

Karsai Judit

A kapitalizmus új királyai

Kockázati tőke Magyarországon
és a közép-kelet-európai régióban

Közgazdasági Szemle Alapítvány
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet
Budapest, 2012

A kötet megjelenését az Országos Kutatási Alapprogramok (OTKA)
és a Magyar Vállalatgazdasági Kutatásokért Alapítvány támogatta.

Lektorálta
Vince Péter

Tartalom

Bevezetés	7
1. A kockázati tőke-ágazat működési módja	11
A kockázati tőke modellje	11
A kockázati tőke jelentősége	19
A kockázati tőke kilépése a befektetésekből	26
A kilépések hozama	34
Az ágazat fejlődési ciklusai	48
Következtetések	55
2. Intézményesült kockáztatás – I.	
A kockázati tőke-alapok finanszírozása	59
A kockázati tőke-alapokat finanszírozó intézményi befektetők	59
A kockázati tőke helye az intézményi befektetők portfóliójában	63
A kockázati tőke-piac forrásai	68
Az intézményi befektetők szerepe a kockázati tőke-piac forrásaiban	73
Következtetések	79
3. Intézményesült kockáztatás – II.	
A kockázati tőke-befektetések finanszírozása	81
A finanszírozás módja	82
A finanszírozás külső forrásai	83
A finanszírozás szerkezete	87
Következtetések	95
4. Az állam szerepvállalása a kockázati tőke-piacon	97
Az állami beavatkozás eszközrendszere	98
Az állami részvételű tőkealapok ösztönzése	101

Az állami beavatkozás értékelése	106
Következtetések	117
5. A kockázati tőke gazdasági hatása	119
A kockázati tőke hatása az innovációra	119
A kockázati tőke-befektetéseket ért bírálatok	124
A befektetések hatása a portfóliócégekre	128
Következtetések	138
6. A kockázati tőke Közép-Kelet-Európában	141
A régió kockázati tőke-ágazatának fejlődése	141
A régió kockázati tőke-ágazatának sajátosságai	149
A régióban befektethető tőke	151
A régióban befektetett tőke	159
A kockázati tőke a régió vállalataiban	169
A régióbeli ügyletek finanszírozása	175
A kockázati tőke kivonása a régió vállalataiból	181
Következtetések	192
7. Kockázati tőke Magyarországon	195
A kockázati tőke jelentősége Magyarországon	197
A magyarországi befektetésekre rendelkezésre álló tőke	201
A magyarországi cégekbe fektetett tőke	207
A magyarországi cégekből kivont tőke	221
Következtetések	225
Hivatkozások	229

Bevezetés

A kapitalizmus új királyai – kissé szenzációhajhász s nem is eredeti cím. Az *Economist*¹ gazdasági hetilap még 2004-ben adta ezt a címet a kockázatitőke-ágazat fejlődéséről közölt terjedelmes elemzésének. Az elnevezéssel a lap az akkor már milliárddolláros kockázatitőke-alapokat kezelők egész vállalatbirodalmak felett szerzett rendkívül jelentős gazdasági befolyására és mesés jövedelmére célzott. E királyságok azóta is fennmaradtak, bár fényük – a profiljukba tartozó cégek egy részének problémái, az ágazatba áramló tőke és a hitelfelvételi lehetőségek korlátozottsága miatt – kissé halványabb lett.

Noha a kockázati tőkéről az elmúlt években több könyv és számos cikk is megjelent magyarul, a kockázati tőke magyarországi működését változatlanul meglehetősen *homály* fedi. Ezt csak részben magyarázza, hogy a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások természetükből adódóan maradnak távol a nyilvánosságot jelentő tőzsdétől. A tisztánlátás, a nagy publicitás ugyanis az ágazat szereplőinek sem feltétlenül érdeke, mivel a kockázati tőke hozama, azaz a vállalatokban átmeneti időre szerzett részesedések vételi és eladási árfolyamának különbsége nagyrészt a befektetők féltve őrzött *know-how*-jától függ.

Üzleti sajtóból vagy szaklapokból megismerni az intézményi befektetők és a vállalkozások közötti pénzügyi közvetítést végző kockázatitőke-ágazatot, már csak a befektetett tőke és a befektetők sokféle elnevezése miatt is nehéz. A kockázati tőkének számos rokon értelmű kifejezése létezik. Csak néhány elnevezést említve példaként: vállalkozói tőke, fejlesztő tőke, magántőke, kivásárlási tőke – ráadásul mindegyik elnevezésnek van egy „civil” jelentése is. Ugyanez a helyzet a befektetőkkel, akik magukról ritkán jelentik ki, hogy ők „kockázatitőke-befektetők”. Így a napihírekben sem ekként, hanem befektetési alapként, magántőkealapként, befektetőtársaságként vagy egyszerűen csak sima részvénytársaságként szerepelnek.

¹ A cikk címe *The new kings of capitalism* volt (*Economist*, 2004. október 27. 3–16. o.). A lap három évvel később a kockázatitőke-befektetőket 2007-ben ért nyilvános kritikák megalapozottságát vizsgáló *The uneasy crown* című cikkének címében is visszautalt e korábbi titulusra (*Economist*, 2007. február 10. 73–75. o.)

További keveredést okoz, hogy a befektető elnevezés hol a kockázatitőke-alapok kezelőit, hol pedig magukat az alapokat jelenti. Végül, hogy a fogalmi zűrzavar teljes legyen, a kockázati tőke elnevezés a mások megtakarításait befektető s ilyen értelemben intézményesült kockázatitőke-befektetők mellett a saját vagyoniuk egy részét rendszeresen más vállalatokba befektető magán-személyek, az *üzleti angyalok* befektetéseit is jelöli. A kockázatitőke-piac ezen nem intézményesült, informális szeptével – mivel erről még az intézményes befektetőkhez képest is sokkal kevesebb információ áll rendelkezésre – a könyv nem foglalkozik.

A kötet a kockázatitőke-ágazat két szegmensét – a klasszikus kockázatitőke-befektetéseket és a kivásárlásokat – működési módjuk egyezőségei alapján *együtt* tárgyalja. Célja az egész kockázatitőke-ágazat jobb megismertetése, jelentőségének és hatásának reális bemutatása. A könyv megírásának időpontja sajátos módon lehetővé tette azt is, hogy fellendülés és válság idején is tanulmányozni lehessen az ágazat viselkedését.

A nagyközönség az ágazat működését az üzleti sajtó híradásai alapján főként a befektetéseken keresztül érzékeli. E könyv azonban nem erre, hanem az ágazat mozgatórugóink vizsgálatára helyezi a hangsúlyt: a befektetéseket végző alapok tőkeellátását, valamint befektetési és tőke kivonási gyakorlatát s ezek ciklikusságát elemzi. A tőzsdéi ügyletek hivatalos statisztikáihoz hasonló adatok hiányában az olvasó a kockázatitőke-ágazat működését a nemzetközi szakirodalom, a nemzetközi tanácsadó cégek és részben a szerző által gyűjtött adatok segítségével ismerheti meg.

A könyv elméleti összefüggések tárgyalásával indul, s innen halad a nemzetközi folyamatok elemzésén át a magyarországi gyakorlat felé. Nem kívánja egy újabb tőkebefektetési kalauzként növelni azon magyar és angol nyelvű könyvek számát, amelyek a befektetők és a tőkét kereső vállalkozások közötti együttműködést technikai oldalról segítik. Ehelyett a magyarországi kockázatitőke-ágazatot a tőkepiac húsz év alatt kiépült olyan szeleteként igyekszik bemutatni, amelynek tevékenysége kezdettől fogva beágyazódott a nemzetközi trendekbe, s amelyet igen kevés nemzeti sajátosság jellemez. Ennek érdekében a könyv a kockázati tőke működési módjának általános bemutatása mellett főként azokat a kérdéseit tárgyalja, amelyek az ágazat magyarországi fejlődését alapvetően meghatározzák. Így kiemelt figyelmet szentel a hazai kockázatitőke-alapokhoz érkező tőke forrásainak, a befektetések pénzügyi konstrukcióinak, a befektetésekből történő kilépések módozatainak, valamint a befektetések révén nyert hozamoknak az ágazat tőkeellátására gyakorolt hatásának. A tapasztalatok szerint ugyanis az, hogy milyen intézményi befektetőktől érkezik tőke a kockázatitőke-alapokhoz, maga is befolyásolja az alapokban összegyűjtött tőke felhasználását, kihat az alapok portfóliójának összetételére, azaz a finanszírozásra kiválasztott cégek életkorára és szakága-

zatára, sőt még az alapok ellenőrzésére is. Mindez végső soron az alapok által elért hozamokban is tükröződik.

A könyv a magyarországi kockázatitőke-piac nemzetközi beágyazódását először a közép-kelet-európai régióban tapasztalt trendek részeként vizsgálja. Bemutatja azokat a sajátosságokat, amelyek a fejlett tőkepiacokhoz képest számottevő késéssel és fejletlenebb pénzügyi kultúrával induló régióban az ágazatot jellemzik. Számba veszi azokat a tényezőket, amelyek a globális tőkepiaci folyamatok érvényesülését mozgatják a kockázatitőke-piacon, külön kitér a felzárkózó közép-kelet-európai régióbeli hatásukra.

A kötet szerzője elsősorban azt igyekszik nyomon követni, hogy a kockázati tőke áramlásába csak évtizedes késéssel bekapcsolódó térségben mennyire volt összeegyeztethető a piacgazdaság kiépülésének folyamata egy minden ízében „kapitalista” tőkeközvetítő ágazat kifejlődésével, mely ütközőpontokat látott e fejlődést, s ez miként hatott a régióbeli működés hatékonyságára, esetleg származott-e előny a „későn jövők” speciális helyzetéből.

A kockázatitőke-befektetések sikerességének, így az ágazat működésének az érintett cégekre s közvetve a gazdaság egészére gyakorolt hatásáról a könyv csak másodlagos források alapján nyújt – meglehetősen ellentmondásos – képet. E téren a mások által, zömében az Egyesült Államokban s elsősorban tőzsdei cégek körében készített elemzések módszertanának és mintavételének különbözőségeiből adódó eltérésekre is rámutat a szerző. A kockázatitőke-piacon a befektetésekre vonatkozó információkat rendszerint üzleti titkokként kezelik, amelyeket az alapok a kutatókkal sem osztanak meg szívesen, s ez alól a hazai piacon aktív alapok kezelői sem jelentenek kivételt. A befektetőktől származó információk hiányában a könyv a sajtóban megjelent hírek alapján, számos régióbeli vállalat konkrét példáján keresztül, ezen belül magyar befektetésekkel illusztrálva igyekszik megvilágítani a régióban folytatott befektetési stratégia konkrét cégekre gyakorolt hatását.

Különösen nem érthető az, hogy miért készült csak ilyen kevés elemzés az állam szerepvállalásáról. A régió országaiban számos kockázatitőke-befektetés zajlik kizárólag állami szereplőkkel, ami pedig indokolná a költségvetési források elköltésének ellenőrzését hatékonyság és eredményesség szempontjából. Az állam részvételének eszközeit és nemzetközi gyakorlatát tárgyaló fejezetből azonban látható, hogy a tranzíciós országokban – köztük Magyarországon is – a hatásvizsgálatok csak formálisak, vagy teljességgel hiányoznak. Annyi azonban határozottan megállapítható, hogy a magyar piacon az állam szerepvállalásának nagysága és intézményi megoldásai a nemzetközi trendektől esetenként eltérő irányú.

A magyarországi kockázatitőke-ágazat adatokkal alátámasztott részletes elemzését egy, a régióban is egyedülálló módon rendelkezésre álló, húsz évre vonatkozó adatbázis teszi lehetővé. A szerző a kétezres évek elejétől aktívan

bekapcsolódott a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület munkájába, s hatékony segítséget nyújtott a magyarországi kockázatitőke-befektetések adatbázisának nemzetközi standardokhoz igazodó felépítéséhez és adatokkal való feltöltéséhez. E munkája „gyümölcsét” szüreteli le, amikor ezen adatbázis felhasználásával összegezi a magyar kockázatitőke-ágazat húszéves fejlődésének állomásait és elért eredményeit. E felmérés a magyarországi kockázatitőke-befektetésekről az üzleti sajtóban 1989 és 2010 között nyilvánosságra hozott ügyletek, valamint a kockázatitőke-befektetőket tömörítő Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület által regisztrált befektetési tranzakciók egyedi adatait együttesen tartalmazza. A rendszerváltás óta eltelt több mint húsz év során a magyarországi székhelyű cégek mintegy 800-900 tranzakció keretében ötmilliárd dollár kockázati tőkéhez jutottak. A könyv tulajdonképpen arra igyekszik választ adni, hogy e nem kis összeget kik, mikor, hogyan, hová és milyen eredményesen fektették be.

A könyv tárgyalásmódja magán viseli szerzője foglalkozásának nyomait. Így egyrészt a tudományos kutatói pályából eredő azon törekvést, ami elengedhetetlennek tartja az egyes állítások szakirodalmi hivatkozásokkal történő alátámasztását. Másrészt a kockázatitőke-befektetőket tömörítő egyesületben a statisztikai adatokért viselt felelősség nyomán a statisztikai adatok minél teljesebb körének bemutatását. A fő cél azonban mindezek segítségével a kockázati tőke elméleti és gyakorlati működési mechanizmusának bemutatása.