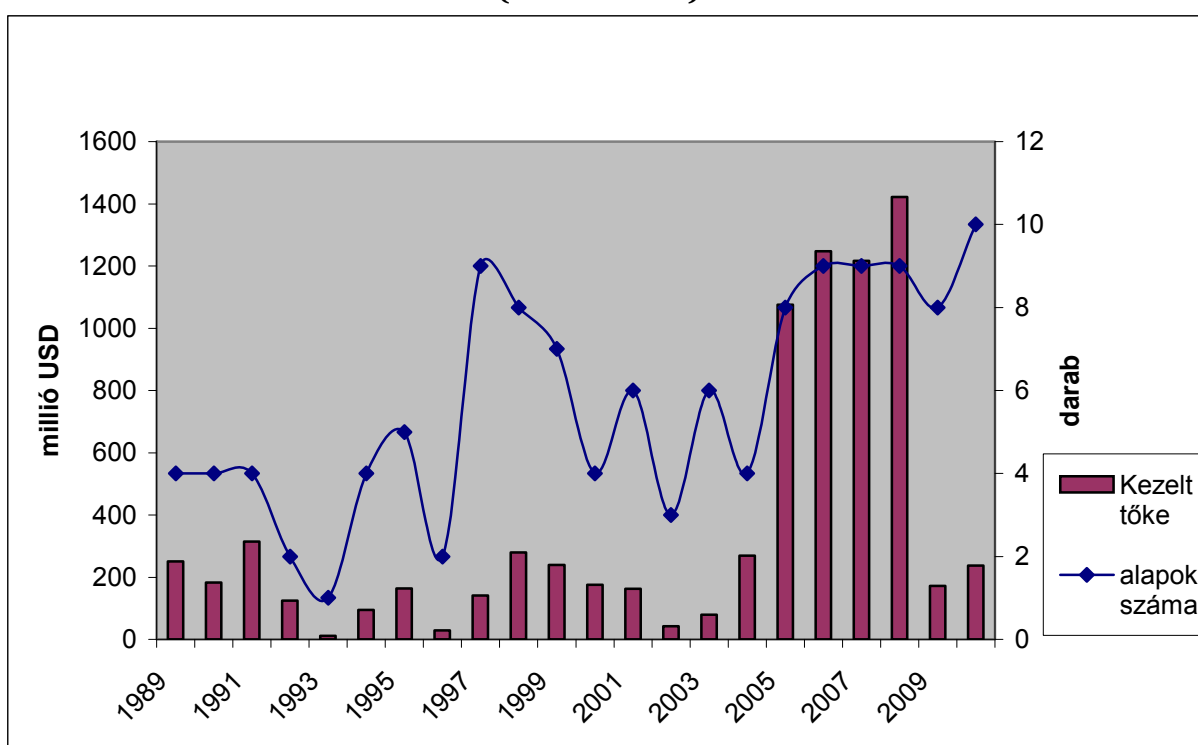
említették. Első helyen ugyan az állami háttérű kockázati tőkebefektetők bürokratizmusát jelölték meg, a második és harmadik legfontosabb akadályozó tényezőként viszont már a befektetési ajánlatokban szereplő üzleti tervek alacsony színvonalát, valamint a cégvezetők vezetői tapasztalatlanságát említették. A negyedik legfontosabb akadály szerintük a gazdaságpolitikai támogatás hiánya volt, ötödikként pedig a befektetők idegenkedése szerepelt a korai fázisú befektetésektől (*Makra és társai, 2007*).

A MAGYARORSZÁGI BEFEKTETÉSEKRE RENDELKEZÉSRE ÁLLÓ TŐKE

Az MKME felkérésére készített felmérés összesített eredménye szerint a vizsgált több mint két évtized során a magyarországi cégekbe kockázati tőkét befektetni szándékozó szervezetek évente átlagosan 360 millió USD-t szántak itteni befektetéseikre. Az összesen közel 8 milliárd USD értékű befektethető tőke allokálása azonban a két évtizedben *nem* volt egyenletes.

3. ábra

A Magyarország iránt (is) érdeklődő új kockázati tőkealapok száma és magyarországi befektetésekre allokált tőkéjének értéke, 1989-2010 (millionUSD)



Forrás: MKME

Megjegyzés: Allokált tőkeként globális alapok esetében a felmérés az alapok által kezelt tőke összegét csupán a tényleges befektetések összegének megfelelő volumennel vette figyelembe. Regionális alapok esetében a felmérés a magyarországi befektetések iránt érdeklődő alapok által kezelt tőke negyedével kalkulált. A kizárólag magyarországi befektetéseket végző szervezetek esetében a felmérésbe a teljes kezelt összeg belekerült.

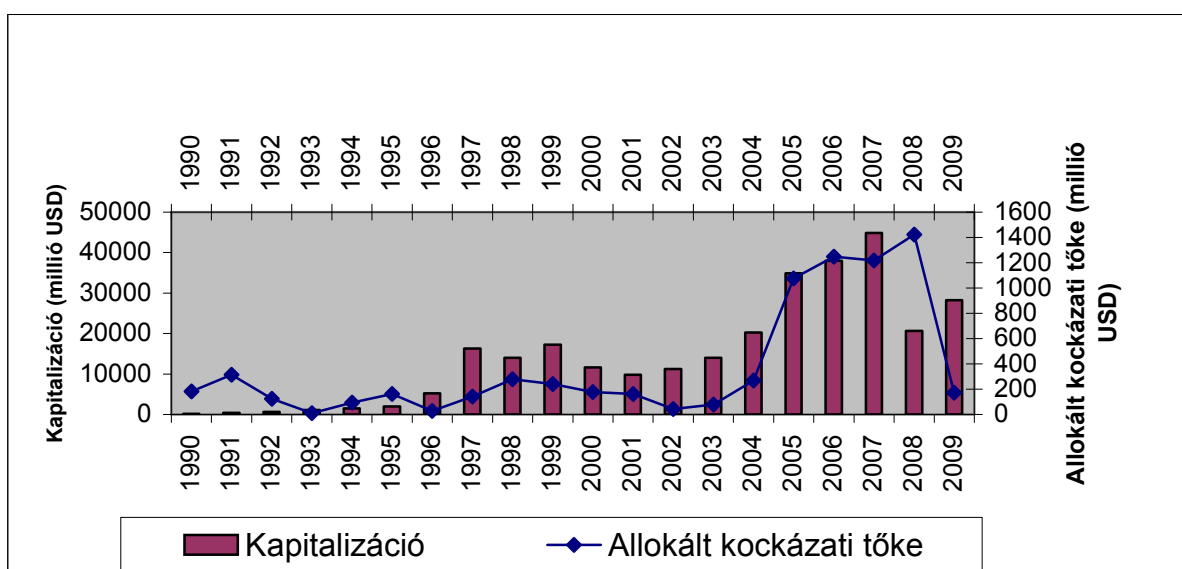
Mivel a magyarországi kockázati tőkeipar forrásainak közel 90 százaléka külföldi tőkéből származott, a nagyobb önellátásra berendezkedett piacokhoz képest *a magyar piac forrásellátását jóval sebezhetőbbé tette a külföldi tőkének való erős kitettség.* A fiatal magyar piacgazdaságban rövid idő alatt nyilván nem akumulálódhattak jelentős tőkék, s a befektetési alapok gazdaságos méretének elérése is csak a külföldi befektetők esetében volt lehetséges.

A kockázati tőkebefektetési céllal a magyar piacon megjelenő alapok által gyűjtött tőke volumene a nemzetközi *tőkepiaci ciklusokat*, valamint a hazai *gazdaság növekedési ütemének* változását követve ciklikusan ingadozott. A piacgazdasági fejlődésben a régióban élenjáró magyar piac már a 90-es évtized utolsó harmadában a külföldi tőkebefektetők kedvelt terepévé vált, majd az EU-csatlakozás kapcsán különösen kedvező helyzetbe került. A kétezres évek második felétől a válság begyűrűzéséig a befektetők által a régióbeli befektetésekre allokált tőke a magyar piac számára is nagyságrendileg megnövekedett befektetésekre adott módot.

A tőzsdei kapitalizáció és a kockázati tőkebefektetése céljából allokált tőke értékének évenkénti alakulását 1990-2010 között bemutató ábra jól érzékelteti, hogy a kockázati tőkebefektetésére a magyar piacra allokált tőke volumenének évenkénti alakulását elsősorban a *tőzsdei befektetéseket is mozgató általános tőkepiaci megítélés* határozta meg. Erre utal, hogy az összes befektethető tőke közel kétharmada 2005 után érkezett a piacra, amikor a válság régióba éréséig a magyar piac a kockázati tőkealapok kedvelt célpontjává vált.

4. ábra

A Budapesti Értéktőzsde kapitalizációja és a magyarországi cégekbe (is) befektetni kívánó kockázati tőkealapok által gyűjtött tőke értékének évenkénti alakulása, 1990-2009 (millió USD)



Forrás: BÉT és MKME

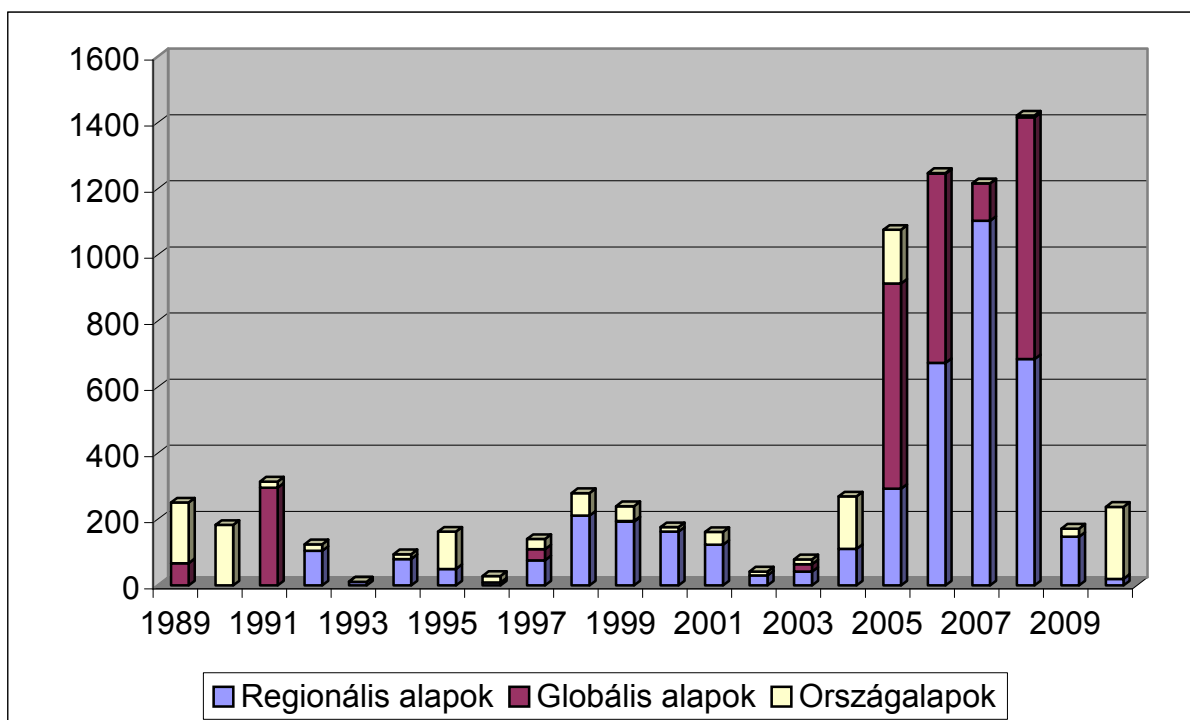
Megjegyzés: Allokált tőkeként globális alapok esetében a felmérés az alapok által kezelt tőke összegét csupán a tényleges befektetések összegének megfelelő volumennel vette figyelembe. Regionális alapok esetében a felmérés a magyarországi befektetések iránt érdeklődő alapok által kezelt tőke negyedével kalkulált. A kizárólag magyarországi befektetéseket végző szervezetek esetében a felmérésbe a teljes kezelt összeg belekerült.

A befektethető tőke értékének alakulása a magyar piacon befektető *alapok típusainak*¹³ *átrendeződésében* is tükröződik. Mivel a különböző regionális fókuszú alapok tőkeereje eleve nagyon eltérő volt, így egyes csoportjaik térnyerése maga is hozzájárult a befektetésre allokált tőke változásához. Míg a *kizárólag a magyar piacon* befektetni kívánó országalapok átlagos mérete a vizsgált húsz év alatt nem érte el a 30 millió USD értéket, addig a *regionális alapok* által allokált tőke értéke ennek a dupláját is meghaladta. A *globális szinten működő alapok* magyar piacra szánt tőkéje pedig még ezt is jelentősen túlszárnyalva, átlagosan 200 millió USD értékű volt.

A vizsgált időszak elején elsősorban a kizárólag magyarországi befektetésekre szakosodott országalapok jelentek meg a hazai piacon. A rendszerváltást követően, illetve a privatizáció megindulásakor a multilaterális (kormányközi) alapok szerepe vált fontossá. Regionális alapok régiós viszonylatban viszonylag korán, már 1992-ben jelentkeztek a magyar piacon, s kis megtorpanásokkal mindvégig ezen alapok játszották a tőkeellátásban a főszerepet. Az EU-csatlakozás kapcsán megnövekedett bizalom a *regionális alapok további térnyerésével* járt. A kockázati tőkeágazat kétezres évek második felétől beköszöntő rövid “aranykora” pedig néhány globális alap jelentkezését is magával hozta. A magyar piacot 2008-ban elérő válság nyomán visszaeső nemzetközi érdeklődés miatt a kétezres évtized legvégén ismét az országalapok jelentősége nőtt meg.

¹³ A felmérés az alapokat a befektetések földrajzi fókuszja alapján három kategóriába sorolta: globális, regionális és országalapok. A globális alapok esetében a felmérés a kezelt tőke összegét csupán a tényleges befektetések összegének megfelelő volumennel vette figyelembe. A regionális alapok esetében a kezelt tőke negyedével kalkulált, tekintve hogy a befektetők tőkéjük ennél nagyobb hányadát nem szánták magyarországi befektetésekre. Az országalapok esetében a felmérésbe a teljes kezelt összeg került bele.

A magyarországi cégek iránt (is) érdeklődő kockázati tőkealapok által gyűjtött tőke értékének évenkénti alakulása az alapok földrajzi fókuszusa szerint, 1989-2010 (millió USD)



Forrás: MKME

Megjegyzés: Allokált tőkeként globális alapok esetében a felmérés az alapok által kezelt tőke összegét csupán a tényleges befektetések összegének megfelelő volumennel vette figyelembe. Regionális alapok esetében a felmérés a magyarországi befektetések iránt érdeklődő alapok által kezelt tőke negyedével kalkulált. A kizárólag magyarországi befektetéseket végző szervezetek esetében a felmérésbe a teljes kezelt összeg belekerült.

Az allokált tőke eredete, azaz tulajdonosok szerinti megoszlása kihat a befektetési szervezetek motivációjára, méretére, kockázatvállalási hajlandóságára, valamint megtérülési követelményeire. Célszerű tehát az alapok forrásainak eredetét is megvizsgálni. A magyar piacon befektetni szándékozó alapok tulajdonosai között az állami részvétel erősödése a piacépítő, valamint a választásokhoz kapcsolódó bizalomerősítő motivációkat tükrözi, háttérbe szorulása pedig a piac érettségét, a tisztán profitszemponatok térnyerését jelzi.

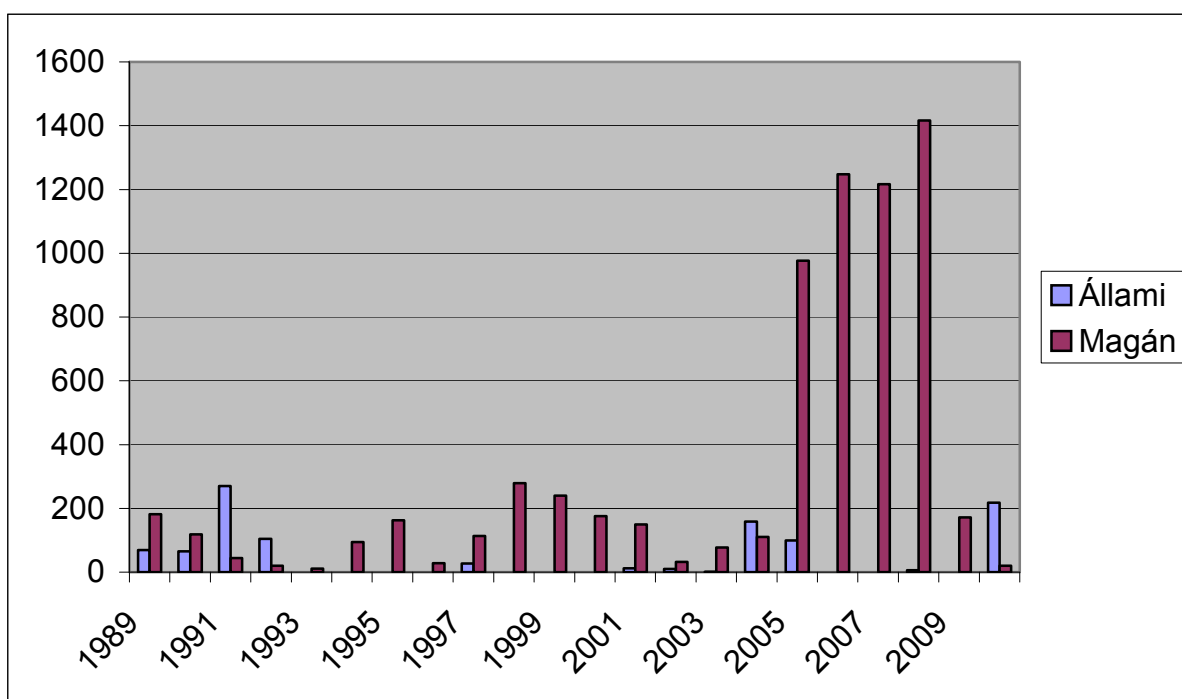
Az állami szerepvállalás elsősorban az ágazat létrejöttékor, a kétezres évek derekán, illetve az európai közösségi források 2009-es megnyílása nyomán volt számottevő. A magyarországi befektetésre készülő alapok közül az eredetileg egyes államok befizetéseiből gazdálkodó multilaterális és országalapok szerepe az ágazat létrejöttékor, azaz 1990–1992 között volt igen jelentős. A kezdeti időszakban a magyar piacra merészkedő finanszírozók tőkéje még túlnyomórészt kormányzati forrásból származott, s e szervezetek jelenlétükkel hozzájárultak a külföldi magánszférabeli befektetők bizalmának növeléséhez. Az állami források fele a vizsgált időszak elején érkezett, negyede az információtechnológiai boom

lecsengése után, azaz a kétezres évtized első felében jelent meg a piacon. A hazai költségvetési forrásból származó állami források kínálata különösen 2004-2005-ben nőtt meg jelentősen, a kis- és középvállalatok kockázati tőkefinanszírozásának fellendítését célzó állami intézkedések nyomán. Végül 2010-ben érkezett a kockázati tőkepiacra az állami források legújabb hulláma, amikor az összes állami forrás több mint ötödével felállításra kerültek a magánszektorbeli tőkével közösen finanszírozott hibrid Jeremie-alapok.

A magyarországi kockázati tőkeágazat fejlettségét, a piacgazdaság kiépítésében játszott fontos szerepét egyértelműen jelzi, hogy a vizsgált két évtized folyamán összességében a befektetésekre rendelkezésre bocsátott tőke 87%-a magánszektorbeli tőketulajdonosoktól érkezett a piacra.

6. ábra

A magyarországi cégek iránt (is) érdeklődő kockázati tőkealapok által gyűjtött tőke értékének évenkénti alakulása az alapok tulajdonosi köre szerint, 1989-2010 (millió USD)



Forrás: MKME

Megjegyzés: Allokált tőkeként globális alapok esetében a felmérés az alapok által kezelt tőke összegét csupán a tényleges befektetések összegének megfelelő volumennel vette figyelembe. Regionális alapok esetében a felmérés a magyarországi befektetések iránt érdeklődő alapok által kezelt tőke negyedével kalkulált. A kizárólag magyarországi befektetéseket végző szervezetek esetében a felmérésbe a teljes kezelt összeg belekerült.

Mivel a nemzetközi tapasztalatok szerint a kockázati tőkepiac forrásellátása elsősorban az *intézményi megtakarítóktól*, ezen belül is főként a nyugdíjpénztáraknak tőkeigérvényeitől függ, a piac ezen szereplőinek aktivitása a magyarországi befektetéseket is jelentősen meghatározza. Az intézményi finanszírozók közül a *helyi szereplők* jelentőségét külön is

kiemeli, hogy az ország adottságait és aktuális piaci helyzetét a nemzetközi intézményeknél jobban ismerő, *helyi intézményi finanszírozók részvétele a kockázati tőkebefektetések finanszírozásában csökkentheti a piac kitétséget* a nemzetközi tőkepiaci ciklusoknak. A helyi megtakarításoknak a kockázati tőkeágazatba történő becsatornázása azért is fontos, mert az induló és korai fázisban tartó ígéretes cégek finanszírozását is elsősorban a hazai székhelyű kockázati tőkebefektetők végzik (Karsai, 2009). A magyarországi befektetési céllal tőkét gyűjtő alapok magánszférabeli (vég)befektetőinek pontos intézményi összetételéről nem állnak rendelkezésre adatok. Az EVCA adatai alapján azonban tudható, hogy a régió egészében befektető kockázati tőkealapok tőkéjének legnagyobb hányada, 25-30%-a közvetlenül vagy esernyőalapok beiktatásával nyugdíjpénztáraktól érkezett, majd a kétezres évek végére ezen intézmények szerepe csak a válság hatására 10% alá esett vissza (V.ö. EVCA, 2011). Feltételezhető továbbá, hogy a régióbeli tőkealapokba befektető nyugdíjpénztárak között igen alacsony volt a helyi nyugdíjalapok szerepe, tekintve hogy az összes régióba befektetni kívánt tőkehányadnak csupán 1-3%-a származott régión belüli forrásokból.

A fentiek alapján ugyancsak valószínű, hogy a magyar piacra szánt kockázati tőkében is *rendkívül alacsony volt a hazai intézményi befektetők részvétele*. Nemcsak a tőkeakkumuláció és a pénzügyi kultúra fejlődésének időigénye miatt, hanem azért is, mert jogilag csupán 2006 elejétől, azaz a tőkepiaci törvény módosítása nyomán nyílt lehetőség ezen intézmények bekapcsolódására a kockázati tőkepiac finanszírozására.¹⁴ A hazai intézményi finanszírozók megtakarításainak a kockázati tőkébe, mint vagyonosztályba kerülését a törvényi előírások 2005 végéig Magyarországon gyakorlatilag kizárták.¹⁵ Az MTA Közgazdaságtudományi Intézetben 2009 nyarán lefolytatott kérdőíves felmérés (Karsai, 2010/a,b) szerint a magyarországi önkéntes- és magánnyugdíjpénztárak körében egyértelműen *pozitív* volt a kockázati tőke szerepének megítélése. Két magán-nyugdíjpénztár már rendelkezett is ilyen jellegű befektetéssel, középtávon pedig már a pénztárak kétharmada tervezte, hogy eszközeinek 1-3%-át ezen eszközcsoportba fekteti. Ez nagyságrendileg *potenciálisan 150 milliárd forint friss tőke beáramlását tette volna lehetővé* a kockázati tőkeágazatba. 2011-re azonban a magyarországi kockázati tőkebefektetések finanszírozásának *e potenciális forrása megszűnt*, miután a magánnyugdíjpénztárak szabályozása megváltozott¹⁶, ami a magánnyugdíjpénztári tagok

¹⁴ Ekkor nyílt Magyarországon először lehetőség arra, hogy önkéntes- és magánnyugdíjpénztárak pénztári eszközeik legfeljebb 5 százalékát Magyarországon bejegyzett kockázati tőkealapok jegyeibe, illetve külföldön bejegyzett és a kibocsátás országában kockázati tőkealapnak minősülő alap jegyeibe fektessék. (A tőkepiaci törvény módosítása kapcsán a kockázati tőkealapok megváltozott szabályozásáról lásd Banyár és Csáki, 2006.)

¹⁵ A jogszabályi előírások a magyarországi kockázati tőkepiac legfontosabb állami szereplőjének, a Magyar Fejlesztési Banknak is csak 2007 nyarától tették lehetővé kockázati tőkealapok által kibocsátott tőkealap jegyek megvételét.

¹⁶ Lásd a nyugdíjpénztár-választás szabadságáról szóló, valamint a magán-nyugdíjpénztári befizetésekhez kapcsolódó 2010. évi törvénymódosításokat.

túlnyomó hányadának a társadalombiztosítási nyugdíjrendszerbe történő visszalépését kényszerítette ki.¹⁷

A MAGYARORSZÁGI CÉGEKBE FEKTETETT TŐKE

A magyarországi kockázati tőkepiac 1989 és 2010 közötti időszakáról készült felmérésben (Karsai, 2011) szereplő 126 befektetési szervezet a vizsgált több mint húsz év során a magyarországi befektetésekre potenciálisan rendelkezésre álló 8 milliárd USD értékű tőkéjének ténylegesen közel 50%-át fektette be, amikor *közel 420 ügylet keretében 3,7 milliárd USD értékű kockázati tőkét nyújtott magyarországi cégeknek.*

A gyűjtött és a befektetett tőke volumenének eltérését több tényező is magyarázza. A gyűjtött tőke számszerűsítésénél eleve *torzítást* okoz, hogy a húsz évre vonatkozó felmérés a tőkeigérvények legnagyobb hányadát képviselő regionális alapok esetében a gyűjtött tőke negyedét tekintette a magyar piac számára potenciálisan elérhetőnek. A regionális alapok ugyanis *nem határoznak meg előre kvótákat* a befektetések célországára, az egyes piacokon történő befektetést mindig az aktuális befektetési ajánlatok közötti verseny dönti el. A húsz évre vonatkozó felmérés előfutárát jelentő, *1989 és 2004 közötti időszakra* vonatkozó felmérés idején a magyar piac esetében a *25%-os arány még reális volt*, azaz a magyar piac ekkor még jóval a földrajzi mérete feletti tőkehányadot vonzott. A kockázati tőkeágazat infrastruktúrájának hazai kiépültsége és az alapkezelők nagyobb jártassága ellenére *a magyar piac regionális jelentősége azonban idővel visszaszorult.* A korábbi vezető pozíció megőrzését részben a gazdaságpolitika terén elkövetett hibák okozták, részben pedig olyan szükségszerűen bekövetkező pozícióvesztés, amit a privatizációs lehetőségek kimerülése, illetve a regionális terjeszkedés szempontjából vállalatátvételi célpontként szóbjáható közép vállalatok alacsony száma, illetve a piac relatíve kis mérete indokolt. Az el nem költött tőkét más oldalról ugyanakkor az is magyarázza, hogy a regionális alapok tőkegyűjtésének zöme a válságot közvetlenül megelőző időszakra, azaz a térség „aranykorára” esett, így a tíz éves élettartamú alapok rendkívül nagy összegű tőkéjének elköltésére *még több év áll rendelkezésre* még akkor is, ha ez az időtartam már a befektetésekből történő kiszállást is magában foglalja.

A magyarországi kockázati tőkebefektetések nagyságára a nemzetközi tendenciák és a régió megítélésének változása mellett természetesen a magyarországi befektetési lehetőségek változása, az ezt segítő vagy éppen nehezítő hazai *gazdasági környezet* is nagy hatást gyakorol. Ez utóbbi megnyilvánul Magyarországnak a versenytárs poszt-szocialista

¹⁷ A korábbi 2800 milliárd forintos magánnyugdíjpénztári vagyomból csupán 234 milliárd forint maradt a magánnyugdíjpénztárak kezelésében.

országokhoz viszonyított helyzetében, s az egyes évek eltérő eredményeiben is. Egy-egy ország vonzerejében nagy szerepe van a kialakult gazdasági mechanizmusnak - a jogszabályoknak és azok tényleges betartásának -, a vállalati kultúrának, de nem kevésbé az adottságok meghaladását lehetővé tevő *gazdaságpolitikának*. Míg a Magyarországon az 1989-ig fennálló tervgazdasági viszonyok mondhatni definíciószerűen kizárták a kockázati tőke működési lehetőségét, a piacgazdasági átalakulás megindulása számos területen, így például a privatizáció, a vállalatok piaci és/vagy technológiai átstrukturálása, az induló vállalkozások terén kiváló lehetőségeket rejtett magában. Ezt a lehetőséget még markánsabbá és ígéretesebbé tette, hogy a magyarországi átalakulás azonnal világgazdasági nyitással, a globális folyamatokba való mind teljesebb bekapcsolódással járt együtt.¹⁸

A magyar piacgazdasági átalakulás lényegében 2004-ben, az EU-tagság elnyerésével fejeződött be. A 2010-ig eltelt két évtizedben a *piacgazdaság kiépülésének és fejlődésének trendje nem folyamatosan, hanem ciklusokon keresztül érvényesült*. A trend magában foglalja a piaci, termelési és tulajdonosi struktúra radikális átalakulását. A vizsgált éveket a gazdasági folyamatok és a követett gazdaságpolitika alapján elég jól körülhatárolható időszakokra lehet osztani. Ennek lényege, hogy a parlamenti választásokat megelőző élénkítő, a konfliktusokat lehetőség szerint kerülő, rövidtávú népszerűsége törekvő, s mindezek hatására egyensúlyvesztő gazdaságpolitikát a választások után rendszerint kényszerű kiigazítás követi. A ciklikusság - a különböző gazdasági és privatizációs folyamatok periodikus gyorsulása és lassulása - tehát részben belpolitikai okokkal függ össze (*Karsai G., 2006*).

A választási gazdaságpolitika a választások évében a kiadások megugrása és esetenként az adóterhek csökkentése révén az államháztartási deficit megugrásához vezet. Ezt kényszerű konszolidáció követi. A választási években - 1994-ben, 1998-ban, 2002-ben és 2006-ban - volt a legnagyobb a hiány, amit a következő években kiigazítás követett. A 2010. évi államháztartási hiány nem volt kiugró, sőt kisebb volt az előző évinél.^{19,20}

A ciklikusság a kockázati tőkebefektetések esetében is jól látszik. A magyar székhelyű cégeknek nyújtott kockázati tőkebefektetések 2006 kivételével mindig a választási években -

¹⁸ A Magyarországon kialakult piaci privatizációt kezdettől kényszerré tette az árbevételre való ráutaltság, míg lehetőségét a vállalatok szocialista reform-folyamat révén kialakult viszonylagos alkalmazkodóképessége teremtette meg.

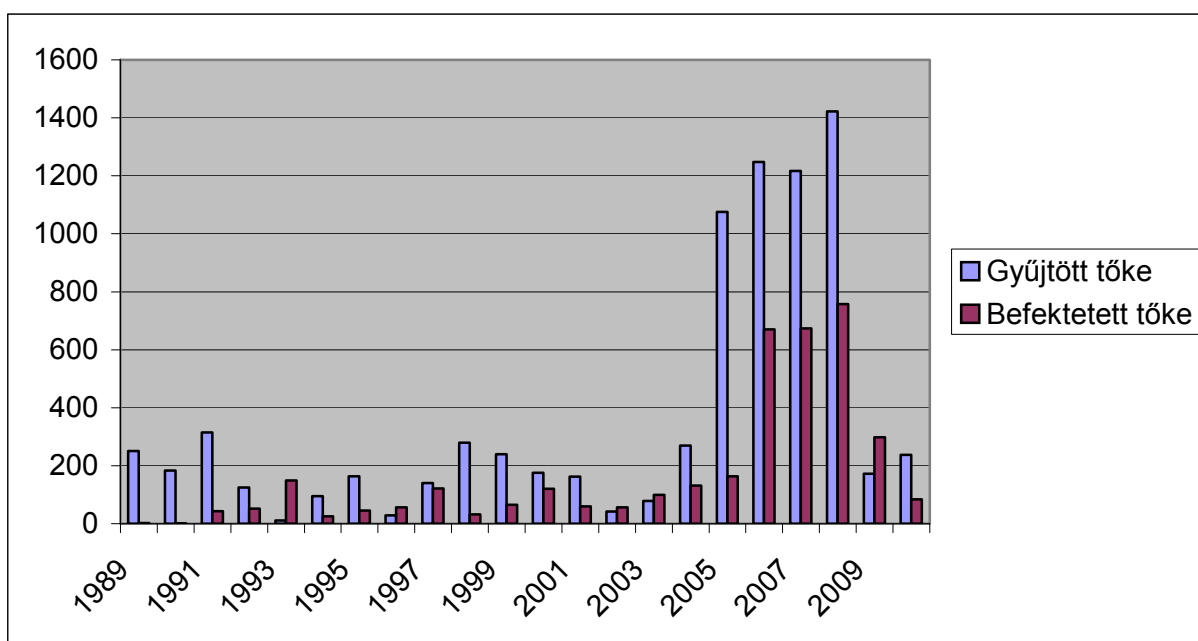
¹⁹ A privatizáció ciklikussága is ehhez igazodott, a választások előtt a piaccal és a külföldi tőkével szemben mindig felértékelődik az állami szerepvállalás, a mentőöv-dobás, az állami vagyon ingyenes vagy kedvezményes átadásának jelentősége. A költséges konfliktusenyhítést, s ezzel a privatizáció lelassulását a választások után a veszteségforrások elzárása, a privatizációs bevételekre való ráutaltság, valamint a gazdaság versenyképességének és gazdaságpolitika nemzetközi megítélésének javítása érdekében a privatizációs folyamat gyorsulása követi, javítva egyúttal a kockázati tőkebefektetők pozícióit.

²⁰ A 2010-ben távozó kormány kényszerű válságkezelése lehetőséget kínált a választási ciklikusság csökkentésére, a 2010-től alkalmazott „nem szokványos” gazdaságpolitika azonban ezt nem használta ki, így a 2011-ben meghirdetett Széll Kálmán terv, majd a 2011-ben nyilvánosságra hozott 2012. évi költségvetés már ismét a ciklus elején szokásos szigorításokat tartalmazta.

1994, 1998, 2002, 2010 - érték el mélypontjukat, a választási éveket követően pedig fellendülés volt tapasztalható. Ez a ciklikusság a befektetések számában és átlagos értékében egyaránt kimutatható. Míg a tőke befektetése szoros kapcsolatban van a választási évekkal, a tőke kockázati tőkealapoknak történő odaigérése már korántsem nem mutat ilyen szabályszerűséget. Ez érthető is, hiszen a tőkebevonás nagyságában nyilván nagyobb szerepe van a globális és regionális folyamatoknak, míg a konkrét befektetésekből inkább a hazaiaknak. Márpedig a választási évek gazdasági egyensúlyt rontó, a vállalati döntésekbe piacidegen módszerekkel beavatkozó, az exportlehetőségeket esetenként mesterséges felértékeléssel nehezítő, a privatizációs folyamatot fékező, sőt leállító döntései, a külföldi tőkét támadó retorikája nyilvánvalóan elbizonytalanítja a befektetőket. Ugyanakkor a választásokat követő stabilizációs és reformprogramok²¹ kifejezetten ösztönzőleg hatottak a tőkebefektetésekre, így a kockázati tőke befektetésére is.

7. ábra

A magyarországi cégek iránt (is) érdeklődő kockázati tőkealapok által gyűjtött és ténylegesen befektetett tőke értékének évenkénti alakulása, 1989-2010 (millió USD)



Forrás: MKME

Megjegyzés: Allokált tőkeként globális alapok esetében a felmérés az alapok által kezelt tőke összegét csupán a tényleges befektetések összegének megfelelő volumennel vette figyelembe. Regionális alapok esetében a felmérés a magyarországi befektetések iránt érdeklődő alapok által kezelt tőke negyedével kalkulált. A kizárólag magyarországi befektetéseket végző szervezetek esetében a felmérésbe a kezelt teljes összeg belekerült.

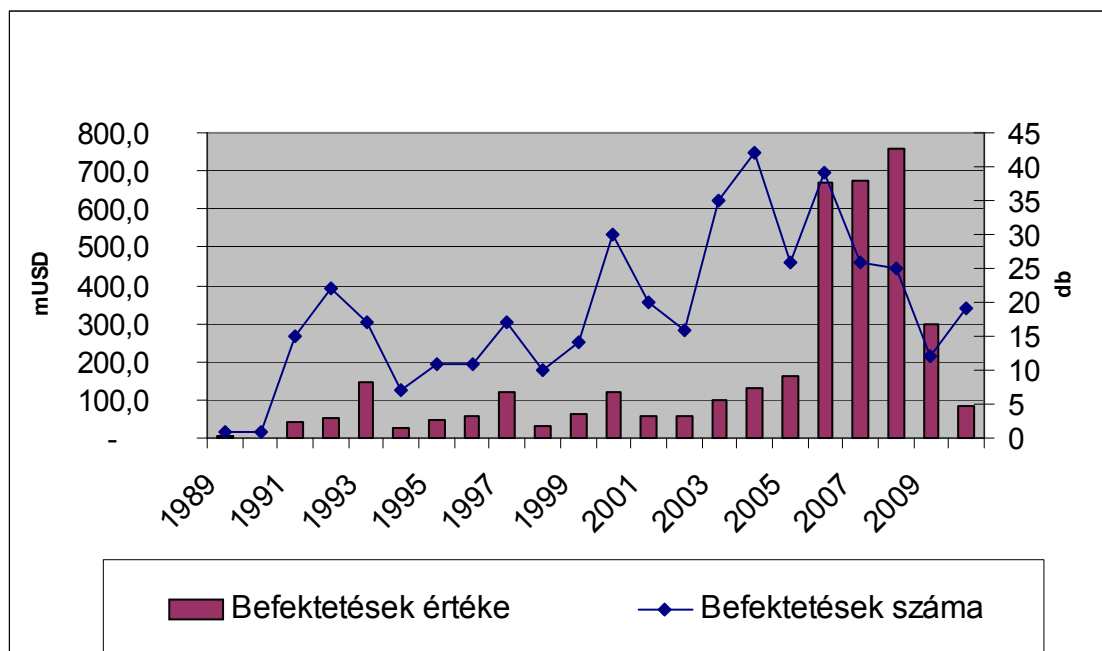
A rendszerváltás utáni jelentős összegű tőkegyűjtést követően az előkészítés időigénye miatt a befektetések csak három év késéssel indultak meg, majd 1993-ban – amikor már friss

²¹ Ilyen volt a Kupa-program 1991-ben, a Bokros-csomag 1995-ben, a második Gyurcsány-kormány kiigazító csomagja 2006-ban.

tőke alig érkezett – érték el első csúcspontjukat. Az 1994-es kormányváltás évében újra megélénkülő tőkegyűjtés hatására a befektetések összege ismét növekedni kezdett, s 1997-ben kiugró értéket ért el. Annak ellenére, hogy a tőkeallokálás 1998-ig növekvő dinamikájú volt, a befektetések 1998-ban – részben a kormányváltással járó bizonytalanság, részben pedig az orosz válság hatására – ismét visszaestek. A befektetők bizalmának visszatérése és az IT-boom kibontakozása nyomán a tőkebefektetések 1999-től erőteljesen nőttek, majd a technológiai boom kifulladására miatt 2001-2002-ben ismét visszaestek, illetve alacsony értéken stagnáltak. E folyamat 2003-ban, elsősorban a küszöbönálló EU-csatlakozás kapcsán vett ismét fordulatot. A befektetések növekedése 2007 és 2009 között rendkívül felgyorsult, s nagyságrendileg a korábbi évekhez képest többszörösére emelkedett. Ekkor a magyar piac – a régió egészéhez hasonlóan – elsősorban abból profitált, hogy a válság kitörése nyomán a nyugat-európai befektetések megtorpantak, ám a válság a régióra ekkor még nem terjedt át. 2009-ben azonban, amikor a válság már a régiós országokban is masszívan érződött, mind a tőkegyűjtési, mind pedig a befektetési kedv visszaesett. Ráadásul a válság az egyébként is meggyengült magyar gazdaságot a régió egészéhez képest is erőteljesebben sújtotta, ezt a helyzetet tükrözi a befektetések régióon belül is kiugró mértékű 2010. évi megtorpanása.

8. ábra

A magyarországi kockázati tőkebefektetések számának és értékének évenkénti alakulása, 1989-2010 (darab, millió USD)



Forrás

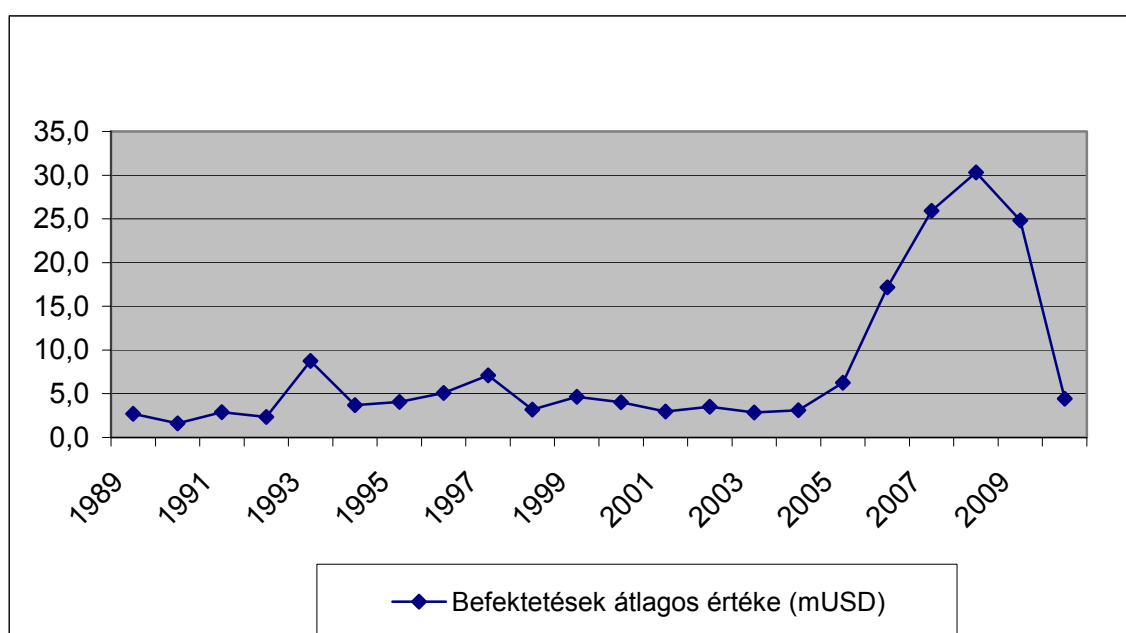
s: MKME

A befektetések értékének és a befektetési ügyletek számának *megugrása* eleinte a *választásokat megelőző években* volt megfigyelhető, csupán a kétezres évtized fordulóján jelentkező *technológiai buborék* és a kétezres évtized utolsó harmadában tapasztalt

befektetési boom, illetve az ezeket az időszakokat követő *válság* törte meg ezt a tendenciát. Míg a kilencvenes évtizedben a legnagyobb értékű befektetési ügyletekre a *privatizáció* kapcsán került sor, az internet boom idején már a sok kisebb *technológiai ügylet* együttes hatására nőtt meg a befektetések értéke. A kétezres évtized második felében rendszerint reorganizációra szoruló, avagy a fő profilra összpontosítás miatt eladásra kerülő, nemzetközi tevékenységet folytató, érett cégeket érintő néhány nagy értékű *kivásárlási ügylet* eredményezte a befektetések értékének jelentős megemelkedését, miközben a tranzakciók száma egyre csökkent. 2010-ben, amikor a Jeremie-alapok befektetései megindultak, a befektetések száma ismét nőni kezdett, a befektetések értéke azonban a válság nyomán elmaradó nagy értékű kivásárlások folytán továbbra is alacsony maradt. A legnagyobb kockázati tőkevolumen (670 millió USD) a válságot közvetlenül megelőzően 2008-ban került a magyar piacra, míg a legtöbb befektetési ügylet (42 darab) az állami szervezetek befektetéseinek felélénkülése nyomán 2004-ben született.

9. ábra

A magyarországi kockázati tőkebefektetések átlagos értékének évenkénti alakulása, 1989-2010 (millió USD)



Forrás: MKME

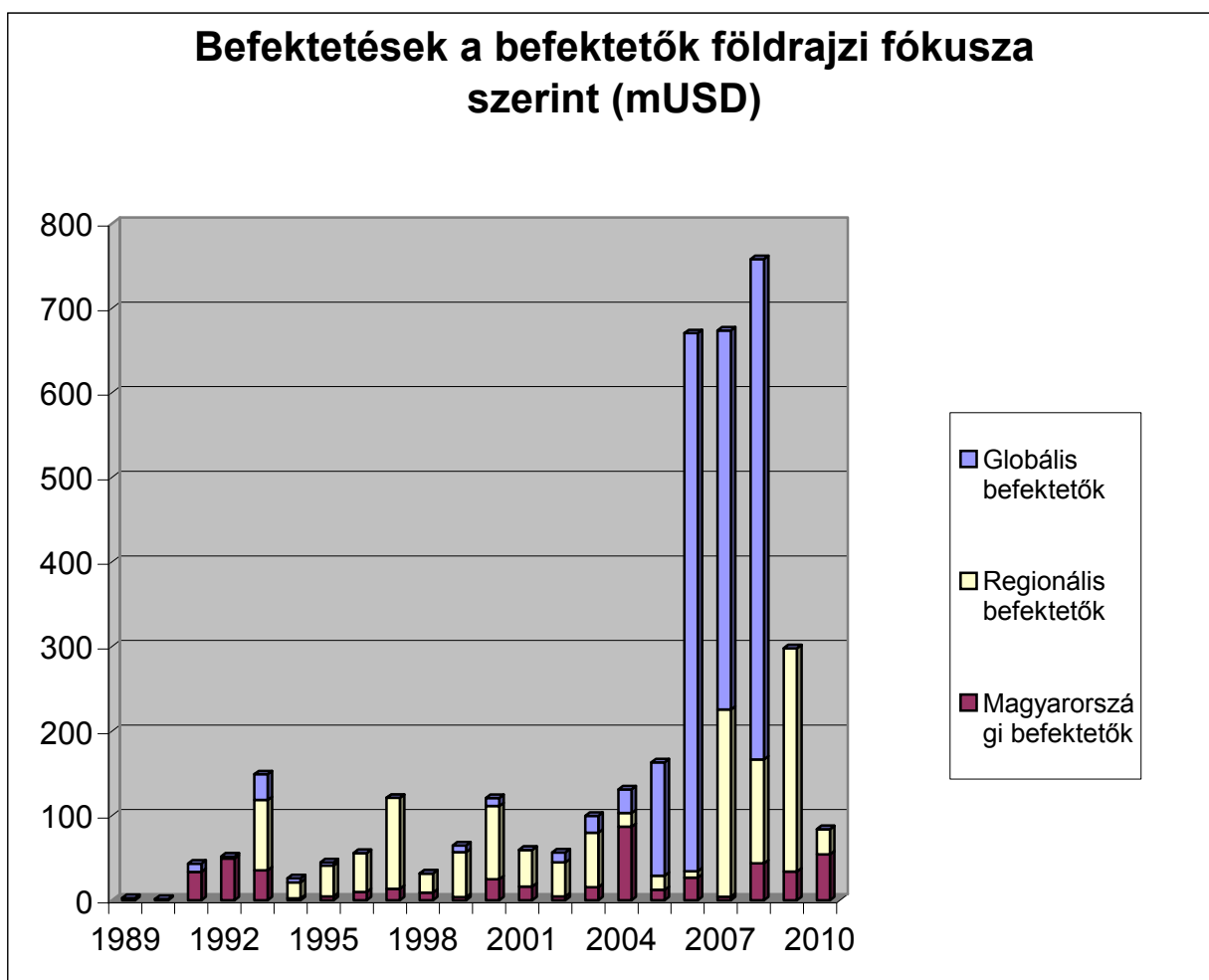
A magyarországi vállalkozások közül az elmúlt több mint két évtized során *évente átlagosan közel 19 cég kapott kockázati tőkét*. Az átlagosan évente a magyar vállalkozásokba fektetett kockázati tőke értéke közel 170 millió USD értékű volt, egy-egy cég így átlagosan közel 9 millió USD értékű kockázati tőkebefektetéshez jutott. Az átlagos befektetési érték azonban jelentős eltéréseket takart az első 15, majd az azt követő 7 évben, mivel Magyarország *EU csatlakozását követően nagymértékben megnőtt a kockázati tőkeként átlagosan befektetett összeg*. Míg a rendszerváltástól az EU csatlakozásig, azaz 1989 és 2004

között eltelt időszakban az egyes tranzakciók során befektetett tőke éves átlaga alig érte el a 4 millió dollárt, az ezt követő évek befektetési átlaga ennek 4,5-szerese, azaz 18 millió dolláros volt.

Az egyes évek befektetési átlagának alakulását a befektetéseket végző *alapok közötti átrendeződés* is jelzi.

10. ábra

A magyarországi kockázati tőkebefektetések értékének évenkénti alakulása a befektetők földrajzi fókusza szerint, 1989-2010 (millió USD)



Forrás: MKME

Az ábrából jól látszik, hogy a legnagyobb értékű befektetéseket a *globális* alapok hajtották végre, amelyek szerepe 2006-tól kezdve nőtt meg erőteljesen, egészen a kétezres évek végére való megszűnésükig. A *regionális* befektetők 1993-tól kezdve jóformán mindvégig meghatározó szerepet gyakoroltak a befektetések alakulására. A *magyarországi* országalapok jelentősége a vizsgált időszak elején, 2004-ben, majd az utolsó három évben érvényesült. A különböző földrajzi fókuszú befektetők által végrehajtott ügyletek súlya jelentősen eltért. A *legtöbb*, közel 270 ügyletet a *kizárólag a magyar piacon befektető*

szervezetek hajtották végre, amivel az összes befektetés darabszámának közel kétharmadát képviselték. A kizárólag a magyar piacra fókuszáló szervezetek befektetéseinak a vizsgált időszakban mért nem egészen fél milliárd dollárnyi értéke a húsz év alatt született összes befektetés értékének 13%-át adta. A *regionálisan befektető alapok* által végrehajtott 120 ügylet az összes befektetési akció közel 30%-át tette ki. E szervezetek összesen közel 1,3 milliárd dollár értékű tőkét fektettek be magyar cégekbe, amivel az *összes befektetés értékének több, mint egyharmadát képviselték*. A *globálisan*, azaz Európa egészében illetve világszerte befektető alapok ügyleteinek száma a magyar piacon nem érte el a 30-at, az összes ügylet számának 10%-át, miközben ezen alapok közel 2 milliárd dollár értékű befektetése tette ki az *összes magyarországi befektetés értékének több mint felét*. Mindebből már látható, hogy az eltérő földrajzi fókuszú befektetők által végrehajtott egyedi ügyletek nagyságrendje is különbözött. A magyar piacra fókuszáló szervezetek befektetéseinak átlaga még a 2 millió dollárt sem érte el, míg a regionális alapoknál az átlag meghaladta a 10 millió dollárt, a globális alapoknál pedig majdnem elérte a 70 millió dollárt. Az összes befektető által végrehajtott mintegy *félezer magyarországi ügylet átlagos értéke közel 9 millió USD-t tett ki*.

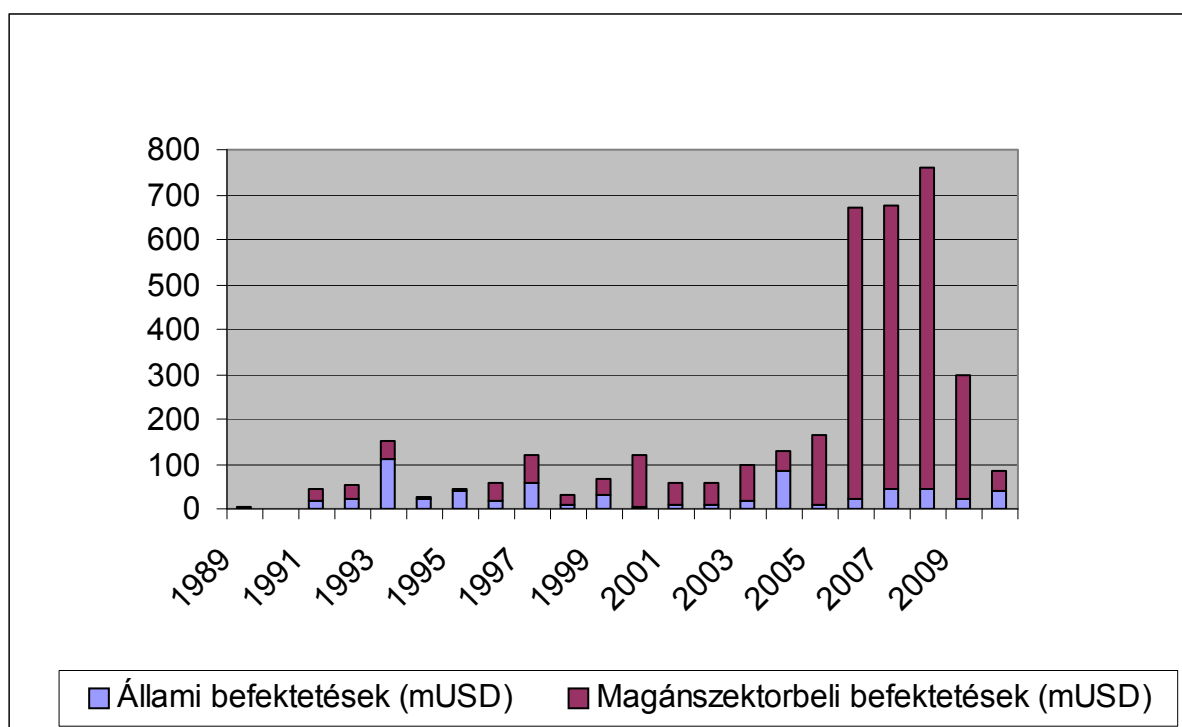
1. tábla

A magyarországi kockázati tőkebefektetések számának és értékének megoszlása, valamint átlagos értéke a befektetők földrajzi fókusza szerint, 1989-2010 (db, mUSD, %)

	Befektetések száma (db)	Befektetések számának megoszlása (%)	Befektetések értéke (mUSD)	Befektetések értékének megoszlása (%)	Befektetések átlagos értéke (mUSD)
Magyarországi befektetők	268	64,4	484,5	13,1	1,8
Regionális befektetők	120	28,8	1281,7	34,6	10,7
Globális befektetők	28	6,7	1940,4	52,3	69,3
Összes befektető	416	100	3706,6	100	8,9

Forrás: MKME

A magyarországi kockázati tőkebefektetések értékének évenkénti alakulása a befektetők tulajdonosi háttére szerint, 1989-2010 (millió USD)



Forrás: MKME

A magyarországi kockázati tőkepiacon az *állami és a magánszektorból érkező tőkét befektető szervezetek* egyaránt fontos, ám *eltérő funkciót láttak el*. Tevékenységükből adódóan átlagos befektetési méretük is különböző volt. Így az állami háttérű szervezetek egy ügylet keretében átlagosan 3 millió dollárt, a magánszektorbeli alapok pedig ötször ennyit, 15 millió dollár feletti összeget fektettek be. A vizsgált több mint húsz év során *állami háttérű befektetők*hez kötődött lényegében minden második ügylet. Mivel az állami háttérű szervezetek kizárólag a *klasszikus kockázati tőkebefektetések* terén működtek, s e tranzakciók a kivásárlásokhoz képest eleve sokkal kevesebb tőkét mozgatnak meg, így az állami tőkét befektető szervezetek a magyar piacon befektetett közel 650 millió USD értékű tőkéje az *összes hazai befektetés értékének* a számarányhoz képest jóval alacsonyabb, csak mintegy 18%-át képviselte. *Magánszektorbeli kockázati tőkefinanszírozók* így a vizsgált két évtizedben az *összes ügylet közel felével a befektetések értékének közel 83%-át adták*. A magánforrásból származó tőke térnyerése a magyarországi kockázati tőkepiac fejlődéséről tanúskodik, azaz arról, hogy a piacgazdaság kiépülésével a tőkepiac ezen szegmense is kifejlődött, s hasonlatossá vált más fejlettebb piacokhoz.

A magánszektorbeli kockázati tőkebefektetők tőkéje a magyar piacon főként az ezredforduló utáni években vált meghatározóvá. Kivételt képez a 2004-es és a 2010-es év.

A magyarországi kockázati tőkebefektetések száma, értéke, valamint átlagos mérete a befektetők tulajdonosi háttere szerint, 1989 és 2010 között összesen (darab, millió USD, százalék)

A magyarországi kockázati tőkebefektetések száma, értéke, valamint átlagos mérete a befektetők tulajdonosi háttere szerint, 1989 és 2010 között összesen (darab, millió USD, százalék)	Befektetések száma (db)	Befektetések számának megoszlása (%)	Befektetések értéke (mUSD)	Befektetések értékének megoszlása (%)	Befektetések átlagos értéke (mUSD)
Állami háttérű befektetők	218	52,4	648,7	17,5	3,0
Magánszektorbeli befektetők	198	47,6	3058,0	82,5	15,4
Összes befektető	416	100	3706,7	100	8,9

Forrás: MKME

2002 óta az állam, érzékelve az induló és korai fázisban tartó magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutási nehézségeit, költségvetési források felhasználásával egy sor kockázati tőketársaságot, illetve alapot hozott létre (Karsai, 2002, 2004, 2006). Az állami befektető szervezetek aktivizálódása nyomán 2004-ben új tendenciaként a magyarországi kockázati tőkepiacon felerősödött az állami szerepvállalás a viszonylag kisebb vállalkozások finanszírozása terén. E piaci szegmensben a magánforrásból származó kockázati tőke a technológiai boom kifulladására óta alig működött, azaz a magánszektor kisebb összegű kockázati tőke projektjeinek helyét az állami tulajdonban lévő befektetési társaságok által végrehajtott finanszírozási akciók vették át. Azaz az állami forrásból származó kockázati tőke nem kiegészítette, hanem helyettesítette a magánbefektetőket (Karsai, 2002, 2004, 2006). Az állami finanszírozók leginkább a cégek fejlődésének *expanzív* szakaszát finanszírozták, s jellemzően a hagyományos ágazatokat részesítették előnyben, azaz az erőteljesebb állami szerepvállalás lényegében érintetlenül hagyta a csúcstechnológiai szektorokat (Karsai, 2006).

A kockázati tőkepiacra szánt költségvetési források befektetésére a kétezres évek utolsó harmadáig a magyar kormány azt a nemzetközi gyakorlatban ma már *kivételesnek* számító megoldást alkalmazta, hogy a kizárólagos tulajdonában álló befektetési társaságok és kockázati tőkealapok saját vezetőik döntése alapján kiválasztott cégekbe közvetlenül maguk

fektették be a tőkét. Az állami háttérű befektetők *nem a piacon szokásos hozamkövetelményeket támasztották* a portfóliójukba választott cégekkel szemben, s a befektetéseikből történő kiszállást sem a kockázati tőkések megszokott módján biztosították. Valójában a tőkebefektetést burkoltan *hitelnyújtássá változtatták* azokban a szerződésekből, amelyeket a finanszírozott cégekkel kötöttek, ami merőben eltért a magánszektorbeli szereplők gyakorlatától. Az állami befektetők deklaráltnak nem kívántak részt venni a finanszírozott vállalkozások irányításában, csupán azok ellenőrzését tartották fontosnak.²²

2010-ben a *Jeremie-alapok*²³ megjelenésével az állam a közvetlen tőkebefektetés mellett a nemzetközi gyakorlatban már bevált, úgynevezett *hibrid alapokon keresztül* is részt kívánt venni a magyarországi vállalkozások kockázati tőkefinanszírozásában. A Jeremie-alapok működésük első évében befektetéseikkel már a magánszektorhoz hasonló súlyt értek el, amikor a válság és a gazdaság fejlődésének bizonytalanná válása miatt a piac többi szereplőjének érdeklődése megcsappant a magyarországi projektek iránt. A Jeremie-alapok révén az állam első ízben próbálkozott meg azzal, hogy a magánszférában működő kockázati tőkealapokat *az állam által preferált vállalkozások felé terelje*.²⁴ Azaz hogy *a létrejövő új alapok* a magánszektor által alig és az állami szektor által korábban szintén kevésbé preferált *innovatív, kisméretű, induló cégek finanszírozására vállalkozzanak*. Az állami célok elérése érdekében az állami ösztönzés a tőke-hozzájáruláson kívül abban is megnyilvánult, hogy befektetőként az állam a magánszektorbeli alap többi befektetőjével a költségeket és a hozamokat nem arányosan osztotta meg.

Az állami és a magánforrások társulásával létrejövő kockázati tőkebefektetések jelentős változást képviselnek a kizárólag állami kezelők által kezelt, állami forrásból származó alapok nem piaci körülmények közötti befektetéseikhez képest. Ez azonban nem jelenti azt, hogy a korábbi gyakorlat alkalmazása megszűnt volna. Ezt jelzi a 2011-ben kizárólag költségvetési forrásokból 14 milliárd forinttal létrehozott állami *Széchenyi Tőkebefektetési Alap (Privátbankár, 2011)*, valamint a három éves szünet után 2011-ben 5 milliárd forint

²² Ezzel az állami kockázati tőkét kapó induló és korai fázisban tartó innovatív cégek éppen attól a tőkén kívül kapható, esetenként rendkívül fontos segítségtől estek el, amelyet a befektetők a siker érdekében nyújthatnak többek között a cég stratégiájának kidolgozásában, a további finanszírozás biztosításában, a megfelelő szakmai kapcsolatrendszer kiépítésében, avagy a vezetőség kialakításában (Karsai, 2002, 2004.; Kosztópulosz – Makra, 2004, Makra, 2006 és Szerb, 2006).

²³ A Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises (JEREMIE) program keretében 2009 végén nyolc tőkealapkezelő nyert el összesen 31,5 milliárd forint értékű közösségi forrást, forrásait 2013-ig helyezhetik ki. Ezt az általuk magánszektorbeli befektetőktől összegyűjtött további 30%, azaz 13,4 milliárd forint összesen 44,9 milliárd forintba egészítette ki. A létrehozott 4 és 7,4 milliárd forint közötti tőkét kezelő alapok forrásait 2013-ig helyezhetik ki.

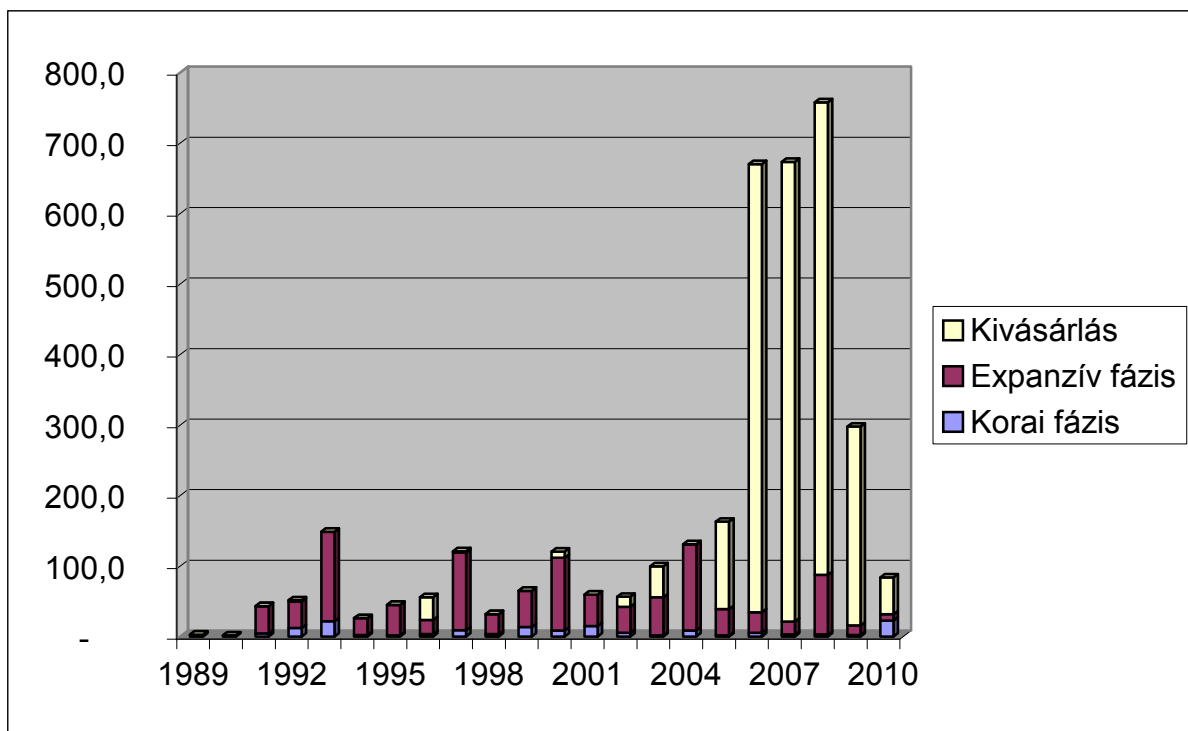
²⁴ A 2007-ben elindított Jeremie konstrukció alapján 2010-ben tevékenységét megkezdő nyolc Jeremie-alaphoz képest már 2008-ban sor került egy olyan tőkealap felállítására is, amelyet az állami tulajdonú Magyar Fejlesztési Bank egy japán magánszektorbeli befektetővel közösen hozott létre 100 millió euró tőkével.

kihelyezését tervező *MFB Invest Zrt.* tevékenységének aktivizálódása (*Napi Gazdaság, 2011*).

A kockázati tőkebefektetések gazdaságbeli funkcióját az határozza meg, hogy a finanszírozott vállalkozások fejlődésük mely fázisában jutnak a befektetők tőkéjéhez. A kockázati tőke befektetőitől a magyarországi vállalkozásokhoz érkező tőke az elmúlt húsz évben egyidejűleg többféle funkciót is betöltött. Tőkét biztosított a cégek indulásához és korai stádiumbeli fejlődéséhez. Előmozdította a cégek expanzióját, azaz elősegítette terjeszkedésüket és megerősödésüket. A már érett, megállapodott cégek számára pedig ahhoz biztosított tőkét, hogy e vállalatok nemzetközivé válhassanak, sor kerülhessen náluk reorganizációra, avagy tulajdonosi körük megváltozzon. Míg európai összehasonlításban a korai szakaszban nyújtott tőke aránya a magyar piacon relatíve alacsony volt, a kivásárlások finanszírozása az összes befektetésen belül az európainál is nagyobb jelentőségre tett szert. Az egyes funkciók súlya a vizsgált két évtized során jelentősen módosult, azaz az egyes funkciók finanszírozása korántsem volt egyenletes.

12.ábra

A magyarországi kockázati tőkebefektetések értékének évenkénti alakulása a finanszírozás funkciója szerint, 1989-2010 (millió USD)



Forrás: MKME

A magyarországi kockázati tőkebefektetések száma, értéke, valamint átlagos mérete a finanszírozás funkciója szerint, 1989 és 2010 között összesen (darab, millió USD, százalék)

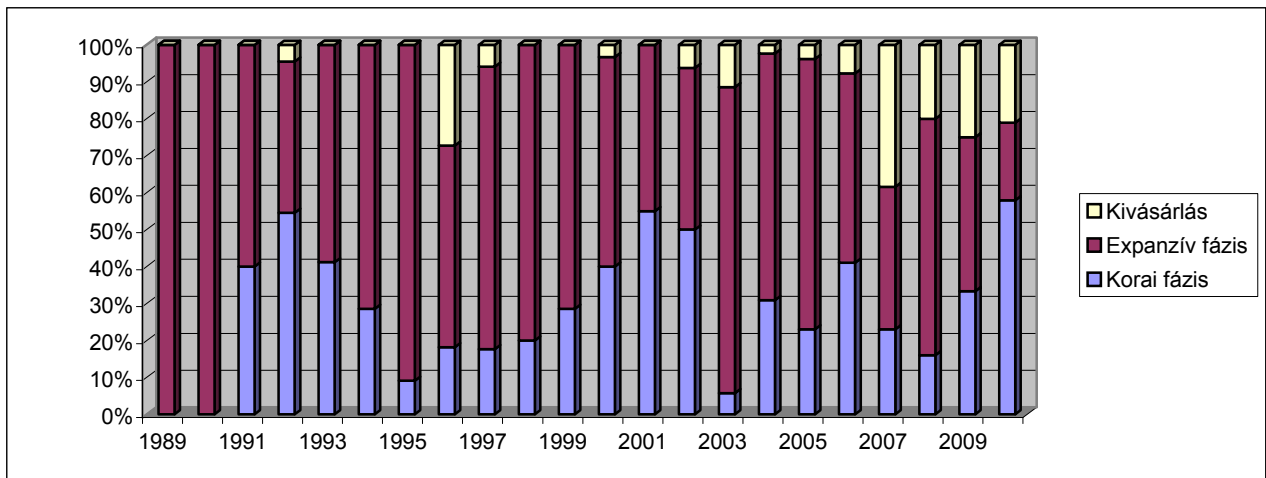
	Befektetések száma (db)	Befektetések számának megoszlása (%)	Befektetések értéke (mUSD)	Befektetések értékének megoszlása (%)	Befektetések átlagos értéke (mUSD)
Korai fázis	132	31,7	147,0	4,0	1,1
Expanzív fázis	246	59,1	1037,3	28,0	4,2
Kivásárlási fázis	38	9,1	2521,8	68,0	66,4
Összes fázis	416	100	3706,1	100	8,9

Forrás: MKME

Mindez azt eredményezte, hogy a különböző életciklusban tartó vállalkozások nem rendelkeztek egyenlő *tőkebevonási eséllyel* a magyar piacon. A vizsgált húsz év egészében a finanszírozott magyarországi cégek életciklusát tekintve – régióbeli társaikhoz hasonlóan – az *expanzív szakasz finanszírozása volt a leggyakoribb*. Ezt támasztja alá, hogy expanzív célú befektetések képviselték a hazai befektetési ügyletek számának közel 60%-át, értékének pedig közel 30%-át. A *cégek fejlesztését szolgáló befektetések értéke* így *eltörpült* a cégek 10%-ának nyújtott *kivásárlások mellett, amelyek* a húsz év során 2,5 milliárd dollárral a *befektetések több, mint kétharmadát képviselték*.

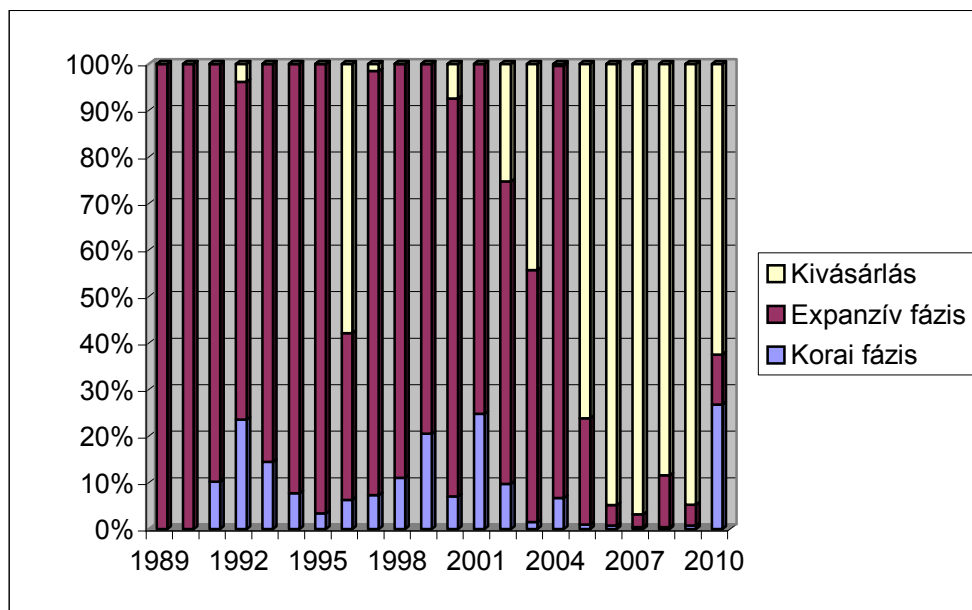
A cégek életének *korai fázisában nyújtott kockázati tőke* által felkarolt cégek aránya ugyan majdnem harmadát képviselte a finanszírozásban részesített cégeknek, ám e funkció ellátására a befektetők arányosan kevés tőkét fordítottak, s ez magyarázza, hogy az induló cégekhez kerülő tőke *az összes befektetett tőkének még az 5%-át sem érte el*. Az induló cégek egy ügylet keretében jellemzően 1 millió dollárt, míg az expanzív szakaszban tartók átlagosan több mint 4 millió dollárt kaptak befektetőiktől. A kivásárlások a klasszikus kockázati tőkebefektetésekhez képest nagyságrenddel nagyobb, azzal össze sem hasonlítható volument képviseltek, hiszen ezen – Európában még így is viszonylag kicsinek számító – ügyletek átlagos értéke a magyar piacon meghaladta a 66 millió dollárt.

A magyarországi kockázati tőkebefektetések számának évenkénti megoszlása a finanszírozás funkciója szerint, 1989-2010 (százalék)



Forrás: MKME

A magyarországi kockázati tőkebefektetések értékének évenkénti megoszlása a finanszírozás funkciója szerint, 1989-2010 (százalék)



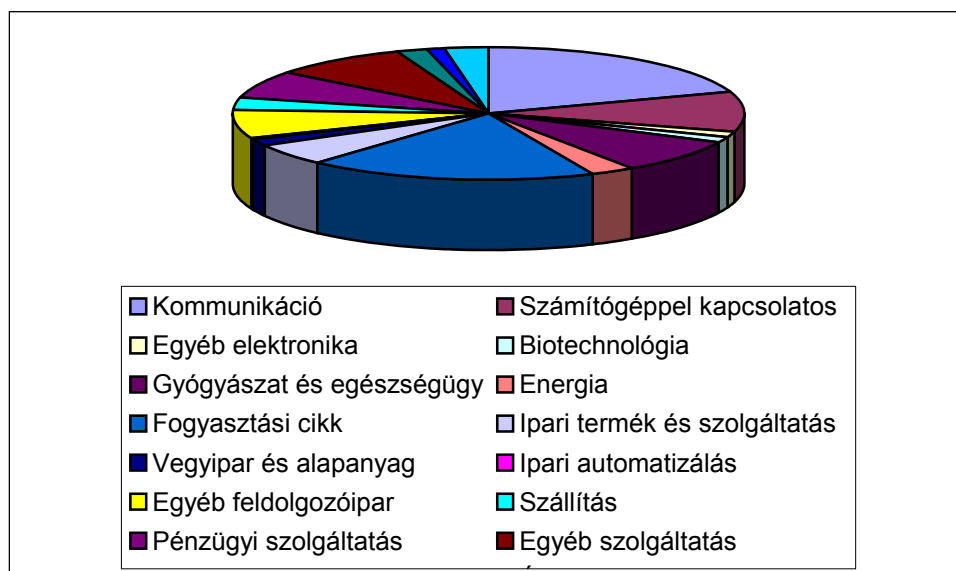
Forrás: MKME

A legnagyobb súllyal 1992-ben, 2001-ben és 2010-ben került sor *korai fázisú* befektetésekre, míg az *expanzív* szakasz finanszírozásának súlya 2004-ig jóformán folyamatosan dominált. Ettől kezdve, bár az ügyletek számát tekintve ezen tranzakciók továbbra is megőrizték vezető szerepüket, a befektetések súlypontja a nagy értékű egyedi kivásárlási tranzakciók miatt átkerült a *kivásárlásokra*.

A kockázati tőkebefektetések gazdaságbeli fejlesztő hatása elsősorban abban a szektorban érvényesült, ahol a befektetések által érintett cégek működtek. A húsz év során Magyarországon végrehajtott kockázati tőkebefektetések mind gyakoriságukat, mind pedig volumenüket tekintve igen erőteljesen néhány szakágazatban koncentráálódtak.

15. ábra

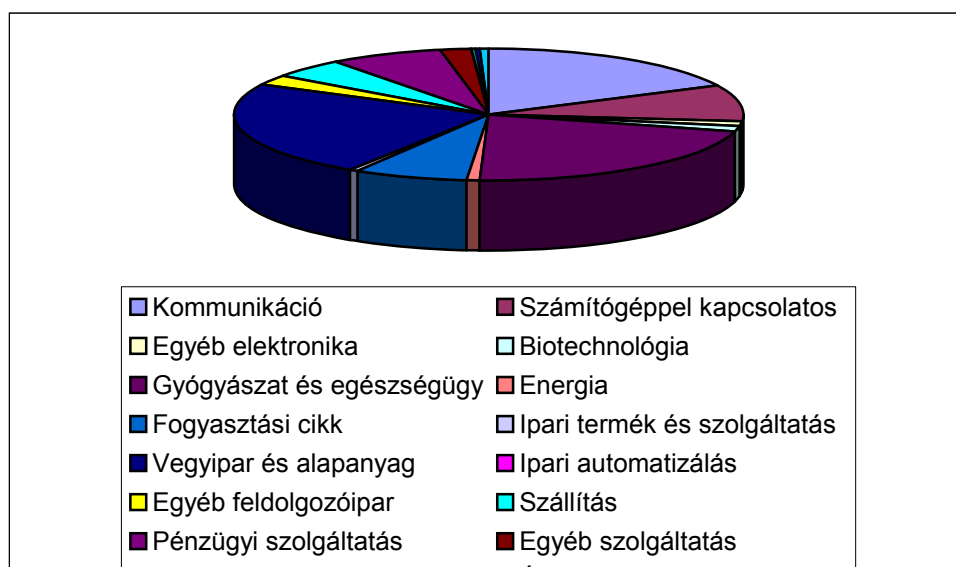
Az összes 1989-2010 közötti magyarországi kockázati tőkebefektetés számának szakágazatok szerinti megoszlása (százalék)



Forrás: MKME

16. ábra

Az összes 1989-2010 közötti magyarországi kockázati tőkebefektetés értékének szakágazatok szerinti megoszlása (százalék)

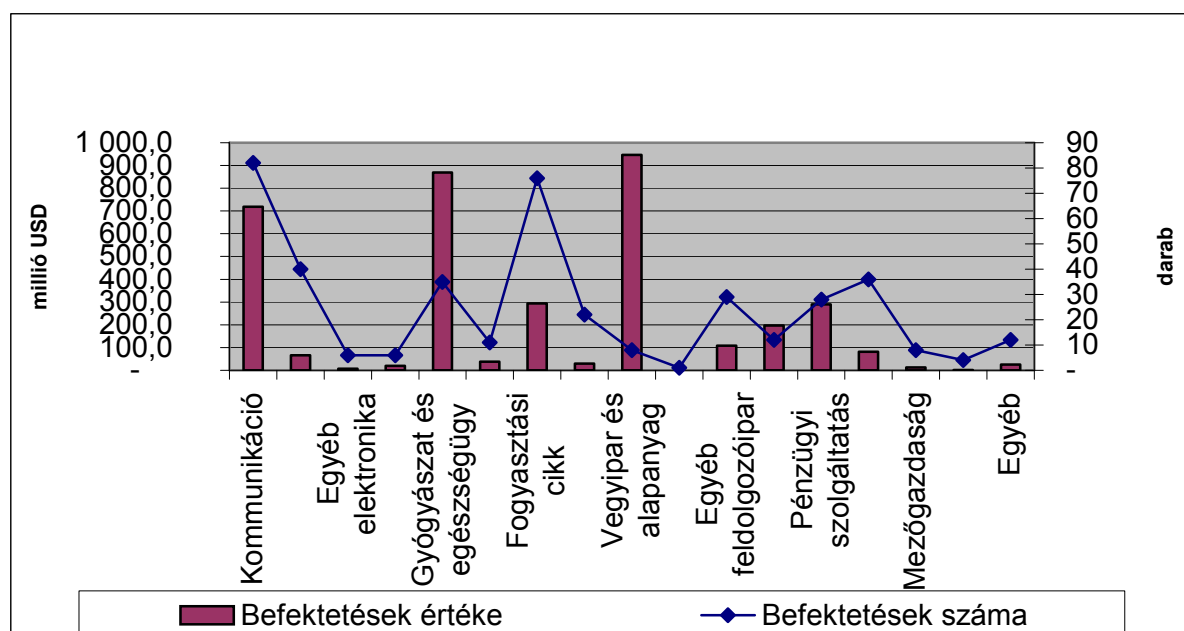


Forrás: MKME

Magyarországon az elmúlt két évtized során a *legnagyobb számban* kockázati tőkebefektetésre – közel azonos, 20%-os arányban - a *kommunikációs és a fogyasztási cikkek előállításával és szolgáltatásával* kapcsolatos szakágazatokban került sor.²⁵ E két területre irányult az összes befektetési tranzakció számának közel 40%-a. A befektetések értékét tekintve még a számarány esetében tapasztaltnál is nagyobb koncentráció figyelhető meg. *A húsz év során végrehajtott magyarországi kockázati tőkeügyletek értékének közel felét két szakágazat, a vegyipar, valamint a gyógyászat/egészségügy területén végrehajtott befektetések tették ki.*

17. ábra

Az összes 1989-2010 közötti magyarországi kockázati tőkebefektetés számának és értékének szakágazatok szerinti alakulása (darab, millió USD)



Forrás: MKME

Az átlagos tőkebefektetési érték azon szektorokban haladta meg az összes befektetés átlagát, ahol kivásárlásokra került sor. Míg azon szektorokban, ahol a cégek zömmel indulásukhoz, illetve életük korai szakaszában kaptak kockázati tőkét, a befektetések átlagos értéke jóval alacsonyabb volt. A vizsgált két évtizedben közel 950 millió dollárt kapott nyolc ügylet keretében a *vegyipar*, így e szakágazatban alakult ki a kiugróan *legmagasabb* (118 m USD) átlagos befektetési érték. A *gyógyászat/egészségügy* területén működő cégek 35 tranzakció során közel 870 millió dollár befektetéshez jutottak, ami esetükben 25 millió dolláros átlagos befektetési értéket eredményezett. A befektetések értékét tekintve a harmadik legtöbb tőkét kapó szakágazat a *kommunikáció* volt. E szakágazat viszonylag sok,

²⁵ Ezt más oldalról támasztja alá a gyorsan növekvő magyar vállalatok iparági előfordulását 2000 és 2008 között vizsgáló *Békés és Muraközy (2011)* kutatási eredménye, mely szerint a magyar „gazellák” minden típusú iparágban hasonló arányban megtalálhatók, tevékenységük nem korlátozódik a csúcstechnológiai szektorra.

több mint 80 tranzakció során 700 millió dollárt meghaladó tőkét kapott, így az átlagos befektetési méret e szakterületen közel 9 millió dollár volt. A *fogyasztási cikket előállító* és a *pénzügyi szolgáltató* szektorban működő magyarországi cégeket egyaránt közel 300 millió dollárral finanszírozták kockázati befektetők. Mivel azonban a két szakágazat közül a fogyasztási cikket előállító cégek sokkal többször részesültek befektetésben, így az e szektorban tőkéhez jutó közel 80 cég átlagosan egy-egy ügylet keretében közel 4 millió dollárnyi befektetést kapott, míg az a közel 30 cég, amely a pénzügyi szolgáltatások területén működött, tranzakciónként ennél jóval magasabb, 10 millió dollárnál is nagyobb befektetésben részesült. Szintén viszonylag nagyobb egyedi ügyletekre került sor a *szállítás* területén, ahol 12 cég közel 200 milliós befektetést kapott, s ezzel e szektorban az egy ügyletre jutó befektetési érték meghaladta a 16 millió dollárt.

4. tábla

Az egyes szakágazatokban 1989 és 2010 között megvalósított összes kockázati tőkebefektetés számának és értékének megoszlása, valamint átlagértéke (darab, millió USD)

Szakágazat	Befektetések száma	Százalék	Befektetések értéke	Százalék	Befektetések átlagos értéke
Kommunikáció	82	19,7	718,5	19,7	8,8
Számítógéppel kapcsolatos	40	9,6	65,8	9,6	1,6
Egyéb elektronika	6	1,4	7,7	1,4	1,3
Biotechnológia	6	1,4	19,6	1,4	3,3
Gyógyászat és egészségügy	35	8,4	868,9	23,4	24,8
Energia	11	2,6	38,5	1,0	3,5
Fogyasztási cikk	76	18,3	293,5	7,9	3,9
Ipari termék és szolgáltatás	22	5,3	29,9	0,8	1,4
Vegyipar és alapanyag	8	1,9	946,9	25,5	118,4
Ipari automatizálás	1	0,2	0,6	0,0	0,6
Egyéb feldolgozóipar	29	7,0	108,5	2,9	3,7
Szállítás	12	2,9	197,6	5,3	16,5
Pénzügyi szolgáltatás	28	6,7	289,6	7,8	10,3
Egyéb szolgáltatás	36	8,7	81,1	2,2	2,3
Mezőgazdaság	8	1,9	13,0	0,4	1,7
Építőipar	4	1,0	1,5	0,1	0,4
Egyéb	12	2,9	25,1	0,7	2,1
Összesen	416	100,0	3 706,4	100,0	8,9

Forrás: MKME

A finanszírozott cégek életciklusát és szakágazatát 1989 és 2004 között együtt vizsgálva kirajzolódik, hogy a *kockázati tőke a magyar gazdaság mely szektoraiban pontosan milyen*

*szerepet töltött be.*²⁶ A legtöbb korai fázisban tartó cég finanszírozására a kommunikációs és a számítástechnikai ágazatban került sor. Értékben ugyanakkor a korai fázisú vállalkozások közül a fogyasztási cikk, a kommunikáció és az egyéb feldolgozóipar területén működők kapták a legtöbb tőkét. A fejlődésük expanzív szakaszában legnagyobb számban tőkéhez jutó vállalkozások legnagyobb arányban ugyancsak a kommunikáció, valamint a fogyasztási cikkek gyártása területén működtek, a befektetések értékét nézve pedig a kommunikációs vállalkozások után a pénzügyi szolgáltatók álltak az élen, s csak harmadikként jutottak a legtöbb tőkéhez a fogyasztási cikkeket előállítók. A kivásárlások keretében legtöbbször a fogyasztási cikkeket gyártó cégek kaptak tőkét, őket a kommunikáció terén működők követték. A befektetések értékét tekintve ugyanez a szakágazati sorrend érvényesült (Karsai, 2006).

A befektetések országon belüli regionális eloszlását tekintve, *a kockázati tőke elsősorban a fővárosi cégek fejlődését segítette*, mivel az ügyletek számának és értékének túlnyomó hányadát fővárosi székhelyű vállalkozások képviselték.²⁷ A főváros-centrikusság azt jelzi, hogy a kockázati tőkebefektetésekre világszerte jellemző *területi koncentráció Magyarországon is érvényesült*. Valójában itt eddig egyetlen olyan klaszter alakult ki, amelyben a befektetők és az ügyletek kidolgozásában nekik segítő háttérszervezetek (ügypédi irodák, tanácsadó cégek, pénzügyi közvetítők) koncentráltan vannak jelen.

A MAGYARORSZÁGI CÉGEKBŐL KIVONT TŐKE

A kockázati tőkebefektetők az ágazat működésének jellegéből adódóan a magyarországi székhelyű cégek esetében csak *átmeneti időre* vállalnak szerepet a vállalkozások finanszírozásában. Azaz a befektetők egy rendszerint előre meghatározott időtartam letelte után a magyar piacon is értékesítik tulajdonrészüket. A cégekből kivont tőkét és a realizált hasznot a befektetési alapok kezelői – a nekik járó jutalék és részesedés levonását követően – visszafizetik az alapok (vég)befektetőinek. Az alapok által realizált nyereséget – a portfóliójukba bekerült cégek kiválasztásánál érvényesített szempontok mellett – nagymértékben befolyásolja a befektetésekből történő kilépések *időpontjának és módszerének* megválasztása. Tekintettel arra, hogy a kilépések során realizált nyereség a befektetők későbbi tőkeszerzési lehetőségeit alapvetően befolyásolja, az erre vonatkozó

²⁶ A finanszírozott cégek életciklusát és szakágazatát együttesen csak az 1989-2004 közötti felmérés vizsgálta, a későbbi évekre vonatkozó elemzést az EVCA adatbázisában szereplő ügyletek egyedi adataihoz történő hozzáférés lehetőségének hiánya nem tette lehetővé.

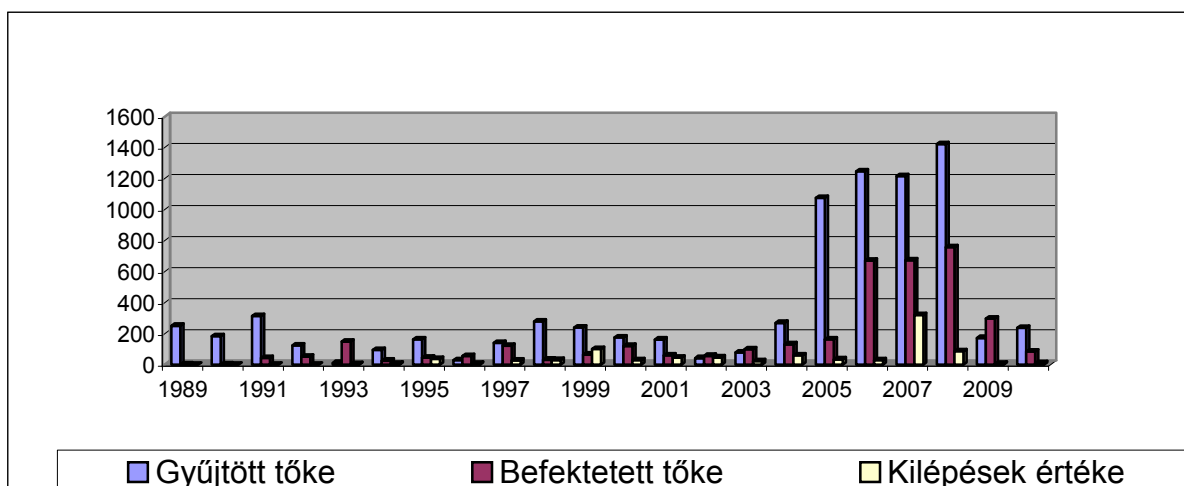
²⁷ 1989 és 2004 között fővárosi székhelyű cégekhez került a befektetések számának és értékének egyaránt 77%-a (Karsai, 2006).

adatok kevésbé publikusak. A magyar kockázati tőkepiac fejlődését több mint húsz éven át nyomon követő felmérés számára sem sikerült a befektetők által elért hozamra vonatkozóan adatokat gyűjteni.²⁸

A vizsgált két évtized alatt a Magyarországon befektető kockázati tőkések közel 200 befektetésükből léptek ki, mely tranzakciók befektetési költségein mértek értéke 900 millió USD-t tett ki. A *gyűjtött, a befektetett és a kivont tőke értékének alakulása* rendszerint egyaránt *egy-két éves eltolódással követte egymást*. Azaz a tőkegyűjtés megnövekedése vagy megtorpanása némi késéssel a befektetések alakulásában is érezte hatását, s a kedvező vagy romló befektetési környezet ugyancsak késleltette a kilépésekre is hasonló hatással volt. A kilépések tapasztalatai pedig a következő ciklusbeli tőkegyűjtési kedvre hatottak ki.

18. ábra

A magyarországi cégek iránt (is) érdeklődő kockázati tőkealapok által gyűjtött, ténylegesen befektetett és a befektetésekből kivont tőke értéke a magyar piacon, 1989-2010 (millió USD)



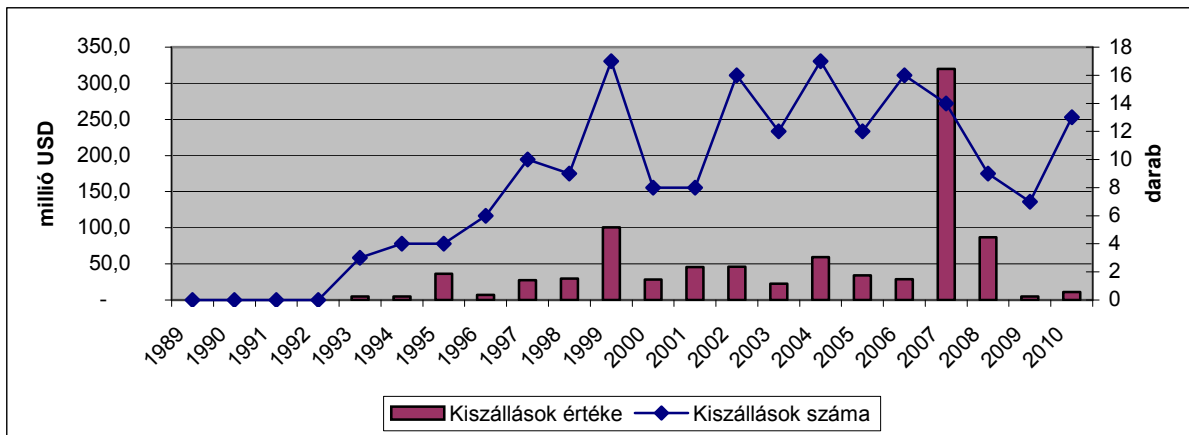
Forrás: MKME

Megjegyzés: Allokált tőkeként globális alapok esetében a felmérés az alapok által kezelt tőke összegét csupán a tényleges befektetések összegének megfelelő volumennel vette figyelembe. Regionális alapok esetében a felmérés a magyarországi befektetések iránt érdeklődő alapok által kezelt tőke negyedével kalkulált. A kizárólag magyarországi befektetéseket végző szervezetek esetében a felmérésbe a teljes kezelt összeg belekerült.

A magyarországi cégekbe befektetett kockázati tőkét évente átlagosan 10 ügylet keretében vonták ki, melynek során átlagosan évente 50 millió USD befektetési költségen számolt tőkeresztet adtak el a befektetők. A kiszállásokra nem egyenletesen került sor. A vizsgált időszak első néhány évében még nem történt kiszállás, ezt követően a kilépések száma folyamatosan emelkedett, s ez a trend csak 2000-ben torpant meg a dotcom buborék kipattanásakor. A kiszállások értéke az évi 50 millió dolláros átlagot rendszerint a válságok kitörését megelőző években, így 1999-ben, illetve 2007-2008-ban haladta meg jelentősen.

²⁸ A felmérés tervében eredetileg szerepelt a kilépések három kategóriába sorolt minősítése (sikeres, semleges, sikertelen), azonban a besoroláshoz a befektetők nem szolgáltattak elegendő információt.

A magyarországi cégekből történt kilépések száma és a kivont kockázati tőke értéke, 1989-2010 (darab, millió USD)



Forrás: MKME

Magyarországon a kockázati tőkebefektetők kiszállásukkor egy-egy ügylet keretében átlagosan közel 5 millió USD értékű tőkét vontak ki az általuk korábban finanszírozott cégekből. Az átlag mögött az egyes *kiszállási módok* szerint igen nagy eltérés volt tapasztalható. A magyar piacon a vizsgált két évtized során a *legmagasabb átlagos kilépési értékkel* (9 millió USD) rendelkező és *egyben leggyakrabban alkalmazott kiszállási mód* a kelet-közép-európai piac egészéhez hasonlóan *a szakmai befektetőnek történő eladás volt*. Ez a kiszállási útvonal a magyar piacon a kilépések számának több mint egyharmadát, értékben pedig közel kétharmadát képviselte. Közel hasonló átlagos kilépési értéket (8,5 millió USD) ért el a főleg kivásárlásokkal foglalkozó alapok által alkalmazott azon kilépési mód, amikor a finanszírozók *egymásnak adták el (tovább)* részesedéseiket. Mivel a cégeket az újabb befektetők rendszerint hitel igénybevételével vásárolták meg, e tranzakciók inkább csak a kétezres évtized második felében voltak jellemzőek a hazai piacra, s a szakmai befektetőknél történő eladásokhoz képest sokkal ritkábban, mindössze a kilépések 5%-ában fordultak elő. A kockázati tőkebefektetők egymásközt lebonyolított fenti ügyletei összességében a kilépések értékének csupán közel 9%-át adták. Hasonló nagyságrendet képviseltek a magyar piacon a kilépések értékét tekintve az átlagosan 5 millió dollárt is alig elérő *tőzsdői kilépések*, melyek az eladások nem egészen 10%-ában fordultak elő. A befektetők által leggyakrabban, így a két évtized során regisztrált ügyletek mintegy ötödénél, mégpedig elsősorban az állami háttérű befektetési szervezetek körében jellemzően alkalmazott kilépési megoldásnál a tőkerészesedést az érintett *cégek tulajdonos menedzserei vásárolták vissza* a kockázati tőkebefektetőtől. Mivel e kilépési módot a kockázati tőkések inkább csak a kisebb egyedi értékű, átlagosan az egymillió dollárt sem elérő ügyletek esetében alkalmazták, így a kiszállások értékét tekintve ezen ügyletek az összes kilépési tranzakció értékéből csupán közel 5%-os részarányt képviseltek.

A magyarországi kockázati tőkebefektetési ügyletekből 1989 és 2010 között történt összes kilépés száma, értéke, részaránya, valamint átlagos értéke a kilépés módozata szerint (darab, millió USD, százalék)

Kilépési mód	Kilépések száma	Százalék	Kilépések értéke	Százalék	Kilépések átlagos értéke
Értékesítés szakmai befektetőnek	63	34,0	569,4	63,4	9,0
Értékesítés nyilvános értékpapírpiacon	17	9,2	80,0	8,9	4,7
Könyvleírás	13	7,0	27,8	3,1	2,1
Hitel visszafizetése	5	2,7	21,9	2,4	4,3
Értékesítés másik kockázati- és magántőke befektetőnek	9	4,9	76,1	8,5	8,5
Értékesítés pénzügyi befektetőnek	4	2,2	27,5	3,0	6,9
Értékesítés a menedzsmentnek	36	19,4	43,4	4,8	1,2
Egyéb kiszállás	9	4,9	6,0	0,7	0,7
Nem ismert	29	15,7	46,5	5,2	1,6
Összesen	185	100,0	898,7	100,0	4,9

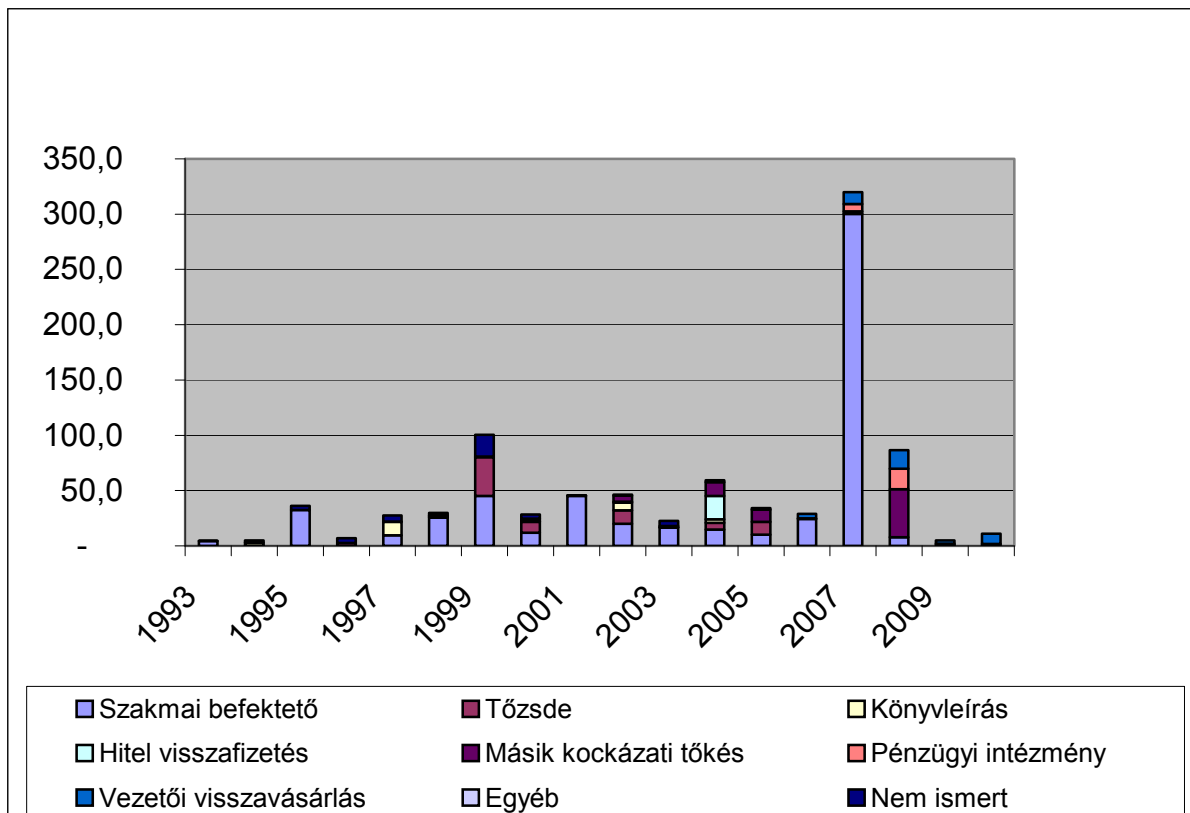
Forrás: MKME

Az egyes kiszállási útvonalak jelentősége a vizsgált időszakban nagyon ingadozó volt, s jellemzően a nemzetközi tőkepiaci ciklusok helyzetének alakulásától függően változott. A kilépések között a jóformán *mindvégig domináns szerepet játszó szakmai befektetőnek történő eladások* esetében inkább a vételi árfolyam, s nem maga a kilépési megoldás változott. A tőzsdei értékesítés a dotcom buborék idején, 1999-ben jutott főszerephez. A hitelek visszafizetésével történő kiszállás egy-egy nagy értékű kivásárlás keretében finanszírozott cég eladásakor, így például 2004-ben kapott nagyobb szerepet. Az újabb kockázati tőkésnek történő továbbeladás és a pénzügyi szervezetnek történő eladás egyaránt 2008-ban jutott kiugró szerephez, amikor a jelentős hitelátvétellel vett cégeket adták a kockázati tőkésnek tovább. Feltételezhető, hogy a részesedések érintett cégek vezetőinek történő, főként 2007-2008-ban domináló eladása a nem ismert módon lezajlott kilépések között mindvégig gyakori volt. A sikertelen ügyleteket a kockázati befektetők nem szívesen vallják be, így az adott befektetés értékének a könyvekből történő kivezetését, azaz „leírását”

a befektetők nem szívesen jelentik be, azt inkább részletekben történő eladásokkal oldják meg. A kiszállási módok között ezért a régió egészéhez hasonlóan a könyvleírások a magyar piacon sem a valós arányokat tükrözik.

20. ábra

A magyarországi kockázati tőkebefektetésekből 1993-2010 között történt összes kiszállás értéke a kilépés módja szerint (millió USD)



Forrás: MKME

KONKLÚZIÓ

A két évtizedre visszatekintő felmérés alátámasztotta, hogy Magyarországon a 2008-ban jelentkező válságot megelőzően megerősödött, s regionális összehasonlításban az élvonalba került a korábban nem létező kockázati tőkeipar. E tőkét közvetítő iparág szereplőit, működési mechanizmusát, funkcióját és hatékonyságát tekintve lényegében hasonlóná vált az európai kockázati tőkeágazathoz. A hasonlóság megmutatkozott a jogi- és szabályozási környezetben, a tanácsadói háttér elérhetőségében és tapasztalatában, valamint a tranzakciók típusában és struktúrájában.

Az elmúlt húsz évben kifejezetten javult a magyarországi vállalkozások kockázati tőkéhez jutási lehetősége. A kelet-közép-európai régióbeli alapokba erőteljesen beáramló tőke lehetőséget biztosított a kockázati tőkebefektetések további növekedése számára. Az EU-csatlakozás pozitív hatása hosszabb távon is érvényesült. A 2008-ban kitört válság a térség többi országához hasonlóan a magyarországi kockázati tőkeágazatban is súlyos visszaesést okozott, s a befektetések csökkenésének mértéke azt is tükrözte, hogy a magyar piac kelet-közép-európai régió belüli pozíciója romlott.

Miután a kelet-közép-európai régió kockázati tőkepiacának kilátásait nagyrészt a befektetők feltörekvő piacok iránti érdeklődése határozza meg, ez alól a magyar piac sem jelent kivételt. A befektetők az átlag feletti ütemben bővülni képes gazdaságokat keresik, s ha a válság második hulláma nem temeti maga alá a piacokat, a befektetések ismételt fellendülhetnek a régióban. Erre módot nyújt a régióbeli cégek kockázati tőkebefektetésére szakosodó alapoknál a válságot megelőző időszakban összegyűlt, a befektetésekre rendelkezésre álló tőke. A 2011 első felében már végrehajtott és még tárgyalási szakaszban tartó számos, nagy értékű befektetési ügylet ténye mindenestre már jelzi, hogy a kivásárlások ismét visszatérnek a régió piacára. Elsősorban a nagyvállalati konszolidációk illetve a privatizációs ügyletek képezik a régióbeli ügyletek kínálatát. A nagy összegű kivásárlások mellett a korai fázisú cégek klasszikus kockázati tőke finanszírozásának lendületes folytatását valószínűsíti az európai uniós források bevonásával a régióban felállított Jeremie-alapok befektetési potenciálja, amely főként a kisebb összegű, induló, innovatív cégeket célozza meg.

A magyarországi kockázati tőkepiac perspektívájára a világgazdasági recesszió utóhatása és a magyar piac kelet-közép-európai régió belüli pozíciója egyaránt rányomja bélyegét. A potenciális befektetők szemében az ország kisebb mérete, a privatizációs lehetőségek kimerülése, a tőzsde alacsony likviditása, a nagyfokú eladósodás, a belföldi kereslet és a GDP lassú növekedése és a gazdaságpolitika terén érzékelt bizonytalanság egyaránt kedvezőtlen jelenség.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Andrási Z., Borsi B., Farkas L., Némethné Pál K, Papanek G. és Viszt E. (2009):* A mikro-, kis- és közepes vállalatok növekedésének feltételei. GKI Gazdaságkutató Zrt, Budapest, 2009. (http://www.ngm.gov.hu/data/cms1998604/kkv_felt.pdf)
- Banyár L. és Csáki B. (2006):* A kockázati tőke-ágazat jogi szabályozása Magyarországon, In: *Makra Zsolt (szerk.): A technológiaorientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon.* Universitas Szeged Kiadó, 2007, Szeged, pp. 183-199.
- Békés G. és Muraközy B. (2011):* Magyar Gazellák: gyors növekedésű vállalatok jellemzői és kialakulásuk elemzése Magyarországon. Kézirat, MTA Közgazdaságtudományi Intézet, 2011. február 16.
- EVCA (2005-2011):* Central and Eastern Europe Statistics, An EVCA Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association, Brussels, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011.
- European Commission (2005):* SME Access to Finance. Flash Eurobarometer No. 174. European Commission, Brussels, October, 2005.
- Havas A. (2006):* A vállalati K+F és innovációs tevékenységek ösztönzésének lehetőségei Magyarországon. Tudomány-és Technológiapolitikai, Versenyképességi Tanácsadó Testület, Budapest, 2006, No. 2, 91 p.
- Karsai G. (2006):* Ciklus és trend a magyar gazdaságban 1990-2005 között. Közgazdasági szemle, 2005, No. 6, pp. 509-525.
- Karsai J. (2000):* A kockázati tőke befektetések hatása a magyar gazdaságra. Venture, 2000 tél, pp. 1-4.
- Karsai J. (2002):* Mit keres az állam a kockázati tőke-piacon? A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon, Közgazdasági Szemle, No. 11, pp. 928-942.
- Karsai J. (2004):* Honnan remélhetnek kockázati tőkét a magyarországi vállalkozások? Külgazdaság, No. 4, pp. 60-70.
- Karsai J. (2006):* Kockázati tőke európai szemmel. Közgazdasági Szemle, No. 11, pp. 1023-1051.
- Karsai J. (2007):* Kifelé a zsákutcából. Állami kockázati tőke és innováció, Közgazdasági Szemle, 2007. LIV. Évf. No. 12, pp. 1085-1102.
- Karsai J. (2009):* A kockázati tőke szerepe az innováció finanszírozásában Magyarországon, Külgazdaság, 2009, No. 5-6, pp. 42-62.
- Karsai J. (2010/a):* Kockázati tőke a nyugdíjpénztárak szemszögéből. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest, 2010 április, p. 14.
- Karsai J. (2010/b):* A kockázati és magántőke forrásai. Az intézményi befektetők szerepe a kockázati és magántőke-ágazat forrásellátásában. Külgazdaság, 2010, No. 11-12, pp. 3-33.
- Karsai J. (2011):* A kockázati- és magántőkeipar két évtizedes fejlődése Magyarországon, Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest, 2011. október (megjelenés alatt).
- Karsai J. - Baranyai G. (2005):* A kockázati- és magántőkeipar fejlődése Magyarországon 1989-2004. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest, 2005. november, p. 47.

- Makra Zs. és Kosztopoulosz A. (2004):* Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, No. 7–8. sz., pp. 717–739.
- Makra Zs. és Kosztopoulosz A. (2007):* Az informális tőkebefektetők és az üzleti angyalok szerepe az új, innovatív vállalkozások finanszírozásában. In: *Makra Zsolt* (szerk.): *A technológiaorientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Universitas Szeged Kiadó, 2007, Szeged, pp. 67–100. o.
- Makra Zs., Bajmócy Z., Imreh Sz. és Szerb L. (2007):* A magyarországi technológiaorientált kisvállalkozások főbb jellemzői. In: *Makra Zs.* (szerk.): *A technológiaorientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Universitas Szeged Kiadó, 2007, Szeged, pp. 207–226.
- Napi Gazdaság (2011):* Újra vállalkozói partnereket keres az MFB Invest. *Napi Gazdaság*, 2011. június 7, p. 8.
- Osman P. (2005):* A kockázatitőke-típusú finanszírozásról, Magyar szabadalmi Hivatal, 2005 december, p. 20.
- Oszkó P. (2011): Az OTP szerint fejlesztési kényszer alatt a vállalati szektor. *Portfolio.hu*, 2011. 05. 10. (<http://www.portfolio.hu/tool/print/2/149224>)
- Papanek G. (2010):* A gyorsan növekvő magyar kis- és középvállalatok a gazdaság motorjai, *Közgazdasági Szemle*, 2010, No. 4, pp. 354–370.
- Privátbankár (2011):* Kisvállalkozásokat ment meg a Széchenyi Alap. *Privátbankár.hu*, 2011.június 16. (http://www.privatbankar.hu/html/cikk/cikk_nyomtat.php?kommentar=43507&uri)
- Szerb L. (2006):* Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. In: *Makra Zs.* (szerk.): *A kockázati tőke világa*, Aula, 2006, pp. 95–122.
- Szerb, L., Rappai, G., Makra, Zs., S. Terjesen (2007):* Informal Investment in Transition Economies: Individual Characteristics and Clusters. *Small Business Economics*, No 28., pp. 257–271.
- Szerb L. (2009):* A magyarországi kis- és közepes méretű vállalatok kockázati tőke finanszírozási lehetőségei. In: *Ulbert J.* (szerk.): *Az Iskolateremtő. Tanulmányok Bélyácz Iván 60 születésnapja tiszteletére*, Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Pécs, 2009, pp. 247–258.
- Varga Gy. (2010): Multik és magyarok, *Népszabadság*, 2010. szeptember 9.
- Vidovszky F. (2010):* A magyar középvállalatok csupán 10%-a alkalmas magántőke befektetésre. *Portfolio.hu*, 2010. május 26. (<http://www.portfolio.hu/tool/print/2/133663>)

Discussion Papers published in 2011

- Mihályi Péter: Utolérési kísérletek Magyarországon, 1870-2030. MT-DP 2011/1
- Zsolt Darvas - Jean Pisani-Ferry: The Threat of 'Currency Wars': A European Perspective. MT-DP 2011/2
- Zsolt Darvas: Beyond the Crisis: Prospects for Emerging Europe. MT-DP 2011/3
- Barnabás M. Garay - András Simonovits - János Tóth: Local Interaction in Tax Evasion. MT-DP 2011/4
- Maria Csanadi: Varieties of System Transformations and Their Structural Background Based on the IPS Model. MT-DP 2011/5
- Mária Lackó: The Poor Health Status of the Hungarians; Comparative Macro-Analysis of the Likely Explanatory Factors on Hungarian and Austrian Data, 1960-2004. MT-DP 2011/6
- Fazekas Károly: Közgazdasági kutatások szerepe az oktatási rendszerek fejlesztésében. MT-DP 2011/7
- Gábor Kézdi - Gergely Csorba: Estimating the Lock-in Effects of Switching Costs from Firm-Level Data. MT-DP 2011/8
- Antal-Pomázi Krisztina: A kis- és középvállalkozások növekedését meghatározó tényezők - A különböző finanszírozási formák hatása a vállalati növekedésre. MT-DP 2011/9
- Zsolt Darvas - Jean Pisani-Ferry - André Sapir: A Comprehensive Approach to the Euro-Area Debt Crisis. MT-DP 2011/10
- András Simonovits: International Economic Crisis and the Hungarian Pension Reform. MT-DP 2011/11
- András Simonovits: The Mandatory Private Pension Pillar in Hungary: An Obituary. MT-DP 2011/12
- Horn Dániel: Az oktatási elszámoltathatósági rendszerek elmélete. MT-DP 2011/13
- Miklós Koren - Márton Csillag: Machines and machinists: Capital-skill complementarity from an international trade perspective. MT-DP 2011/14
- Áron Kiss: Divisive Politics and Accountability. MT-DP 2011/15
- Áron Kiss: Minimum Taxes and Repeated Tax Competition. MT-DP 2011/16
- Péter Csóka - Miklós Pintér: On the Impossibility of Fair Risk Allocation. MT-DP 2011/17
- Gergely Csorba - Gábor Koltay - Dávid Farkas: Separating the ex post effects of mergers: an analysis of structural changes on the Hungarian retail gasoline market. MT-DP 2011/18
- Helga Habis and P. Jean-Jacques Herings: Core Concepts for Incomplete Market Economies. MT-DP 2011/19
- Helga Habis and P. Jean-Jacques Herings: Transferable Utility Games with Uncertainty. MT-DP 2011/20
- Valentiny Pál: Árukapcsolás és csomagban történő értékesítés: jogesetek és közgazdasági elmélet. MT-DP 2011/21
- Seres Antal – Felföldi János – Kozak Anita – Szabó Márton: Termelői szervezetek zöldség-gyümölcs kisárutermelőket integráló szerepe a nagy kereskedelmi láncoknak történő értékesítésben. MT-DP 2011/22
- Tamás Fleiner – Balázs Sziklai: Notes on the Bankruptcy Problem: an Application of Hydraulic Rationing. MT-DP 2011/23

- Zoltán Hermann – Dániel Horn: How inequality of opportunity and mean student performance are related? A quantile regression approach using PISA data. MT-DP 2011/24
- Dávid Csercsik - László Á. Kóczy: Externalities in the games over electrical power transmission networks. MT-DP 2011/25
- Dóra Balog: Capital allocation in financial institutions: the Euler method. MT-DP 2011/26
- Zsolt Darvas - Valentina Kostyleva: Fiscal and Monetary Institutions in Central, Eastern and South-Eastern European Countries. MT-DP 2011/27
- Jing Dang - Max Gillman - Michal Kejak: Real Business Cycles with a Human Capital Investment Sector and Endogenous Growth: Persistence, Volatility and Labor Puzzles. MT-DP 2011/28
- László Á. Kóczy - Miklós Pintér: The men who weren't even there: Legislative voting with absentees. MT-DP 2011/29
- Békés Gábor – Koren Miklós - Zsuhár Péter: Benzinárak földrajzi meghatározása. MT-DP 2011/30
- Maria Csanádi: Adaptation pressures during global decline on system transformation and its spatial consequences in China. MT-DP 2011/31
- Péter Biró-Gethin Norman: Analysis of Stochastic Matching Markets. MT-DP 2011/32
- Zsolt Darvas: Debt restructuring in the euro area: a necessary but manageable evil? MT-DP 2011/33
- Berthold Herrendorf - Richard Rogerson - Akos Valentinyi: Two Perspectives on Preferences and Structural Transformation. MT-DP 2011/34
- Róbert Somogyi - János Vincze: Price Rigidity and Strategic Uncertainty - An Agent-based Approach. MT-DP 2011/35