

**MŰHELYTANULMÁNYOK**

DISCUSSION PAPERS

**MT-DP – 2008/23**

**"Az aranykor vége"  
A kockázati- és magántőke-ágazat  
fejlődése Közép- és Kelet-Európában**

KARSAI JUDIT

Műhelytanulmányok  
MT-DP – 2008/23

MTA Közgazdaságtudományi Intézet

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

"Az aranykor vége"

A kockázati- és magántőke-ágazat fejlődése Közép- és Kelet-Európában

Karsai Judit  
tudományos főmunkatárs  
MTA Közgazdaságtudományi Intézet  
[kar@econ.core.hu](mailto:kar@econ.core.hu)

2008. október

ISBN 978-963-9796-41-6  
ISSN 1785-377X

Publisher:  
Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences

# **"Az aranykor vége"<sup>1</sup>**

## **A kockázati- és magántőke-ágazat fejlődése**

### **Közép- és Kelet-Európában**

KARSAI JUDIT

Összefoglaló

Az elmúlt években a fejlett országok növekedésének lassulása, a kockázati- és magántőke-piac szabályozásának szigorodása a befektetők feltörekvő piacok felé fordulását váltotta ki. A feltörekvő piacok részeként Közép- és Kelet-Európa kockázati- és magántőke-piaca is átmenetileg a fejlődés haszonélvezőjévé vált. A nemzetközi pénzügyi válság nyomán a hitelből finanszírozott növekedés a kockázat szinonimájává vált, ezért a feltörekvő piacok, ezen belül a régió országai hátrányba kerültek a fejlett piacokkal szemben, függetlenül az itteni befektetéseket eddig is övező nagyobb óvatosságtól és a nagyszegű hitelek relatíve nehezebb elérhetőségétől, valamint eleve magasabb kamataitól. Mivel a közelmúltban a régióbeli befektetésekre összegyűjtött rendkívül nagyszegű tőke egy jelentős részét a kockázattőke-alapok várhatóan még be fogják fektetni, a régióban a következő egy-két évben még nem várható a kockázattőke-finanszírozásnak a fejlett piacokhoz hasonló mértékű drasztikus visszaesése. A régiós kockázattőke-befektetések 2008 őszeig tartó aranykora azonban minden bizonnyal végetért.

Az alábbi elemzés Közép- és Kelet-Európa (a továbbiakban: régió) kockázati- és magántőke-finanszírozásának várható fejleményeit a régióban az elmúlt mintegy öt évben érvényesült tendenciák ismeretében kísérli meg előrejelezni. Ehhez először áttekinti a befektetésekhez rendelkezésre bocsátott tőke volumenében és forrásának szerkezetében bekövetkezett változásokat, valamint a tényleges befektetések földrajzi és szektorális alakulásának tendenciáit. Táblázatokba foglalva részletezi az egyes régiós alapok forrásait, kezelt tőkéjét illetve fontosabb befektetéseit, számos példán keresztül mutatva be a befektetők által alkalmazott vállalati szintű stratégiákat. Ugyancsak vállalati példákkal illusztrálva elemzi a régiós alapok befektetéseiből történő kilépések módszerét, az elért hozamokat. A régióbeli kockázattőke-piacot nemzetközi keretbe ágyazó elemzés az amerikai jelzálogpiaci válság nyomán bekövetkezett pénzügyi válság és recesszió régióra gyakorolt várható hatásainak mérlegelésével zárul.

Tárgyszavak: kockázati tőke, magántőke, Közép-Európa, vállalatfelvásárlás, intézményi befektetők, vállalat átstrukturálás

JEL kódok: G23, G24, G34, M13

---

<sup>1</sup> A kutatást a K 68471 számú OTKA pályázat támogatta.

# **"The End of the Golden Age"**

## **The Developments of the Venture Capital and Private Equity Industries in Central and Eastern Europe**

KARSAI JUDIT

### Abstract

The current downturn in the American and Western European economies, combined with increasing regulatory pressure on private equity throughout the developed world, made emerging markets an attractive destination for private equity. As part of the emerging markets, Central and Eastern Europe's (CEE) private equity industry was the accidental beneficiary of this development. The attractiveness of the CEE markets was also boosted by the fact, that value added resulted from the organic growth of the companies, rather than from leverage utilisation. As a result of the crisis in autumn 2008, the growth financed by loans itself became the synonym of the risk. Consequently the CEE countries as parts of emerging markets were handicapped, irrespective of the already applied greatest cautiousness of investors and the relatively more difficult availability and higher interest rates of provided loans in the region. Since the majority of high volume capital raised recently by private equity funds in the CEE region still expected to be invested, it is not likely that the cutback of private equity financing in the CEE countries will be as radical as it was in the developed markets. The Golden Age of the private equity investments in the CEE region however, has certainly ended in the autumn of 2008.

The paper forecasts the future developments of the private equity industry in the CEE region, based on a detailed analysis of the five years' tendencies. The paper reviews within an international surrounding the changes in the volume and structure of raised regional funds, as well as the actual investment trends by the related countries and sectors. The study supports by several examples the applied individual corporate level investments strategies of private equity investors in the CEE region. The chosen exit routes and returns received by regional private equity investors are also illustrated with actual examples. The final part of the analysis speculates what future effects of the global financial crisis and recession will have on the private equity industry of the CEE region.

**Keywords:** Venture Capital, Private Equity, Central Eastern Europe (CEE), International Asset Allocation, Institutional Investors, Merger & Acquisition, Corporate Restructuring.

## 1. A RÉGIÓ KOCKÁZATITŐKE-ÁGAZATÁNAK FEJLŐDÉSE

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

A kockázatitőke-ágazat régióbeli fejlődésében még **jelentős tartalékok** vannak. A kockázatitőke-befektetések GDP-hez viszonyított részaránya a régióban 2002-ben 0,054% volt, míg az EU-ban ennek ötszöröse, 0,277%. 2007-ben a régióbeli arány 0,325%-ra, az EU-beli 0,571%-ra növekedett, vgyis a látványos közeledés ellenére a különbség jelentős maradt. *(Lásd az 1. táblázatot!)*

1. táblázat

### A régióbeli országok kockázati- és magántőke-befektetéseinek GDP-hez viszonyított aránya, 2002–2007\* (százalék)

Ország	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bosznia és Hercegovina	NA	NA	NA	0,123	0,055	0,007
Bulgária	0,016	0,101	1,110	0,000	0,143	1,923
Csehország	0,037	0,052	0,019	0,112	0,315	0,133
Észtország	0,010	0,022	0,004	0,120	0,031	0,332
Horvátország	0,014	0,011	0,015	0,002	0,035	0,046
Lengyelország	0,069	0,098	0,069	0,045	0,118	0,222
Lettország	0,011	0,031	0,120	0,068	0,000	0,793
Litvánia	0,008	0,036	0,007	0,070	0,076	0,567
Magyarország	0,110	0,154	0,150	0,167	0,883	0,478
Románia	0,037	0,159	0,055	0,088	0,115	0,392
Szerbia és Montenegro	NA	NA	NA	0,300	0,150	0,548
Szlovákia	0,018	0,016	0,021	0,052	0,045	0,043
Szlovénia	0,007	0,015	0,000	0,007	0,130	0,139
Régiós befektetések a GDP %-ában	0,054	0,088	0,096	0,073	0,218	0,325
EU-s befektetések a GDP %-ában**	0,277	0,284	0,321	0,569	0,552	0,571

\*A befektetések célországja szerint számításba vett adatok

\*\*A befektetők székhelye szerint számba vett adatok

Forrás: EVCA (2004, 2005, 2006, 2007, 2008) és EVCA Yearbook (2008)

Az adatok értelmezésekor figyelembe kell venni, hogy a régióban az éves befektetések értékében **egy-egy nagyszámú kivásárlás** óriási változást eredményez, miközben a GDP változására nincs ilyen hatással.

*Bulgária* például a *Bulgarian Telecom Co.* 2004. évi, Advent International által finanszírozott privatizációs kivásárlása, majd 2007-ben az ugyancsak magántőke-befektető AIG Capital Partners-hez kerülése folytán ugrott mindkét vonatkozó évben az európai országok élére. Hasonlóképpen a világ egyik legjelentősebb magántőke-alapja, a Permira által a tőzsdéről kivezetett *BorsodChem Zrt.* kivásárlása folytán került *Magyarország* 2006-ban a rangos 4. helyre.

A kilencvenes évek kezdete óta **több tanulmány** is elemezte a kockázati- és magántőke-ágazat fejlődését a rendszerváltó országokban, ezen belül elsősorban a közép-kelet-európai régióban. Az elemzések a magántőke szerepét eleinte elsősorban az állami vállalatok **privatizálásában** való részvétel oldaláról nézték (lásd például *Karsai és Wright, 1994, Filatotchev és társai, 1996*). *Karsai és társai (1998, 1999)* a régióbeli befektetők fejlett piacokhoz képest eltérő befektetési gyakorlatát mutatták be. *Wright és társai (1999)* rámutattak, hogy **a befektetők aktív részvétele** a befektetésekből sokkal fontosabb szerepű volt a régióban. *Farag és társai (2004)* elsősorban a régió piacainak a fejlettebb piacokhoz történő felzárkózását akadályozó tényezőket elemezték. Míg a befektetési gyakorlatot a szerzők hasonlóknak találták, a régió kockázatosabb volta a finanszírozási szerződésekben és a monitorozási gyakorlatban tükröződött. Úgy vélték, hogy a térség kockázati-tőke-iparágának fejlődéséhez elsősorban a tőkét kereső minőségi projektek számának növekedése és a kilépési lehetőségek szélesedése járulhatna hozzá. *Klonowski (2005, 2006)* a lengyel, a magyar, a cseh és a szlovák kockázati-tőke-befektetéseket 1998 és 2003 között elemezve elsősorban azok hosszútávú ciklusokon keresztüli fejlődését elemezte. A legtöbb szerző szerint a térségbeli befektetéseknél a fő akadályt a kockázati tőke által finanszírozott vállalkozások **menedzsereinek nem megfelelő kínálata** jelentette, ugyanis a befektetések kudarcát az elemzések szerint legnagyobb arányban vezetési hibák okozták (lásd például *Bliss, 1999, Karsai és társai, 1998, Chu és Hisrich, 2001*). *Iliev (2006)* a régióbeli befektetések szerkezetét elemezve **a korai fázisú cégek finanszírozásának** rendkívül **alacsony részarányát** emelte ki, amit főként a magas tranzakciós költségekkel, a minőségi projektek kínálatának korlátozott számával, valamint az ilyen ügyleteket szolgáló infrastruktúra hiányával magyarázott. *Karsai (2004)* a kizárólag költségvetési forrásból finanszírozott és állami alkalmazottak által működtetett befektető szervezetek tevékenységét Magyarországon elemezve mutatott rá, hogy a sikeres korai fázisú befektetések esélyét az

**állam közvetlen részvétele sem javította** a kockázati tőke-piacon. A korai fázisú cégek kockázati tőkéhez jutását az is nehezítette, hogy a közép-kelet-európai régióknak relatíve sokkal **kevesebb** olyan **informális befektetője** volt, amelyek kisebb összegű tőkebefektetésekre vállalkoznak (Szerb és társai, 2007). Johnson és társai (1999) a régióban a **tulajdonosi jogok védelmének** fontosságát emelték ki, míg a banki forrásokhoz való hozzájutást kisebb problémának érzékelték. Más felmérések szerint a régióbeli tőkeáttételes befektetéseknél a **korlátozottan elérhető hitelek** is megnehezítették a kívánt hozamok elérését (Wright és társai, 1999, Karsai és társai, 1999, Farag és társai, 2004). A régió kockázati tőke-iparát elemző tanulmányok egybeeső megállapítása volt, hogy a hitelnyújtók kockázatának csökkentéséhez elsősorban a **jogi és intézményi rendszer minőségét** kell javítani, mivel ez elengedhetetlen feltétel a kockázati tőke kínálatának növekedéséhez.

A régió kockázati tőke-piacának fejlődését befektetői szemmel vizsgáló EBRD (2006) elemzésből világosan kitűnik, hogy **a régió piacának fejlődése négy időszakra bontható**. Az első időszak a rendszerváltás kezdetétől a kilencvenes évek közepéig tartott. Ekkor a külföldi kormányzati tőkét befektető globális alapok mellett főként az **országalapok domináltak**. Az országalapoknál a jellemző méret 50 millió dollár körül mozogott, mivel az alapkezelőknek ekkor még nem volt nagy befektetési gyakorlata a régióban. Az üzleti ajánlatok megvalósításánál sokszor váratlan nehézségek jelentkeztek. Az ügyletek között döntő szerepet játszottak a privatizáció kapcsán felmerülő befektetési lehetőségek, amelyek főként az ipar szerkezeti átalakítását szolgálták. A második időszak a kilencvenes évek végéig tartott, s elsősorban a **regionális alapok térnyerése** jellemezte. Emellett alakultak kisebb országalapok is, s néhány szektorális alap is megjelent a piacon. Az alapok a korábbinál sokkal nagyobbak lettek, a tipikusan kezelt tőke összege 100-200 millió dollárra nőtt. Jellemzővé vált a vállalkozások expanzív fejlődési szakaszának finanszírozása. Megkezdődött a régió magántőke-piacának konszolidációja. A harmadik időszak az ezredfordulón a **technológiai buborék kipattanásáig** tartott, s a gyors expanzió jellemezte. Ebben a fázisban változatlanul fennmaradt a regionális alapok dominanciája, ugyanakkor a befektetések középpontjába a technológia finanszírozása került. Az alapok által kezelt tőke jellemző mérete tovább nőtt, elérve a 250-300 millió dollárt. A magántőke-piacon ebben az időszakban egyaránt jelen voltak a nagy pénzügyi intézményi befektetők, a főként a régióban sikeres befektetők, illetve Európa egészét megcélzó finanszírozók. A cégek expanzív szakaszának finanszírozása mellett megjelent a klasszikus kockázati tőke funkció, azaz a fejlődésük korai fázisában tartó vállalkozásokba történő befektetés is. A finanszírozás fő területét a technológia, az IT és a média adta. Az EBRD (2006) elemzése szerint a negyedik, utolsó fejlődési szakasz 2001-től 2006-ig tartott, s a piac tisztulása - racionalizálása - jellemezte. Csak a sikeres alapkezelők tudtak talpon maradni. A regionális és országalapok

mellett a specializált befektetők jelenléte is megfigyelhető volt. A **finanszírozás** immár **kiterjedt a kivásárlásokra**, s ennél arányosan jóval kisebb összegben, de továbbra is tőkét biztosított az expanzív szakaszban tartó vállalkozások számára.

*Groh és társai (2008)* nem a befektetések fejlődését, illetve az alapkezelők által a befektetéskor mérlegelt kiválasztási szempontokat elemezték, hanem a befektethető források odaigéréséről döntő, **intézményi finanszírozók által mérlegelt paramétereket**. Megállapították, hogy e finanszírozók számára a tulajdonosi jogok hatékony védelme elsődleges fontosságú, ám ugyancsak döntő elem a helyi menedzser vezetési színvonala, valamint a régió tőkepiacainak mérete és likviditása. E tényezők a felmérés idején még inkább gátolták a tőke odaigérését, ugyanakkor a vonzó növekedési kilátások kifejezetten ösztönzőleg hatottak. Szintén pozitív hatása volt a régióbeli konkrét tapasztalatoknak, ugyanis az itteni befektetéseket már korábban finanszírozók kifejezetten elégedettek voltak az általuk elért kockázat/hozam arányokkal, s ennek kapcsán kedvező véleményük volt a helyi vállalkozási lehetőségekről, az itteni alapkezelők jártasságáról. Összességében *Groh és társai (2008)* szerint a kockázati tőke-alapok finanszírozói a régiót a **többi feltörekvő piacokhoz hasonlítva igen kedvezőnek ítélték**.

A nyugati piacokat 2007 második felében megrázó hitelválság a portfólió diverzifikálás fontosságára irányította rá a kockázati- és magántőke-befektetők figyelmét. A fejlett piacokon tapasztalható lassulás és szabályozási szigorodás nyomán az új földrajzi befektetési célpontokat kereső finanszírozók a feltörekvő piacok, s ezen belül az EU csatlakozás révén immár kevésbé kockázatos és a pénzügyi válság hatásait rövid távon kevésbé megérző, viszonylag gyors növekedést felmutató **közép- és kelet-európai régió felé fordultak**. Mivel a régió bekerült az alapok befektetőinek a látókörébe, az ide irányuló a tőkegyűjtés intenzív növekedésnek indult, s 2007-ben megszületett az első, 2008-ban pedig a második **egymilliárd eurót** meghaladó illetve elérő **régiós alap**. Az egyre kiterjedtebb befektetői körből egyre több tőkét gyűjtő regionális alapok számára a régióban mind több olyan **globális és páneurópai alap** teremtett versenyt, amely sokszor épp a tőlük átcsábított, kiterjedt helyi ismeretekkel rendelkező alapkezelők alkalmazásával próbálta ellensúlyozni régióbeli járatlanságát. A befektetők számára vonzó hozamok fennmaradását prognosztizálta a régió országaiban elért magas GDP-növekedési ütem, az ennek nyomán emelkedő fogyasztás és kiépülő infrastruktúra, továbbá a nemzetközi szintű szereplővé érett vállalatok regionális kiépítésének lehetősége, valamint a helyzetüket konszolidáló konglomerátumok kivásárolhatóvá váló részelei.

A 2008 júniusában a *Deloitte Advisory* által készített Közép-Európai Magántőke Bizalmi Index azonban a befektetők régióról alkotott véleményének megváltozását jelezte (*Deloitte, 2008*). A magántőke-piac globálisan romló feltételeivel összhangban e felmérés ugyanis a közép-kelet-európai magántőke-piaci szakértők **erőteljesen visszaeső bizalmát** mutatta.



A 2003 óta évente két alkalommal készülő index 2007 első félévében érte el 146 pontos csúcspontját, de ezt követően a második félévben gyakorlatilag a 2003-as bázisév szintjére süllyedt, majd pedig 2008 májusában még ennél is 15 ponttal alacsonyabb szintet jelzett. Ezzel egy kétéves, erős bizalommal jellemezhető **korszak zárult le**, tükrözve az akvizíciós hitelfelvétel megnehezülését, s a szindikált befektetések kisebb valószínűségét. Az üzleti aktivitás a vizsgált félévben jelentősen csökkent, a befektetők azonos profilú vállalkozások megvételével inkább már meglévő portfólió cégeiket hizlalták nagyobbra. A befektetők rövidtávú pesszimizmusát tükröző, mélyre süllyedő index ellenére, a *Deloitte* tanácsadó cég 2008 nyarán még középtávon a közép-európai magántőke-piaci tevékenység erőteljes **növekedésére** számított. A cég pozitív prognózisát részben a térség sokféle növekedési mutató terén elért kiemelkedő eredményeire alapozta, részben pedig a számos új globális befektető e térségben való megjelenésére, valamint a befektetési ügyleteket kereső cégek számának emelkedésére.

## **2. A RÉGIÓBAN BEFEKTETHETŐ KOCKÁZATI TŐKE NAGYSÁGA ÉS FORRÁSA**

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

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

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

A frissen gyűjtött tőke **zöme** elsősorban a nagyobb összegű befektetésekre készülő **kivásárlási alapokhoz** került. A régió népszerűvé válását világosan jelzi, hogy míg az EU-ban a tőkegyűjtés értéke 2007-ben közel harmadával visszaesett, addig a régió befektetési céllal odaigért tőke összege majdnem kétszeresére nőtt. Ez az arány az Európán kívüli adatok ismeretében is figyelemre méltó, mivel a 2007-ben világszerte frissen odaigért kockázati tőke értéke mindössze 10%-kal emelkedett az előző évhez képest (IFSL, 2008). A régió jelentőségének növekedése az európai tőkegyűjtés százalékában kifejezve is látszik, ám egyúttal azt is jelzi, hogy a régióban még igen jelentős tartalékok vannak. A régiós alapokba érkező tőke volumene egészen 2006-ig nem haladta meg az Európában összegyűjtött kockázati- és magántőke értékének 2%-át, 2007-ben pedig a régió részaránya hirtelen 5% fölé ugrott. (Lásd a 2. táblázatot!)

2. táblázat

**A régióbeli befektetésekre allokált kockázati- és magántőke évenkénti értéke, 2002–2007 (millió euró)**

<b>Ország</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Régiós befektetésekre allokált tőke összesen*	273,7	312,0	496,0	1293,0	2254,0	4253,3
Régiós befektetésekre allokált tőke az EU-s befektetésekre allokált tőke %-ában**	1,0	1,2	1,8	1,8	2,0	5,4

\*A régió országaiban működő alapkezelők által összegyűjtött tőke.

\*\*A befektetők székhelye szerint számba vett adatok.

Forrás: EVCA (2004, 2005, 2006, 2007, 2008) és EVCA Yearbook (2008)

Az EVCA munkacsoportja által összesített tőkevolumen csak a deklaráltan régióbeli befektetésre létrehozott alapok tőkéjét tartalmazza, vagyis nem terjed ki azon alapok új tőkeforrásaira, amelyek elsődleges fókuszja nem a régió, bár alkalmanként itteni befektetéseket is végeznek. A régióba való befektetés céljával tőkét gyűjtő többi (régió kívüli) alap tőkéjének értékét is tekintetbe vevő adatok az érdeklődés igen jelentős növekedését jelzik. Eszerint a régióba, valamint Oroszországba és a FÁK országaiba befektetni tervezett források 2003-ban még nem érték el a 0,5 milliárd dollárt, értékük azonban 2004-ben 1,8 milliárd dollárra, majd 2005-ben 2,7 milliárd dollárra nőtt. 2006-ban ismét óriási érdeklődés volt a (tágon értelmezett) régió iránt, amit a 3,3 milliárd dolláros tőkegyűjtés jelzett. Végül a 2007-es **14,6 milliárd dolláros** érték minden addigi **rekordot** megdöntő szédítő növekedést mutatott (*EMPEA, 2008/a*) Egy 2007 első felében készített felmérés már előre jelezte a rendkívül megnövekedett érdeklődést. A magántőke-alapok finanszírozásában világszerte kulcsszerepet játszó, több mint 80 intézményi finanszírozó terveit összesítő felmérésből ugyanis az derült ki, hogy a finanszírozók részaránya a (tágon értelmezett) régióba 2007-ben befektető közel 60%-os arányhoz képest 2012-re 87%-ra emelkedik (*EMPEA, 2007*).

Az EVCA munkacsoportjának 2007-ben megjelent elemzése szerint (*EVCA, 2007*) a régióbeli alapokba 2006-ban érkezett friss tőke több mint 80%-át a régió kívüli források biztosították, ezen belül főként Nyugat-Európából és Észak-Amerikából érkezett a befektetésre szánt tőke. A **régióban** 2007-ben befektetési céllal összegyűjtött tőkének csak **nem egészen 2%-a származott** a közép- és kelet-európai országok **saját befektetőitől**, szemben az EU országokban tapasztalt 42%-os átlaggal. 2007-ben a régió kívülről befektetési céllal érkező tőke kétharmada Európából, egyharmada pedig Európán kívülről, főként Észak-Amerikából származott (*EVCA, 2008*). Mivel a régióbeli magántőke-alapok által gyűjtött tőke túlnyomó hányada a régió egészét megcélzó un. **regionális**, nem pedig meghatározott országokat megcélzó un. **ország-alapokba** érkezett, a 2007-ben összegyűjtött 4,3 milliárd eurós összeg lényegében a régióknak szánt azon tőkevelumént képviseli, amely kiegészül a pán-európai és globális alapok 2007-ben összegyűjtött friss tőkéjének azon hányadával, amelyet kezelőik a régióbeli befektetésre szántak.

A közép- és kelet-európai befektetések túlnyomó hányadát adó **regionális alapok tőkéjének** (vég)befektetők szerinti forrásáról a 2007 előtti időszakról az itteni alapok legjelentősebb befektetőjének, az EBRD-nek az adataiból lehet képet alkotni (*EBRD, 2005*). Az EBRD adatai azonban nem csupán a régió, hanem Oroszország és a FÁK országokban befektető mindazon alapok tőkéjének forrásait is tartalmazzák, amelyekben az EBRD befektetőként szerepelt. Az EBRD 1992 és 2004 közötti éveket összesítő (a régiót tehát tágon értelmező) adataiból az tűnik ki, hogy

nemzetközi pénzügyi szervezetek biztosították a befektethető tőke legnagyobb hányadát - 40%-ot -, s ebből az EBRD egymaga 29%-ot adott. Második helyen a források 16%-át nyújtó nyugdíjalapok, harmadik helyen pedig a más alapokba fektető alapok, azaz az intézményi befektetők tőkéjének befektetésére létrehozott alapok álltak 14%-kal. A bankok részaránya mindössze 9%, a nagyvállalatoké pedig 8% volt, míg a biztosítótársaságok és magánszemélyek egyaránt 6%-át adták a befektetési céllal gyűjtött tőkének. *(A nyilvánosságra hozott befektetői körrel rendelkező, 2005 óta lezárt legjelentősebb magántőke-alapok befektetőit lásd az 1. függelékben!)*

A 2007. évi adatok a régióbeli befektetésekre tőkét gyűjtő alapok **finanszírozói körének átrendeződését**, a pénzügyi intézmények hátrább sorolódását, végső soron a **nyugdíjalapok előretörését** jelzik (közvetlenül és más alapok beiktatásával). 2007-ben a regionális alapok által gyűjtött tőke értékének közel egynegyedét a **más alapokba fektető alapok** biztosították, ami közel kétszerese az EU egészére vonatkozó részarányuknak *(EVCA, 2008)*. Feltételezhető, hogy a régió iránt újonnan érdeklődő, ám annak alapkezelőit még kevéssé ismerő intézményi befektetők számára ez a megoldás nagyobb biztonságot ígért. Ellenkező a helyzet a helyi piacot jól ismerő vállalkozói befektetők esetében, amelyek régióbeli részaránya a tőkegyűjtésben háromszorosa (7,3%) volt az európai részaránynak. Ugyancsak majd kétszerese volt a magánszemélyek (10,4%) és a kormányzati szervezetek (10,3%) régiós tőkeellátásban játszott szerepe az európai átlagnak, ami részben a vállalkozásaikból meggazdagodó személyek merészebb befektetéseinek, részben pedig a klasszikus kockázattőke-befektetések magánszektor által lefedetlen forrásellátását pótló állami szerepvállalásnak tudható be. *(A régióba 2007-ben allokált tőke finanszírozók (végbefektetők) szerinti megoszlását lásd a 3. táblázatban!)* Az intézményi megtakarítások nemzetközi mércével mért alacsonyabb szintje és rugalmatlanabb szabályozása magyarázza azt, hogy az EU-ban a kockázati-és magántőke-alapok forrásait legnagyobb hányadban (18%) biztosító **nyugdíjpénztárak részaránya** a második helyet biztosító 13%-ot ért el a régióban. Főként eltérő szabályozás miatt ugyanakkor a régióban működő nyugdíjpénztárak közvetlen bekapcsolódása a források biztosításába még messze elmarad a fejlett országokban tapasztalt szinttől.

**A régiós és az európai befektetésekre allokált kockázati- és magántőke értékének (vég)befektetők szerinti megoszlása, 2007 (százalék)**

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

*Forrás: EVCA (2008), EVCA Yearbook (2008)*

A 2007-ben az előző, ugyancsak rendkívüli emelkedést mutató évhez képest majdnem megduplázódó régiós tőkegyűjtés háttérében a finanszírozás **funkciójában** bekövetkező átrendeződés is szerepet játszott. A befektetők ugyanis egyre nagyobb arányban **kivásárlási céllal** gyűjtöttek tőkét, s e tranzakciók az expanzív szakaszban nyújtott befektetésekhöz képest sokkal nagyobb összegeket igényeltek. 2007-ben a régióbeli székhellyel rendelkező cégekbe befektetett tőke több mint háromnegyedét kivásárlási ügyletek adták, s a finanszírozók a frissen gyűjtött tőkéből 63%-ot az itteni cégek kivásárlására kívánták biztosítani (EVCA, 2008).

A régió iránti növekvő érdeklődés, valamint a befektetések kivásárlások felé tolódása nyomán nem meglepő, hogy 2007-ben megszületett a régió első, **1 milliárd eurónál nagyobb** kockázati-tőke-alapja.

A londoni székhelyű *Mid Europa Partners* 1,53 milliárd euró összegű alapot hozott létre, melynek mérete kétszerese volt a régió addigi legnagyobb alapjának, az *Enterprise Investors* által 2006-ban létrehozott 658 millió eurós magántőke-alapnak.

Az EVCA munkacsoport adatai szerint 2007-ben összesen nyolc kockázati- és magántőke-alap zárta le a tőkegyűjtést, a meghirdetéstől számítva összesen 3,7 milliárd eurós összegben. A 4,3 milliárd összegű 2007. évi alapgyűjtés többi részét a még le nem zárt alapoknak ígért tőke tette ki. (A 2005-2008 között felállított legjelentősebb magántőke-alapok felsorolását

*lásd a 2. függelékben!)* A Mid Europe Partners milliárdos alapjához hasonló nagy régiós alapok már egy új (vég)befektetői kör számára tették lehetővé a régióban történő megjelenést. Olyanok számára, amelyeknél az egy-egy alapba fektetendő 50-70 millió eurós összeg eleve kizárja a közepméretű alapokat a célpontok közül.

A régióba befektetők megváltozott világgazdasági kilátások ellenére nagy étvágyát jelezte, hogy a régióban már régóta jelenlévő *Advent International* 2008 áprilisában ugyancsak egy 1 milliárd eurós régiós alapot zárt le. Ezzel az új alap mérete háromszor akkora lett, mint ugyanezen alapkezelő 2005-ben felállított alapja. A növekmény főként az **amerikai befektetők** régió iránt **ismét növekvő** érdeklődéséről tanúskodott. *(A régió legjelentősebb alapjait a befektetések által érintett földrajzi területekkel együtt a 3. függelék foglalja össze.)* A kilencvenes években még jelentős régiós befektetéseket végrehajtó amerikai finanszírozók a technológiai buborék kipattanásakor elszenvedett jelentős veszteségeik után fordítottak hátat a régiónak.

Az Advent új alapjának a negyede már amerikai befektetőktől érkezett, holott ugyanezen alapkezelő 2005-ben létrehozott alapjához az amerikai befektetők még jóformán egyáltalán nem járultak hozzá, noha már akkor is jelezték, hogy megfigyelés alatt tartják a régiót, tőkét azonban akkor még nem jegyezték. A Mid Europe Partners 2006-ban lezárt 650 millió dolláros alapjának közel harmada érkezett amerikai befektetőktől, 60%-a Európából, míg a tőke többi részét Ázsiából kapta, a finanszírozók által odaigért tőke közel fele nyugdíjpénztáraktól és kormányzati kapcsolódású szervezetektől származott.

A régióban 2008-ban **kevesebb alap** működik, mint 15 éve, s a konszolidáció eredményeként a befektetői piac "fejnehéz". Mivel sok kisebb alapkezelő nem tudott újabb alapot szervezni, **három nagy alapkezelő** - a Mid Europa Partners, az Advent International és az Enterprise Investors - kezeli a régióban **befektethető tőke felét**. Ugyanakkor néhány nagy nyugati alapkezelő is belépett befektetéseivel a régió piacára. A regionális alapkezelők a **verseny élesedését** érzékelik azon **globális kivásárlási alapok megjelenése** nyomán, amelyek a közelmúltban nyitottak irodákat a régióban. Ezek közé tartozik például a *Carlyle Group*, az *EQT*, a *CVC Capital Partners*, valamint a *Candover*.

A régióban 2007-2008-ban megjelent alapkezelők jellemzően olyan alapkezelő csapatokkal léptek a piacra, amelyek már jelentős gyakorlattal rendelkeztek a régióban. Az alapkezelők egy részét ugyanis a már korábban itt működő alapkezelőktől csábították át. Az első lépéseket a régióban újoncként megtevő globális alapok kezdetben még nem regionális, hanem pán-európai vagy globális alapjaikból finanszírozták itteni befektetéseiket, s csak

ezután vették fontolóra saját régiós alapot létrehozását. *(A régiós alapkezelők managereinek a regionális és globális alapok közötti mozgását illusztrálja a 4. függelék.)*

### **3. A RÉGIÓBAN BEFEKTETETT KOCKÁZATI TŐKE ÉRTÉKE**

Az EU 2006-ban közölt *Flash Eurobarometer* megállapítása szerint *(Flash EB, 2006)* az újonnan csatlakozott országokban a kockázati tőke a kis- és középvállalati finanszírozás gyakorlatilag **nem létező** formáját képviseli. A felmérésben résztvevő cégek átlagosan mindössze 1%-a fordult kockázati tőke-befektető szervezetekhez befektetés reményében, s a megkérdezett kis- és közepes méretű vállalkozások 2%-a nyilatkozott úgy, hogy forrásait kockázati tőke-alapoktól származó tőkével szeretné növelni.

Ugyanakkor főként kivásárlások kapcsán a nagy cégekbe befektetett tőke 2006-ban az előző év több mint háromszorosára nőtt, a régióban végrehajtott kockázati tőke-befektetések értéke rekord 1,7 milliárd eurót ért el. A korábbi években még rendkívül alacsony befektetési érték szinte minden régiós országban jelentősen emelkedett, különösen **az EU-hoz első körben csatlakozó** Magyarországon, Csehországban és Lengyelországban. A régióbeli befektetések mintegy 90%-át 2006-ban a magyar, cseh, lengyel és román piac produkálta. 2007-ben a régióban végrehajtott kockázati tőke-befektetések szárnyalása tovább folytatódott. *(A régió egyes országaiban évente befektetett tőke értékét a 4. táblázat mutatja be.)*

**A régió országainak kockázati- és magántőke-befektetései, 2002–2007\* (millió euró)**

<b>Ország</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Bosznia és Hercegovina	0	0	0	10,0	5,3	0,8
Bulgária	2,7	18,0	216,0	0	35,8	555,7
Csehország	27,4	39,4	16,1	109,0	354,2	170,3
Észtország	0,7	1,7	0,4	12,7	4,0	51,7
Horvátország	3,3	2,8	4,0	0,8	12,0	17,2
Lengyelország	137,2	177,2	134,4	107,8	303,6	683,5
Lettország	1,0	2,7	13,3	8,7	0	159,2
Litvánia	1,2	5,6	1,2	14,4	18,1	158,8
Macedónia	0	0	0	0	0	9,1
Magyarország	75,7	110,8	121,6	147,3	734,4	491,4
Románia	18,0	82,0	32,5	70,0	110,0	475,9
Szerbia és Montenegro	0	0	0	6,4	31,5	161,6
Szlovákia	4,7	4,5	7,1	19,5	19,3	23,5
Szlovénia	1,7	3,7	0	2,0	38,7	46,7
Régiós befektetések összesen	273,6	448,4	546,6	508,6	1666,9	3005,4
<i>Régiós befektetések az EU-s befektetések %-ában**</i>	1,0	1,5	1,5	1,1	2,3	4,1

\*A befektetések célországa szerint számításba vett adatok

\*\*A befektetők székhelye szerint számba vett adatok

Forrás: EVCA (2004, 2005, 2006, 2007, 2008) és EVCA Yearbook (2003-2008)

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



2007-ben a befektetések összegének közel fele a lengyel piacot érintette, emellett jelentős értékbeli növekedés volt megfigyelhető a bolgár, román és a baltikumi országok piacain. A magyarországi cégekbe történt befektetések értékének csökkent, ám ez csak a 2006-ban elért rendkívül magas tranzakciós értékhez képest következett be, mely egymaga az adott évi régióbeli befektetési érték 44%-át tette ki.

Az egyes országok piacain a befektetések értékének egyes évek között gyakran megfigyelhető igen erőteljes ingadozást főként **egy-egy nagyértékű kivásárlás** magyarázza. Évek óta stabilan az EU-hoz első körben csatlakozott országok vállalkozásai, így a cseh, lengyel és a magyar cégek által kapott befektetések adják a régióbeli kockázatitőke-finanszírozás zömét. E három piac részaránya 2007-ben a bolgár, a román és a baltikumi országokban végrehajtott jelentős finanszírozás nyomán először esett 50% alá. A 2004. évi kiugró értékű bolgár kivásárlás kivételével e három piac részesedése minden vizsgált évben meghaladta a 70%-ot, sőt 2006-ban a kiugróan magas magyar befektetések folytán 80%-nál is magasabb volt. *(A legfontosabb régiós piacok helyezését és a régióbeli befektetésekben elért részarányát az 5. táblázat tartalmazza.)*

5. táblázat

**A régió öt legnagyobb kockázati- és magántőke-befektetésben részesülő országa  
2006-2007-ben\* (százalék)**

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

*Forrás: EVCA (2008) alapján saját számítás*

Az országok eltérő nagyságát is figyelembevévő, **egy főre jutó** kockázatitőke-befektetési volumen alapján ugyancsak jól kirajzolódik a régiós befektetések dinamikus értéknövekedése, s egyúttal európai léptékben mért jelentős lemaradása. 2002-ben a 60 eurós európai átlaghoz képest a régióban még átlagosan csak 2 euró értékű tőkebefektetés jutott egy főre, addig

2006-ban a 234 eurós európai átlagtól még továbbra is messze-messze elmaradva 13 euró. 2007-ben a régióban a 24 eurós egy főre jutó kockázatitőke-befektetési érték a 170 euróra visszaesett európai értékkel állt szemben. *(Lásd a 6. táblázatot!)*

6. táblázat

**A régió egy főre eső kockázati- és magántőke-befektetésének értéke, 2002–2007 (euró)**

<b>Ország</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Egy főre eső régiós befektetés*	2,2	3,6	4,4	4,1	13,3	24,1
Egy főre eső EU-beli befektetés**	59,5	58,4	69,3	155,1	242,6	170,5

\*A befektetések célországja szerint számba vett adatok

\*\*A befektetők székhelye szerint számba vett adatok

*Forrás: EVCA (2004, 2005, 2006, 2007, 2008) és EVCA Yearbook (2003-2008) alapján*

#### **4. A RÉGIÓBAN BEFEKTETETT KOCKÁZATI TŐKE FUNKCIÓJA**

A kockázatitőke-ágazat fejlődésre gyakorolt hatása attól függ, hogy a vállalkozások **fejlődésük mely fázisában** jutnak tőkéhez, illetve a gazdaság mely területein működnek. Vagyis a kockázati tőke milyen arányban finanszírozza cégek indulását, expanzióját, illetve tulajdonosi körének szükségessé vált átalakítását. Ettől függ ugyanis, hogy az induló és megerősödő vállalkozások kockázatitőke-finanszírozása előmozdítja-e az innovációt, a határon átnyúló regionális jelentőségű cégek kiépülését, részt vesz-e a cégek privatizálásában, illetve a nagyvállalatok átstrukturálásában. *(A régióbeli és európai kockázatitőke-befektetéseknek az érintett portfólió cégek életciklusa szerinti alakulását lásd a 7. táblázatban!)*

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

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

\*A befektetések célországja szerint számba vett adatok

\*\*A befektetők székhelye szerint számba vett adatok

Forrás: EVCA (2004, 2005, 2006, 2007, 2008) és EVCA Yearbook (2003-2008) alapján

Az EVCA szakértői munkacsoportja szerint (EVCA, 2004) a közép-kelet-európai régió kockázati- és magántőke-befektetéseiben eleinte az **expanzív szakasz dominált**, ez a fejlesztési fázis sokkal jelentősebb volt, mint Nyugaton. Ezt főként a régió országainak gyors növekedése magyarázza, hiszen egy gyorsan növekvő gazdaság vállalkozásai között szükségszerűen nagyobb a növekedni, terjeszkedni akaró cégek súlya. Másrészt a rendszerint átlagon felüli összegű befektetéseket igénylő kivásárlásokra általában a cégek inkább érettebb korában kerül sor, márpedig a régió cégeinek többsége csak lassan ért meg a kivásárlásra. Az utóbbi években azonban már megfigyelhető a **kivásárlások** számának növekedése. (Lásd a 8. táblázatot!) A befektetések értékének jelentős emelkedése is főként a nagyértékű kivásárlási ügyletek elszaporodásának köszönhető. Ez utóbbi fejlemény részben a tapasztalt vezetéssel rendelkező magáncégek számának emelkedéséből, a konglomerátumok átalakulásának folyamatából, illetve az egyre inkább megnyíló hitellehetőségekből adódik. A régióbeli kivásárlásokat a kilencvenes évek közepén még a privatizációs ügyletek túlsúlya jellemezte. A magántőke-alapok ekkor rendszerint a cégek korábbi vezetését támogatták az államtól történő kivásárlások során, a 2000-es évek végén megfigyelhető trend azonban már a helyi és nemzetközi konglomerátumok magáncégeit és spin-off-jait érinti.

**A kivásárlások értékének és összes kockázati- és magántőke-befektetésen belüli részarányának alakulása hat közép-kelet-európai országában, 2003-2007\*  
(millió euró és százalék)**

Ország	2003		2004		2005		2006		2007	
	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
Bulgária	NA	NA	192	89	NA	NA	29	81	538	97
Csehorsz.	13	33	0	0	67	61	353	100	78	46
Magyaro.	88	79	1	1	65	44	703	96	422	86
Lengyelo.	92	52	31	23	50	46	297	98	546	80
Románia	32	39	0	0	55	79	36	33	310	65
Szlovákia	0	0	0	0	0	0	13	68	23	100
Összes régiós kivásárlás	227	51	223	41	242	48	1517	91	2319	77
Összes EU-s kivásárlás**	18457	63	25767	70	32109	68	46897	69	56844	79

\*A befektetések célországára szerint számba vett adatok

\*\*A befektetők székhelye szerint számba vett adatok

Forrás: EVCA (2004, 2005, 2006, 2007, 2008) és EVCA Yearbook (2003-2008) alapján

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

A **kivásárlások régióban is dominánssá válása** azt jelenti, hogy az itteni befektetések is egyre inkább követték a világ többi részén zajló változást. Vagyis azt, hogy a korábban az új vállalkozások létrejöttét, fejlesztését, bővülését finanszírozó kockázati befektetők immár a cégek új tulajdonoshoz kerülésének elősegítésében láttak nagyobb üzletet. Így többek között az állami cégek privatizáció keretében történő átvételében, a régió országaiban azonos szakterületen működő önálló vállalatok felvásárlásában és összeépítésében, a multinacionális cégek leányvállalatainak átstrukturálásában, valamint tőzsdéről történő kivonásában.

A befektetők számára a vállalatfelvásárlások finanszírozása az expanzív szakaszban történő korábbi befektetésekhöz képest sokkal **nagyobb egyedi ügyleteket** eredményezett. A méretbeli óriási eltérést jól mutatja, hogy 2007-ben míg az egy ügyletre eső átlagos befektetés a régió korai szakaszban tartó cégei esetében alig érte el az 1 millió eurót, s az expanzív szakaszban is csak 5,5 millió euró volt, addig a kivásárlások átlagos nagysága 25,5 millió eurót ért el.

A nagyméretű befektetések a régió befektetőinél nemcsak méretgazdasági megtakarítások miatt voltak gazdaságosak, hanem azért is, mert az ügyleteket részben **hitellel** tudták finanszírozni. A kivásárlások finanszírozását a befektetők a régióban is tőkeáttétellel hajtották végre, bár ezek összege még kisebb volt az Európában megszokottnál, ami később, a 2008 őszi hitelpiaci válság időszakában esetenként előnynek bizonyulhatott. Valójában épp a kivásárolt cégek vagyonával fedezett hitelek igénybevételének lehetősége nyitotta meg a régióban a korábbiakhoz képest sokkal nagyobb ügyletek előtt az utat.

Európa egészét tekintve 2005 és 2007 között a magántőke-befektetők a befektetések értékének csak alig több mint egyharmadát finanszírozták saját tőke (equity) hozzájárulással (*EVCA Barometer, 2008*). Közép- és Kelet-Európára vonatkozóan **nem áll rendelkezésre a saját tőke/hitel részarányról adat**, de hogy e téren a régió még messze **nem érte utól** Európa fejlettebb piacait, az abból is látszik, hogy a 2007-ben a régióban végrehajtott 54 kivásárlási ügylet 25,5 millió eurós átlagos mérete messze elmaradt a 91 európai kivásárlás esetében mért 43,2 millió eurós átlagértéktől. A kelet- és közép-európai régióról 2007 közepén helyzetfelmérést közlő *EVCA Barometer (2007)* a két évvel korábbi piaci helyzethez képest **nagyobb méretű és későbbi fázisban nyújtott befektetéseket, erőteljesebb versenyt és fejlettebb hitelpiacot** talált. A régióbeli ügyletek finanszírozásánál a hitelek könnyebb elérhetőségéről, s a hitellel történő befektetések nagyobb elterjedtségéről számolt be a régióban, beleértve a senior hitelt és a mezzanine finanszírozás lehetőségét.

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

A kockázati- és magántőke-befektetések közül **a magvető és induló** fázisban nyújtott finanszírozás képezi azt a területet, ahol a régió vállalkozásai a **legnagyobb hátrányban** vannak Európában. A régióban tőkére áhító sok ezer perspektívikus cég közül a kockázati tőkések által évente 30-40 millió euróval finanszírozott 30-40 vállalkozás az induló cégek összes darabszámához képest jóformán alig érzékelhető befektetést képvisel, s eltörpül az

egyébként Európa egészében is igen alacsony számú, alig több mint 2 ezer cég mellett is. Közép-Kelet-Európában 2007-ben a korai fázisban egy-egy cégnek nyújtott, közel 850 ezer eurós átlagos befektetési összeg még az - Amerikához képest - eleve alacsony, közel 1,2 milliós európai befektetési átlagértéket sem éri el. Sok, egyébként életképes, nagy növekedésű régióbeli vállalkozás egyszerűen **nem elég nagy** ahhoz, hogy a befektetők érdeklődését felkeltse.

Az induló, fiatal vállalkozások kockázati tőke iránti kereslete és ezen tőke kínálata közötti tőkerés, amely az EU korai fázisú innovatív cégeinek is hátrányt okoz, a régióbeli induló cégeket még inkább sújtja, mivel náluk az e fázisban tartó cégek **egyéb finanszírozási forrásai** - például az üzleti angyalok, a kormányzati támogatások, a magvető finanszírozás - **is hiányoznak**. E helyzetet felismerve indította el az Európai Unió un. *JEREMIE-programját (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises)*, amely kifejezetten az induló, korai fázisú cégek tőkeellátásának javítását célozza. A 2008 októberében az *Európai Bizottság* által már jóváhagyott 80 millió eurós litván, és a bizottsági jóváhagyásra váró közel 160 millió eurós magyar holding-alapra a mikro-, kis- és középvállalatok számára tőkebefektetést szervező olyan hazai bejegyzésű alapkezelők pályázhatnak majd, akik a közösségi források mellé további 30%-nyi magánszektorból származó tőkét is tudnak biztosítani.

A kockázati tőke által a régióra piacainak fejlődésére gyakorolt gazdasági hatás főként azon szakágazatokban jelentkezett, ahol a finanszírozott cégek működtek. A 2000-es évek végén a **telekom és a média** különösen kedvező lehetőséget biztosított a kockázati tőkések számára, ám a növekvő jövedelmek folytán már más, **fogyasztással kapcsolatos iparágak** is vonzották a befektetőket, így főként a fejlődésben még lemaradt **pénzügyi szolgáltatások**, valamint az **építőiparhoz** kapcsolódó területek (*James, 2007*). Az *EMPEA* 2008-ban készített elemzése szintén azt erősítette meg, hogy a magánfogyasztás képezte a régiós befektetések alapját (*EMPEA, 2008/a*). A növekedés szempontjából elsősorban szóbajövő szakterületeket a kiskereskedelem, a fogyasztáshoz kapcsolódó szolgáltatások, valamint a gyógyászat képviselte, de nőtt az infrastruktúra szerepe, s az üzleti szolgáltatások iránt is nőtt a kereslet.

A régióban - az *EVCA* szakértői munkacsoportja szerint - a 2004-ig eltelt másfél évtizedben a legtöbb tőke a **telekommunikációs szektorba, a fogyasztási cikkek előállítóihoz és szolgáltatóihoz, az ipari termékek és szolgáltatások gyártóihoz, a média területére valamint a pénzügyi szolgáltatókhoz** került (*EVCA, 2004*). Az internet boom idején a közép-európai régióban is jelentős tőkét kaptak a **technológiai ágazatok**, ám ennek nagyságrendje jóval kisebb volt, mint Nyugat-Európában, vagy az USA-ban. S bár az IT ágazat a technológiai boom kifulladásakor a régióban is visszaesett, a befektetések kisebb koncentráltága miatt a befektetőket ez kevésbé rázta meg.

A 2000-es évek során a telekom, a kábelszolgáltatás, valamint az infrastruktúra egyes területei kerültek a magántőke érdeklődésének középpontjába, nagy jövőt jósolva mindazon területeknek, amelyek a lakossági fogyasztáshoz kapcsolódnak, így például a kiskereskedelemnek avagy a pénzügyi szolgáltatásoknak, különösen a vásárlók finanszírozására avagy megtakarításaik kezelésére. Emellett a tehetős középosztály megjelenése a szórakoztatóiparbeli befektetések fellendülését valószínűsítette (*Hart, 2006*). A régióbeli alapok a telekom és a média terén történt befektetések iránt mutatták a legnagyobb érdeklődést azt valószínűsítve, hogy a befektetéseknél a növekvő lakossági jövedelmek biztosította lehetőségek lesznek meghatározóak, így főként a fogyasztással kapcsolatos területek, különös tekintettel a még gyerekcipőben járó pénzügyi szolgáltatásokra, valamint az építőiparhoz kapcsolódó sokféle vállalkozásra. A kelet-közép-európai régióról rendszeres helyzetfelmérést készítő európai egyesület (*EVCA Barometer, 2007*) 2007 közepén a két évvel korábbi piaci helyzethez képest nem számolt be a finanszírozás által érintett szakágazatok terén jelentős változásról. Csak néhány válaszdó jelezte a **szolgáltatások és a szórakoztatóipar előtérbe** kerülését.

2006 és 2007 évekre vonatkozóan az EVCA szakértői munkacsoportjának a közép-kelet-európai kockázati- és magántőke-befektetések ágazati megoszlásáról első ízben készített részletes elemzéséből (*EVCA, 2008*) jól látszik, hogy a régióban mindkét évben a **kommunikációs cégek** voltak a befektetők kedvencei. 2006-ban a befektetések közel 30%-a, 2007-ben pedig közel negyede a kommunikációs ágazatba került. Sok telekom céget vásároltak ki magántőke-alapok az elmúlt néhány évben.

Így többek között 2007 decemberében a SigmaBleyzer nevű kelet-európai befektetőtől és más részvényesektől a Providencie Equity Partners több mint 136,4 millió euró értékben vett jett jelentős részesedést a *Voila Cable* nevű ukrán telekom cégben. 2007 májusában a Mid Europa Partners és a GMT Communications Partners 470 millió euróért értékesítette a magyar *Invitel* céget a Hungarian Telephone & Cable (HTCC) cégnek, melyet a két befektető még 2003-ban 325 millió euróért vett meg a Vivendi Universal nevű francia cégtől. 2008-ban a *GTS Central Europe* nevű céget a Columbia Capital, az M/C Venture Partners és az Innova Capital vezette olyan konzorcium vette meg, amelyben a HarbourVest Partners, az Oak Investment Partners és a Bessemer Venture Partners is részt vett (*Unquote, 2008/a*).

Míg 2006-ban egy nagyértékű kivásárlás folytán a finanszírozás több mint 40%-át a **vegyipar és 30%-át a kommunikáció** képviselte, addig 2007-ben a befektetések sokkal arányosabban oszlottak meg az egyes szektorok között, mivel ekkor az első öt ágazat már csupán a befektetések kétharmadát fedte le. Egyaránt 10% körüli részesedést kaptak a befektetésekből az **üzleti és ipari termékek gyártása, a szállítás, a pénzügyi szolgáltatás, valamint az élettudományok** terén működő vállalkozások. A régiós befektetések 2007. évi szektorális megoszlását Európa egészével összevetve kitűnik, hogy a közép-kelet-európai régióban a kommunikációs, a szállítási, valamint a pénzügyi szolgáltató cégeknek nyújtott tőke aránya nagyjából kétszer akkora arányú volt mint az EU-ban, ezzel szemben a fogyasztási cikkek és szolgáltatások, valamint a kiskereskedelem finanszírozása Európában volt kétszer akkora súlyú. Az igazán nagy eltérés azonban Európa javára az **üzleti és ipari termékek szolgáltatói** esetében mutatkozott, azaz a régióban ez a szektor **még nem keltette fel** a befektetők figyelmét. *(Az egyes szakágazatok részarányát a régióbeli és az EU-beli a befektetések értékében lásd az 5. függelékben!)*

A finanszírozott **szektorokat** és a régió **országait együtt** vizsgálva kitűnik, hogy 2007-ben a kommunikációs szektorban a legnagyobb értékű befektetésre Bulgáriában került sor (274 millió euró), s további, közel feleekkora összegben kaptak tőkét a kommunikációs cégek Litvániában (121 millió euró), illetve Csehországban (102 millió euró) is. A vegyipar a magyar piacon kapta a legtöbb tőkét (220 millió euró), míg az üzleti és ipari termékek finanszírozásában Bulgária (160 millió euró) és Lengyelország (138 millió euró) állt az élen. A pénzügyi szolgáltatások terén, a szállításban és az élettudományok esetében egyaránt a lengyel befektetések domináltak, sorrendben 133, 112 és 103 milliós összeggel. Ezzel szemben a számítógépek és a fogyasztási elektronika területén Lettország állt az élen 128 millió eurós befektetéssel.

## **5. KOCKÁZATITŐKE-BEFEKTETÉSEK A RÉGIÓ VÁLLALATAINÁL**

A kockázatitőke-befektetések sikerességéhez a befektetőknek megfelelő helyismeret birtokában képeseknek kell lenniük a legvonzóbb növekedési potenciállal rendelkező cégeket kiválasztani, számukra sikerre vivő stratégiát kidolgozni, ennek megvalósítását finanszírozni és levezényelni, majd a cégben lévő tulajdoni hányadukon nagy hozammal túladni. *(A 2006 utáni legjelentősebb régiós befektetéseket lásd az 6. függelékben!)*



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

Ez utóbbi megoldást példázza az ukrán *IMB Group* 33 millió eurós finanszírozása, melyet a Warburg Pincus az ukrán Horizon Capital-lal együtt nyújtott (*Private Equity News, 2007*). Ugyancsak team munka volt az az 1,2 milliárdos kivásárlási ügylet, melyet a Mid Europa Partners az amerikai Lehman Brothers Private Equity és az Abu Dhabiból érkező Al Bateen együtt hajtott végre, s amelynek keretében e csapat egyszerre két cseh telekom cégben, a *Radiokomunikace*-ban 100%-os, a *T-Mobile Czech Republik* cégben 32%-os részesedést szerzett (*Private Equity Online, 2006*). 2008-ban a *GTS Central Europe* nevű céget is egy olyan konzorcium vette meg, amelyet a globális Columbia Capital, az M/C Venture Partners és a helyi Innova Capital együtt vezetett (*Unquote, 2008/a*).

A befektetők **helyismerete és szakértelme** Közép- és Kelet-Európában sokkal nagyobb súllyal esett latba, mint a fejlett nyugati piacokon (*EMPEA, 2007*). A régióban ugyanis az értékteremtés jóval nagyobb része származott az érintett cégek szerves növekedéséből, a hatékonyság javulásából, s ezt csak kiegészítették a befektetések finanszírozásának megfelelő pénzügyi megkomponálásából származó hozamok.

A helyi szakértelem biztosításának sajátos módja volt az, amikor **a helyi és a globális alapok egymást felváltva fektettek be** egy-egy régiós vállalatba. A fenti, a fejlett piacokon már régóta kedvelt ún. "**másodlagos kivásárlás**" néven ismertté vált ügyletek 2007-től a régióban is megkönnyítették az újonnan a piacon megjelenő alapok számára az alacsonyabb kockázat vállalásával történő piacra lépést azzal, hogy a célpontokat tapasztalt helyi kockázati tőke-befektetőktől vehették meg. Miközben a helyi finanszírozóknak ezen ügyletek nyereséges kiszállási lehetőséget biztosítottak, a piacra lépő alapok olyan eladóval tudtak a befektetésről tárgyalni, akik "beszéltek az ő nyelvüket". A cégek fejlesztésére pedig további lehetőséget biztosított, az újabb, tőkeerősebb, nemzetközi kapcsolatrendszerrel rendelkező magántőke-befektető megjelenése. A cégek életében kezdetben szerepet vállaló helyi illetve regionális alapok számára portfólió cégük átkerülése egy tőkeerős globális alaphoz egyúttal **kiszállási lehetőséget** teremtett, miközben a céget maguk is fémjelezték a potenciális vevő számára.

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

Hasonlóképpen az amerikai piacon történő megjelenéshez vezetett a finanszírozók körének változása az AVG cseh szoftver cég esetében, amelyet először a Benson Oak Capital finanszírozott, s amelynek újabb tulajdonosa később együtt lett az amerikai stratégiai támogatáshoz megfelelően pozícionált Intel Capital és az Enterprise Investors (*Lainey, 2008*). A finanszírozás mellett a globális alapok jelentős szakértelmet és kapcsolati hálót is hoztak a cég számára. Ez azért volt fontos, mert az új piacokra lépve annak stratégiáját és működési módját is hozzá kellett igazítani az új helyzethez, ezáltal a marketing, a pénzügy és a stratégia egyaránt új keretbe kerülhetett. Az Intel különösen fontos volt az AVG számára, mivel specialista volt a média, a telekom és a technológia területén. A tervbe vett stratégia megvalósításakor az alap hálózata is segített a megfelelő vállalati szakemberek megtalálásában.

A kockázattőke-befektetők által sorozatban **többször is megvásárolt cégek** közül nagy valószínűséggel a magyar *Euromedic* vállalat viszi el a pálmát, mivel kilenc év alatt már négy különböző, ám igen jónevű magántőke-befektető portfoliójában is megfordult. 1999-ben a GE Equity és a Dresdner Kleinwort Benson Private Equity fektetett bele 8 millió dollárt. 2000-ben ugyanezen két alap egy további amerikai alap, a Global Environmental Fund társaságában adott újabb 8,4 millió dollárt a cég fejlesztéséhez. 2005-ben a Warburg Pincus alap lépett a cég tulajdonosai közé, amíg 2008-ban el nem adta részesedését körülbelül 800 millió euróért, azaz eredeti befektetésének több mint háromszorosáért a céget az Ares Life Sciences és a Merrill Lynch Global Private Equity alapoknak. Az ügyletet közel 50 százalékban hitellel fedező új tulajdonosoknak az volt a terve a vásárlással, hogy tovább növeljék a cég termékskáláját és megerősítsék annak régióbeli részvételét (*Unquote, 2008/b*).

A 2000-es évek végén viszonylag új jelenség volt a régióban az un. **újrahasznosítás**, amikor korábban már eladott cégeiket a befektetők újra megvették.

Erre példa a Mid Europa Partners és a GMT Communications Partners esete, e két finanszírozó 2007-ben májusában értékesítette a magyar *Invitel* céget 470 millió euróért a Hungarian Telephone & Cable (HTCC) cégnek, ám amelyet közvetve megint vissza kívánt vásárolni úgy, hogy ajánlattételt tervezett annak anyavállalatára, azaz a *HTCC* megvásárlására, az eladást meghirdető TDC-nek. A Mid Europa Partners már korábban is csinált ilyen újbóli megvételt, amikor 2005-ben visszavásárolta az *Aster City Cable* nevű céget egy évvel azután, hogy 2004-ben már egyszer azt eladta (*Unquote, 2008/b*).

Ahhoz, hogy a befektetők a cégeket versenyképesé tehessék, olyan vállalkozásokat kellett találniuk, amelyek már eleve rendkívül **gyors növekedési pályát** mutattak. Míg Nyugat-Európában az értékteremtés igen jelentős költségcsökkentést is tartalmazott, addig Közép- és Kelet-Európában sokkal inkább a rendkívül magas növekedés képezte az értékteremtés alapját, s a finanszírozás előnyös pénzügyi megkonstruálása "csak hab volt a tortán" (*European LBO Report, 2006*). Sok olyan portfólió cég működött a régióban, amely potenciálisan akár évi 30%-kal is képes volt növekedni.

Például a Mid Europe Partners által 2007 nyarán a Bedminster Capital nevű helyi kockázati tőke-alaptól átvett *Serbia Broadband* cég egyaránt megduplázta forgalmát és EBITDA mutatóját 2006 és 2007 között (*Private Equity Europe, 2007*).

A kilencvenes években alapított, magánkézben lévő - családi - vállalkozások a 2000-es évek derekán egyre nagyobb számban érték el azt a méretet, amikor a tulajdonosoknak már dönteniük kellett a további tőkebevonásról avagy a cégek szakmai befektetőnek történő eladásáról. Míg korábban e cégek a még viszonylag éretlen piacon gyors fejlődést tudtak produkálni, az egyre inkább telítődő piacon már mind több versenytárral kellett megküzdeniük a piacvezető pozícióért. Ez is magyarázta, hogy a régióban végrehajtott befektetések **eleinte főként növekedési tőkét** biztosítottak a cégeknek, s a már érettebb, megállapodottabb stabil cégek átvételét célzó **kivásárlások csak 2002 után** indultak be.

A befektetések hozamának növelése rendszerint szükségessé tette a megvett cégek **átalakítását**, hatékonyabbá tételét, beleértve a menedzsment professzionalizmusának biztosítását. A nemzetközileg is versenyképesé tehető cégek esetében hasonló profilú vállalkozások felvásárlása nyomán kialakított, határon átnyúló **cégbirodalmak kiépítésére** is sor került. A kockázati tőke-befektetők által finanszírozott cégek restrukturálásának választott módszere alapvetően befolyásolta a befektetések sikerességét. A kockázati- és magántőke-befektetők által a portfóliójukba került cégeknél előmozdított

restrukturálás sok esetben kihatott az érintett vállalatok működésére, munkaerő- illetve pénzügyi helyzetére. A működési restrukturálás stratégiai változásokat takart, illetve a cég szervezetének változásait, a munkaügyi restrukturálás elbocsátásokat vagy az átképzést tartalmazott, míg a pénzügyi restrukturálás megváltoztatta az érintett cégek adósságszerkezetét.

A tapasztalatok szerint a régióbeli kockázati tőke alapok akkor érték el cégeikkel a legnagyobb sikereket, amikor **változtattak** portfólió cégük **stratégiáján, segítettek** cégeiket **reorganizálni, kibővítették vagy összeolvasztották cégeiket más vállalatokkal**. A kockázati tőke-befektetők által a cégek restrukturálásánál legelterjedtebben alkalmazott megoldás a működés átalakítása volt. Ez a beavatkozás az *EBRD* 2006-ban közzétett felmérése szerint a régiós befektetések több mint harmadánál fordult elő (*EBRD, 2006*). A befektetések ötödénél került sor a befektetők fellépése nyomán az érintett portfólió cégek más vállalkozásokkal történő összeolvasztására, illetve megerősítésükhöz az adott szakágazatban működő más cégek felvásárlására. Nem érte viszont el az összes vizsgált eset egytizedét sem azon cégek aránya, ahol fontos tevékenységi területek leválasztására került volna sor. A finanszírozott portfólió cégek ugyancsak alig egytizedénél történt pénzügyi átstrukturálás. A **pénzügyi vagy munkaerőt érintő átstrukturálás** a befektetők számára **kevésbé** eredményezett magasabb hozamokat, azaz a régióban a kockázati- és magántőke-alapok a **menedzsment színvonalasabbá tételével** érték el elsősorban sikereket (*EBRD, 2006*).

A feltörekvő piacok magántőke-befektetéseit elemző *EMPEA* 2007-ben végzett felmérése is a befektetők hasonló gyakorlatát mutatta (*EMPEA, 2007*). Eszerint a régióban az értékteremtés nagyobb része származott a finanszírozott cégek szerves növekedéséből, a hatékonyság növeléséből, s a konszolidációból. Az itteni kivásárlások kevésbé függték a pénzügyi tervezéstől illetve a tőkeáttétel szintjétől, s a gyorsabb növekedési lehetőség folytán a csőd kockázata is kisebb volt, mivel a tőkeáttétel is kisebb volt, s gyorsabban volt növelhető. A *European LBO Report (2006)* elemzése is megerősítette, hogy a közép- és kelet-európai cégeknél a kockázati tőke-finanszírozás útján történő **értékteremtés nagyon munkagényes feladat** volt, azaz a befektetők aktív részvételét feltételezte a portfólió cégek életében.

A korábban állami tulajdonban lévő cégek igen erőteljes átstrukturálásra szorultak, a vállalkozók által finanszírozott cégeket pedig sok esetben újabb cégek felvásárlásával kellett megfelelő méretűvé bővíteni. Egy korábban állami tulajdonban lévő vállalkozás **magántőke-befektető általi átstrukturálásának** állomásait jól példázza a cseh *Zentiva* gyógyszeripari cég Warburg Pincus által 1998-ban történt felvásárlása.

Az állami tulajdonból kikerülő gyógyszeripari vállalatnak igen tehetséges felsővezetői voltak, ám ahhoz nem voltak hozzászokva, hogy pénzügyi fókuszú részvényeseik legyenek. A befektető erőteljesen leszűkítette a cég termékskáláját, korszerűsítette a K+F tevékenységet, majd a cégméret növelése érdekében felvásárolt egy másik gyógyszeripari céget, a Slovakfarma vállalatot, s csak ezután vitte tőzsdére megnövekedett méretű cégét, ahol 2004-ben egy 211 millió dolláros IPO-t hajtott végre (*European LBO Report, 2006*). Az azóta is nyilvánosan jegyzett vállalatra 2008 szeptemberében tett vételi ajánlatot az annak 25%-át már amúgyis birtokló, a világ egyik legnagyobb gyógyszergyártójának számító Sanofi-Aventis, amely 2,6 milliárd dollárra értékelte a vállalatot, s amelynek ajánlatát a cég menedzsmentje elfogadta (*Világgazdaság, 2008/a*).

Hasonló **átstrukturáló** feladatkört látott el a befektető egy másik régióbeli cég esetében is, bár az ügylet nagyságrendje sokkal kisebb volt.

Egy lengyel kiskereskedelmi cég, az *Eldorado* esetében az Enterprise Investors nevű magántőke-alap 1999-ben hajtott végre befektetést. Ennek nyomán a cég egy helyi nagykereskedőből Dél-Kelet-Lengyelország egyik legnagyobb élelmiszer elosztójává vált. Az alap jelentősen javított a cég tulajdonosi ellenőrzésén, s külföldi szakértőket is igénybe véve növelte a cég szakembereinek ismereteit. A további növekedéshez a cég tőzsdére vitele útján kívánt újabb forrásokat szerezni, ezért 2002 elején bevezette a cég részvényeit a Varsói Tőzsdére, ami a befektető cégből történő kilépésének lehetővé tételével mellett a cég számára 5 millió dollár új tőke bevonását biztosította (*EBRD, 2006*).

A portfóliócégek méretének **további vállalatok felvásárlásával** történő növelését példázza a Warburg Pincus portfóliójában lévő *NetCentrumnak* az esete, amely megvette az Atlas.cz nevű céget.

Hasonló történt a Penta szlovák befektetési alap portfóliójában lévő húszüzem esetében is, amely mellé az alap még további húsfeldolgozó üzemeket vásárolt Magyarországon és Szlovákiában (*Deloitte, 2008*). A magyar *Debreceni Húscsoportot* 2008-ban megvásárló Penta Investments célja kifejezetten egy jelentős közép-kelet-európai húspiaci szereplő létrehozása volt, mivel korábban már felvásárolta Szlovákia negyedik legnagyobb húsipari termelőjét a Zbrojníky céget, valamint tulajdonosa lett a legnagyobb szlovák

húsfeldolgozó Mecom Group-nak, sőt az alap 2008 után is további hasonló felvásárlásokat tervezett a húsiparban (*Unquote, 2008/b*).

A Mid Europe ambíciózus "**vedd meg és építsd fel**" **stratégiájának** a lengyel egészségügyi szektorban a vásárlóerő növekedése képezte az alapját.

A magántőke-befektető kevesebb, mint egy évvel azután fejezte be a lengyel *CM LIM* egészségügyi klinika felvásárlását, hogy 2007 októberében már megvette a Lux-Med és a Madycyna Rodzinna vállalatokat. Ezután a három céget összeolvasztotta, hogy egy megfelelő méretű klinikai láncot hozhasson létre Lengyelországban. 2008 őszén a tulajdonában lévő *CM LIM* ismét egy újabb, Promedis nevű klinika működtető céget vett meg. Portfolióján keresztül a Mid Europa így már a lengyel egészségügyi piac minden szegmensét le tudta fedni, ennek ellenére 2008-ban egy sor újabb egészségügyi felvásárlást tervezett (*Unquote, 2008/b*). A piacot konszolidálva a befektető immár ki tudta használni a stratégiai befektetők által elérhető szinergia hatást, s várható volt, hogy a legnagyobb szereplővé válik az egészségügyi szolgáltatások piacán (*Thomson,2008*).

A befektetések finanszírozásához, valamint a tervbe vett fejlesztés és pénzügyi konszolidálás megvalósításához, s a további terjeszkedéshez, azaz újabb vállalatok felvásárlásakor **megfelelő kondíciójú hitelek kínálatára** volt szükség. A kivásárlások régióbeli megjelenését biztosító tőkeáttétel azonban csak 2003-tól vált lehetségessé. A régióban addig a legtöbb befektetés az 5-10 millió eurós szegmensben történt, s csak néhány 100 millió eurós finanszírozásra került sor. **Tőkeáttételes vállalatfelvásárlásra** a régióban **2003 előtt egyáltalán nem** volt példa, s **nem létezett** a 2006-ban már megszokott **cash-flow alapú hitelezés**. Ekkor a hitelezés az EBITDA három-négyszeresére rúgott (*Hart, 2006*). A befektetők úgy értékelték, a régió gyors növekedése miatt tulajdonképp nem is volt szükség túlzott mértékű hitelre a befektetésekhez, mivel a profit a hitelen kívül más úton is, azaz növekedésből is megteremthető volt. Ezért is nem terhelték meg az EBITDA négyszeresénél jobban a felvásárolt cégeket (*European LBO Report, 2006*). (Európa egészét tekintve 2006-ban már az 5,5-szörös, 2007-ben pedig 6,12-szeres hitel/EBITDA szorzó volt megfigyelhető, mely 2008 első negyedében - már a csökkenő likviditást jelezve, 0,28 százalékponttal - 5,84-szeres szintre süllyedt le (*EVCA Barometer, 2008*).)

A hitelezés beindulásában az EU-csatlakozás volt a meghatározó, mivel a csatlakozást követően a bankok már sokkal kedvezőbben ítélték meg a régió kockázatát. A hitellel történő felvásárlás megjelenése azt jelentette, hogy a magántőke-befektetők már olyan cégvásárlásokat is megcélozhattak, amelyeket korábban még nem tudtak finanszírozni (Hart, 2006). Mindez a hitelező bankok felfogásában is változást igényelt, mivel **szakértelmet kellett szerzniük a cash-flow alapú hitelezésben**, hiszen korábban csak vagyonalapú hitelezést végeztek. Míg a **hitelek összegét** tekintve továbbra is nagy különbség volt a keleti és a nyugati befektetések között, addig a **feltételek már** egyre inkább **hasonlítottak** a nyugati tranzakciókhoz. 2007-ben már az sem volt ritka, ha négy-öt bank nyugat-európai kondíciókkal versengett a megbízásokért, bár a hitelezés szintje a régióban Európához képest továbbra is sokkal konzervatívabb maradt (James, 2007). A legnagyobb ügyletek, azaz a 250 millió eurónál nagyobb befektetések rendszerint aukciókon keltek el, amelyeket általában londoni székhelyű bankok finanszíroztak. Ezeknél az ügyleteknél a meghirdetés már kész finanszírozási csomagokat is tartalmazott, így ebben a jelentkezők már nem különösebben versenyezhettek. Ezen ritka aukciók kivételével azonban a legtöbb ügylet finanszírozására a régióon belül került sor. Az ügyleteket először általában helyi vagy regionális bankok refinanszírozták, amelyek hajlandók voltak elfogadni az ügyletek kockázatát. Ha egy nagyobb alap részéről a cégek újabb átvételére került sor, akkor már londoni és más befektetési bankok is bekapcsolódtak az ügyletekbe, amelyek ekkor már kisebb kockázatúak voltak. A 2008 őszére világszerte bekövetkező visszaesés erőtelesen kihatott a régióbeli ügyletek hitelkínálatára is, megtorpanást okozva a nagyobb ügyleteknél.

A **konkrét ügyletekhez igénybe vett hiteleknel** figyelmet érdemel az EU csatlakozás első körében nem is szereplő Bulgária, ahol 2004-ben két olyan ügyletre is sor került, amely minden addigi régiós befektetést messze felülmúlt.

Az egyik a *BTC* telekommunikációs cég privatizációja, a másik pedig a *MobilTel Holding* mobil operátor cég átvétele volt. A *BTC* az Advent International nevű régiós befektető 230 millió dolláros tőkeáttételes kivásárlása volt, mely 40 millió eurós mezzanine részt foglalt magában, ami az addigi legnagyobb mezzanine hányadot képviselte a régióban. A mezzanine hányad a régióban a *BTC* esetében elérthet képest általában sokkal kisebb összeget takart, jellemzően nem haladta meg a 10 millió eurót, gyakran csak 2 millió eurót ért el, míg Nyugat-Európában a 80-100 millió euró volt a jellemző méret. Ráadásul a régióban a mezzanine hitelt relatíve magasabb áron nyújtották mint Európa fejlettebb piacain (Sormani, 2006). *BTC*-beli részesedését az Advent International 2007-ben adta el az AIG Capital Partners

által kezelt magántőke-alapnak, a régióban akkor rekordot jelentő 1,08 milliárd eurós áron (*EVCI, 2008*).

A *MobilTel* esetében egy nemzetközi konzorcium 450 millió eurós befektetésével 40%-os részhez jutott. A *MobilTel* befektetői között az ABN Amro Capital, a Citigroup Investments és a Communication Ventures Partners szerepelt, s a hitelezők a régió addigi legnagyobb tőkeáttételes befektetéséhez 650 millió eurós szindikált vállalati hitelt nyújtottak. Hasonló tranzakciók fejeződhetnek be 2005-ben is. A hitel nemcsak a hitellel történő kivásárlásokhoz állt rendelkezésre, hanem a portfólió cégek jelentős összegű rekaptalizációjához is. Ezért tudta a magyar *Invitel* nevű, fix vonalas operátor céget a Mid Europe elődje, az EMP high-yield kötvényekkel és bankhitellel refinanszírozni, s a cseh mobiltelefon operátor is hasonló keverékét kapta a kötvénynek és a hitelnek (*Private Equity Annual Review, 2004*). Azon 1,2 milliárdos kivásárlási ügyletnél, melyet a Mid Europa Partners, a Lehman Brothers Private Equity és az Al Bateen együtt 2006 novemberében hajtott végre, s amelyben a cseh *Radiokomunikace* cég 100%-át, s az ugyancsak cseh *T-Mobile Czech Republik* 32%-át vette meg, a senior és mezzanine hitel nagysága 750 millió eurót tett ki (*Private Equity Online, 2006*).

Az Enterprise Investors is számos hitellel lebonyolított ügyletet hajtott végre. A zárókupakot gyártó *DGS* nevű lengyel üzem 80%-ának megvásárlását eredményező kivásárlás keretében a finanszírozás 45%-át hitellel fedezte, melyet a lengyel piacon vett fel, s amely teljes egészében senior hitel volt (*Sormani, 2006*).

A Mid Europa Partners 2007 augusztusában, épp a hitelpiaci vihar idején hajtotta végre egy lengyel kábelszolgáltató cég, az *Aster* 415 millió eurós refinanszírozását, mely a tőkeáttételes ügyletre addig nyújtott legnagyobb lengyel és a régió helyi valutában denominált legnagyobb senior hitele volt (*Private Equity Online, 2006*).

A *Private Equity Europe* Közép- és Kelet-Európára vonatkozó 2007 októberi elemzése ugyancsak megerősítette, hogy a régióban a befektetések hitelhányada alacsony volt, azaz a régióbeli ügyletek a fejlett piacokhoz képest **kevésbé függték a hitelkondícióktól**, ezért a hitelválság alatt a szakértők jobb teljesítmény elérését prognosztizálták a régióban. Ráadásul, mivel a kamatok a régióban eleve magasak voltak, így az elemzők a régió befektetői számára a kamatok növekedését is kevésbé megrázónak gondolták (*Private Equity Europe, 2007*). Ezzel szemben egy 2008 februárjában közzétett, több mint 100 közép-kelet-európai iparági szereplő 2007-ben történt megkérdezésén alapuló felmérése szerint a válaszadók több mint



felele már úgy látta, hogy az amerikai másodlagos hitelpiaci válság bizonyos fokig **már kihatott** a hitelek régióbeli elérhetőségére, s a tőkeáttétel korábbinál szélesebb körű alkalmazása következtében a régióbeli ügyleteknél is **nehezebben megszerezhetővé** váltak az új hitelek (*Squire Sanders, 2008*). E felmérés azt is igazolta, hogy a régióbeli befektetők **aktívan (hands-on) részt vettek** a cégek menedzselésében, s nem csupán a kivásárolt vállalatok hitellel való megterhelésétől várták a magas hozamokat. Az adatok szerint a tőkebefektetést követően az ügyletek kétharmadában sor került a portfólió cégek legfelső és pénzügyi szakembereinek, s közel háromnegyedében a **vezetés** más kulcsembereinek **lecserélésére**. Az ágazat fejlődését akadályozó tényezők között a válaszadók közel fele a megfelelő minőségű szakemberek hiányát, s harmaduk a vállalkozói kultúra színvonalát jelölte meg, míg a megfelelő jogi keretek hiányát a válaszolóknak csak nem egészen tíz százaléka említette (*Squire Sanders, 2008*).

## 6. A KOCKÁZATI TŐKE KIVONÁSA A RÉGIÓS VÁLLALATOKBÓL

A kockázattőke-finanszírozás sikere végső soron a befektetés jellegéhez illeszkedő **kiszálláson** dől el, melynek módját és időzítését a befektetők lehetőség szerint már a finanszírozás nyújtásakor megtervezik, mivel a realizált nyereséget a portfólióba bekerült cégek gondos kiválasztása mellett nagymértékben befolyásolja a befektetésekből történő kilépések időpontjának és módszerének megválasztása. A kockázattőke-befektetők ugyanis az ágazat működésének jellegéből adódóan mindig csak **átmeneti időre** vállalnak szerepet a kiválasztott vállalkozások finanszírozásában, azaz egy rendszerint előre meghatározott időtartam letelte után mindig értékesítik tulajdonrészüket. A cégekből kivont tőkét és a realizált hasznot a befektetési alapok kezelői - a nekik járó jutalék és részesedés levonását követően - az alapok tőkéjét biztosító (vég)befektetőknek vissza- illetve kifizetik. A Tekintettel arra, hogy a kilépések során realizált nyereség a befektetők későbbi tőkeszerzési lehetőségeit alapvetően befolyásolja, az erre vonatkozó adatok kevésbé publikusak, azokat az alapok féltve őrzött üzleti titokként kezelik.

A **kilépések értéke**, melyet a statisztika bekerülési költségen vesz számba, a régióban 2007-ben közel 600 millió eurót ért el, ami **egyharmaddal volt magasabb** a 2006-ban elért értéknél, miközben Európa egészét tekintve a kilépések értéke 2007-ben a korábbi évhez viszonyítva ötödével visszaesett. Ez egyaránt jelzi az európai kilépések rosszabbodó feltételeit és a régióbeli kilépések értékének 2007. évi növekedését. A korábban az európai kiszállások legfeljebb 1,5%-át elérő régiós kilépési részarány 2007-re 2,2%-ra emelkedett. A régiós kilépések részaránya ezzel ugyan még mindig messze a befektetéseknél mért - egyébként ott

is alacsony - régiós részarány alatt maradt, ám a kilépések értelemszerűen rendszerint csak több éves késéssel tudják követni a befektetéseknél jelentkező trendeket. 2007-ben az Európa egészében eladott közel 4 és fél ezer vállalkozás közül mindössze közel 80-nak volt a székhelye Közép- és Kelet-Európában, ami a 2006-ban a régióban eladott közel 90 céghez képest még visszaesést is mutat. Ennek ellenére a kiszállások összértéke 2006-hoz képest jelentősen emelkedett, mivel a befektetők által eladott részesedések 7,5 millió eurós átlagos értéke 2007-ben jóval magasabb volt az előző évben mért közel 5 millió eurónál (EVCA, 2008).

A régióban évek hosszú sora óta a **szakmai befektetőknek** történő eladások képviselik a **legfontosabb** kilépési útvonalat, 2007-re ez adta a teljes kilépési értéknek már több mint a felét. A szakmai befektetők 2007-ben már átlagosan jóval nagyobb értékű vállalati részesedéseket vettek. A szakmai befektetők által a kockázati- és magántőke-befektetőktől átvett részesedések értéke a 2006-ban elért közel 210 millió euróról egy év alatt 312 millió euró fölé nőtt, miközben az eladott cégek darabszáma 36-ról 29-re esett vissza. (A kilépési útvonalak régiós és európai jelentőségét a 9. táblázat mutatja be.)

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

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

\*A kilépések értékét bekerülési költségen tartják nyilván

Forrás: EVCA (2004, 2005, 2006, 2007, 2008) és EVCA Yearbook (2003-2008) alapján

A **nyilvános tőkepiaci kilépések** a régióbeli eladásokban a szakmai befektetőknek történő eladásokhoz képest sokkal **kisebb jelentőségűek**. Ráadásul szerepük 2007-ben még inkább visszaszorult. Míg 2006-ban a nyilvános piacokon történő kilépések értéke a szakmai befektetőknek történő eladások közel 40%-át érte el, addig 2007-ben már csak 5%-át adta. Az összes 2007. évi közép- és kelet-európai kilépés értékén belül a tőzsdei kiszállások részaránya egy év alatt a hatodára esett vissza 2007-ben, azaz a régióbeli cégek nyilvános tőkepiaci érvényesülése Európa egészénél is jobban romlott, ahol e kilépési útvonal 2007-ben a kilépések mindössze tizedét lépviselte, szemben a 2006-os 16%-kal.

A portfólió cégükkel a régió tőzsdéin megjelenni kívánó befektetők körében a Varsói Értéktőzsde (WSE) volt a legkedveltebb a piac mérete és áttételesen a nyugdíjpénztárak nagyobb kereslete, valamint a tőzsde által vállalt magasabb kockázat miatt (*Világgazdaság*,

2007). A régióban a bevezetett cégek számát és kapitalizációját tekintve is a **Varsói Tőzsde számít a legnagyobb nyilvános tőkepiacnak**, ahol 2008 közepén 366 cég papírjai forogtak, melyek összértéke meghaladta a 126 milliárd eurót. Miközben a bécsi tőzsde kapitalizációja 117, a prágai 49, a budapesti 28, a bukaresti 16, a ljubljanoi 14, a szófiai 10 és a pozsonyi tőzsde kapitalizációja 5 milliárd eurós volt. A 2008 elején végrehajtott régiós kiszállások értéke és útvonala még nem ismert, ám figyelemre méltó, hogy 2008 második negyedévében az elsődleges kibocsátások (IPO) terén a Varsói Tőzsde közel 2 milliárd eurós értékét csak a londoni tőzsde előzte meg (*Napi Gazdaság, 2008*). Így nem véletlen, hogy a Varsói Tőzsdén végrehajtott bevezetések messze vezetnek a régióbeli befektetők nyilvános piaci kilépései között is.

Észrevehetően megnőtt ugyanakkor a kiszállások körében az Európában is főszerephez jutó un. **másodlagos kivásárlás** útján történő kilépés, azaz - ahogyan arról a befektetések kapcsán már szó volt -, amikor ismételesen magántőke-befektetők vették meg a portfólió cégeket. A kilépési környezet nehezebbé válására a befektetők által adott reakcióként 2007-ban ezen útvonal 10 céget érintő 138 millió eurós értéke a régióbeli kilépési ügyletek értékének már közel **negyedét** adta, egyre közelebb kerülve ezáltal az európa egészét tekintve már 30%-ra emelkedett részarányhoz (*EVCA, 2008*). A régióbeli befektetők által a megvett cégeknek nyújtott **hitel törlesztése révén történő kilépése** a cégekből **korlátozott** jelentőségű, tekintettel a hitellel finanszírozott ügyletek európai összevetésben vett alacsonyabb előfordulására.

Országonként vizsgálva az EVCA munkacsoport által a régióra vonatkozóan 2003 óta publikált adatokat kitűnik, hogy a kilépések értékét tekintve többnyire **Lengyelország állt az élen**, amiben feltételezhetően az ország mérete mellett komoly szerepet játszott a helyi tőzsde nyújtotta lehetőség. Magyarország csak 2007-ben került a kilépések értékét tekintve az első helyre. A régiós cégekből történő kilépések terén 2005 óta folyamatosan növekvő aktivitás egyben jelzi, hogy a 2002-ben megjelent regionális alapok első befektetéseinek egyre nagyobb hányada éri el a kilépési fázist. Ugyanakkor e befektetők egymásközi eladásainak növekvő aránya - Európa egészéhez hasonlóan - a kilépési környezet nehezedeése mellett azt is tükrözi, hogy a finanszírozott régióbeli cégek számára tőkeerősebb, tapasztaltabb magántőke-befektetők további fejlődési lehetőségeket ígérnek. (*A kilépések értékét a régió egyes országaiban a 10. táblázat mutatja be.*)

**A régióból országaiból kivont kockázati- és magántőke (kilépések) értéke,  
2002–2007\* (millió euró)**

<b>Ország</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Balti államok	7,3	27,0	3,5	16,4	20,0	69,3
Bulgária	0,0	0,0	0,0	22,4	58,9	57,2
Csehország	20,6	13,7	18,4	60,7	115,0	8,0
Lengyelország	79,5	108,2	85,9	106,9	137,6	175,8
Magyarország	13,3	41,6	0,9	36,8	31,7	229,7
Románia	12,9	26,2	10,8	87,5	63,2	44,4
Szlovákia	1,0	13,2	1,7	69,9	8,2	NA
Egyéb országok	0,0	6,0	1,5	21,2	7,1	1,6
Régió összesen	134,7	253,9	122,6	421,7	441,6	586,0
Régiós kilépések az EU-s kilépések %-ában	0,1	1,7	0,6	1,4	1,3	2,2

\*A kilépések értékét bekerülési értéken tartják nyilván

Forrás: EVCA (2004, 2005, 2006, 2007, 2008) és EVCA Yearbook (2003-2008) alapján

A kilépések legfontosabb jellemzője az egyes ügyleteken elért **haszon**, vagyis hogy a befektetők portfóliójába bekerült cégek együttes eladása összességében milyen nyereséggel történik. A kockázati-tőke-ágazat vonzerejét elsősorban ez az összevont hozam határozza meg, pontosabban annak más befektetési alternatívák hozamához viszonyított mértéke.

A régióban megvalósított befektetések **összesített hozamáról azonban nem állnak rendelkezésre** publikus statisztikai adatok. A *Thomson Reuters* (korábban *Thomson Financial*) nevű nemzetközi adatfeldolgozó és tanácsadó cég, mely az EVCA megbízásából a befektetők bevallása alapján gyűjti és dolgozza fel a belső megtérülési ráta adatokat, csak az EU egészére vonatkozó adatokat hozza nyilvánosságra, azaz nem közli külön a közép- és kelet-európai régió összesített adatait. Némi támpontot jelentenek ugyanakkor a régióra vonatkozó hozamok megítéléséhez az EBRD által publikált azon adatok, amelyek az EBRD itteni alapjainak hozammutatóit teszik közzé. (Az EBRD adataiban azonban a tágran értelmezett régió, azaz az Oroszországban és a FÁK országaiban működő alapok teljesítménye is szerepel.) Segíti továbbá a tájékozódást az érintett kockázati-tőke-alapokról egy-egy kilépési ügylet kapcsán a sajtóban megjelent híradás, amikor - lényegében reklám céllal - az alapok

maguk teszik közzé az aktuálisan elért hozamaikat. A befektetők az adatok kiszámításának módszertanát viszont ritkán publikálják, így a különböző nyilatkozataikban elhangzó számok nehezen hasonlíthatók össze.

Az EBRD szerint, mely a régió kockázati- és magántőke-alapjainak legnagyobb (vég)finanszírozója, a régióban befektető alapok **hozammutatói messze túlszárnyalják** a máshol elért kockázattőke-hozamokat. A befektetések beéréséhez szükséges idő miatt leginkább mérvadónak tekintett - 2006 végéig terjedő - **ötéves** periódust tekintve például az EBRD finanszírozta alapok euró alapon számolt 18,1%-os (dollár alapon számolt 28,8%-os) hozama jóval meghaladta az ugyanazon időszakra az EVCA euró alapon számolt All Private Equity indexének 5,4%-os szintjét (illetve a dollár alapon számolt Cambridge Emerging Markets Venture Capital and Private Equity Index 12,8%-os hozamát (*EBRD, 2007*). (*Az EBRD régiós alapjainak euróban és dollárban, különböző időhorizontra számolt hozammutatóit lásd a 7. és 8. függelékben!*)

Az EBRD 2006-ban kiadott *Tranzíciós jelentése (EBRD, 2006)* 1992 és 2005 között részletesen megvizsgálta a régió közel 400 cégében történt 450 olyan befektetést, melyet az általa (is) finanszírozott 44 alap hajtott végre. Ezen alapok összes befektetésének összevont belső megtérülési rátája (pooled IRR) 19,7% volt, míg ezek közül azon befektetéseké, ahonnan a befektetők már teljesen kiléptek, 20,5%-os hozamot ért el. A befektetések méretével súlyozott átlag IRR az összes befektetésnél 11,1% volt, a már teljesen kilépetteknél pedig 7,7%. A felmérés készítői szerint a FTSE index hasonló befektetéseinek átlagos IRR értéke 5,7 illetve 3,8% volt, azaz a régiós befektetések **jobb hozamokat** produkáltak befektetőiknek.

A felmérés áttekintést nyújtott a régióban az egyes szektorok relatív jövedelmezőségéről is azon ügyletek hozammutatói alapján, ahonnan a befektetők már teljesen kiszálltak. A **legjövedelmezőbb** szektorok közé eszerint a régióban a **pénzügyi szolgáltatások, a telekom** és általában a **high-tech ágazatok** tartoznak. Ezzel szemben az un. egyéb szektorok (azaz más szolgáltatások, például a hotel és étterem) valamint a kis- és nagykereskedelmi szektor alacsonyabb hozamokat produkált. A high-tech szektorokba történt befektetések általában kockázatosabbak voltak, így a befektetőket a magasabb hozamok kompenzálták a vállalt magasabb kockázatért. A sokkal összetettebb és technológia-intenzív szektorokba történő befektetéseknél a nagyobb teljesítmény azt jelezte, hogy a kockázati tőke a régió országaiban ugyanolyan sikeres lehetett e projektek finanszírozásánál, mint a nyugat-európai és amerikai projektek esetében (*EBRD, 2006*).

Az EBRD által publikált adatok jelzik a befektetések által elért hozamok alakulását **kilépési módok** és a befektetések által érintett **vállalkozások életciklusának** függvényében. Eszerint a legjobb eredményeket azok a befektetők érték el a régióban, amelyek az általuk kivásárolt cégeket szakmai befektetőknek adták el. Ezen ügyletek során a

befektetők tőkéjüket megháromszorozhatták. Ugyancsak jó eredményt hozott a kockázati tőkéseknek az expanzív szakaszban végrehejtett befektetés, ha részesedésüket végül szakmai befektetőknek, illetve a tőzsdén keresztül adták el. Ez akár 2,8-2,5-szörös hozamot biztosíthatott. A legkevésbé jövedelmező üzlet a befektetők számára feltehetőleg az volt, ha az általuk kivásárolt cégeiket, illetve a vállalkozóknak még a korai fázisban nyújtott befektetéseiket az érinett cégek vezetőinek adták el. Összességében mindkét esetben kifejezetten veszteség érhetette őket (EBRD, 2007). (Az EBRD alapok befektetéseinek élelciklus és kilépési útvonal szerint változó hozamszorzóit a 11. táblázat mutatja be.)

11. táblázat

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

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

Forrás: EBRD (2007), (<http://www.ebrd.com>) alapján

A kockázati- és magántőke-alapok finanszírozóinak a világ különböző földrajzi régióiban elérhető hozamokkal kapcsolatos várakozásait 2007 február és április között - 81 jelentős befektető körében - vizsgáló felmérés szerint a befektetők **a feltörekvő piacokon** a fejlett (amerikai) piacokhoz képest 5,4%-kal **magasabb hozamot** vártak el (EMPEA, 2007). A felmérésben szereplő befektetők az általuk finanszírozott alapoktól összességében 22,6%-os hozam elérését várták, míg az észak-amerikai alapok esetében az elvárt hozam csupán 17,2% volt. A **Közép- és Kelet-Európa/Oroszország** alkotta régiótól a kockázati- és magántőke-alapokat finanszírozó 2007-ben megkérdezett befektetők **23,1%-os hozamot vártak** el, ami az amerikai alapoknál elérhetőhöz képest gyakorlatilag **5,9% többlethozamot** takart. Ez a hozamvárás az Ázsiában várt mértékkel egyezett meg, s Afrika után a második legmagasabb hozamigény volt. A nemzetközi pénzügyi válságot még nyilvánvalóan kevésbé sejtő válaszadóknak a 2007-es felmérés idején még nem egészen kétharmada vélte úgy, hogy ezek a jelentősen magasabb hozamok még legalább öt évig megmaradnak (EMPEA, 2007).

A befektetők fenti elvárásait messze túlteljesítette a 2008-ban már a régió legnagyobb alapját kezelő Mid Europe Partners, mely 2006-ot megelőző nyolc év alatt végrehajtott hét kiszállásával 40% körüli belső megtérülési rátát ért el (Hart, 2006). Az EVCI ugyancsak 2006-ban készült (EVCI, 2006) összeállítás szerint az Enterprise Investors által 2005-ben kezelt alapok is sikerrel működtek, mivel befektetőiknek az összesen közel 200 millió dolláros befektetésre 300 millió dollár alatti összeget fizettek vissza. Az egyebek mellett a *Stolica*, a *Netia*, az *LPP*, az *Orange Romania* és az *Orange Slovensko* cégekből kiszálló alap a befektetéseire vetítve egyaránt több mint háromszoros hozamot ért el.

A közép-és kelet-európai piacot bemutató összeállításában az EMPEA (2006) néhány olyan konkrét kiszállásról is beszámolt, amely a befektetők számára igen pozitív eredményeket hozott. A Global Finance nevű alap 1999-es befektetése a román *Sicomed* gyógyszergyártóba, melyet **szakmai befektetőként** a Zentiva gyógyszergyár vett meg, 6,4-szeres hozamszorozót és 55% feletti IRR-t eredményezett. A vétel idején a *Zentiva* gyárat tulajdonló Warburg Pincus alap 2006-ban szintén szakmai befektetőnek, a Sanofi Aventis-nek adta el részesedését, mellyel 40% feletti IRR-t és 1 milliárd dollár feletti tőkejövedelmet ért el. Az EVCI (2006) közlése szerint a Warburg Pincus összességében 9-szeres megtérülést ért el, amikor az eredetileg 125 millió dolláros befektetésével összesen 1,2 milliárd dollárt kapott vissza. Első befektetésére még 1998-ban került sor, amikor megvette a pár hónappal korábban privatizált *Leciva* 70%-át. 2003-ban e cég összeolvadt a *Slovakfarma* céggel, s ezután *Zentiva* néven működött tovább. A Zentiva 2004-ben megvalósított tőzsdei bevezetésekor a Warburg Pincus még megtartott 54%-ot a cégből, amit azután fokozatosan értékesített. Így az utolsó, 19,6%-nyi részesedését 2006-ban adta el a Sanofi Aventis cégnek.

Egy másik, ugyancsak a régióban történt ugyancsak jelentős kiszállás az Advent International nevéhez fűződik. Az alapnak 2006-ot megelőzően három évig a *Terapia* román gyógyszergyár volt a tulajdonában, amelyet egy **szakmai befektető**, az indiai Ranbaxy Laboratories vett meg 324 millió dollárért. Az Advent közlése szerint a befektetés számára 10-szeres megtérülést eredményezett. A *Terapia* 2003-beli megvétele az első olyan felvásárlás volt a régióban, aminek során magántőke-befektető **vezetett ki nyilvános céget** a tőzsdéről. A *Terapia* még az 1997-es privatizálását



követően került a román tőzsdére, ahol nem volt számára megfelelő a likviditás. Az Advent 44 millió dollárt fizetett a cég részvényeiért, s további 5,3 millió dollárt az ügylet költségeiért. 2005-ben az Innova Capital alap 11%-ot adott el szakmai befektetőnek a tulajdonában lévő *Polcard S.A.* nevű hitelkártya cégből, ami a befektető számára több mint 60%-os IRR-t eredményezett.

Az un. **másodlagos kivásárlások**, azaz az újabb magántőke-befektetőnek történő eladások jövedelmezőségére szolgáltatott adatot a Warburg Pincus által 2008-ban eladott az *Euromedic* magyar egészségügyi szolgáltató, melyet az Ares Life Sciences és a Merrill Lynch Global Private Equity együtt vett meg, s amelynél az eladó az eredeti sajáttőke (equity) befektetésének háromszorosát kérte el (*Unquote, 2008/b*).

A sikeres **első tőzsdei megjelenést** példázta a *New World Resources* (NWR) cseh bányaiipari vállalat 2008-as tőzsdei megjelenése (IPO), melynek során a cég 1,1 milliárd GBP tőkéhez jutott a londoni, a varsói és a prágai tőzsdén. A Crossroads Capital és a First Reserve Corporation résztulajdonában lévő cég tőzsdei bevezetése a legnagyobb 2008-as európai IPO-t képviselő tőzsdei megjelenéskor 7-szeres túljegyzés ért el (*Unquote, 2008/b*). A *Private Equity Intelligence (2006)* szerint amikor az Enterprise Investors ugyancsak IPO keretében 2004-ben eladta a *Comp Rzeszów* banki szoftver cégben lévő 50%-os részesedését a Varsói Tőzsdén, az ügylet 7,3-szoros hozamszorozót és nettó 37,7 millió dolláros nettó bevételt hozott a számára.

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

## 7. A RÉGIÓS KOCKÁZATTŐKE-BEFEKTETÉSEK PERSPEKTÍVÁJA

A kockázattőke-iparág régióbeli fennállása óta eltelt közel két évtized alatt **megerősödött**, s szereplőit, működési mechanizmusát, funkcióját és hatékonyságát tekintve egyre jobban hasonlít a nyugat-európaihoz. Ugyanakkor a kockázati- és magántőke penetráció jóval az európai átlag alatti szintje még mindig **jelentős kiaknázatlan lehetőséget** mutat. Kérdés,

hogy a nemzetközi pénzügyi válság közepette folytatódhat-e az elmúlt évekre jellemző kedvező trend, vagy **vége szakad** a befektetők kitüntető érdeklődésének.

A szakértők az EU-csatlakozást követő két-három éven belül **nagy áttörést** vártak a közép-kelet-európai régió kockázati- és magántőke-piacán (*Sormani, 2003, 2004*). Az adminisztratív akadályok leépítése és a térség országaiban tapasztalható gyors gazdasági növekedés mellett azért is számítottak a régió iránti érdeklődés növekedésére, mert az észak-amerikai és a nyugat-európai magántőke-piac már meglehetősen telített volt, így Ázsia mellett ez a térség nagy vonzerőt jelenthetett a befektetők számára. Az EU-csatlakozás pozitív hatását azért is várták, mivel várható volt, hogy a piac működésének jogi háttere és működési feltétele egyre inkább az európai normához igazodik. Várható volt tehát, hogy az Európát megcélzó intézményi (vég)befektetők alapjai a régió országait a kockázatok csökkenése miatt egyre kevesebb fenntartással kezelik. A befektetők régióba vonzásához a piacok áttekinthető és kiszámítható működése valamint a közösségi jogrend átvétele mellett megbízható teljesítményadatok is kellenek. E nehezen megszerezhető adatokat azonban fenntartással kell kezelni, mivel még zömmel **hitel nélkül** lebonyolított ügyletekre vonatkoznak, amelyek jövedelmezősége eleve alacsonyabb volt. A térség magántőke-piacaiban rejlő tartalékokat világosan jelezte, hogy a befektetések GDP-hez viszonyított hányada a régióban még messze az összeurópai arány alatt maradt.

A szakértők **pozitív várakozásait alátámasztotta** a befektetések számára rendelkezésre bocsátott tőke volumenének növekedésénél tapasztalható boom. A tőkebefektetések általános megélénkülését jelezte továbbá a régió országaiba beáramló működőtőke értékének jelentős emelkedése, valamint az itteni vállalatokat érintő fúziók és felvásárlások értékének növekedése. A beáramló működőtőke (FDI) 2006-ban 60,2 milliárd dollárt, 2007-ben pedig 61,8 milliárd dollárt ért el (*UNCTAD, 2008*). A kockázati- és magántőke-befektetések minden korábbi értéket meghaladó növekedése mellett a befektetések átlagos értéke is emelkedett a térségben, s a tranzakciók összességét tekintve az átlagos befektetési érték ma már hasonló az európaihoz.

A nyugati piacokat 2007 második felétől megrázó **hitelválság** újra ráirányította a figyelmet a portfólió-diverzifikálás fontosságára. Ennek ismeretében nem volt meglepő, hogy az új földrajzi befektetési célpontokat kereső befektetők figyelme a viszonylag gyors növekedést mutató közép-kelet-európai régió felé fordult. 2007 már a hatodik egymást követő olyan év volt, amikor a közép- és kelet-európai régió Nyugat-Európaéhoz képest jelentősen gyorsabb növekedést tudott felmutatni, ami hozzájárult a két terület élet- és termelékenységi színvonala közötti különbség csökkenéséhez.

A régió gyors növekedése, a fejlett piacokhoz való földrajzi közelsége mellett, szakképzett munkaerőkínálata és költségszintje révén is kedvező feltételeket kínált, amit csak megerősített, hogy tíz országának EU-csatlakozása nyomán a gazdaság jogi környezete ezen országok piacán

hasonlóvá vált, üzleti környezete pedig közeledett a fejlett európai országokéhoz. Főként az EU-csatlakozás következtében a befektetők már sokkal kevésbé tekintették kockázatosnak a régiót. A közép-kelet-európai régióbeli tőkegyűjtés erőteljes növekedésnek indult, a régió bekerült az alapok (vég)befektetőinek a látókörébe. A befektetők érdeklődését felkeltő vonzó hozamok fennmaradását valószínűsítette a régió magántőke-piacán a tőkeáttétel relatíve mérsékelt szintje, valamint az itteni országokban elért viszonylag magas növekedési ütem (Lewis, 2008).

2007 vége óta a régióban megjelentek a **globális** alapok, így a **verseny** elsősorban a nagyobb méretű befektetések terén erőteljesen **megnőtt**. Mindez a helyi vállalkozások alkuerejének növekedésében és a befektetések értékének soha nem látott mértékű emelkedésében egyaránt megmutatkozott. Ugyanakkor még viszonylag kevesebb igazán nagy - 200 millió euró - feletti ügyletre került sor a régióban. A cégek méretének növekedéséből és a nagyobb ügyletekhez egyre inkább megszerezhető hitelekkel már látszott, hogy a régióban is egyre inkább előtérbe kerültek az Európa többi részén már domináló **kivásárlási** ügyletek. Míg a kilencvenes évek közepén a közép- és kelet-európai kivásárlásokat a privatizációs ügyletek túlsúlya jellemezte, az elmúlt években a kivásárlások a helyi és nemzetközi konglomerátumok magánkézben lévő cégeit és spin-offjait érintették. Mivel a térségben működő vállalkozások mérete egyre jobban közelített a kontinens más cégeihez, s közülük mind több régiós szinten is komoly érdekeltségekkel rendelkezett, így egyre több cég vált méreténél fogva alkalmassá arra, hogy nagy összegű kivásárlási tranzakciók célpontjává válhasson.

Az évtized második felében megkezdődött az alapok **szakosodása**, azaz a régióban is megjelentek az Európában már régóta működő mezzanine-, a szektor- és a kivásárlási alapok. Mivel a régió hitelpiaca is egyre jobban felzárkózott az európaihoz, a magántőke-piac fejlődéséhez **bonyolult hitelkonstrukciók** is igénybe vehetőkké váltak. A régióban az európai közepes méretű bankok nyújtották a magántőke-befektetésekhez a hiteleket, s e bankok mérlegét eleinte kevésbé érintette a válság, mivel ők közvetlenül többnyire nem vettek részt az amerikai jelzálogpiaci tevékenységben. A régió hozamkilátásait korábban az is pozitívan befolyásolta, hogy itt a befektetők rendszerint közvetítők nélkül, azaz nem befektetési bankok szervezésében lezajló aukciók keretében tettek ajánlatokat. Az **aukciók csak a legnagyobb ügyletek esetében** voltak jellemzőek, azaz a befektetőknek az ügyletek megszerzésekor nem csupán az árban, hanem egyéb tényezőkben is módjuk volt versenyezni. A jelzáloghitel-válság hatása eleinte inkább csak a nagyértékű kivásárlásoknál jelentkezett, az eleve konzervatívabb finanszírozású ügyleteket kevésbé érintette. A "kisebb is jobb" logika pedig felértékelte a régió jelentőségét.

A régióbeli befektetések terén az utóbbi években a biotechnológia, az egészségügy, a média-telekommunikáció, valamint a kereskedelem képviselte a legkedveltebb területeket. A

gyorsan növekvő **magánfogyasztás** képezte a kockázati- és magántőke-befektetések fő alapját, ezért várható volt, hogy a növekedés fő területe a jövőben a kiskereskedelmi, a fogyasztási és pénzügyi szolgáltatás, valamint a gyógyszeripari szektor lesz. Jelentős volt a tőkeigény az építőipari, út-, vasút és repülőtér építkezésekre, s ez az infrastruktúrát tette a másik esélyes területté.

A befektetőket a régió népszerűvé válása idején **sem** érdekelte **minden életciklusban** tartó vállalkozás. Az induló vállalkozások iránti kereslet csekély maradt, mivel e cégek befektetési igénye sokszor annyira alacsony volt, hogy nem érte el a kockázati- és magántőke-alapok "ingerküszöbét". Ennél magasabb volt a fejlődési szakaszban lévő cégek iránti érdeklődés, ám a hangsúly a nagyösszegű kivásárlási tranzakciókon volt. A befektetők portfólió cégek bővítésénél egyre inkább a **kiegészítő felvásárlásokat** részesítették előnyben, azaz amikor egy meglévő portfólió cégből mások hozzávásárlásával építettek ki regionális jelentőségű vállalatbirodalmat. Így ugyanis hamarabb tudták elérni a stabil üzletmenethez, illetve az általuk elvárt hozam realizálásához elengedhetetlen hatékony méretet (Napi, 2008).

A hozamok realizálása a befektetésekből történő kiszállások során történt, s Európához hasonlóan a régióban is a legtöbb kilépés **szakmai befektetőknek** történő részvényértékesítés útján valósult meg. A viszonylag magas hozamokat biztosító tőzsdei kiszállások szerepe, mely főként a Varsói Tőzsdének volt köszönhető, egész Európához hasonlóan háttérbe szorult. Az olyan viszonylag újabb kiszállási módok, mint a magántőke-befektetőknek történő továbbeladások, immár a régió piacaira is jellemzővé váltak. Az új alapok megjelenése nemcsak konkurenciát jelentett a korábban itt működő alapok számára, hanem egyúttal kiszélesítette számukra a kiszállás lehetőségét azon portfólió cégek esetében, amelyek világméretű terjeszkedése jelentős új tőkebefektetést igényelt.

A vállalati tapasztalatok azt mutatták, hogy a befektetők elsősorban nem iparági szakmai jártasságuk, hanem az általuk érvényesített **vállalatirányítási módszer** révén érték el cégek értéknövekedését, amit a kiszálláskori árfolyam-növekvényben ismertettek el a piaccal (NAPI, 2008). A befektetők részvétele az ügyletben nem pusztán tőke nyújtását jelentette a portfólió cégek számára, hanem nemzetközi tapasztalataik, kiépített háttérintézményeik révén a céljaiknak leginkább megfelelő menedzserek felkutatását is, akik további fejlődési pályára tudták állítani a portfólió cégeket. Valójában tehát nemcsak a portfóliócéget, annak piacait, hanem a vállalkozások **menedzsmentjét is "felépítették"** a befektetők, s ezzel érték el cégek hatékonyabb működését. A régióban a hozamok a hitelek révén elérhető pénzügyi lehetőségek kiaknázása mellett a finanszírozott cégek szerves növekedésén alapuló értékteremtésből, a hatékonyság növekedéséből és a konszolidációból együtt származtak. A kivásárlások kevésbé függtek a tőkeáttétel szintjétől és a pénzügyi tervezéstől, a nagyobb

növekedési lehetőség miatt a csőd kockázata is kisebb volt, s a tőkeáttétel gyorsabban volt növelhető.

A kockázatitőke-befektetések várható perspektívájára a világgazdasági recesszió és egyes országok régióon belüli pozíciója egyaránt rányomja bélyegét. A nemzetközi pénzügyi válság nyomán a **hitelből finanszírozott növekedés a kockázat szinonímájává vált**, ezért a feltörekvő piacok, ezen belül a régió országai hátrányba kerültek a fejlett piacokkal szemben, függetlenül az itteni befektetéseket eddig is övező nagyobb óvatosságtól és a nagyszegű hitelek relatíve nehezebb elérhetőségétől, valamint eleve magasabb kamataitól.

A feltörekvő piacok közül Közép- és Kelet-Európa különösen védtelen a globális válság kedvezőtlen hatásaival szemben, mivel e térség függ leginkább a külföldi tőkétől. A beáramlás a közelmúltban itt volt a leggyorsabb ütemű, itt található a legnagyobb folyó fizetésimérleg-hiányok, s itt a legjellemzőbb, hogy a bankok külföldi tulajdonban vannak. Ugyanakkor a régió országai között jelentős eltérés tapasztalható a gazdaság túlfűtöttsége, az eladósodottság mértéke és a belföldi kereslet nagyságában. A régió államainak sebezhetőségét olyan sajátos problémáik növelik, amit a hitelválság csak felnagyított: a folyó fizetési mérleg hiánya (Baltikum), a magas államadósság (Magyarország), a devizaalapú lakossági hitelek nagy aránya (Magyarország, Lengyelország). E piacokon a recesszió sem zárható ki, míg a többi új EU-tagállamban a növekedés markáns lefékeződése várható. A régió egésze számára okozhat viszont problémát az, ha egy-két rosszabb helyzetben lévő gazdaságban súlyos válság alakul ki, mert akkor a befektetők könnyen **"egy kalap alá vehetik"** az összes régiós országot, s így kivonulhatnak a jobb helyzetű gazdaságok finanszírozásából is.

Mivel a kockázatitőke-ágazat működési módjából kifolyólag csak több éves késéssel tud reagálni a megváltozott helyzetre, azaz a befektetések céljából történő tőkegyűjtés és a tőke kihelyezése között több év telik el, **a régió háttérbe szorulása** a kockázatitőke-befektetéseknél nagy valószínűséggel csak **késleltetve, lassítva** fog megjelenni. Végeredményben a régióbeli befektetésekre a közelmúltban összegyűjtött rendkívül nagyszegű tőke egy jelentős részét a kockázatitőke-alapok várhatóan még be fogják fektetni, így a régióban a következő egy-két évben **még nem várható** a kockázatitőke-finanszírozásnak a fejlett piacokhoz hasonló mértékű **drasztikus visszaesése**. Az új **alapok gyűjtése** azonban **megnehezül** kockázatitőke-alapok legjelentősebb befektetőinél jelentkező pénzsűke miatt, s így új alapokat várhatóan sokkal kisebb számban és alacsonyabb odaigért tőkével fognak a régió piacán felállítani.

Meglévő forrásaikból a hitelek megdrágulása miatt a régióbeli alapok a jövőben **kevesebb céget** tudnak majd finanszírozni, s várhatóan a régióbeli befektetések eleve viszonylag alacsonyabb hitelhányada sem fog tovább emelkedni. Emellett a fejlesztési hitelek megnehezülő elérhetősége a régióban is a vállalkozások egyre nagyobb hányadát tereli majd a tőkebefektetések felé. Így - noha a befektetők várhatóan csak a korábbinál kisebb források

felett diszponálhatnak - **alkuerejük megnő**. A kockázatitőke-befektetők a cégeket gondosabban kiválogatva, azok vagyonértékét konzervatívabban értékelve, a nagyobb kockázatot beárázó magasabb hozamvárásokkal, s a maguk számára szorosabb ellenőrzést biztosítva vállalkoznak majd befektetésekre.

Várhatóan a portfólió cégek finanszírozása is jelentősen át fog alakulni. Mivel a befektetők számára is szűkülnek a banki hitelfelvétel lehetőségei, az újabb befektetéseknél - cégvásárlásoknál - **növekszik** majd az alapok által befektetett **tőke aránya a hitelrészhez képest**. Várhatóan a régióbeli befektetők - európai társaikhoz hasonlóan - az évtized végén a régióban is több iparágat kizárnak majd befektetéseikből. Azokat a szakágazatokat, amelyek **konjunktúra függőek**, amelyek érzékenyek a változásokra. Így a következő években várhatóan az építőipar, az autógyártás és ennek beszállítói, a vegyipar és a média kikerül a befektetők célpontjai közül, míg az egészségügyi, valamint az IT- és telekom szektor továbbra is vonzó célpont lesz (*Világ gazdaság, 2008/b*). A régióban a "**vedd meg és építsd fel**" stratégia várhatóan továbbra is népszerű marad, tekintve hogy a portfólió cégek romló kilátásai lassítják majd azok növekedését, ami a befektethető forrásokat eleve korlátozni fogja, s a befektetők **kilépési lehetőségeinek beszűkülése** maga is meghosszabbítja a finanszírozás idejét. A recesszió miatt várhatóan ellehetetlenülnek a vállalat-eladások, a tőzsdéken is nyomott árak alakulnak ki. A befektetőknek ilyen feltételek mellett nem éri meg a tőzsdén kiszállni portfólió cégeikből, de ez más módon sem lesz számukra könnyű.

A kockázatitőke-ágazat régióbeli perspektíváját meghatározza, hogy az itteni országok mennyire lesznek képesek megbirkózni a romló külső feltételekkel, a pénzügyi kockázatvállalási étvágy csökkenésével párosuló növekedési dekonjunktúra periódusában. Mivel az régióbeli új EU-tagországok pénzügyi intézményrendszere nagyrészt stabil, s az EU intézményei központi forrásokból nagy valószínűséggel átmenetileg megsegítik a mégis bajba kerülő államokat, arra lehet számítani, hogy a régió országai jelentős növekedés-lassulás mellett, de átvészelik majd a válság jelentkezése utáni kritikus éveket. A régiós kockázatitőke-befektetések 2008 őszéig tartó **aranykora** azonban minden bizonnyal **véget ért**.

## FÜGGELÉK

1. függelék

### 2005-2008 között a régióban létrehozott kockázati- és magántőke-alapok nyilvánosságra hozott befektetői

Alapkezelő neve	Alap neve	Kezelt tőke értéke (millió euró)	Zárás éve	Fontosabb befektetők
Enterprise Investors	Enterprise Venture Fund I.	100	2008	George Kaiser Family Foundation
Advent International	ACEE IV.	1000	2008	GIC Special Investments; AlpInvest Partners; CalSTRS; EBRD
Mezzanine Management	AMC II.	261	2008	EBRD; Metropolitan Life; Raiffeisen PE; Caisse des Depot; AXA PE; Bank of Scotland
Mid Europe Partners	Mid Europe Fund III.	1500	2007	AGF PE; AlpInvest; ATP PE Partners; AP2; Auda PE; AXA PE; Caisse des Depots et Consignation; CAM PE; Citigroup; EIB; Fer; Government Investment Corporation of Singapore; Goldman Sachs Asset Management; HarbourVest; MetLife; OP Trust; Pantheon; TIAA; Unigestion
ALPHA Associates	ALPHA CEE II.	309	2007	EBRD; SPV Merrill Lynch International
The Riverside Company	Riverside Europe Fund III.	315	2007	MIT; TIFF; Abbott Capital Mangement; MN Services; Hartford Investment Management
Krokus Private Equity	Nova Polonia Natexis II.	100	2007	Nataxis PE; EBRD; InvestKredit; Suomi Mutual Life Assurance Co; Amanda Capital
Societe Generale Asset Management Alternative Investment	SGAM Eastern Europe Fund	156	2007	EBRD; Société Générale
SigmaBleyzer	SigmaBleyzer SouthEast European Fund IV.	250	2007	Goldman Sachs; UBS; LVMH; Bank Austria; InvestKredit; EBRD
GED Capital Development	GED Eastern Europe Fund II.	150	2007	Caja Madrid; Bank Austria Creditanstalt; Instituto de Credito Oficial; EBRD
Argus Capital	Argus Capital	263	2006	EIF; EBRD

Partners	Partners II.			
Innova Capital	Innova IV. LP Fund	225	2006	LODH PE; Adveq Management; Northwestern University; Parish Capital; Gartmore Investment Manager
Argan Capital (BA Capital Partners Europe)	Argan Capital Fund	425	2006	Bank of America
Enterprise Investors	Polish Enterprise Fund Fund VI.	658	2006	Adams Street Partners; Allianz PE Partners; Bregal; HRJ Capital; Morgan Stanley AIP; Pantheon, SUVA; Wilshire; AlpInvest; CalPERS, EIF; HarbouVest; LGT; MetLife;
Royalton Partners	Royalton Partners II.	250	2006	EBRD
Mid Europe Partners (EMP Europe)	Emerging Europe Convergence Fund II.	650	2005	AlpInvest; ABN Amro; GIC; AIG Global Investment; AXA; MetLife; MNServices; Citigroup; EBRD; EIB; IFC

*Forrás: AltAssets, Private Equity Intelligence alapján saját gyűjtés*



**A 2005-2008 ősze között tőkét gyűjtő régiós kockázati- és magántőke-alapok jellemzői**

<b>Alapkezelő neve</b>	<b>Alap neve</b>	<b>Kezelt tőke értéke (millió euró)</b>	<b>Zárás éve</b>
Enterprise Investors	Enterprise Venture Fund I.	100	2008
Advent International	ACEE IV.	1000	2008
Mezzanine Management	AMC II.	261	2008
Bancroft Private Equity	Bancroft III.	250	2008*
ARX Equity Partners	ARX CEE III.	125	2008*
BaltCap	BaltCap PE Fund	57	2007*
3TS / Cisco Systems	3TS-Cisco Fund	30	2007*
Mid Europe Partners	Mid Europe Fund III.	1500	2007
ALPHA Associates	ALPHA CEE II.	309	2007**
Darby Overseas Investment	DCEMF	313	2007
The Riverside Company	Riverside Europe Fund III.	315	2007
Krokus Private Equity	Nova Polonia Natexis II.	100	2007
SGAM Asset Management Alternative Investment	SGAM Eastern Europe Fund	156	2007
AIG Capital Partners	AIG New Europe Fund II.	523	2007
3i	15% of Eurofund V.	750	2007
KD Private Equity	South Eastern Europe Fund	31	2007
SigmaBleyzer	SigmaBleyzer SouthEast European Fund IV.	250	2007
GED Capital Development	GED Eastern Europe Fund II.	150	2007
Argus Capital Partners	Argus Capital Partners II.	263	2006
Innova Capital	Innova IV. LP Fund	225	2006
Argan Capital (BA Capital Partners Europe)	Argan Capital Fund	425	2006
Enterprise Investors	Polish Enterprise Fund Fund VI.	658	2006
Royalton Partners	Royalton Partners II.	250	2006
Euroventures	Euroventures	51	2005
3TS Capital Partnersi	3TS Central European Fund II.	100	2005
Advent International	Advent CEE III.	330	2005
Bridgepoint Capital	BE3	2500	2005
Firebird Management	Amber Trust II.	150	2005

Darby Overseas Investments	Mezzanine Fund	100	2005
Mid Europe Partners (EMP Europe)	Emerging Europe Convergence Fund II.	650	2005
Advent International	Advent CEE III.	250	2005
Euroventures Capital	Euroventures Hungary III.	51	2005

\*Még nem lezárt alap

\*\* Más alapokba befektető alap

Forrás: AltAssets, Private Equity Intelligence alapján saját gyűjtés

**A régió fontosabb kockázati- és magántőke-alapjai befektetési méret és elsődleges befektetési célország szerint, 2008**

<b>Befektető neve</b>	<b>Elsődleges befektetési célország</b>
<b>Alapokba fektető alapok</b>	
Alpha Associates	KKE*, Baltikum, DKE**, Ciprus, Málta, Törökország
<b>Felső-közép méretű alapok</b>	
Mid Europe Partners	KKE, DKE, Baltikum
Advent International	KKE, DKE, Törökország
Enterprise Investors	KKE
<b>Közép-piaci méretű alapok</b>	
3TS Capital Partners	KKE
Argus Capital Partners	KKE, DKE, Törökország
Askembla Asset Management	Baltikum
Balkan Accession Management Co.	DKE
Bedminster Capital Management	DKE, Törökország
Copernicus Capital Partners	DKE
DBG Eastern Europe	KKE, DKE
EuroVentures	Ukrajna
Global Finance S.A.	DKE, Ciprus, Görögország, KKE
Innova Capital Partners	KKE, Moldova
Royalton Partners	KKE, Baltikum,
SigmaBleyzer	KKE, Ukrajna
Turkven Private Equity	Törökország
<b>Mezzanine alapok</b>	
Accession Mezzanine	KKE
Darby Overseas Investments	KKE
Syntaxis	KKE

\*Közép- és Kelet-Európa; \*\*Dél-kelet-Európa

Forrás: EMPEA, AltAssets, Private Equity Intelligence alapján saját gyűjtés

**Alapkezelők mozgása a regionális és páneurópai/globális alapok között, 2006-2008 április**

<b>Új alapkezelő</b>	<b>Régi alapkezelő</b>	<b>Megjegyzés</b>
CVC Capital Partners	Advent International	2008 áprilisában felvette Szóke Istvánt, újabb átlépések várhatók
Carlyle Group	3TS Capital Partners	Irodát nyitott Varsóban 2007 augusztusában, 3 főt vett fel novemberben
3i	Advent International Rotschild Polska	2007 áprilisában Tóth Zoltán, júliusában Andrzej Szostak lépett át
ICG	Baring Corilius Private Equity (korábban Baring Private Equity Partners)	Ferenc Sándor 2007 márciusában lépett át
Bridgepoint	Advent International	Az új varsói iroda vezetésére Khai Tan lépett át 2007 februárjában
Société Générale Asset Management (SGAM PE)	Baring Corilius Private Equity	2006 januárjában felvásárolták az egész alapkezelőt

*Forrás: Kimberly Romaine: If you can't beat 'em, join 'em, Private Equity Europe, May 2008, Issue 96, p. 16-17.*

**A kockázati- és magántőke-befektetések szektorális megoszlása a régióban\* és az EU-ban\*\*, 2006-2007 (százalék)**

Szektorok	2006		2007	
	CEE	EU	CEE	EU
Mezőgazdaság	1,9	0,1	0,4	0,6
Vegyipar	41,0	2,9	7,6	3,9
Élettudomány	0,2	10,7	10,0	10,4
Számítógép, fogyasztási elektronika	3,0	8,9	5,4	5,0
Kommunikáció	29,2	13,8	24,0	11,7
Fogyasztási cikk, kiskereskedelem	4,0	15,4	6,2	12,7
Fogyasztási szolgáltatás	0,0	0,0	4,4	10,8
Üzleti és ipari termék	8,5	16,2	11,4	13,8
Üzleti és ipari szolgáltatás	0,6	15,3	0,5	12,5
Szállítás	0,7	2,9	10,0	4,4
Építőipar	2,2	2,2	2,2	3,0
Energia és környezetvédelem	0,6	2,3	4,2	4,8
Pénzügyi szolgáltatás	3,8	3,3	10,7	4,9
Ingatlan	0,0	0,0	3,0	0,1
Nem ismert	4,3	6,0	0,0	1,3
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0

\*A befektetések célországa szerint számba vett adatok

\*\*A befektető székhelye szerint számba vett adatok

Forrás: EVCA (2008) és EVCA Yearbook (2008) alapján

## Jelentős kockázati- és magántőke-befektetések a régióban, 2006 – 2008 ősze

Portfólió cég neve	Portfólió cég székhelye (ország)	Befektető magántőke-alap kezelője	Befektetés éve	Ügylet értéke (millió €)*	Megvett tulajdoni hányad (%)	Szektor
Euromedic	Magyarország	Merrill Lynch/ASL	2008	800,0	100	gyógyászat
Centrum Medyczne LIM	Lengyelország	Mid Europa Partners LLP	2008	NA	100	gyógyászat
GTS Central Europe	Lengyelország	Columbia Capital, M/C Venture Partners, Innova Capital	2008	NA	NA	telekom
LaborMed Pharma SA	Románia	Advent International	2008	123,0	100	gyógyszergyártás
CertAsig	Románia	Royalton Partners	2007	NA	95	biztosító
NetCentrum	Csehország	Warburg Pincus	2007	NA	NA	internet
Expander Sp. z.o.o.	Lengyelország	Innova Capital	2007	115,3	60	pénzügyi tanácsadás
Budapest Airport Rt.	Magyarország	CDP Canada, GIC Singapore	2007	1853,0	75	repülőtér-üzemeltetés
Lattellecon SIA	Lettország	Blackstone Group Holding LLC	2007	424,8	51	telekom
BorsodChem Rt.	Magyarország	Permira, VCP	2006	674,3	100	vegyipar
Eckes & Stock GmbH	Csehország	Oaktree Capital Management	2007	NA	100	élelmiszergyártás
Zabka Polska SA	Lengyelország	Penta Investments	2007	131,6	100	kiskereskedelem
Bulgarian Telecom Company	Bulgária	AIG Capital Partners	2007	1080,0	65	telekom
Antenna Hungaria Rt.	Magyarország	Axa Private Equity, Charterhouse Capital Partners	2007	327	100	műsorszolgáltatás
SBB Srpske Kablovske Mreze	Csehország	Mid Europa Partners, Bedminster Capital	2007	200	100	kábel TV, internet szolgáltatás
Bite Group, a.s.	Baltikum	MidEuropa Partners	2007	450	100	telekom
ITERA Group	Románia	Sun Capital Partners	2006	158	25	gázgyártás, kereskedelem
Ceske	Csehország	Mid Europa	2006	1190	100	telekom

Radiokomunikacije		Partners				
Aero Vodochody a.s.	Csehország	Penta Investments	2006	446	100	repülőgépgyártás
Bratislava and Kosice Airports	Szlovákia	Penta & Raiffeisen Zentral Bank	2006	305	66	repülőtér-üzemeltetés

\*A tranzakciók értéke a tőke és hitel hányadot egyaránt tartalmazza.

*Forrás: Deloitte (2006, 2007,2008); MergerMarket, AltAssets, Köhler, P. (2007) p. 6. alapján saját gyűjtés*

## 7. függelék

**Az EBRD alapok által 2006 decemberéig elért dollár bázison számolt horizont megtérülési ráta (százalék)**

Hozam	Éves	Hároméves	Ötéves	Tízéves	Létrehozás óta
EBRD közép- és dél-európai portfólió	34,3	36,9	24,7	11,4	11,2
EBRD oroszországi és CIS portfólió	60,5	58,8	33,4	16,6	15,8
EBRD teljes magántőke portfólió*	46,9	46,5	28,8	13,8	13,2
Cambridge Emerging Markets Venture Capital & Private Equity Index**	26,8	24,6	12,8	6,1	NA
S & P 500***	12,3	8,6	6,8	4,9	5,6

\* Az EBRD portfólió összevont évvégi, alapkezelői díj, költségek és sikerdíj levonása utáni nettó hozama, ingatlanalapok nélkül, felszámolt alapokkal együtt

\*\*Összevont évvégi hozam, alapkezelői díj, költségek és sikerdíj nélkül

\*\*\*Az EBRD által finanszírozott magántőke-alapok portfóliójához hasonló összetétellel számolva a megfelelő időhorizonton

*Forrás: Cambridge Associates, EVCA, Bloomberg and EBRD*

*EBRD (2007) ( <http://www.ebrd.com/country/sector/fi/funds/perfo6.pdf> )*

## 8. függelék

**Az EBRD alapok által 2006. decemberéig elért, euró bázison számolt horizont megtérülési ráta (százalék)**

Hozam	Éves	Hároméves	Ötéves	Tízéves	Létrehozás óta
EBRD közép- és déleurópai portfólió	20,3	36,2	14,9	9,6	9,6
EBRD oroszországi és CIS portfólió	43,5	57,5	21,7	13,4	12,9
EBRD teljes magántőke portfólió*	31,5	45,5	18,1	11,3	11,1
EVCA összes magántőke portfólió**	36,1	13,0	5,4	11,0	10,8
FTSE Emerging Markets Eastern Europe***	12,2	39,8	28,9	19,9	NA

\* Az EBRD portfólió összevont évvégi, alapkezelői díj, költségek és sikerdíj levonása utáni nettó hozama, ingatlanalapok nélkül, felszámolt alapokkal együtt

\*\*Összevont évvégi hozam, alapkezelői díj, költségek és sikerdíj nélkül

\*\*\*Az EBRD által finanszírozott magántőke-alapok portfóliójához hasonló összetétellel számolva a megfelelő időhorizonton

*Forrás: Cambridge Associates, EVCA, Bloomberg and EBRD*

*EBRD (2007) ( <http://www.ebrd.com/country/sector/fi/funds/perfo6.pdf> )*



## HIVATKOZÁSOK

- Bliss, R. T. (1999): A venture capital model for transitioning economies: the case of Poland, in: Venture Capital, Vol. 1, pp.241-257
- Chu, P. és R. D. Hisrich (2001): Venture Capital in an economy in transition, in: Venture Capital, Vol. 3, pp. 169-182
- Deloitte (2006): Central European Private Equity Confidence Survey, June 2006
- Deloitte (2007/a): Central European Private Equity Confidence Survey, January 2007
- Deloitte (2007/b): Central European Private Equity Confidence Survey, July 2007
- Deloitte (2008): Central European Private Equity Confidence Survey, June 2008
- EBRD (2005): Performance of Private Equity Funds in Central and Eastern Europe and CIS, Date to: 31 December 2005 (www.ebrd.com)
- EBRD (2006): Private equity, in: Transition report 2006, Finance in Transition, European Bank for Reconstruction and Development, 2006, pp. 70-80
- EBRD (2007): EBRD Private Equity Funds Performance (<http://www.ebrd.com/country/sector/fi/funds/perfo6.pdf>)
- EMPEA (2006): A Regional Feature: Central & Eastern Europe, EM PE Quarterly Review, Vol. II, Issue 3, Q3 2006, Emerging Market Private Equity Association (www.empea.net)
- EMPEA (2007): Survey of Limited Partner Interest in Emerging Markets Private Equity, May 2007, Emerging Markets Private Equity Association
- EMPEA (2008/a): Emerging Markets Private Equity 2007 Fundraising Review, EMPEA, April, 2008
- EMPEA (2008/b): Emerging markets private equity funds raise \$59bn in 2007, AltAssets, March 5, 2008 (www.altassets.com)
- European LBO Report (2006): Eastern Promise: an examination of private equity in Central & Eastern Europe, European Leveraged Buyout Report, May 2006, pp. 12-13
- EVCA (2004): Central and Eastern Europe Success Stories, Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association, October 2004
- EVCA (2005): Central and Eastern Europe, Statistics 2004, Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association, October 2005
- EVCA (2006): Central and Eastern Europe Statistics 2005, An EVCA Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association, November 2006
- EVCA (2007): Central and Eastern Europe Statistics 2006, Special Paper, European Private Equity and Venture Capital Association, October 2007
- EVCA (2008): Central and Eastern Europe Statistics 2007, An EVCA Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association, September 2008
- EVCA Barometer (2007): Eastern Europe: Tate of the market & future outlook, EVCA, Issue 50, April 2007
- EVCA Barometer (2008): Review of exits during the past two years, EVCA Barometer, Issue 62, July, 2008
- EVCA Yearbook (2003-2008): EVCA Yearbook 2003-2008, Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report, European Private Equity & Venture Capital Association, Bruxelles

- EVCJ (2008): Advent sells Bolix to India's Berger, *European Venture Capital Journal*, June 2008
- Farag, H., Hommel, U., Witt P. és M. Wright (2004): Contracting, monitoring, and exiting venture investments in transitioning economies: a comparative analysis of Eastern European and German markets, in: *Venture Capital*, October 2004, Vol. 6, No. 4, pp. 257-282
- Filatotchev, I., Hoskisson, R. E. Buck, T. és M. Wright, (1996): Corporate restructuring in Russian privatizations - implications for US investors, in: *California Management Review*, Vol. 38, pp. 87-105
- Flash EB (2006): Flash EB No. 184 - SME Access to Finance in the New Member States, July 2006, European Commission, Flash Barometre
- Groh, A. P., Liechtenstein H. és Canela, M. A. (2008): Limited Partners' Perceptions of the Central Eastern European Venture Capital and Private Equity Market, January 1, 2008, IESE Business School Working Paper No. 727
- Hart, J. (2006): CEE change favours the wll anchored, *The Banker*, July 03, 2006
- IFSL (2007): Private Equity 2007, IFSL Research, August 2007, [www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk)
- IFSL (2008): Private Equity 2008, IFSL Research, August 2008, [www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk)
- Iliev, I. P. (2006): Barriers to Venture Capital Investment in Innovative Small and Medium Enterprises in Central and Eastern Europe: Causes and Policy Implications, in: Piech, K. és S. Radošević (eds) *The knowledge-based economy in central and eastern Europe. Countries and industries in a process of change*, Palgrave MacMillan, 2006, pp. 127-144
- James, J. (2007): Central and Eastern Europe - just a geographical expression?, *AltAssets*, July 18, 2007, <http://www.altassets.com>
- Johnson, S. H., McMillan J. és C. M. Woodruff (1999): Property rights, finance and entrepreneurship, SSRN working paper, No. 198409
- Karsai, Judit (2004): Can the state replace private capital investors? Public financing of venture capital in Hungary, Discussion Papers, MT-DP. 2004/9, Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, Budapest, June 2004, p.19
- Karsai Judit (2006/a): A magyarországi kockázati tőke-finanszírozás másfél évtizede (1989-2004). in: Makra, Zs. (szerk.) *A kockázati tőke világa*. AULA Kiadó, Budapest, 2006, pp. 33-52.
- Karsai Judit (2006/b): Kockázati tőke európai szemmel. A kockázati- és magántőkeipar másfél évtizedes fejlődése Magyarországon és Kelet-Közép-Európában. *Közgazdasági Szemle*, LIII. évf., 2006. november, pp. 1023-1051
- Karsai, Judit (2006/c): The Development of the Venture Capital and Private Equity Industry in Central and Eastern Europe. *Venture Analysis*, Hungarian Venture Capital and Private Equity Association, Venture Appendix, 2006 Autumn-Winter, pp. I-III.
- Karsai Judit (2007): Az intézményes kockázati tőke-piac szerepe az innovatív cégek finanszírozásában, in: Makra, Zs. (szerk.): *A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, pp. 101-124
- Karsai, J., Wright, M., Dudzinski, Z. és J. Morovic (1998): Screening and valuing venture capital investments: evidence from Hungary, Poland and Slovakia, in: *Entrepreneurship & Regional Development*, Vol. 10, pp. 203-224
- Karsai, J., M. Wright, Z. Dudzinski, és J. Morovic (1999): Venture capital in transition economies - the cases of Hungary, Poland and Slovakia, in: Wright, M. és K. Robbie (szerk.) *Management Buy-outs and Venture Capital into the Nnext Millenium*, Cheltenham, Edward Elgar, pp. 81-114

- Karsai J. és M. Wright (1994): Accountability, governance and finance in Hungarian buy-outs, in: *Europe-Asia Studies*, Vol. 46, pp. 997
- Karsai, J., Wright, M. és I. Filatotchev (1997): Venture Capital in Transition Economies: The Case of Hungary, in: *Entrepreneurship, Theory and Practice*, Vol. 21, No. 4, pp. 93-110
- Klonowski, D. (2005): The Evolution of the Venture Capital Industry in Transition Economies: The Case of Poland, in: *Post-Communist Economies*, Vol. 17, No. 3, september 2005
- Klonowski, D. (2006): Venture capital as a method of financing enterprise development in Central and Eastern Europe, in: *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 1, No. 2, pp. 165-175
- Köhler, P. (2007): Private Equity Overview and Exit Opportunities in Emerging Europe, Raiffeisen Investment AG, Vienna, Conference Buyouts in Emerging Europe, 18th September, 2007
- Lainey, D. (2008): Life in the fast lane. Private equity is key to pushing through boundaries in Central and Eastern Europe, *Private Equity Europe*, May 2008, Issue 96, p. 14-15
- Lerner, J. (2008): Emerging markets boom will 'be with us for quite some time', *PrivateEquityOnline*, March 27, 2008 ([www.peimedia.com](http://www.peimedia.com))
- Lerner, J., Sorensen M. és P. Strömberg (2008): Private Equity and Long-Run Investment: The Case for Innovation. The Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 1: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, World Economic Forum, January 2008.
- Napi Gazdaság (2008/a): Kelet-Közép-Európa a kockázati tőke célpontjában, *Napi Gazdaság*, 2008. július 8. p. 10
- Napi Gazdaság (2008/b): Már Varsó a régióink legnagyobb részvénytőzsdéje. *Napi Gazdaság*, 2008. augusztus 14. p. 13.
- Lewis, T. (2008): Eastern promise, Central and Eastern Europe I, *Private Equity International*, June, 2008, pp. 79-81
- Private Equity Annual Review (2004): Eastern lift-off, *Private Equity Annual Review*, 2004, p. 118-120
- Private Equity Europe (2007): Central and Eastern Europe (CEE), *Private Equity Europe*, October 2007, <http://www.privateequityeurope.com>
- Private Equity Intelligence (2006): Eastern Promise: an examination of private equity in Central & Eastern Europe, *Private Equity Intelligence report*, No. 24, May, 2006
- Private Equity News (2007 június 5): Competition heats up in central and eastern Europe, June 25, 2007, *Private Equity News*, <http://www.penews.com>
- Private Equity Online (2006 november 23): Consortium sets central and eastern Europe €1.2 bn record, November 23, 2006, *PrivateEquityOnline*, <http://www.privateequityonline.com>
- Romaine, K. (2008/a): If you can't beat 'em, join 'em, in: *Private Equity Europe*, May 2008, Issue 96, pp. 16-17.
- Romaine, K. (2008/b): Publicly speaking, *Unquote*, May 21, 2008
- Romaine, K. (2008/c): New Europe, new opportunities, *Unquote Central & Eastern Europe*, August/September, 2008, p. 3
- Smith, C. (2007): Competition heats up, *Private Equity News*, June 25, 2007
- Sormani, A. (2003): Central and Eastern Europe: the accession years. *European Venture Capital Journal*, July-August, pp. 63-71

- Sormani, A. (2006): Full steam ahead. *European Venture Capital Journal*, June, 2006, pp. 49-53
- Squire Sanders (2008): CEE Private Equity Report, February 2008, Squire Sanders & Dempsey LLP
- Szerb, L., Rappai, G., Makra, ZS. és Terjesen, S. (2007): Informal Investment in Transition Economies: Individual Characteristics and Clusters, *Small Business Economics*, 2007, 28: 257-271
- Thomson, A. (2008 június): Clever money, Central and Eastern Europe II, in: *Private Equity International*, June 2008, pp. 82-83
- UNCTAD (2008): World Investment Report 2008, UNCTAD, 2008 october
- Unquote (2008/a): Publicly speaking, *Unquote Central & Eastern Europe*, Issue 1, May 2008.
- Unquote (2008/b): Roll-up in Central Europe, *Unquote Central & Eastern Europe*, Issue 2, August/September 2008.
- Világgazdaság (2007): A fejlődő piaci IPO-k éve 2007, *Világgazdaság*, 2007. június 22.
- Világgazdaság (2008): Megvették a Zentivát, Folytatódik a gyógyszeripar konszolidációja térségünkben, *Világgazdaság*, 2008. szeptember 23, p. 1, 10
- Világgazdaság (2008. október 10.): Vigh György Zsolt: A kockázati tőke válságreakciói, *Világgazdaság*, 2008. október 10, p. 13
- Wright, M., Karsai, J., Dudzinski Z. és J.Morovic (1999): Transition and active investors: venture capital in Hungary, Poland and Slovakia, in: *Post-Communist Economies*, Vol. 11, pp. 27-46

## DISCUSSION PAPERS PUBLISHED SINCE 2006

### 2006

- Krisztina MOLNÁR – Sergio SANTORO: Optimal Monetary Policy When Agents Are Learning. MT-DP. 2006/1
- András SIMONOVITS: Social Security Reform in the US: Lessons from Hungary. MT-DP. 2006/2
- Iván MAJOR - Why do (or do not) banks share customer information?. A comparison of mature private credit markets and markets in transition. MT-DP. 2006/3
- Mária LACKÓ: Tax Rates with Corruption: Labour-market Effects. Empirical Cross-country Comparisons on OECD Countries. MT-DP. 2006/4
- György MOLNÁR – Zsuzsa KAPITÁNY: Mobility, Uncertainty and Subjective Well-being in Hungary. MT-DP. 2006/5
- Rozália PÁL - Roman KOZHAN: Firms' investment under financing constraints. A euro area investigation. MT-DP. 2006/6
- Anna IARA: Skill diffusion by temporary migration? Returns to Western European working experience in the EU accession countries. MT-DP. 2006/7
- György MOLNÁR - Zsuzsa KAPITÁNY: Uncertainty and the Demand for Redistribution. MT-DP. 2006/8
- Péter BENCZÚR - István KÓNYA: Nominal growth of a small open economy. MT-DP. 2006/9
- Gábor VIRÁG: Outside offers and bidding costs. MT-DP. 2006/10
- Péter CSÓKA - P. Jean-Jacques HERINGS - László Á. KÓCZY: Coherent Measures of Risk from a General Equilibrium Perspective. MT-DP. 2006/11
- Norbert MAIER: Common Agency with Moral Hazard and Asymmetrically Informed Principals. MT-DP.2006/12
- CSERES-GERGELY Zsombor – CSORBA Gergely: Műkincs vagy működő tőke? Gondolatok a kutatási célú adatok hozzáférhetőségéről. MT-DP.2006/13
- Dr. SERES Antal: Koncentráció a hazai kereskedelemben. MT-DP.2006/14
- Balázs ÉGERT: Central Bank Interventions, Communication and Interest Rate Policy in Emerging European Economies. MT-DP.2006/15
- Gábor BÉKÉS - Jörn KLEINERT - Farid TOUBAL: Spillovers from Multinationals to Heterogeneous Domestic Firms: Evidence from Hungary. MT-DP.2006/16

### 2007

- Mirco TONIN: Minimum Wage and Tax Evasion: Theory and Evidence. MT-DP.2007/1
- Mihály LAKI: Evolution on the market of foreign language teaching services in Hungary. MT-DP.2007/2
- VINCZE Péter: Vállalatok tulajdonosi irányításának változatai. MT-DP.2007/3
- Péter CSÓKA - P. Jean-Jacques HERINGS - László Á. KÓCZY: Stable Allocations of Risk. MT-DP. 2007/4
- Judit TEMESVÁRY: Signal Extraction and Hyperinflations with a Responsive Monetary Policy. MT-DP. 2007/5
- Péter KARÁDY - Ádám REIFF: Menu Costs and Inflation Assymetries. Some Micro Data Evidence. MT-DP. 2007/6
- Mária LACKÓ: Interrelationships of the Hidden Economy and Some Visible Segments of the Labour Market. MT-DP. 2007/7
- HERMANN Zoltán: Iskolai kiadási egyenlőtlenségek, 1992-2005. MT-DP.2007/8

2008

- CSERES-GERGELY Zsombor - MOLNÁR György: Háztartási fogyasztói magatartás és jólét Magyarországon. Kísérlet egy modell adaptációjára. MT-DP.2008/1
- JUHÁSZ Anikó – KÜRTI Andrea – SERES Antal – STAUDER Márta: A kereskedelem koncentrációjának hatása a kisárutermelésre és a zöldség-gyümölcs kisárutermelők alkalmazkodása. Helyzetelemzés. MT-DP. 2008/2
- Ákos VALENTINYI – Berthold HERRENDORF: Measuring Factor Income Shares at the Sectoral Level. MT-DP.2008/3
- Pál VALENTINYI: Energy services at local and national level in the transition period in Hungary. MT-DP.2008/4
- András SIMONOVITS: Underreported Earnings and Old-Age Pension: An Elementary Model. MT-DP.2008/5
- Max GILLMAN – Michal KEJAK: Tax Evasion and Growth: a Banking Approach. MT-DP.2008/6
- LACKÓ Mária – SEMJÉN András: Rejtett gazdaság, rejtett foglalkoztatás és a csökkentésükre irányuló kormányzati politikák - irodalmi áttekintés. MT-DP. 2008/7
- LACKÓ Mária: Az adóráták és a korrupció hatása az adóbevételekre - nemzetközi összehasonlítás (OECD országok, 2000-2004). MT-DP. 2008/8
- SEMJÉN András – TÓTH István János – FAZEKAS Mihály: Az EVA tapasztalatai vállalkozói interjúk alapján. MT-DP. 2008/9
- SEMJÉN András – TÓTH István János – FAZEKAS Mihály: Az alkalmi munkavállalói könyves foglalkoztatás munkaadói és munkavállalói interjúk tükrében. MT-DP. 2008/10
- SEMJÉN András – TÓTH István János – MAKÓ Ágnes: Az alkalmi munkavállalói könyves foglalkoztatás és a rejtett gazdaság kapcsolata (Elemzés az AM könyves munkavállalók kérdőíves megkérdezése alapján). MT-DP. 2008/11
- FAZEKAS Mihály: A rejtett gazdaságból való kilépés dilemmái
- Esettanulmány - budapesti futárszolgálatok, 2006-2008. MT-DP. 2008/12
- TÓTH István János – SEMJÉN András – MEDGYESI Márton – CZIBIK Ágnes: Egy rejtett gazdasággal kapcsolatos lakossági felmérés tapasztalatai. MT-DP. 2008/13
- BÍRÓ Anikó - VINCZE János: A gazdaság fehéritése: büntetés és ösztönzés. Költségek és hasznok egy modellszámítás tükrében. MT-DP. 2008/14
- Imre FERTŐ - Károly Attila SOÓS: Marginal Intra-Industry Trade and Adjustment Costs - A Hungarian-Polish Comparison. MT-DP. 2008/15
- Imre FERTŐ - Károly Attila SOÓS: Duration of trade of former communist countries at the EU. MT-DP. 2008/16
- FERTŐ Imre: A magyar agrárexport kereskedelmi előnyei és versenyképessége az EU piacán. MT-DP. 2008/17
- Zsolt BEDŐ - Éva OZSVALD: Codes of Good Governance in Hungary. MT-DP. 2008/18
- DARVAS Zsolt - SZAPÁRY György: Az euróövezet bővítése és euróbevezetési stratégiák. MT-DP. 2008/19
- László Á. KÓCZY: Strategic Power Indices: Quarrelling in Coalitions. MT-DP. 2008/20
- Sarolta LACZÓ: Riskiness, Risk Aversion, and Risk Sharing: Cooperation in a Dynamic Insurance Game. MT-DP. 2008/21
- Zsolt DARVAS: Leveraged Carry Trade Portfolios. MT-DP. 2008/22