

Elemzés a hazai kockázati tőkealap-kezelők és alapok működéséről

A 2009-ben meghirdetett első JEREMIE¹ programnak köszönhetően a hazai private equity (PE) iparág – pontosabban annak korai stádiumú befektetésekkel foglalkozó, venture capital (VC) szegmense – új lehetőséget kapott. A program révén 2009 és 2010 évek folyamán több kockázati tőkealap-kezelő és kockázati tőkealap jött létre, amelyek a korai fázisú befektetések tekintetében hiánypótló szerepet töltenek be. A korai stádiumú befektetések jelentősége a hazai piacon a 2000-es években elenyésző volt és döntő részben a JEREMIE alapoktól érkező források teremtették meg annak a lehetőségét, hogy a korai életciklusú, innovatív, kisméretű vállalkozások tőkéhez jussanak.

Az elmúlt évek során a JEREMIE alapok befektetési aktivitása fokozódott, illetve időközben a szegmens is tovább bővült, mivel a 2012-ben meghirdetett második JEREMIE program keretében 2013-ban és 2014-ben újabb kockázati tőkealap-kezelők és kockázati tőkealapok jöttek létre. Jelen elemzés elsődleges célja, hogy a PE iparágban általános jelleggel alkalmazott jellemzők segítségével bemutassa a hazai szektor 2010. január 1. és 2014. június 30. közötti befektetési aktivitását. Az elemzés nem foglalkozik corporate governance – azaz vállalatirányítási – kérdésekkel, vállalatértékelési módszertannal, továbbá a PE standardoknak megfelelően nem közöl a portfóliótársaságok szintjére vonatkozó adatokat.

Az elemzéshez felhasznált adatok alapvetően két forrásból származtak. Az elemzés tervezett tartalmához hozzáigazított rendkívüli adatszolgáltatás minden, az Magyar Nemzeti Bank (MNB) felügyelete alatt álló kockázati tőkealap-kezelő részére megküldésre került, amely a befektetési aktivitást leíró jellemzők tekintetében az EVCA (European Venture Capital and Private Equity Association) által használt terminológiát követte. Emellett a szektor néhány szereplőjével személyes interjúkat is készültek. A rendkívüli adatszolgáltatásban érintett alapkezelők közül kettő nem küldött adatokat, további két intézmény pedig az egyedi tranzakciók tekintetében nem közölt információkat. Indokolt azt is hangsúlyozni, hogy az MNB által felügyelt alapkezelők csak egy részét képezik a hazai PE iparágnak; egyrészt a külföldi székhellyel rendelkező, ugyanakkor magyarországi – jellemzően buyout, azaz kivásárlási – investíciókat is megvalósító, és adott esetben hazai irodát is működtető PE cégek esetében az MNB-nek nem volt lehetősége adatokat bekérni, másrészt a piacon több olyan hazai magánszemély (business angel) és vállalkozás is van, akik VC vagy buyout jellegű befektetéseket is végrehajtanak, ugyanakkor az ilyen típusú tevékenységüket nem szabályozott keretek között végzik. A felsorolt faktorok jelentik az elemzés korlátjait, amelyek miatt az elemzés a befektetési aktivitás tekintetében szinte kizárólag a VC jellegű investíciókra, illetve ezen belül döntő részben a JEREMIE alapok tevékenységére korlátozódik.

Az elemzés a piaci szereplőktől kapott információk alapján mutatja be röviden a hazai PE iparág elmúlt 10 évének fontosabb momentumait. Az érettebb fázisú buyout szegmens – amely jellemzően a regionális alapok terepének számít – jelenleg nem tekinthető működő iparágnak Magyarországon, amelynek fő oka a megfelelő mérettel rendelkező hazai cégek hiánya, valamint a hazai vállalati kultúra éretlensége. A JEREMIE programok elindulását megelőzően a VC szegmenst szintén a nagy intézményi befektetői háttérrel (jellemzően EBRD, EIF) rendelkező regionális alapok dominálták, azonban aktivitásuk az elmúlt évtized közepére jelentősen lecsökkent. A JEREMIE alapok megjelenése ebben érezhető – és egyúttal szükséges – változást hozott (azaz a JEREMIE típusú struktúrákra piaci szempontból szükség van), viszont erősen kétséges az, hogy a programok hiányában a magánbefektetők önállóan növelték volna-e a tőkekínálatot. Ennek következtében ezen VC szegmens sokkal inkább tekinthető egy döntő részben EU-s források által indukált és ennek révén bizonyos tekintetben mesterséges módon létrehozott részpiacnak.

¹ Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises

Az elemzés központi részét a harmadik fejezet képezi, amely a forrásgyűjtés (fundraising), a befektetések és az exitek vonatkozásában – az EVCA által alkalmazott terminológiának megfelelően – próbálja szemléltetni a vizsgált mintában szereplő alapok befektetési aktivitását, de az alapok díjstruktúráját is ebben a fejezetben érintjük. A vizsgált időszak alatti forrásgyűjtéssel kapcsolatban az alábbi főbb összegző megállapítások tehetők:

- az időszak alatti összes befektetői hozzájárulás (commitment) 71,71%-a a JEREMIE alapokhoz kötődik,
- az időszak alatti hozzájárulások tekintetében feltűnő a PE szempontjából tradicionálisnak tekinthető intézményi befektetők – főként nyugdíjalapok, biztosítói portfóliók – nagyon alacsony hányada, illetve teljes hiánya. A kínálati oldalon a banki források jelen vannak, azonban ezen banki források többsége állami háttérű bankoktól származik,
- a befektetői hozzájárulások arányait tekintve a magánbefektetők ugyan a harmadik legnagyobb forrást biztosították az alapok számára az időszak alatt, amely források megjelenése alapvetően a JEREMIE alapok elindulásával esik egybe.
- a finanszírozás funkcióját tekintve az időszak alatt létrehozott és elindult alapok csak nagyon kevés hányada fókuszál a magvető, ('seed') szakaszban lévő vállalatok finanszírozására.

A vizsgált periódus alatti befektetések kapcsán az alábbiakat indokolt hangsúlyozni:

- a vizsgált mintában szereplő alapok összesen 216 ügyletet valósítottak meg, míg a befektetések – ide értve a follow-on típusú befektetéseket is – összértéke 57,99 milliárd Ft volt. A befektetések finanszírozási funkció szerinti tagolása tekintetében mind a befektetések száma, mind a befektetések volumene alapján a start-up cégekbe történő kihelyezések voltak a meghatározóak: az ügyletek száma alapján számolt részarányuk meghaladta a 62%-ot, míg a befektetési volumen szerinti arány közel 70%-os értéket eredményezett.
- a befektetések start-up szakaszú irányultsága a JEREMIE alapok pályázati kiírásában² szereplő feltételeknek köszönhető, ugyanis magasabb pontszámot kapott az a pályázó, aki vállalta, hogy a tőke nagyobb hányadát korai szakaszú és/vagy innovatív befektetésekre fordítja. A befektetési aktivitást illusztráló számok azt mutatják, hogy – ebből a szempontból – a program elérte célját.
- a vizsgált időszak alatti kihelyezések mind gyakoriságukat, mind befektetési volumenüket tekintve igen erőteljesen néhány szakágazatban koncentráálódtak. Az élettudományokkal (pl.: biotechnológia, orvostudomány, gyógyszerkutatás) kapcsolatos, az IT-jellegű és más elektronikai fogyasztási cikket előállító valamint az egyéb fogyasztói szolgáltatásokat nyújtó szakágazatokban került sor;
- az alkalmazott finanszírozási formák teljes mértékben visszatükrözik a VC típusú finanszírozás főbb jellemzőit: a tranzakciók döntő többségében equity finanszírozás érvényesül, amelyhez képest elhanyagolható mind a tagi kölcsönök, mind a valamilyen konverziós jogot tartalmazó instrumentumok használata.

A vizsgált időszakban összesen 50 esetben került sor befektetés lezárására (exitre), melyek mintegy 20%-a köthető JEREMIE alapokhoz köszönhetően annak is, hogy ezen alapok esetében még a befektetési időszak sem zárult le. Az exitek darabszáma alapján a kiszállások közel kétharmada (62%-a) úgynevezett 'trade sale' által valósult meg, azaz a részesedések értékesítése az adott portfóliótársasággal ugyanazon iparágban

² <http://www.mvzrt.hu/palyazati-felhivasok>

működő harmadik fél számára történt. Az egyéb típusú exitek aránya 24%, a write-offok aránya pedig 10% volt, a vizsgált időszak alatti tőzsdei bevezetéssel egybekötött IPO pedig egyetlen tranzakcióhoz kapcsolódott.

A vizsgált mintában szereplő alapok alapkezelési díjai mind az átlag, mind a medián tekintetében kis mértékben meghaladják a PE iparág nemzetközileg tipikusnak mondható értékét (2%), ugyanakkor a sikerdíjak mediánja megegyezik a nemzetközileg jellemző értékkel (20%). A vizsgált minta alapjainak közel 40%-a esetében nem találunk hurdle rate-et³; azon alapok esetében, ahol van hurdle rate és annak értéke konkrét szám, az elvárt hozamok átlagának 8,55%-os értéke szintén megfelel a nemzetközileg tipikusnak mondható 8-9%-nak. A díjstruktúrát illetően elmondható még, hogy a hazai alapok clawback provision-t (a korábban felszámított sikerdíjból történő visszatérítés) egyáltalán nem érvényesítenek, placement fee (alapszervezési költség) pedig mindössze egyetlen vizsgált alapnál merült fel.

Gyakorlati szempontból a piaci szereplők a korábbi a JEREMIE programokkal kapcsolatban a következő főbb megállapításokat tették:

- pozitív és hiánypótló lehetőséget biztosítottak a VC iparág hazai megteremtésére;
- az első program rögtön a start-up és later stage stádiumú befektetések finanszírozását célozta, amelyből kimaradt az életciklus legelső szakasza (pre-seed, seed);
- a PE befektetések szempontjából Magyarországot nem célszerű régiókra bontani;
- a befektetési periódus korlátozása nem tekinthető piackonformnak;
- a pályázati feltételek alapján az alapok nem vásárolhatnak részesedést, hanem kizárólag tőkét emelhetnek és tagi kölcsönt nyújthatnak;
- a programok keretében egyelőre nem születtek valódi kockázati tőkebefektetők (eddig mindössze egy olyan co-investment⁴ struktúra jött létre, amely segíti a befektetői piacra történő első belépést).

A befektetési aktivitást szemléltető adatok egyértelműen visszaigazolják azt, hogy a pre-seed és seed szegmensekben szükséges lenne további állami szerepvállalásra – minél korábbi szakaszú finanszírozásról van szó, annál jelentősebb állami szerepvállalás lehet indokolt –, mivel egyrészt az ilyen nagyon korai fázisú befektetések elsődlegesen nem a magánbefektetői szándékoknak szólnak (túl magas és egyúttal nagyon nehezen értelmezhető a kockázat), másrészt a vizsgált minta befektetési aktivitása tekintetében is igazolható a kihelyezések nagyon alacsony volumene. A kormányzati források mellett fontos, hogy bizonyos mértékű magánforrások is bevonásra kerüljenek és a döntések piaci alapon szülessenek meg. A kormányzati szerepvállalások az egyetemi spin-off vállalkozások esetében is fontos szerepet töltenek be, amely a hazai piacon is hiánypótló lenne.

A JEREMIE alapok jövőbeni alakulását nagyon nehéz előre látni. Az alapok befektetési teljesítményét még túl korai lenne megítélni, hiszen még a befektetési periódus sem zárult le. Azonban elmondható, hogy a piacnak szüksége van a JEREMIE típusú megoldásokra. A befektetési aktivitást szemléltető adatok alapján pedig a nagyon korai fázisú befektetéseknél akár még nagyobb állami szerepvállalásra is indokolt lehet. A támogatási programok uniós szabályozási feltételeinek kedvező változásai pedig a piac további fejlődését elő.

³ A hurdle rate a befektetők által előzetesen elvárt hozam, amelyet az alapkezelőnek el kell érnie, vagy felül kell teljesítenie ahhoz, hogy sikerdíj felszámítására legyen jogosult.

⁴ A co-investment struktúra keretében a kockázati tőkebefektető nem kockázati tőkealap-jegy lejegyzésével közvetve, hanem közvetlenül – az alap mellett – finanszíroz céltársaságokat.

Tartalomjegyzék

1.	<i>Bevezetés és módszertan.....</i>	5
2.	<i>A hazai PE iparág elmúlt 10 évének rövid áttekintése</i>	8
3.	<i>A hazai PE piac aktivitásának bemutatása a vizsgált minta tekintetében</i>	12
3.1.	<i>Forrásgyűjtés.....</i>	12
3.2.	<i>Befektetések.....</i>	19
3.3.	<i>Exitek.....</i>	41
3.4.	<i>Díjstruktúra</i>	43
4.	<i>A hazai piac működését befolyásoló egyéb tényezők</i>	46
4.1.	<i>AIFM Direktíva.....</i>	46
4.2.	<i>A JEREMIE programok gyakorlati korlátjai és egyéb piaci hatásai.....</i>	48
4.3.	<i>Az állami szerepvállalás szükségessége</i>	50
4.4.	<i>Crowdfunding</i>	55
4.5.	<i>Jövőbeni kitekintés</i>	56

1. BEVEZETÉS ÉS MÓDSZERTAN

Idén immár hét éve annak, hogy az Európai Bizottság – felismerve a mikro-, kis- és középvállalkozásoknak a gazdaságban és társadalomban betöltött fontos szerepét, valamint azok finanszírozási forrásokhoz való hozzájutásának korlátait – 2007-től JEREMIE címmel programot indított a kis- és középvállalkozások (KKV) pénzügyi forráshoz való jobb hozzáféréseinek megteremtése érdekében. A JEREMIE az Európai Bizottság által az Európai Beruházási Alappal közösen létrehozott kezdeményezés, amely olyan pénzügyi eszközök felhasználását ösztönzi, amelyek strukturális alapok tevékenységein keresztül javítják a KKV-k finanszírozási forrásokhoz való hozzáférését. A magas kockázatok miatt a tradicionális banki finanszírozási körből kiszoruló vállalkozások finanszírozáshoz jutásának segítése a létrejövő fejlesztések eredményeként egyúttal hozzájárulhat a foglalkoztatás, a beruházások és ezáltal a gazdaság versenyképességének növekedéséhez.

Hazánkban a JEREMIE programok keretében a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (MV Zrt.) közvetíti a forrásokat a kockázati tőkealapok részére; a források közvetítésében az MV Zrt. közvetlen partnerei a kockázati tőkealap-kezelő társaságok, azaz a források az alapkezelők közreműködésével jutnak el a vállalkozásokhoz. A befektetések végrehajtása mellett az alapkezelők feladata, hogy az MV Zrt. által közvetített források mellé bizonyos mértékben (általában minimum 30%-ban) magánforrásokat vonjanak be. A programok keretében létrejött kockázati tőkealapok az elmúlt években folyamatosan keresték – és valósították meg – az investíciókat; emellett a 2009 júliusában meghirdetett Új Magyarország Kockázati Tőke Program keretében elindult alapok mára elérték befektetési időszakuk utolsó fázisát (az alapok befektetési periódusát 2015. december 31-ig meghosszabbították). Ezen megnövekedett befektetési aktivitáshoz társul a private equity (PE) befektetések⁵ egyik – az elnevezésből következő – fő tulajdonsága, nevezetesen a nyilvánosság számára elérhető adatok korlátozott mivolta, vagy szélsőséges esetben azok teljes hiánya. A hazai PE szektort érintő adatok tekintetében elmondható, hogy egyrészt a HVCA (Hungarian Venture Capital and Private Equity Association) rendszeresen – évente és negyedévente – közöl statisztikákat, illetve jelentet meg a szektort érintő témákban publikációkat, másrészt az EVCA által – szintén jellemzően éves vagy negyedéves rendszerességgel – publikált különböző statisztikai elemzésekben is szerepelnek a hazai szektort érintő adatok.

Az elmúlt években elsősorban a JEREMIE programok következtében megélénkült kockázati tőkebefektetések, valamint az iparág sajátos, egyfajta „rejtőzködő” jellege miatt indokolt volt, hogy egy átfogó elemzés készüljön a hazai PE szegmenst illetően. Az elemzés elsődleges célja, hogy az említett szervezetek által publikált adatoknál és statisztikáknál némileg mélyebben, részletesebben és egyúttal átfogóbb módon próbálja meg bemutatni a hazai piacot, amely mellett prioritásként fogalmazódott meg azon kérdéskörök szemléltetése, amelyeket a statisztikák és a publikációk rendszerint nem érintenek, ugyanakkor a hazai iparág hatékony működése szempontjából releváns tényezőknek tekinthetők.

A fenti célok megvalósítása érdekében az elemzés alapvetően a tervezett tartalomhoz igazított, és ennek alapján elkészített rendkívüli adatszolgáltatás adataira épül, de emellett szervesen támaszkodik a hazai szektor néhány elismert szakemberével készített személyes interjúkon elhangzott információkra is. Az interjúkon a szakemberek egyrészt értékelték a hazai kockázati és magántőke piac elmúlt 10 évének alakulását, másrészt néhány, a hazai piac szempontjából lényegesnek vélt kérdésről fejtették ki véleményüket.

⁵ Az elemzés a private equity elnevezést gyűjtőfogalomként kezeli, így ezen elnevezés alatt egyaránt érti a korai stádiumú, ún. venture capital befektetéseket és az érettebb fázisú ún. buyout típusú befektetéseket.

A tranzakciós adatok tekintetében a 2010. január 1. és 2014. június 30. közötti időszakra vonatkozó adatszolgáltatás 32 alapkezelő számára került megküldésre, amelyek közül egy alapkezelő jelezte, hogy jelenleg nem kezel egyetlen alapot sem, egy alapkezelő pedig úgy nyilatkozott, hogy a jelenleg éppen zajló befektető változás miatt tartózkodik az adatszolgáltatástól. Mindezen túlmenően két alapkezelő az általa kezelt alapok vonatkozásában nem közölt a táblázatban egyedi szintű tranzakciós adatokat. Így 30 alapkezelő összesen 37 alap vonatkozásában küldte meg a kért adatokat (két alap esetében egyedi szintű tranzakciós adatok nélkül). Az adatszolgáltatást illetően szükséges néhány további lényeges tényezőt kiemelni. Tekintettel arra, hogy a PE iparágban jellemzően az angol nyelvű szakkifejezések használata terjedt el, amely kifejezések egy részének magyar nyelvű megfelelője nem ismert, illetve nem adja vissza megfelelően az adott angol nyelvű kifejezés valódi tartalmát, az adatszolgáltatás angol nyelven került megküldésre az alapkezelők számára. A forrásgyűjtés, valamint mind az aggregált, mind az egyedi szintű tranzakciós adatok tekintetében az adatszolgáltatás teljes egészében az EVCA által használt terminológiára épült.

Az adatszolgáltatás minden, az MNB engedélyével rendelkező alapkezelőt és alapot érintett, azaz nem korlátozódott a JEREMIE alapokra. Ugyanakkor nem volt lehetőség arra, hogy a külföldön létrehozott és bejegyzett, de magyarországi investíciókat (főként buyout deal-eket) is megvalósító regionális alapok vonatkozásában adatbekérésre kerüljön sor. Továbbá – ahogy azt több megkérdezett piaci szakértő is elmondta az interjúk során – a hazai piacon vannak olyan nem szabályozott keretek között működő szereplők (akár magánbefektetők, akár társaságok), akiknek nincs ugyan alapjuk, viszont tevékenységük során jellemzően VC vagy PE jellegű befektetéseket valósítanak meg.

Mindezek következtében az adatszolgáltatást illetően egyfajta 'selective reporting', illetve 'selection bias'⁶ érvényesül, amelynek következtében az elemzés nem lehet annyira áttekinthető, mint amit a hazai PE iparág teljes körű áttekintése indokolna. A részben hiányos adatszolgáltatás – főként az egyedi tranzakciós adatok tekintetében –, valamint a vizsgált minta nem teljes körű mivolta (amelyből hiányoznak a magyar kitettséggel is rendelkező külföldi alapok, az üzleti angyalok, valamint a nem szabályozott keretek között működő, de jellegüket tekintve VC/PE befektetéseket eszközöző társaságok) olyan faktorok, amelyeket az elemzés tranzakciókat bemutató része tekintetében indokolt figyelembe venni. Ugyanakkor ezen korlátozások ellenére úgy gondoljuk, hogy az adatokat szolgáltató alapok vonatkozásában az elemzés hasznos és átfogó információkat tud közvetíteni a szektor szereplői számára.

Az elemzés három fő fejezetet tartalmaz. A második fejezet a hazai PE iparág elmúlt 10 évének alakulását, a piacot ezen időszak alatt jellemző főbb folyamatokat és tendenciákat próbálja meg bemutatni rövid, összefoglaló jelleggel. Tekintettel arra, hogy az elemzés célja szempontjából ezen fejezet nem tekinthető prioritásnak, valamint arra, hogy a hazai PE iparág fejlődésével kapcsolatban több nagyon részletes és átfogó írás is publikálásra került, ezért az elemzés ezen részének nem célja, hogy részletekbe menően mutassa be a hazai piac fejlődésének főbb történéseit, sokkal inkább támaszkodik a piaci szereplőktől kapott információkra; azaz röviden arra, hogy miként értékelték ők az elmúlt 10 évet.

A harmadik fejezet az alapkezelőktől kapott adatok feldolgozását tartalmazza, amely egyúttal az elemzés központi részének is tekinthető. A fejezetet négy alfejezetre bontottuk, amelynek következtében külön alfejezet érinti a fundraising-et, a befektetéseket, az exit-eket, valamint a díjakat. Az alkalmazott EVCA terminológiának megfelelően a befektetések megbontásra kerültek mind a befektetések száma, mind a

⁶ A selection bias lényege, hogy mivel az adatszolgáltatás önkéntes alapon történik, ezért nagy valószínűséggel azon piaci szereplők közölnek adatokat, akik teljesítménye valamilyen, a szektorra jellemző mutató tükrében egy adott időszakot tekintve megfelelő (az átlagot meghaladó) volt. A selection bias tipikusan jellemző a hedge fund indexekre, amelynek során azon hedge fundok szolgáltatnak adatokat az index provider-ök számára, amelyek adott időszaki hozama meghaladta az átlagot, az ugyanazon időszaki kockázati mérőszámuk pedig elmaradt az átlagtól.

befektetések értéke szempontjából, egyidejűleg figyelembe véve a finanszírozás funkcióját, valamint az ágazati megoszlást. Az adatok EVCA struktúrája néhány diagram tartalmát részben előre determinálta, ugyanakkor ezen részben kifejezetten törekedtünk arra, hogy az alapkezelőktől kapott adatok felhasználásával az elemzés által átfogott szegmenst különösen a kihelyezések tekintetében részletesen mutassuk be.

Az elemzés negyedik fejezete több tekintetben szintén a piaci szereplőkkel folytatott interjúkra támaszkodik. Az interjúk során a piaci szakemberek néhány, a hazai PE iparág szempontjából relevánsnak tekinthető kérdésben mondták el véleményüket. Ilyen témakör volt a PE alapkezelőkre vonatkozó új szabályozás piaci szereplőkre gyakorolt hatása, a JEREMIE programok feltételrendszerének piaci aspektusai, az állami szerepvállalás PE piacon történő megjelenésének indokoltsága, és a crowdfunding; mindezek mellett a fejezet egy rövid jövőbeni kitekintést is tartalmaz, amely néhány olyan faktort próbál bemutatni, amelyek befolyásolhatják a hazai iparág közeljövőbeni alakulását. A fejezet egy része a felsorolt témakörökkel kapcsolatban megfogalmazott vélemények egyfajta összegzésének tekinthető; egyes kérdésekben nagyon hasonló volt a szakemberek véleménye, más kérdésekben ugyanakkor eltérő. A fontosabb kérdésekkel kapcsolatban megfogalmazott nézeteket – különösen azokat, amelyek esetében nagymértékű egyetértés mutatkozott a szakemberek között – azért tartjuk indokoltnak megjeleníteni, mivel olyan fontos üzeneteket közvetítenek a piacról, amelyeket a piac jövőbeni alakulása és hatékony működése szempontjából célszerű figyelembe venni.

2. A HAZAI PE IPARÁG ELMÚLT 10 ÉVÉNEK RÖVID ÁTTEKINTÉSE

Ahogy arra a bevezetőben már utaltunk, jelen fejezetnek nem célja, hogy részletekbe menően – a szektorra vonatkozó releváns adatokkal bemutatva – ismertesse a hazai PE iparág történetét és fejlődését. A hazai piac evolúciójának bemutatása Dr. Karsai Judit írásaiban⁷ és tanulmányaiban a legteljesebb, amelyek teljes körűen és kellő részletezettséggel nyújtanak betekintést a hazai PE iparág alakulásába és folyamataiba. A fejezet sokkal inkább azt próbálja szemléltetni, hogy a megkérdezett piaci szakemberek miként látták a PE iparág elmúlt 10 évét.

A hazai piac elmúlt évekbeli alakulásának és fejlődésének áttekintése során indokolt külön kezelni a VC és a PE szegmenst. Noha a kettő elhatárolása számos tényező mentén lehetséges (pl. cégek életszakasza, befektetett összegek nagysága), a legcélszerűbb úgy differenciálni, hogy amíg a VC tőkét tesz be (vagy tőkét emel), addig a PE jellemzően kivásárol (buyout). Az érettebb fázisú finanszírozást megvalósító PE szegmensben szinte mindvégig a regionális alapok játszottak meghatározó szerepet a hazai befektetések alakulásában, azonban aktivitásuk a 2008-as válság óta jelentősen visszaesett. Ez az alábbi főbb okokra vezethető vissza:

- a PE jellegű befektetések jellemzően 15-20 millió EUR felett indulnak, de a méretük akár a 100 millió EUR-t is meghaladhatja. A hazai piacon vannak 15-20 millió EUR EV⁸-vel rendelkező vállalatok, azonban ezek nagy része nem rendelkezik megfelelő növekedési potenciállal, valamint vízióval rendelkező tapasztalt és ambiciózus menedzsmenttel; a 100 millió EUR vagy ezt meghaladó EV-vel rendelkező cégek viszont teljesen hiányoznak.
- a hazai gazdaság duális szerkezete;
- a hazai vállalati kultúra gyengesége, ezen belül is különösen a nem megfelelő tulajdonosi, illetve menedzsment gondolkodás és attitűd (amelynek következtében sok esetben maga a tulajdonos a növekedés korlátja), valamint a transzparencia hiánya;
- a válság során a magyar piaccal kapcsolatban kialakult befektetői bizalmatlanság;
- az érettebb szakaszban lévő – tehát adott esetben egy PE buyout befektetésre alkalmas – hazai vállalkozások csak kevés hányada van magyar tulajdonban;
- az érettebb szakaszban lévő vállalkozások egy része nem a PE által preferált szakágazatokban működik.

A PE szegmessel kapcsolatban szinte minden megkérdezett piaci szereplő kiemelte a méret fontosságát. A PE jellegű finanszírozás szempontjából alapvető kérdés, hogy egyrészt az adott piacon vannak-e megfelelő mérettel rendelkező vonzó projektek, másrészt méretgazdaságossági szempontokból megéri-e irodát fenntartani. Ezzel kapcsolatban megemlítenéd, hogy amíg a hazai piacon negyedéves átlagban egy PE ügylet van, addig más régiós országokban (pl. Lengyelországban) ennél jóval gyakoribbak a PE jellegű tranzakciók. Mindezek következtében nem véletlen, hogy napjainkban a PE inkább kifelé megy az országból: az olyan globálisan is meghatározó szereplők, mint az Advent International, vagy 3i már korábban

⁷ Karsai Judit: A kockázati tőke két évtizedes fejlődése Magyarországon. Közgazdasági Szemle, 2011. 10. sz. 832-857. old.

Karsai Judit: A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban. Közgazdasági Szemle Alapítvány, MTA KRTK KTI, Budapest, 2012.

⁸ Enterprise value: A vállalati saját tőkéjének (equity), valamint idegen tőkéjének (debt) piaci értéke csökkentve a készpénz és a működéshez nem használt eszközök (non-operating assets) értékével.

megszüntették hazai tevékenységüket, de az elmúlt időszakban az Argus Capital és a Riverside is bezárta a budapesti office-t. A nem megfelelő hazai kínálat mellett ennek oka részben a kockázati tőkealap-kezelőket terhelő különadó, részben pedig az, hogy egy PE esetében valójában mindegy, hogy Bécsből, Pozsonyból, Prágából vagy éppen Londonból látják el a közép-európai régió irányítását. A felsorolt okok miatt több piaci szakértő is megjegyezte, hogy a hazai PE szegmens jelenleg nem tekinthető értékelhető piaci tevékenységnek.

A PE jellegű tranzakciók kevésbé meghatározó mivolta ugyanakkor egyúttal azt is eredményezte, hogy egyrészt a hazai piacra kevésbé voltak jellemzőek a válság előtti nemzetközi trendek, másrészt a válság PE-t érintő negatív hatásai sem bizonyultak szignifikánsnak. Nemzetközi szempontból indokolt elmondani, hogy piaci értelemben a 2004. év egy nagyon magasan árazott globális piaci helyzetet eredményezett; a leverage szárnyalt, és előfordultak olyan szituációk is, amikor 5x EBITDA mellett hiteleztek meg a bankok egy LBO (leverage buyout, kivásárlás) tranzakciót. Ebben az időben jelentek meg a közép-kelet-európai piacon a globálisan is nagynak számító szereplők (pl. a már említett Advent), akik képesek voltak a tranzakciókhoz szükséges – akár a 100 millió EUR-t elérő – tőkétallokálni, keresték az LBO tranzakciókat és felfelé hajtották az amúgy sem alacsony árazási szinteket (ez a folyamat a hazai piacon a MÁV-Cargo értékesítése esetében is megfigyelhető volt). A kedvező piaci helyzet a válság 2008-as kirobbanásáig tartott. A 2004 környékén indult alapok éppen ekkorra érték el a befektetési időszakuk végét, azaz éppen elkezdtek volna értékesíteni a társaságokat, azonban egyrészt nem voltak a vételi oldalon fellépő stratégiai befektetők, másrészt a bankok is elkezdtek érvényesíteni a covenant-jaikat. A piacon ekkor kezdtek el megjelenni az úgynevezett másodlagos alapok, 'secondary fund'-ok, akik sok esetben jelentős diszkontokkal vásárolták ki a bankokat. (Magyarországot ezen piaci folyamat nem igazán érintette, aminek az az oka, hogy már ebben az időszakban sem volt túl sok LBO tranzakció. Ennek következtében a hatás sem volt olyan drámai, illetve nem jöttek létre olyan alapok, akik az LBO bedőlésekre specializálódtak.)

A globális válság tehát a korábbiaktól jelentősen eltérő piaci helyzetet eredményezett, amely megnyilvánult abban is, hogy a közép-kelet-európai piacon a forrásgyűjtések időszaka a 2,5-3 évet is elérte. Másrészt megjelentek a – korábban ismeretlennek számító – nem-teljesítések 'default' a PE-k életében, ami azt jelentette, hogy egy tőke lehívás 'capital call' esetében valamely LP (limited partner, befektető partner) nem teljesítette a hozzájárulási kötelezettségét (egy nem-teljesítés általában az érintett LP befektetésének teljes elvesztését vonta maga után). Ilyen helyzetekben szintén a secondary fund-ok léptek színre, akik megint csak komoly NAV (net asset value, nettó eszközérték) diszkonton – és sok esetben jelentős leverage mellett – léptek be a default-olt LP-k helyébe.

A VC szegmensben 2004 óta gyakorlatilag a piac újrakezdése zajlik, amely folyamatnak jelentős lökést adott a JEREMIE program. Emiatt ezen részpiac alakulását érdemes kettéválasztani, mégpedig a 2010 előtti és utáni időszakra. 2010 előtt ezen szegmenst a nagy intézményi befektetői háttérrel (jellemzően EBRD, EIF) rendelkező regionális alapok dominálták, ugyanakkor méretét tekintve a VC részpiac nem volt jelentős. Az első JEREMIE program 2010-es indulása érdemi változást hozott, amely ugyanakkor nagyon komoly kihívásokat is támasztott a VC szegmessel szemben. A hirtelen megnövekedett források elköltéséhez ugyanis meg kellett találni egyrészt a megfelelő szakembereket (akik többek között megfelelő szintű vállalkozási ismeretekkel, valamint befektetési banki tapasztalattal rendelkeztek), másrészt a finanszírozásra alkalmas cégeket. A piaci szakemberek elmondása szerint a fő probléma, hogy a hazai piacon egyszerűen nincs annyi jó vállalkozás, amelyekre a rendelkezésre álló pénzt el lehetne költeni. Több piaci szereplő véleménye szerint a hazai KKV-knak két alapvető hátránya van: nincs hozzáértő menedzsmentjük és hiányzik a megfelelő sales tevékenység. Ha pedig túl sok forrás áll rendelkezésre és a piacon kevés a finanszírozásra alkalmas cégek száma, akkor az alapvetően két következménnyel jár: megfelelő vállalatok hiányában az alapok nem fektetnek be, és ezáltal nem tudják a pénzt elkölteni (ennek

gyakorlati leképződésével már szembesült a hazai piac, amikor is több első körös JEREMIE alap befektetési időszakát meg kellett hosszabbítani); vagy az alapok megpróbálják a pénzt elkölteni, azonban ennek keretében olyan vállalatok is finanszírozásban részesülnek, amelyek kevésbé alkalmasak erre.

A tőkével alapvetően megfelelően ellátott (ez alól – mint azt a következő fejezetben látni fogjuk – némileg kivételt jelentenek a seed vagy pre-seed jellegű befektetések) hazai VC szegmenst döntő részben a JEREMIE alapok jelentik, azaz a VC jellegű befektetéseket megvalósító alapok részpiaca a JEREMIE programok által mesterségesen létrehozott szegmensnek tekinthető.

Végezetül a hazai piac alakulásával kapcsolatban indokolt röviden megjegyezni a szabályozás változásait. A kockázati tőkebefektetéseket a magyar jogrend első alkalommal 1998-tól szabályozta: április 1. napjával lépett hatályba a kockázati tőkebefektetésekről, a kockázati tőketársaságokról, valamint a kockázati tőkealapokról szóló 1998. évi XXXIV. törvény. A törvény hat évig volt hatályban, amely időszak alatt mindössze egyetlen társaság tartozott a hatálya alá. Ennek oka, hogy a törvény több olyan előírást is tartalmazott, amelyek egyáltalán nem voltak piackonformok. A törvény például előírta a jegyzett tőke alapításkori teljes befizetését, illetve megszabta azt, hogy egy adott időszakon belül mekkora összegű tőkét kell kihelyezni (ha pedig az elvárt nagyságú kihelyezés nem történt meg, akkor szankcióként az alap megszüntetését helyezte kilátásba). Emellett a globális viszonylatban a PE egyik jelentős intézményi befektetőjének számító pénztári portfóliók számára ekkor még nem volt lehetséges, hogy akár közvetlenül, akár közvetve – alapokon keresztül – zártkörű társaságokba fektessenek. Ez a hazai piac számára azért volt hátrányos, mert 2003-2004-ben megindult az EU konvergencia, ami a forrásgyűjtés szempontjából egy nagyon kedvező időszakot eredményezett. Az alapkezelők a hazai tőkegyűjtésbe magyar nyugdíjalapokat is próbáltak bevonni, azonban ez a jogszabályi korlátozások miatt nem volt lehetséges. Nem véletlen, hogy ebben az időszakban a külföldi befektetők teljességgel kizárták azt, hogy Magyarországon hozzanak létre alapokat.

A szakmai egyeztetések következtében a kockázati tőkealapok és alapkezelők szabályozása 2006. január 1. napjával átkerült a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvénybe (Tpt.). A Tpt.-ben megjelenő szabályok a korábbi törvényi előírásokhoz képest összességében jóval piackonformabbak és rugalmasabbak voltak, ugyanakkor az alapok kölcsönnyújtására vonatkozó szabályok továbbra is korlátozták a befektetéseket. Az akkori szabályváltozások egyik további fontos pozitív hozadéka, hogy 2006. január 1-től mind a magán, mind az önkéntes pénztári portfóliók számára lehetővé vált, hogy kockázati tőkealap-jegyekbe fektessenek⁹, viszont a Tpt. továbbra sem engedélyezte a pénztári portfólióknak, hogy közvetlenül szerezzenek részesedést zártkörű társaságokban. A pénztári portfóliók számára valamelyest az is nehezítette a kockázati tőkébe történő befektetések megvalósítását, hogy míg a magánnyugdíjpénztári portfóliók esetében naponta¹⁰, az önkéntes pénztárak esetében pedig naponta vagy negyedévente¹¹ – amennyiben a pénztár nem működtet választható portfóliós rendszert, és befektetett eszközeinek piaci értéke nem éri el az 1 milliárd Ft-ot – kell piaci értéket számolni, addig egy VC fund esetében nincs értelme naponta vagy negyedévente meghatározni a NAV-ot. Befektetői oldalról nézve viszont az volt hátrányos, hogy nem álltak rendelkezésre historikus adatok az iparágról.

⁹ A magánnyugdíjpénztárak befektetési és gazdálkodási tevékenységéről szóló 282/2001. számú kormányrendelet 2. számú mellékletének 5. pontja, valamint az önkéntes kölcsönös nyugdíjpénztárak befektetési és gazdálkodási szabályairól szóló 281/2001. számú kormányrendelet 2. számú mellékletének 7. pontja alapján a Magyarországon bejegyzett kockázati tőkealap jegyének, illetve külföldön bejegyzett és a kibocsátás országában kockázati tőkealapnak minősülő alap jegyének együttes aránya nem haladhatja meg a befektetett pénztári eszközök 5%-át. Egy kockázati tőkealap által kibocsátott jegyek aránya nem haladhatja meg a befektetett pénztári eszközök 2%-át.

¹⁰ Lásd a magánnyugdíjról és a magánnyugdíjpénztárakról szóló 1997. évi LXXXII. törvény 69. § (3) bekezdését.

¹¹ Lásd az önkéntes kölcsönös biztosító pénztárakról szóló 1993. évi XCVI. törvény 49/A. § (1) és (2) bekezdését.

Valamivel több, mint nyolc év után a kockázati tőkealap, valamint magántőkealap-kezelők – mint alternatív befektetés-kezelők – szabályozása a 2014 márciusában hatályba lépett, az AIFM Direktívát hazai jogrendbe implementáló, a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról szóló 2014. évi XVI. törvénybe (Kbftv.) került át¹². A Direktíva egyes előírásai jelentős hatást gyakoroltak a PE iparág működésére tekintettel arra, hogy a Direktíva által megfogalmazott minimális követelményeket a – kezelt vagyon nagysága alapján kivételnek nem minősülő – PE alapkezelők is kötelesek voltak a napi üzletmenetükbe implementálni.

¹² A VC és PE fundokat – mint alternatív befektetési alapokat – az AIFM Direktíva nem szabályozza. Az alapokat érintő egyes előírások – például a tőkeáttétel számítását illetően – a 231/2013. számú EU rendeletben található.

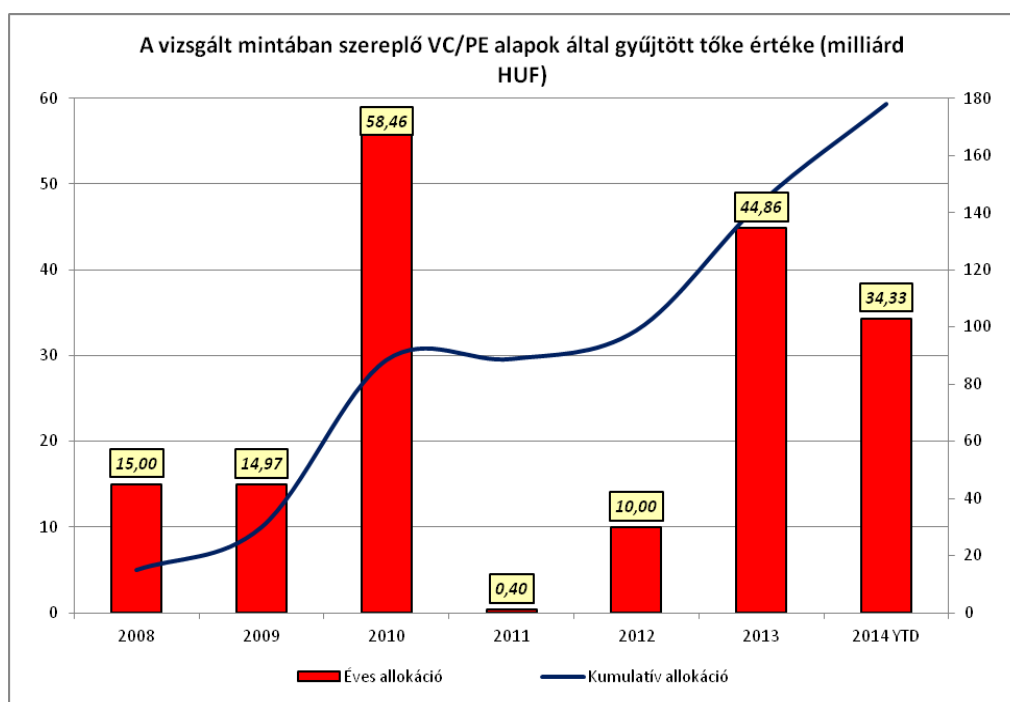
3. A HAZAI PE PIAC AKTIVITÁSÁNAK BEMUTATÁSA A VIZSGÁLT MINTA TEKINTETÉBEN

Az MNB az egyedi adatszolgáltatás keretében összesen 37 alap vonatkozásában kapott információkat, azonban a 37 alap közül két alap nem közölt egyedi tranzakciós adatokat. A vizsgált 37 alap közül 27 a JEREMIE programok keretében jött létre: ezek közül 8 alap JEREMIE I-es alaphoz, 10 alap JEREMIE II-es alaphoz, 7 alap JEREMIE III-as alaphoz, 2 alap pedig JEREMIE IV-es alaphoz minősül. Ezen alapok befektetési stratégiájukat tekintve egyaránt VC típusú alapok.

A maradék 10 alapot nem a JEREMIE program keretében hozták létre (néhányat már az első JEREMIE alapok megjelenése – azaz 2010 – előtt), ugyanakkor a befektetési stratégia szempontjából közülük mindössze három olyan alap van, amely PE típusú (PE growth és PE turnaround) befektetést folytat. Az elemzés limitációi mellett ezen tényeket azért tartjuk fontosnak kiemelni, mivel ezekből egyértelművé válik, hogy a vizsgált minta szinte kizárólagosan a hazai VC típusú befektetésekre enged bepillantást, továbbá ezen betekintést döntő részben a JEREMIE alapok vonatkozásában teszi. Nagyon leegyszerűsítve elmondható, hogy az elemzés által gyűjtőfogalomként használt PE piaci aktivitás jelen elemzés keretein belül kizárólag a VC szegmens aktivitását fedi le.

3.1. Forrásgyűjtés

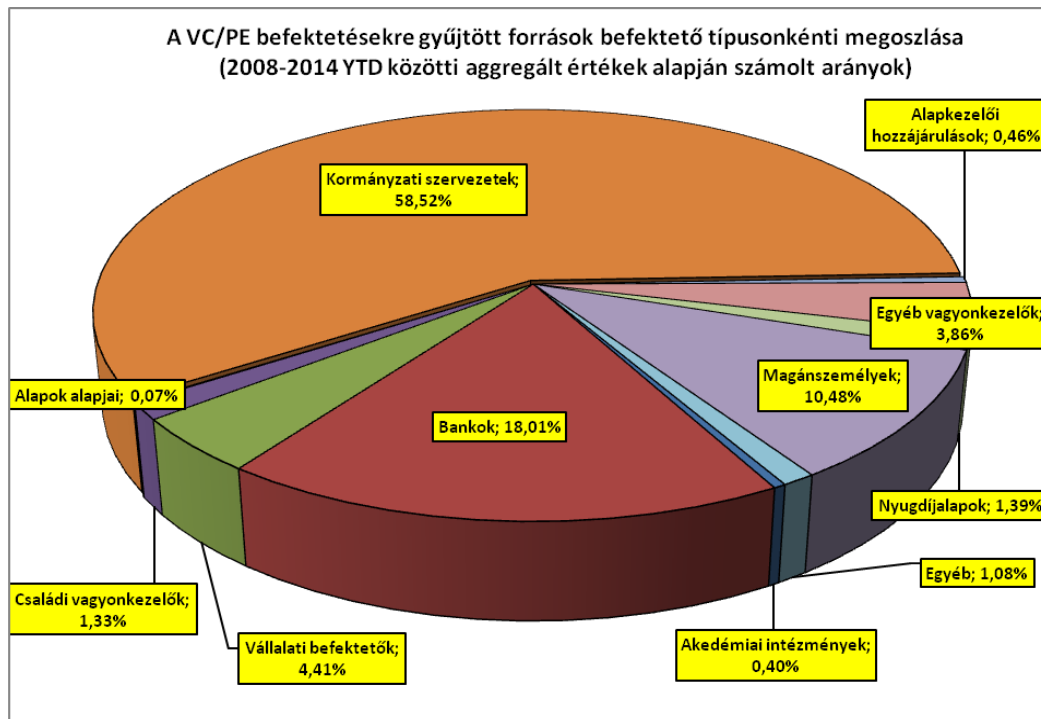
A forrásgyűjtést illetően az alapkezelőknek az EVCA által alkalmazott terminológiának megfelelően kellett szemléltetni azt, hogy milyen típusú befektetők mekkora mértékben járultak hozzá az alap jegyzett tőkéjéhez, azaz az úgynevezett 'committed capital'-hoz. Az első diagram szemlélteti, a 2008 és 2014.06.30. közötti éves bontást:



A diagram a forrásgyűjtés tekintetében megfelelően szemlélteti a JEREMIE programok hazai VC szegmensre gyakorolt hatását. A 2008-as 15 milliárd Ft értékű jegyzett tőke kizárólagosan egy állami háttérű alaphoz kötődik, 2009-ben három alap indult el (melyek közül kettő PE típusú stratégiát folytat), majd 2010-ben jött az első JEREMIE program által kiváltott 'boom': az 58 milliárd Ft-ot meghaladó összértékű commitment-ek közel négyszeres mértékben haladták meg az előző két év értékét. Ezt követően mind 2011-ben, mind 2012-ben egy-egy olyan alap indult el, amely nem minősül JEREMIE alaphoz, majd az újabb JEREMIE program elindulása következtében 2013 és 2014 első felére a commitment-ek tekintetében gyakorlatilag

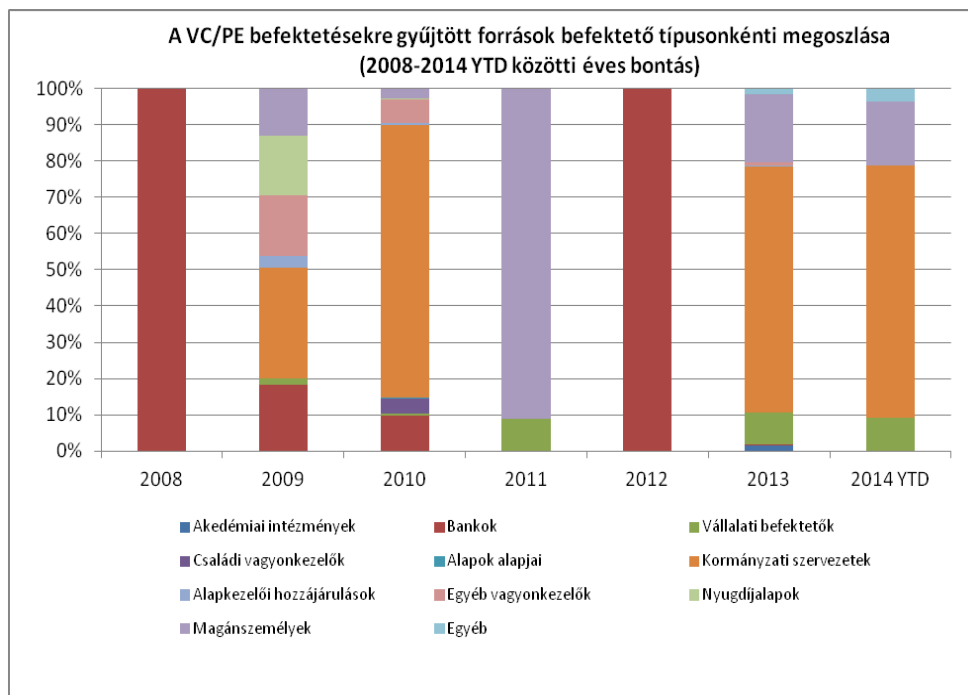
ismét egyet jelentett a JEREMIE alapok commitment-jeivel (ebben a másfél évben mindössze egy nem-JEREMIE alap indult el 1 milliárd Ft értékű jegyzett tőkével).

A 2008 és 2014.06.30. közötti commitment-ek befektető-típusonkénti megoszlását a következő diagram mutatja be:



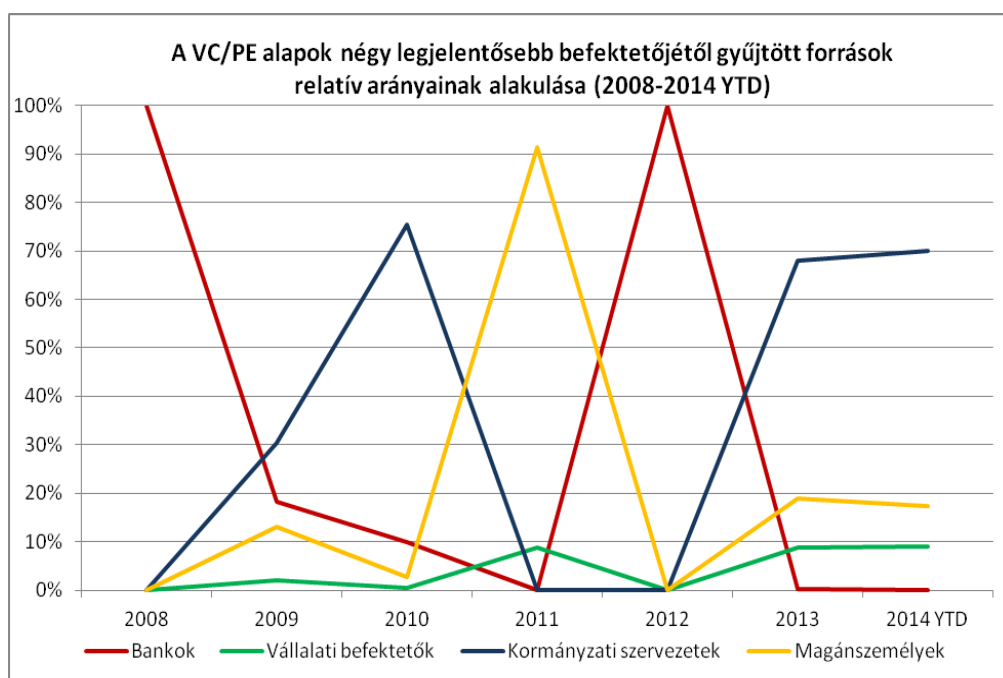
Tekintve, hogy a vizsgált minta több mint 70%-ban a JEREMIE alapokat fedi le, nem meglepő, hogy az időszak alatti commitment-ek közel 60%-a kormányzati szervektől származik. Nemzetközi viszonylatban a PE egyik jelentős befektetői bázisának minősülő bankok közel 20%-kal járultak hozzá az időszak alatti commitment-ekhez, azonban a hazai piac tekintetében árnyalja a képet, hogy a rendelkezésre bocsátott források többsége állami háttérű bankoktól származik. A magánforrások aránya meghaladja a 10%-ot, viszont a PE befektetői bázisa szempontjából szintén szignifikánsnak tekinthető pénztári portfóliók aránya elenyésző, biztosítói portfóliókat pedig nem is találunk a befektetők között.

Az időszak alatti commitment-ekkel kapcsolatos aktivitást talán jobban megvilágítja a következő éves bontású tábla:

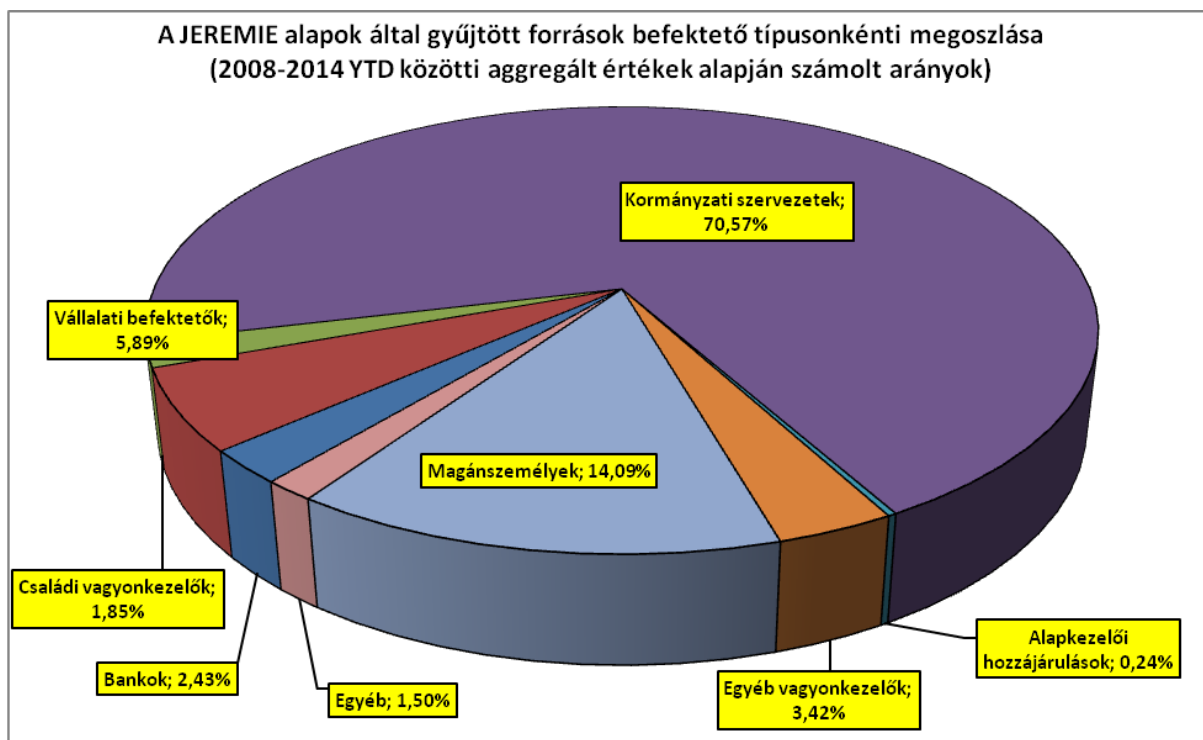


A 2008. és a 2012. évben egy-egy kizárólagos banki forrással rendelkező alap (az egyik alap esetében állami háttérű banki forrásokról van szó), a 2011. évben pedig egy kizárólag magánforrásokból létrehozott alap indult el. A 2010. és 2013. évre, illetve 2014 első felévére vonatkozó adatok jól érzékeltetik, hogy ezen időszakokban a tőkegyűjtés tekintetében a hazai VC szegmens gyakorlatilag megfeleltethető a JEREMIE alapoknak (jelentős részben kormányzati forrás, kisebb részben pedig magánforrások). A 2009. évet illetően érdemes kiemelni, hogy a nyugdíjalapok ebben az évben biztosították a legnagyobb forrást az alapok részére mind abszolút értékben, mind arányait tekintve (a 2010. évben még előfordult minimális mértékű pénztári befektetés, majd a magánnyugdíjpénztári rendszer 2011-es átalakítása jelentős negatív hatást gyakorolt a hazai VC alapok tőkebevonására).

Az időszak alatti forrásgyűjtés szempontjából a VC alapok négy legjelentősebb befektetőjének aktivitását a következő diagram szemlélteti:

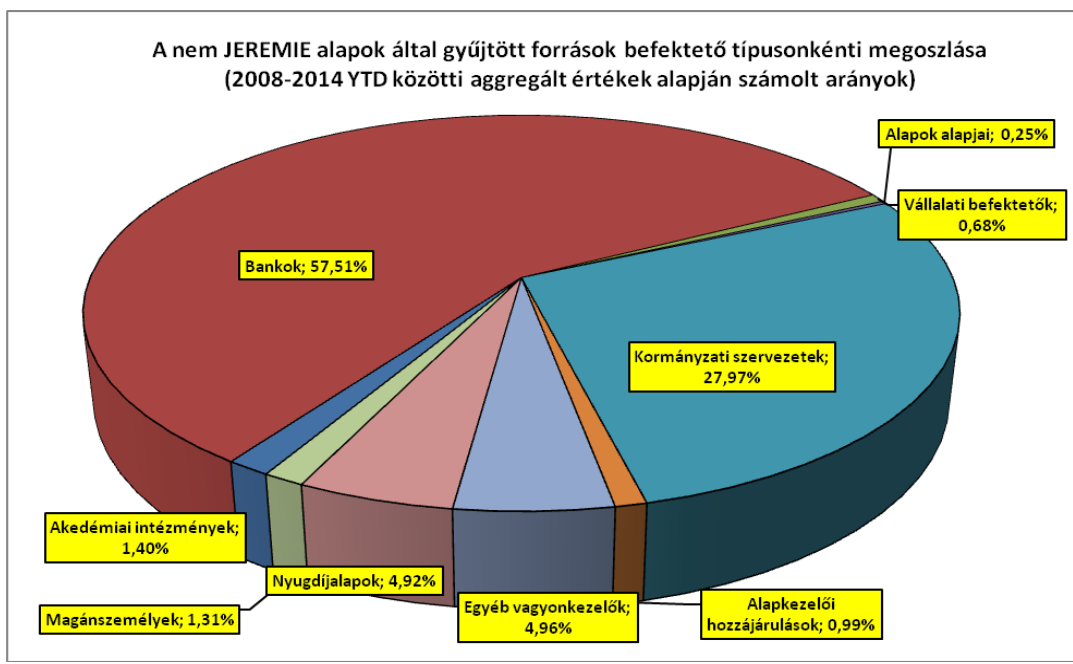


Figyelembe véve azt, hogy a vizsgált minta döntő részben a JEREMIE alapokra épül, ezért ezen alapok esetében külön is indokolt megjeleníteni az időszak alatti forrásgyűjtés befektető-típusonkénti megoszlását:



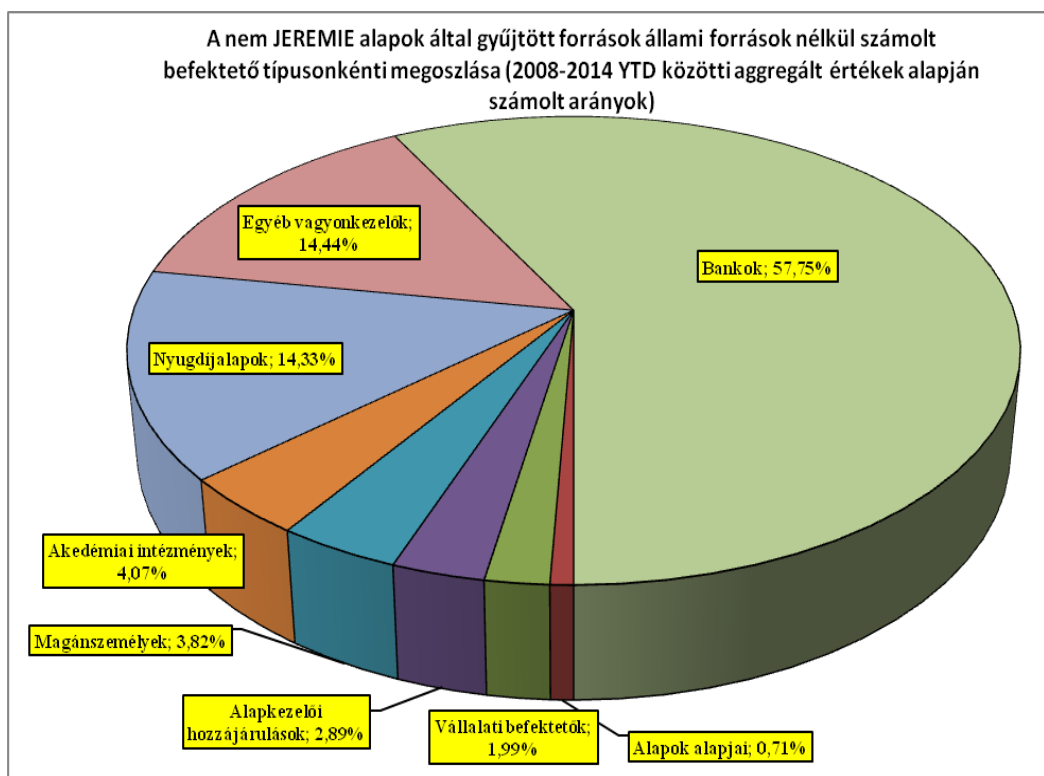
A diagram megfelelően tükrözi a JEREMIE alapok committed capital-jének eloszlását: a tőke valamivel több, mint 70%-a kormányzati forrásból érkezik, a maradéknak pedig nagyságrendileg felét magánszemélyek, kisebb részben vállalatok biztosítják. Tekinettel arra, hogy a JEREMIE programokban 70%-ban volt maximalizálva a kormányzati hozzájárulások mértéke, a kormányzattól érkező források 70% feletti arányszámával kapcsolatban indokolt megjegyezni, hogy az egyik JEREMIE alap svájci hozzájárulásának értéke is kormányzati forrásnak lett besorolva (azaz az időszak alatti kormányzati források nem kizárólag az MV Zrt.-től érkeztek).

A nem-JEREMIE alapok esetében az időszak alatti forrásgyűjtés befektető-típusonkénti megoszlását a következő diagram mutatja be:



Látható, hogy a nem-JEREMIE alapok esetében a commitment-ek közel 60%-a banki forrás, ugyanakkor egyrészt feltűnő az, hogy a kormányzati szervektől kapott források is viszonylag jelentős súllyal rendelkeznek, (ráadásul a banki források többsége szintén állami háttérű bankoktól származik), másrészt meglepő a magánbefektetők, a vállalatok, és egyéb intézményi befektetők alacsony részaránya.

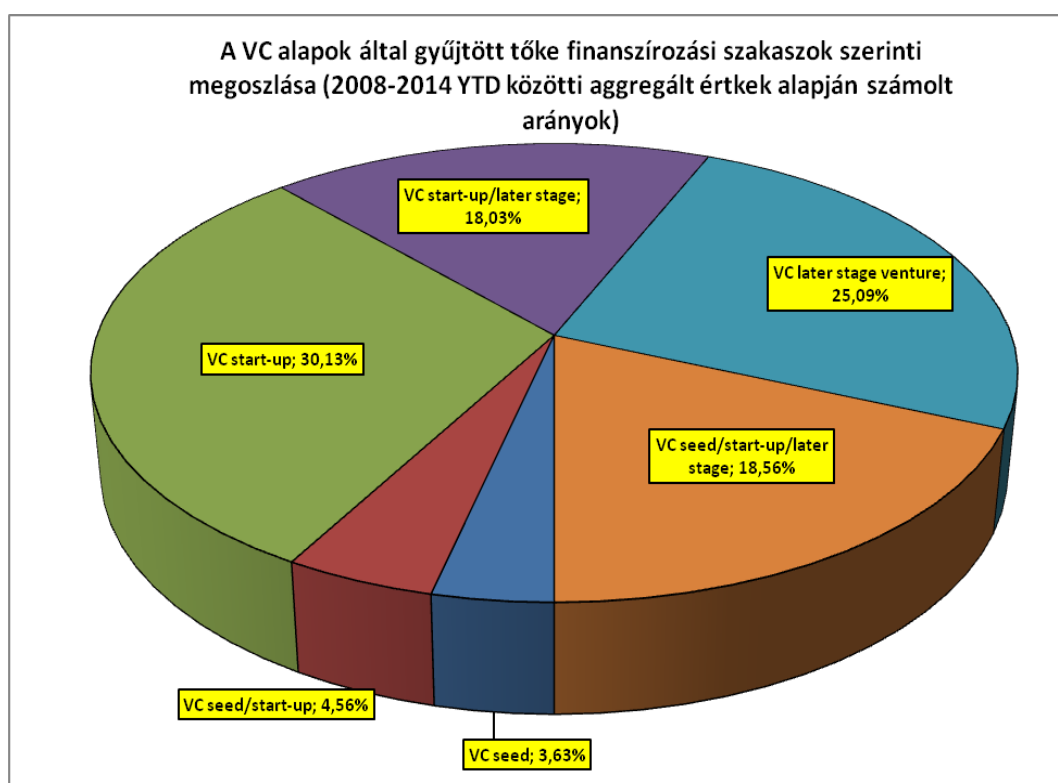
A banki forrásokban közvetett módon megjelenő állami források miatt a nem JEREMIE alapok esetében indokolt egy olyan megoszlást is szemléltetni, amely teljes egészében leválasztja az állami forrásokat, azaz mind a kormányzati szervektől kapott támogatásokat, mint az állami háttérű bankoktól érkező hozzájárulásokat. Ezt a megoszlást mutatja be a következő ábra:



A nem JEREMIE alapok esetében az állami forrásoktól megtisztított befektetői elköteleződések a bankok esetében szinte változatlan arányszámot eredményeznek, azonban jelentősen árnyalja a képet, hogy ez a –

közel 60%-os – részarány kizárólag egyetlen kereskedelmi bank hozzájárulását takarja. Az ábra kapcsán célszerű még kiemelni azt, hogy az állami források elhagyása felnagyítja a pénztári portfólióktól kapott hozzájárások szerepét. Noha az így kapott arány (14,33%) abszolút értéke önmagában nem tekinthető kiemelkedően magasnak, valamelyest utal arra, hogy a pénztári portfólióktól érkező befektetések a fundraising egyik alapvető pillérének minősülnek¹³.

Végezetül – tekintettel arra, hogy a vizsgált minta alapján az elemzés szinte kizárólag a VC típusú befektetéseket megvalósító alapokat fogja át – célszerűnek tartjuk bemutatni azt is, hogy az időszak alatti commitment-ek miként oszlanak meg az egyes VC részstratégiák között. Az elemzés által használt VC részstratégiák szintén megfelelnek az EVCA által alkalmazott elnevezéseknek (VC seed, VC start-up, VC later-stage¹⁴), ugyanakkor az adatszolgáltatás során az alapkezelők több alap esetében nem bontották meg a stratégiákat, jelezve, hogy a VC szegmensben belül az alap nem korlátozza befektetéseit a cégek életciklusának valamely szakaszára. A hozzájárulások ilyen típusú megoszlását a következő diagram mutatja be:

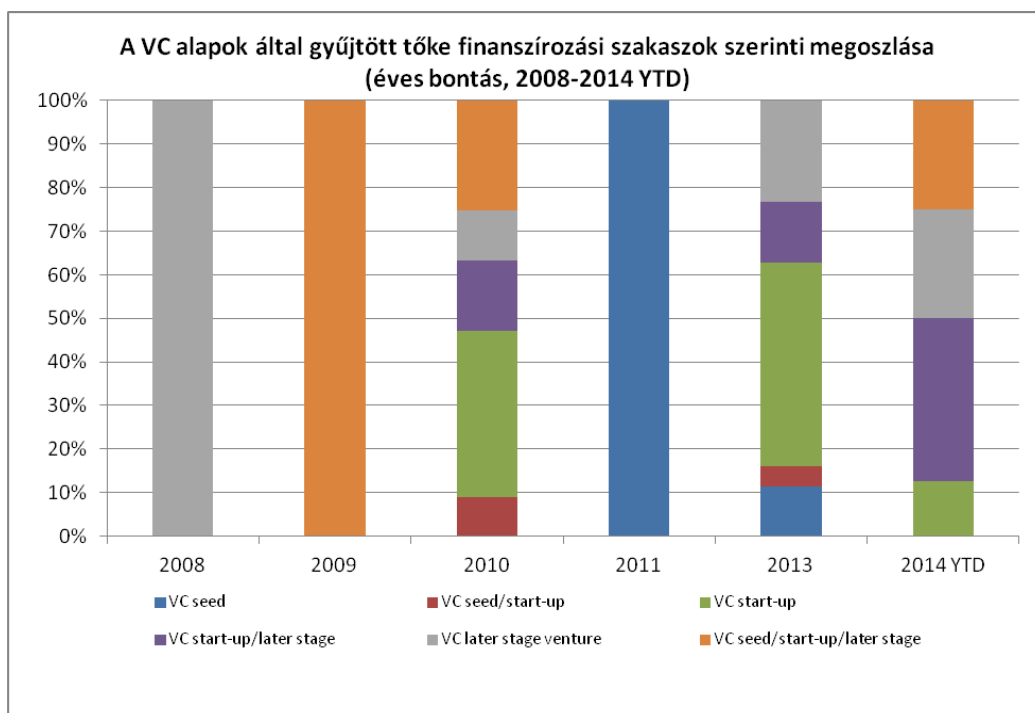


A diagram alapján megállapítható, hogy a kizárólag start-up és/vagy later stage típusú befektetésekre fókuszáló alapok commitment-jeinek értéke az időszak alatti összes commitment közel 75%-át tette ki. Ehhez képest a kizárólag seed típusú befektetésekre koncentráló alapok commitment-jeinek aránya elenyésző. Ez előrevetíti a piaci szereplők többsége által jelzett az interjúk során hangoztatott azon tényt, miszerint a seed és pre-seed szakaszban lévő vállalkozások esetében a finanszírozás mértéke elmarad a kívánt szinttől. A start-up és later stage szakaszban lévő cégek esetében a commitment-ek megoszlása nem

¹³ A pénztári portfólióktól érkező források tekintetében az elmúlt évek alapján a helyzet nem túl kedvező. A magánnyugdíjpénztári rendszer 2011. évi átalakítását követően az önkéntes pénztárak portfóliójában lévő hazai kibocsátású kockázati tőkejegyek értéke 2011.12.31 és 2014.09.30 között mindössze 10%-kal növekedett, amely éves szinten 3,58%-os bővülésnek felel meg.

¹⁴ A seed finanszírozás a vállalkozás kezdeti koncepciójának kialakításához biztosít tőkét, főként tudományos kutatások elvégzéséhez, illetve az azokból levont tapasztalatok kiértékeléséhez. A start-up finanszírozás esetében a fő cél a termékfejlesztés és a kezdeti marketing tevékenység támogatása. Ebben a szakaszban a vállalkozások jellemzően még nem hajtották végre első kereskedelmi értékesítésüket. A later stage finanszírozás a vállalkozás működésének expanzióját hivatott támogatni sok esetben a vállalkozás jövődelmezőségének javulását elősegítve.

árulkodik tőkehiányról. A seed és pre-seed szakasz VC alapok által történő „alulsúlyozása”¹⁵ némileg azért is érdekes, mert már a 2009-ben meghirdetett első JEREMIE program feltételrendszere¹⁶ is biztosította a seed finanszírozást (később, a 2012-ben meghirdetett Közös Magvető Alap Alprogram már kifejezetten a seed finanszírozásra irányult). A fenti diagram éves bontású tagolását a következő ábra szemlélteti¹⁷:



A diagramon jól láthatóak a szürke, zöld, valamint lila színekkel jelezett oszlopok túlsúlyai, amelyek a start-up és/vagy later stage jellegű finanszírozást folytató alapok commitment-jeinek részarányait jelzik. Ne felejtjük el, hogy mind 2008-ban, mind 2011-ben kizárólag egyetlen alap indult el, a 2009-ben elindult alapok közül pedig csak egyetlen alap folytat VC típusú befektetéseket (ennek következtében ezen évek esetében egyetlen oszlop jelenti a 100%-ot). Azt is fontos hangsúlyozni, hogy a 2011-ben elindult alap tisztán VC seed stratégiát követ, jegyzett tőkéje jelentősen alacsonyabb a többi alaphoz képest (ezzel részben magyarázva azt, hogy a teljes időszak commitment-jeit tekintve miért elenyésző a kizárólag seed szakaszra fókuszáló alapok aránya). A 2010-ben, 2013-ban, valamint 2014-ben elindult JEREMIE alapok jól láthatóan döntően a start-up, kisebb részben a later stage szakaszú finanszírozásra koncentráltak (2010-ben start-up és/vagy later stage finanszírozást folytató alapok commitment-jeinek részaránya 65,89%, 2013-ban 83,96%, 2014-ben pedig 74,95% volt), míg a seed szakaszú finanszírozást megvalósító alapok commitment-jeinek 2013-as megjelenése valószínűsíthetően a 2012-ben meghirdetett Közös Magvető Alap Alprogramnak köszönhető.

¹⁵ Ezzel kapcsolatban indokolt megjegyezni, hogy ennek háttérében részben definíciós probléma is állhat, mivel az alapkezelők saját maguk sorolták be – az EVCA terminológiája alapján – a kezelt alapok befektetési stratégiáit valamelyik kategóriába. Ennek következtében előfordulhat, hogy néhány alapkezelő számára nehézséget okozott az adott alap befektetési stratégiájának konkrét meghatározása, és emiatt azok, akik nem igazán tudtak különbséget tenni a seed és a start-up megközelítés között, a start-up kategóriát választották. Egy ilyen megbontás idehaza nehezebben értelmezhető.

¹⁶ A céltársaságok paraméterei a következők voltak: mikro- kis vagy középvállalkozás; 5 éven belüli alapítás; max. 1,5 milliárd Ft árbevétel.

¹⁷ A 2012. évet nem tartalmazza a diagram, mert a 2012. évben egyedülként létrehozott alap nem VC, hanem PE jellegű befektetéseket folytat.

A vizsgált minta tekintetében a 2008 és 2014.06.30. közötti forrásgyűjtéssel-gel kapcsolatban az alábbi összegző megállapítások tehetők:

- az időszak alatti összes befektetői hozzájárulás 71,71%-a a JEREMIE alapokhoz kötődik,
- az időszak alatti hozzájárulások tekintetében feltűnő a PE szempontjából tradicionálisnak tekinthető intézményi befektetők – főként nyugdíjalapok, biztosítói portfóliók – nagyon alacsony hányada, illetve teljes hiánya¹⁸. A kínálati oldalon a banki források jelen vannak, azonban ezen banki források többsége állami háttérű bankoktól származik,
- a befektetői hozzájárulások arányait tekintve a magánbefektetők ugyan a harmadik legnagyobb forrást biztosították az alapok számára az időszak alatt, amely források megjelenése alapvetően a JEREMIE alapok elindulásával esik egybe. Ez szintén arra utal, hogy ezen magánforrások a JEREMIE programok nélkül önállóan valószínűsíthetően nem jelentek volna meg a kínálati oldalon,
- intézményi befektetők hiányában, valamint a magánbefektetőktől és a vállalatoktól érkező források alacsony súlya mellett nem meglepő az EU-s források dominanciája,
- a finanszírozás funkcióját tekintve az időszak alatt létrehozott és elindult alapok csak nagyon kevés hányada fókuszál a seed szakaszban lévő vállalatok finanszírozására,
- mindezek alapján a hazai VC szegmens egy, alapvetően kormányzati források által létrehozott piac, amely kétségtelenül hiánypótló szerepet tölt be, és amely döntő mértékben a start-up és later stage szakaszú vállalatok finanszírozására koncentrál.

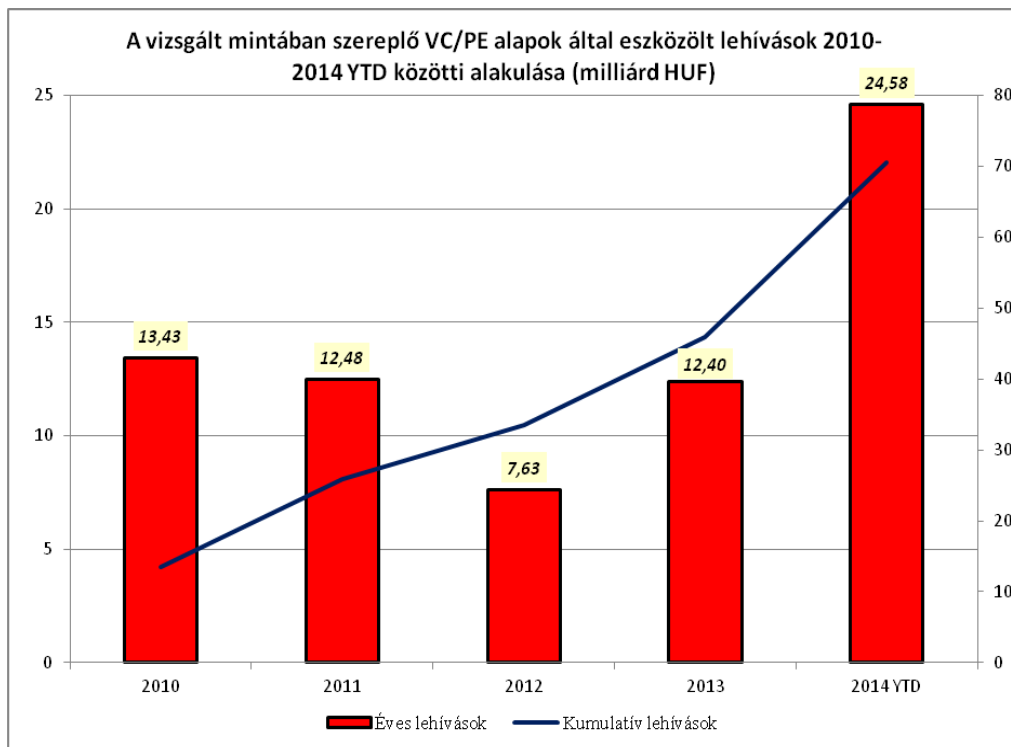
3.2. Befektetések

Ez a részfejezet a vizsgált mintában szereplő alapok tekintetében mutatja be a 2010. január 1. és 2014. június 30. közötti befektetési aktivitást, amelynek szemléltetéséhez szintén az EVCA terminológiáját vettük alapul; ennek következtében az aktivitás egyrészt a befektetések száma, másrészt a befektetések értékének tekintetében is bemutatásra kerül mind a finanszírozás funkciója, mind az egyes gazdasági ágazatok megoszlása szempontjából. A befektetések száma, illetve a befektetések értéke közötti – aggregált módon történő – szemléltetés esetében a follow-on finanszírozások jelentik a különbséget; abban az esetben, ha egy alap a befektetést követő években follow-on finanszírozásban részesített egy portfóliócéget, akkor ezen follow-on finanszírozás összege beleszámított az adott évi befektetések értékébe, ugyanakkor a follow-on finanszírozásokat nem tekintettük új ügyleteknek, tehát az adott évi befektetések számát nem növelték.

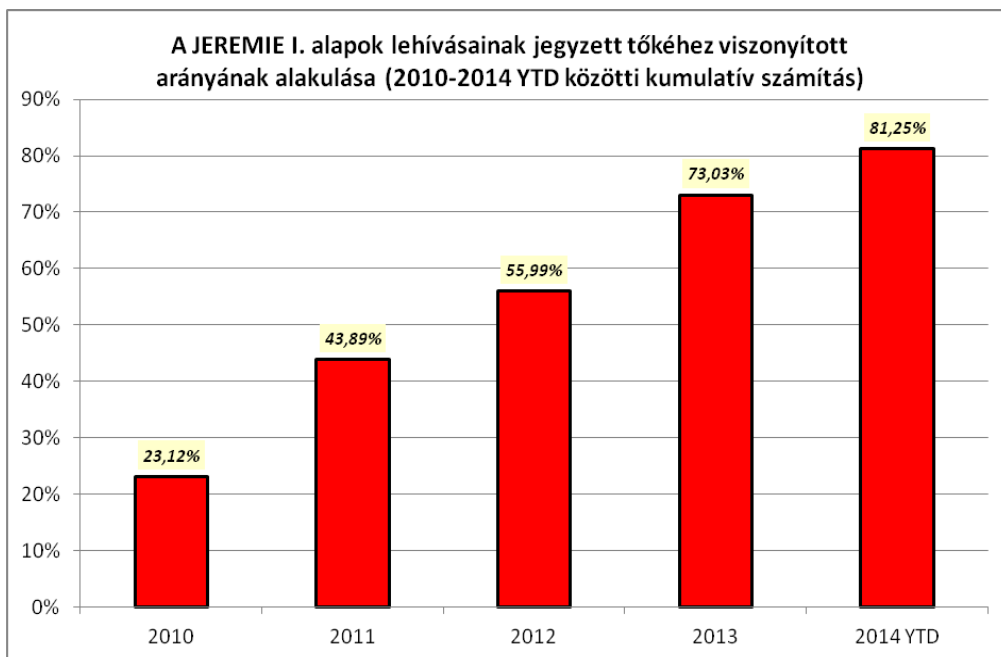
Az alapkezelők éves bontásban szolgáltatott adatokat az adott évben kiadott indikatív ajánlatok, valamint a tényleges befektetések számáról. Az adatszolgáltatás külön kitért az egyedi tranzakciókra – amely magában foglalta a következő részfejezetben bemutatásra kerülő exiteket is –, amelyen az alapkezelőknek minden tranzakciót – ide értve a follow-on finanszírozásokat és az esetleges konverziókat – külön soron kellett megjeleníteni. Két alapkezelő az általa kezelt két alap vonatkozásában részletes tranzakciós adatokat nem adott meg, ugyanakkor mindkét alapkezelő közölte az aggregált adatokat tartalmazó, a befektetések értékét a finanszírozás funkciója, valamint az egyes gazdasági ágazatok megoszlása szempontjából megbontó táblázatot. Ennek következtében a befektetések időszak alatti összértéke az egyedi tranzakciós adatok alapján készült diagramok tekintetében némi eltérést fog mutatni a befektetéseket aggregált adatokkal bemutató diagramokhoz képest.

¹⁸ Indokolt megjegyezni, hogy a VC alapok esetében a források többsége nemzetközi viszonylatban is kormányzati forrásokból származik. Az EVCA 2013. évre vonatkozó statisztikája alapján a VC alapok által gyűjtött források 38,3%-a érkezett kormányzati szervezetektől.

Az időszak alatti befektetési aktivitás különböző aspektusokból történő szemléltetése előtt indokolt megnézni, hogy a vizsgált minta tekintetében miként alakultak a 'committed capital'-ból lehívott tőkeösszegek értékei.

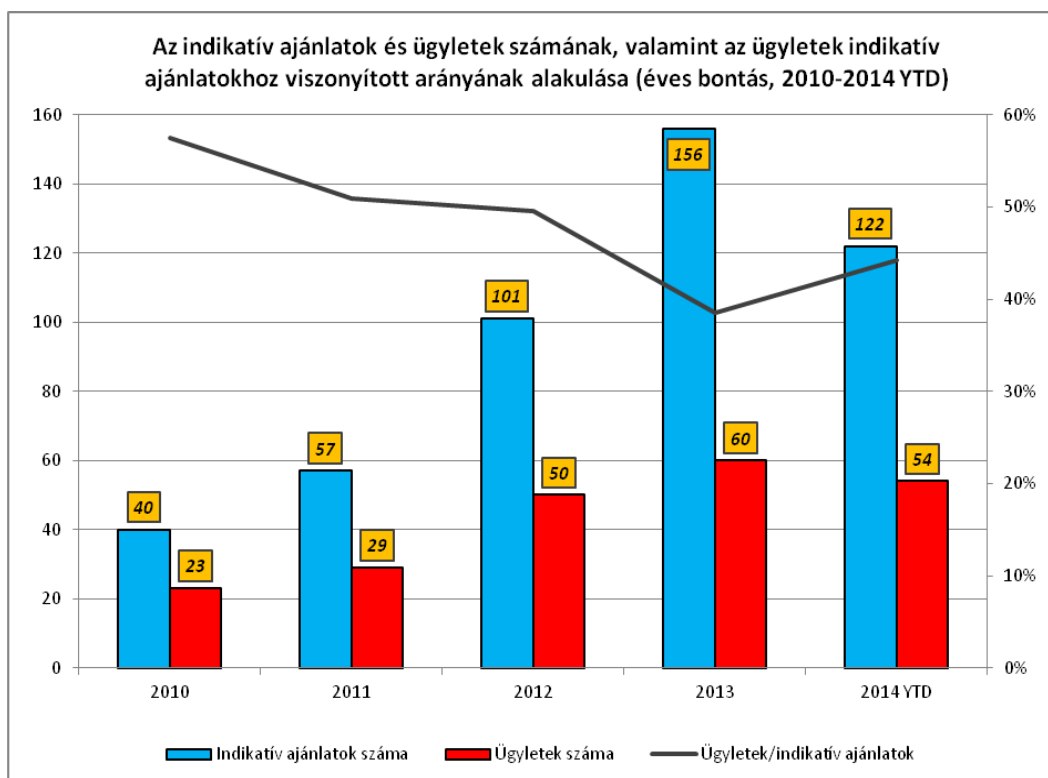


A diagramon látható, hogy a 2014 első félévében lehívott összegek értéke nagyságrendileg duplája az előző években lehívott összegeknek. Ez magyarázható egyrészt azzal, hogy a 2012-ben meghirdetett újabb JEREMIE program következtében létrehozott, és 2013-ban valamint 2014-ben elindult alapok elkezdtek bizonyos tőkeösszegeket lehívni, másrészt több JEREMIE I-es alap addicionális tőkelehívásai is növelték a 2014. első félévi összeget. A tőkelehívások szempontjából a JEREMIE I-es alapok két dolog miatt érdekesek. Egyrészt mert mára több alap elérte befektetési időszakának végét, másrészt lassan letelik az az időintervallum, amely a befektetési időszak meghosszabbításával nyitva áll az alapok számára a befektetések megvalósítására. Mindezek következtében érdemes bemutatni azt, hogy a JEREMIE I-es alapok esetében miként alakult a lehívott tőkeösszegek kumulált értéke az alapok jegyzett tőkéjéhez képest. Ezt szemlélteti a következő diagram:



Látható, hogy a JEREMIE I-es alapok jegyzett tőkéjének közel 20%-a még nem került befektetésre, amely összességében nagyságrendileg közel 9 milliárd Ft-ot jelent. Ehhez kiegészítésképpen annyit indokolt hozzátenni, hogy egyrészt az alapok lehívásaiból még nem feltétlenül következik az, hogy ezeket a pénzeket teljes egészében ki is helyezték portfóliótársaságokba, másrészt a le nem hívott összegek egy részét költségekre kell fordítani az alapok futamidejének befektetési periódust követő részében.

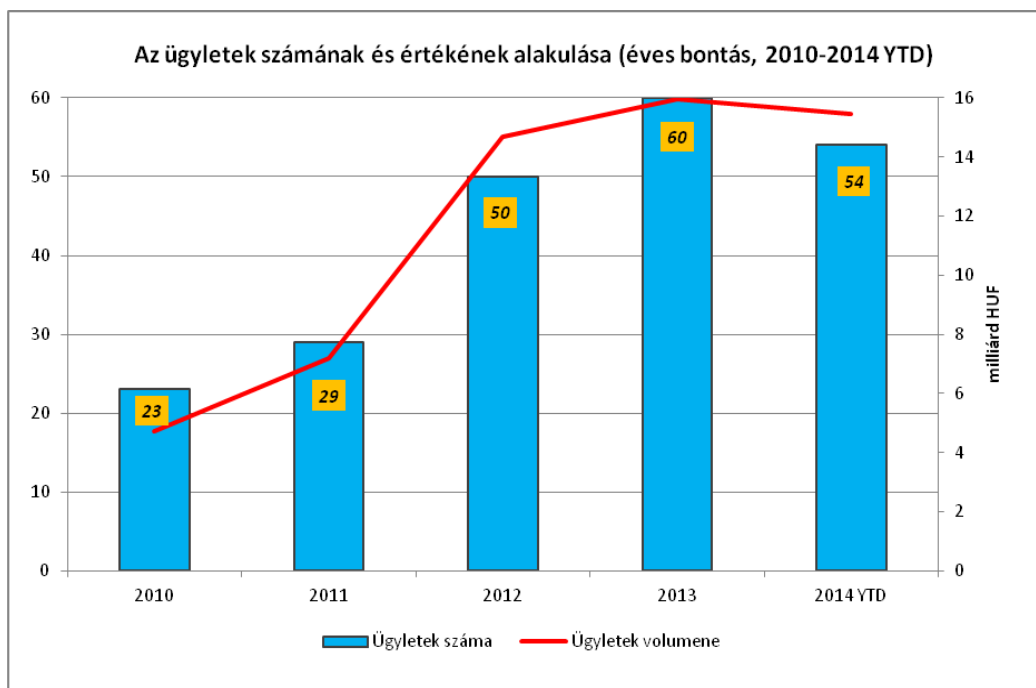
A vizsgált minta vonatkozásában az időszak alatti indikatív ajánlatok, valamint ügyletek számát, illetve az ügyletek indikatív ajánlatok számában kifejezett arányát a következő diagram mutatja be:



Az adatok alapján mind a kiadott indikatív ajánlatok, mind az ügyletek száma 2013-ig emelkedést mutat (noha az indikatív ajánlatok száma dinamikusabban bővült), és ha a három év alatti átlagos növekedési

ütemeket vesszük figyelembe, akkor a jelenleg rendelkezésre álló 2014-es adatok függvényében valószínűsíthető, hogy a növekedés mind az indikatív ajánlatok, mind az ügyletek számát tekintve folytatódik. A diagramon szereplő számok tükrében megállapítható, hogy átlagosan az indikatív ajánlatok közel 50%-ából lesz tényleges ügylet; e tekintetben a legmagasabb arányszámot a 2010-es év eredményezte: az ajánlatok közel 60%-a zárult befektetéssel, a legalacsonyabb arány pedig a 2013. évet jellemezte; az ügyletek aránya nem érte el a kiadott ajánlatok 40%-át.

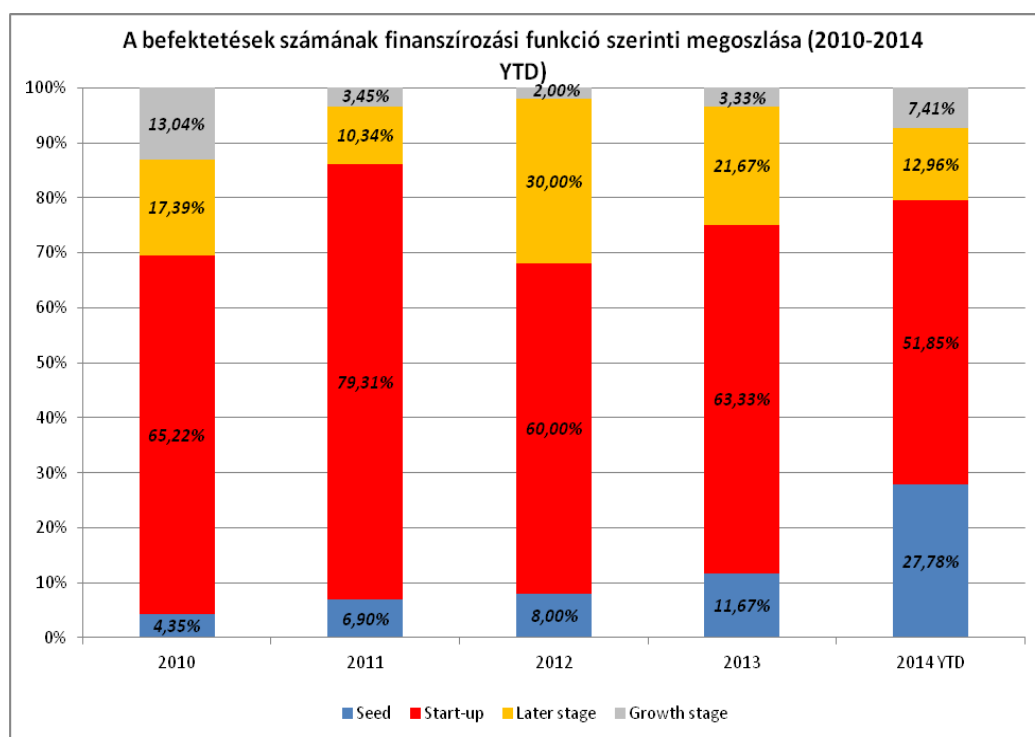
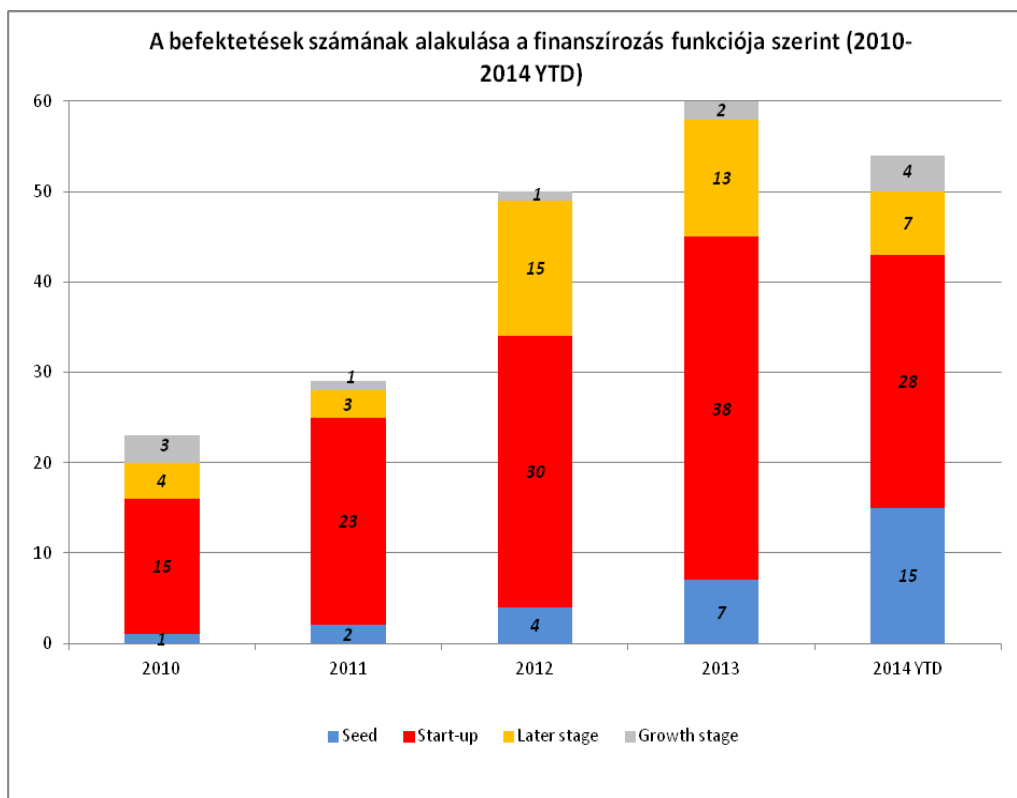
Az aggregált – tehát nem egyedi tranzakciós – adatokkal kapcsolatos statisztikák bemutatását egy összefoglaló diagrammal kezdjük, amely a vizsgált minta időszak alatti tranzakciók számának, valamint a befektetések értékének alakulását mutatja be:



Az elemzés által átfogott időszak alatt a vizsgált mintában szereplő alapok összesen 216 ügyletet valósítottak meg, míg a befektetések – ide értve a follow-on típusú befektetéseket is – összértéke 57,99 milliárd Ft volt. Az alapok kihelyezéseinek értéke a 2012. évben ugrott meg jelentősen.

A befektetési aktivitás aggregált adatokkal történő részletesebb szemléltetését a finanszírozás funkciója szerinti megbontással indítjuk, azaz azzal, hogy egyrészt az ügyletek száma, másrészt a befektetések értéke szempontjából a kihelyezések mely szakaszban lévő vállalkozásokat preferáltak.

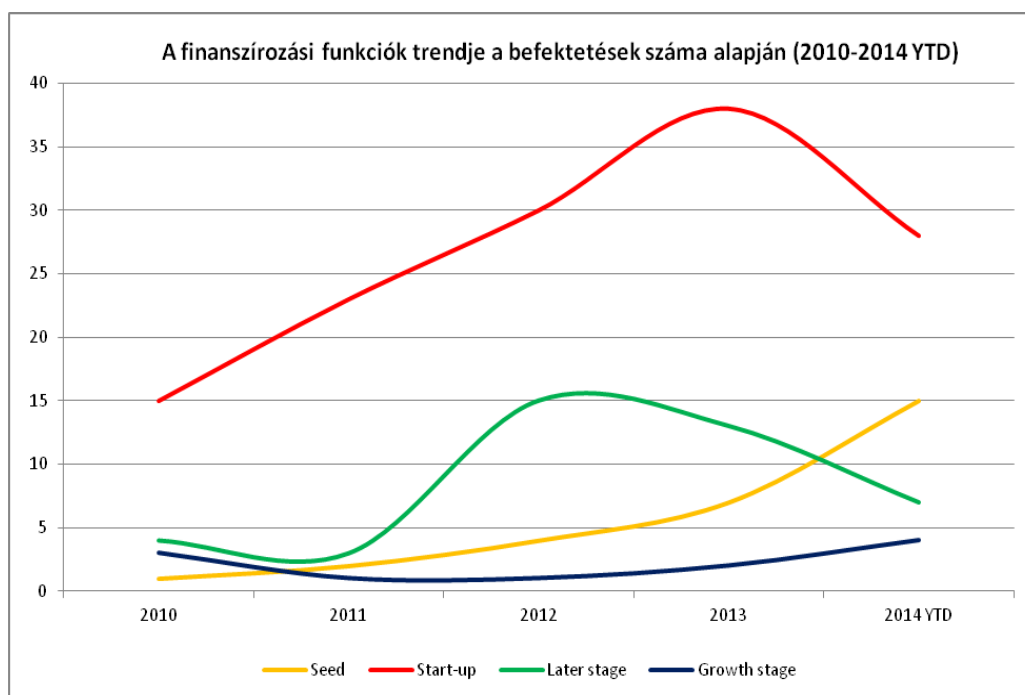
Az időszak alatti befektetések számának finanszírozási funkció szerinti, abszolút értékben történő évenkénti megbontását, valamint évenkénti relatív megoszlását a következő két diagram mutatja be:



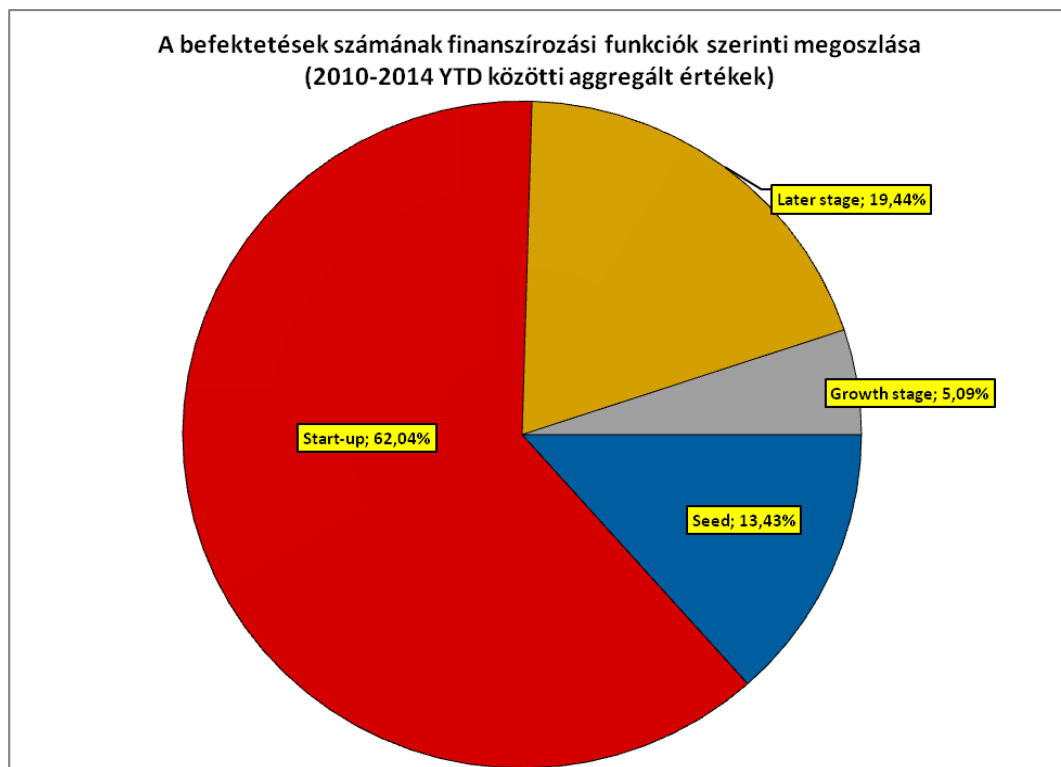
A befektetések számának finanszírozási funkció szerinti tagolása tekintetében mind az abszolút megbontás, mind a relatív megoszlás alapján szembeűnő a start-up szakaszban lévő cégek finanszírozásának dominanciája, amely mellett a második legjelentősebb súllyal a later stage szakasz rendelkezik. Figyelemre méltó, hogy a start-up finanszírozás mind abszolút, mind relatív értelemben minden vizsgált évben, illetve félévben dominálta a kihelyezéseket. Ezzel szemben a growth és seed szakaszok súlya – sem abszolút, sem relatív értelemben – nem minősíthető szignifikánsak, bár a seed szakasz esetében ez alól kivételt képez 2014 első féléve, amelynek során az ügyletek számát tekintve korábbi évekhez képest mind abszolút, mind relatív értelemben megnőtt a seed finanszírozás súlya. Ebben vélhetően jelentős szerepe van a 2012-ben

meghirdetett Közös Magvető Alap Alprogram keretében létrejött – és tisztán VC seed jellegű finanszírozást nyújtó – alapoknak, amelyek a 2013. év folyamán indultak el és valószínűsíthetően több tranzakció zárása 2014 első féléve folyamán fejeződött be.

Az ügyletek száma alapján az időszaki trend tehát egyértelműen a start-up finanszírozásról szólt, melyben 2014 első féléve mutat némi változást, egyrészt a start-up ügyletek előző két évhez képesti némi visszaesésével, másrészt a seed finanszírozás előző évekhez viszonyított emelkedésével. Mindezek mellett a later stage szakasz finanszírozásának súlya is csökkenőben van – bár még mindig magasabb, mint az időszak első két évében – a growth szakaszú finanszírozás ugyanakkor a teljes időszak alatt inszignifikáns volt.

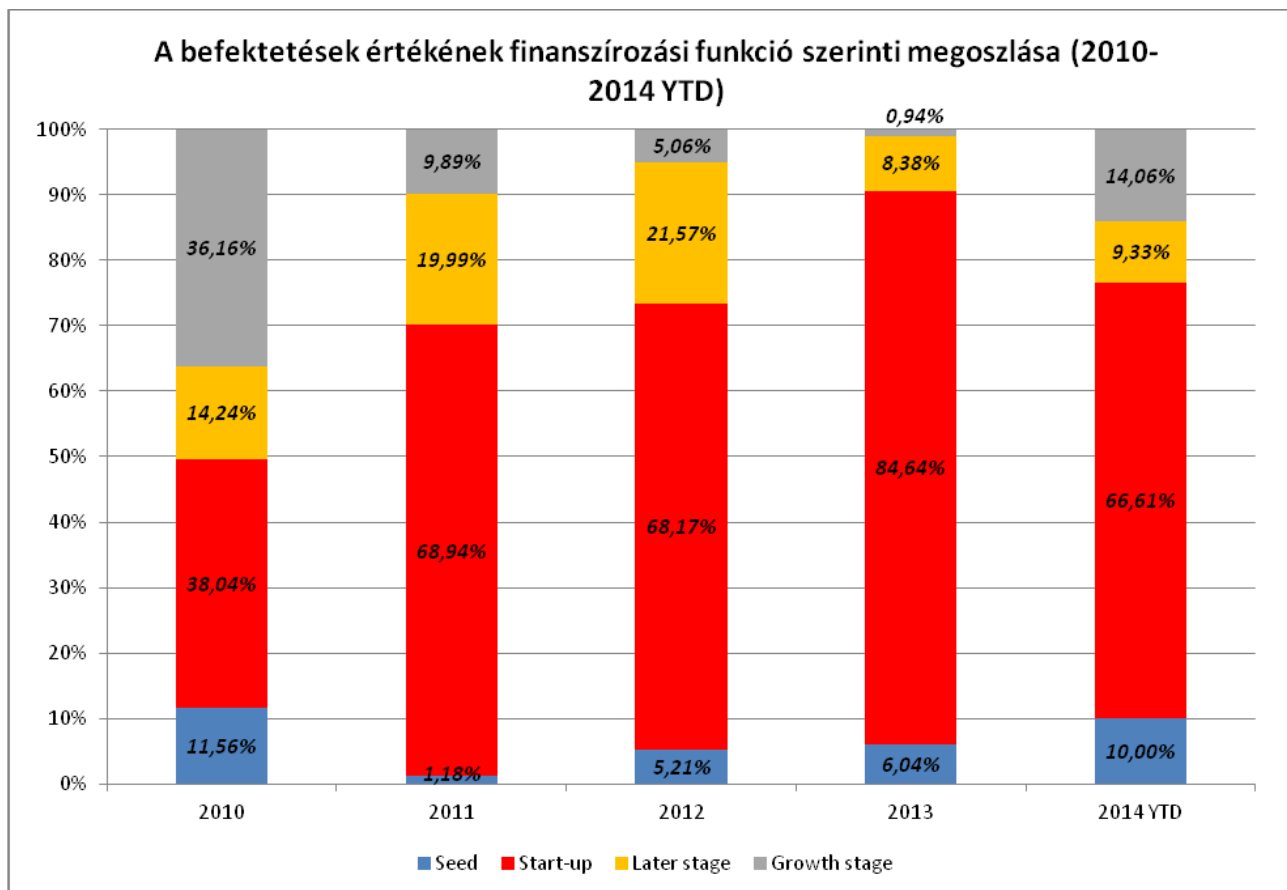
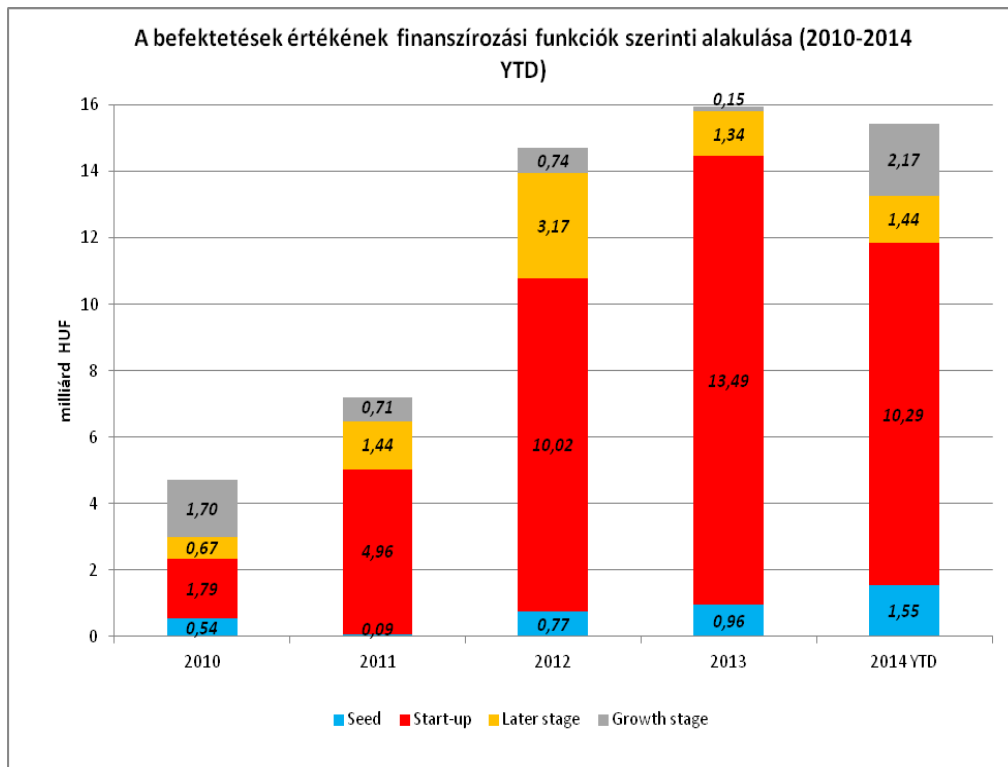


A vizsgált mintában szereplő alapok által eszközölt 216 befektetés teljes időszaki megoszlását a következő diagram tartalmazza:



A fenti kördiagram valójában az éves bontású diagramok teljes vizsgált időszaki összesítése, amely megerősíti a start-up dominanciát. Összességében tehát elmondható, hogy a befektetések számának finanszírozási funkció szerinti tagolása alapján a vizsgált mintában szereplő alapok investícióinak valamivel több, mint 62%-a a start-up vállalkozásokat finanszírozta. A later stage szakasz összesített súlya közel 20%-os, a seed szakaszé 13%-ot meghaladó volt, míg a growth szakasz súlya éppen meghaladta az 5%-ot.

Az időszak alatti befektetések értékének finanszírozási funkció szerinti tagolása hasonló eredményekre vezet, azaz visszaigazolja a start-up szakaszú finanszírozás dominanciáját. A kép azonban annyiban árnyaltabb, hogy a befektetési összegek alakulása jellemzően egyenesen arányos a vállalati életciklussal, vagyis az életciklus későbbi stádiumú szakaszában általában kevesebb ügylet van, ugyanakkor a tranzakciók értéke meghaladja a korai szakaszú ügyletekre jellemző befektetési értékeket. A befektetések értékének finanszírozási funkció alapján, abszolút értékben történő évenkénti megbontását, valamint évenkénti relatív megoszlását a következő két diagram mutatja:



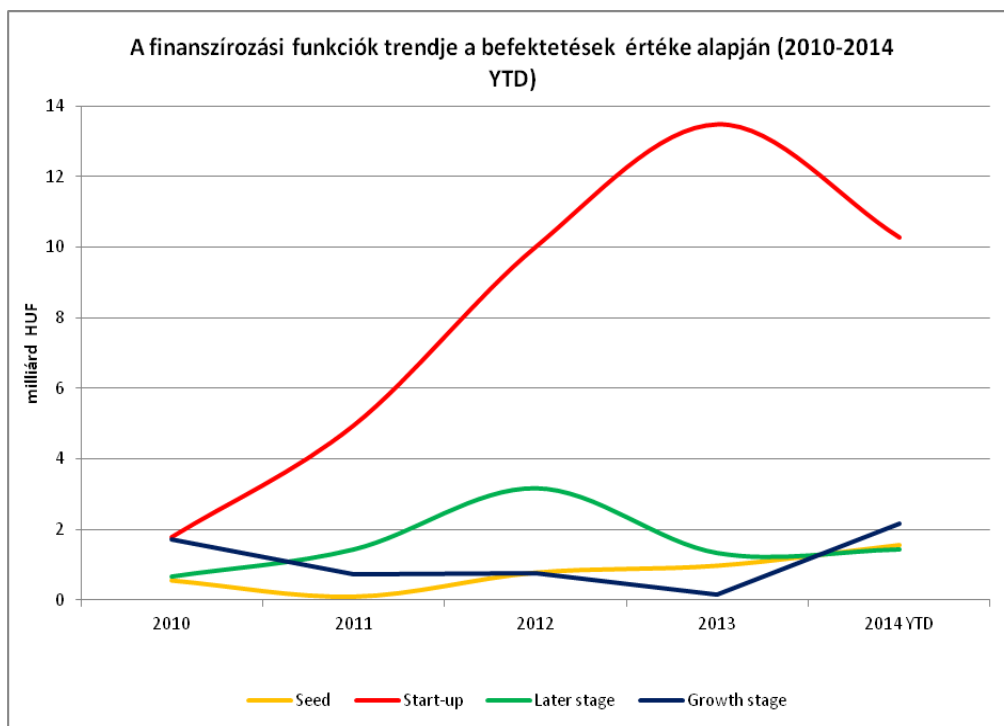
Elsősorban a relatív arányok alakulása érdekes, mégpedig rögtön a 2010. évet illetően: a befektetési értékek szerinti megoszlás ebben a tekintetében tér el leginkább a befektetések száma szerinti megoszlástól. A start-up cégek finanszírozásának befektetési érték szerinti aránya ugyanis „csak” 38,04%, szemben a befektetések száma szerinti 65,22%-os aránnyal. A 2010. év tekintetében további jelentős különbség mutatkozik a growth stage szakaszú finanszírozásban: a 2010-ben megvalósított 3 growth típusú

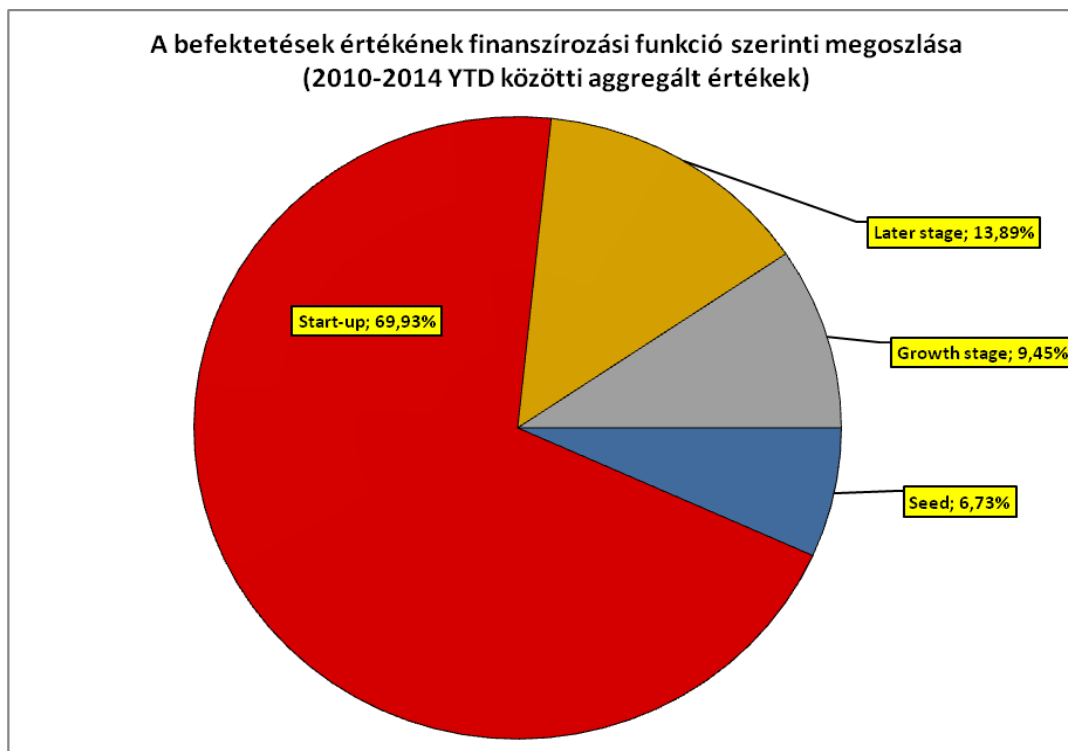
ügylet a befektetési érték tekintetében 36,16%-os részesedést jelent, míg a darabszám alapján ugyanezen arány mértéke 13,04%. Az egyes szakaszokba történő befektetések nagysága közötti különbségeket jól érzékelteti az is, hogy a 2010-ben eszközölt 15 start-up investíció a befektetési érték alapján alig eredményezett magasabb arányszámot, mint a 3 growth stage ügylet befektetési értékének aránya.

A befektetési értékek alapján számolt megoszlás nagyobb eltérést mutat még a 2013. év vonatkozásában is, ahol viszont a start-up finanszírozás súlya több mint 20%-kal magasabb a befektetések száma szerinti súlytól. Ebben az évben a later stage szakaszú finanszírozás befektetési értékek alapján számolt részarányában tapasztalható egy 13%-ot meghaladó csökkenés a befektetések darabszáma szerinti részarányhoz képest.

A befektetések darabszáma és mérete alapján számolt arányok közötti különbség a seed szakaszú finanszírozás esetében is szembetűnő: a 2010. évet leszámítva a befektetések darabszáma alapján kalkulált arányszám minden évben (illetve az utolsó félévben) magasabb a befektetési értékek alapján számolt arányszámnál. Az egyes arányszámok közötti eltérést jól érzékelteti 2014 első féléve, amelynek során a seed típusú befektetések darabszám alapján történő részesedése közel 28%-os volt, a befektetési érték tekintetében ugyanakkor az arány 10%. Ez is arra utal, hogy ezen nagyon korai stádiumú szegmensben a kisebb összegű – ugyanakkor gyakoribb – ügyletek jellemzőek.

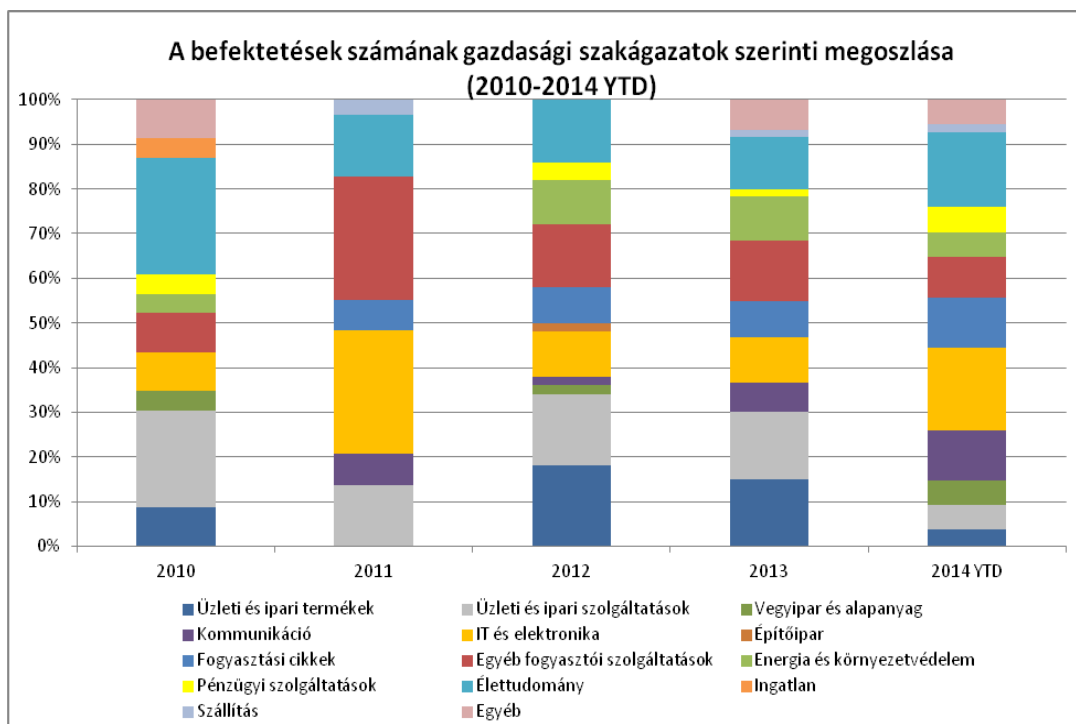
Az időszak alatti befektetések értékének funkcionális tagolását bemutató vonaldiagramon, valamint az időszak alatti befektetések értékét összesítve ábrázoló kördiagramon egyaránt hasonló kép rajzolódik ki, mint a darabszámok alapján. A start-up finanszírozás a befektetések értéke tekintetében is egyértelműen dominált, a seed szakasz darabszám alapján megfigyelhető elmúlt évekbeli növekedése ugyanakkor kevésbé érzékelhető a befektetési érték alapján készült vonaldiagramon, illetve az összesített befektetési érték tekintetében számolt arány (6,73%) csak felét teszi ki a darabszám alapján kalkulált összesített arálynak (13,43%).



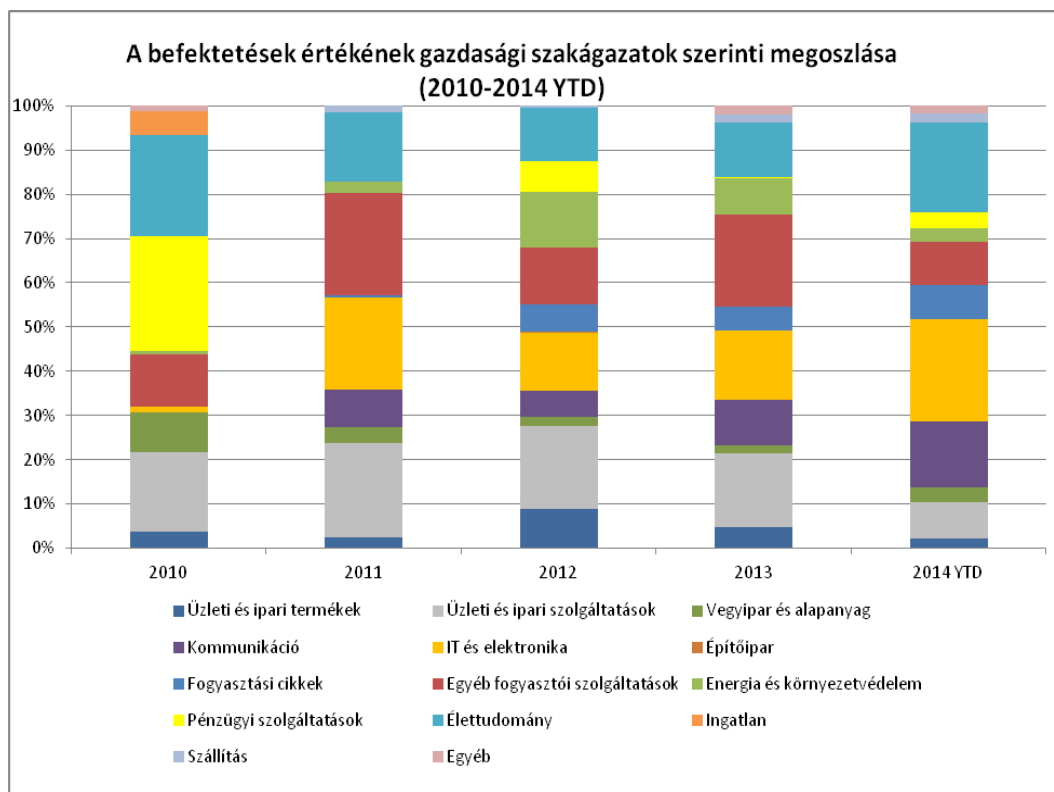


A befektetések finanszírozási funkciók szerinti tagolását követően a befektetések gazdasági ágazatok közötti megoszlását mutatjuk be. A metodika ebben az esetben is ugyanaz, mint a finanszírozási funkciók esetében, azaz a gazdasági ágazatok közötti megoszlás mind a befektetések darabszáma, mind a befektetések értéke szempontjából bemutatásra kerül. Szeretnénk hangsúlyozni, hogy – tekintettel arra, hogy az EVCA a gazdasági ágazatokat 15 alkategóriára bontja – az éves bontású diagramok ebben az esetben kevésbé szemléletesek. Ennek következtében indokolt a teljes időszak alatti arányszámok bemutatása, mind a darabszámok, mind a befektetési értékek tekintetében, továbbá az alfejezet későbbi részében bemutatásra kerül az is, hogy a vizsgált mintában szereplő alapok által az időszak alatt kihelyezett tőke a finanszírozási funkciókat tekintve mely iparágakat preferálta leginkább (azaz pl. a start-up szakaszú finanszírozás esetében milyen volt a gazdasági ágazatok közötti megoszlás).

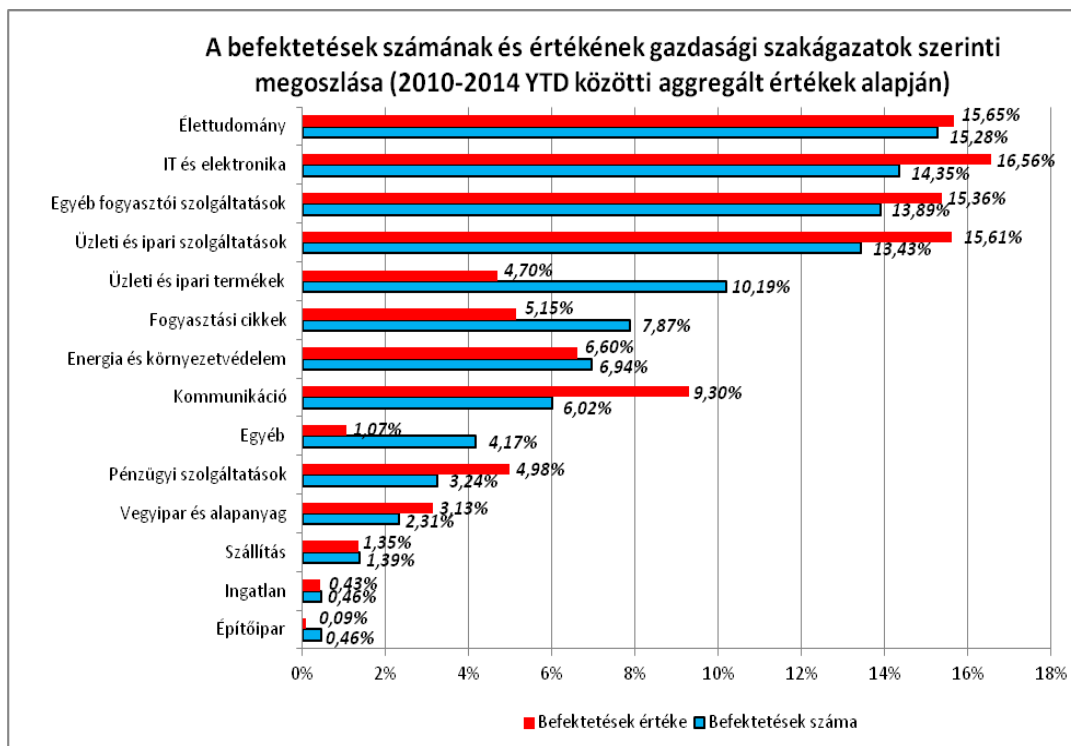
A befektetések darabszáma alapján az egyes gazdasági ágazatok közötti megoszlást éves bontásban a következő diagram mutatja be:



A gazdasági ágazatok befektetési értékek szerinti megoszlását éves bontásban a következő ábra szemlélteti:



A fenti két diagram tartalmához képest egyértelműbb kép rajzolódik ki az egyes gazdasági ágazatok vizsgált alapok általi preferáltságáról a következő ábra adatai alapján, amely a teljes vizsgált időszak adatait összesítve mutatja be az ágazatok megoszlását:



A kihelyezések darabszáma alapján a vizsgált időszak alatti befektetések több mint 50%-a négy ágazatra koncentrálódott: az élettudományokkal kapcsolatos ágazatra, az IT-jellegű és más elektronikai fogyasztási cikkekre, az egyéb fogyasztói szolgáltatásokra, valamint az ipari és üzleti szolgáltatásokra. Mindezek mellett közel 10%-os súlyt képviselnek az ipari és üzleti termékek, illetve a pénzügyi szolgáltatások. A fogyasztói javak, a kommunikáció, valamint a természeti környezettel kapcsolatos ágazatok súlya 5 és 10% között volt, míg a legalacsonyabb (1% alatti) súlyokkal az ingatlan és az építőipari ágazatok rendelkeztek.

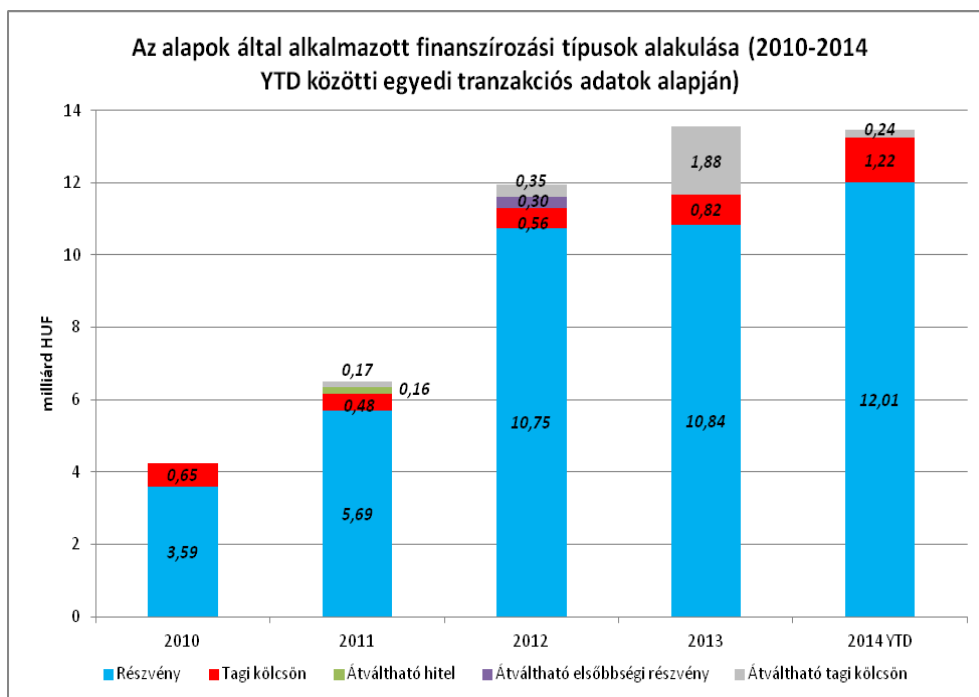
A befektetések értékénél még a darabszámok alapján tapasztalatnál is nagyobb koncentráció figyelhető meg. A vizsgált időszakban megvalósított ügyletek értékének 63,18%-át ugyanazon négy szakágazatban végrehajtott befektetések tették ki, amelyek az investíciók darabszáma alapján is a legmagasabb arányokkal rendelkeztek. A legnagyobb volumenben az IT-jellegű és más elektronikai fogyasztási cikkek előállításával kapcsolatos ágazatban került sor befektetésekre (melynek aránya 16,56% volt), de az investíciók értékét tekintve egyaránt 15% feletti megoszlással rendelkeznek az élettudományok, az egyéb fogyasztói szolgáltatások, valamint az üzleti és ipari szolgáltatások előállításával, illetve nyújtásával kapcsolatos ágazatok. A kommunikáció súlya majdnem elérte a 10%-ot, az építőipar, valamint a szállítással és az ingatlanokkal kapcsolatos ágazatok jelentősége pedig a volumenek alapján is marginális volt. Indokolt még megemlíteni a pénzügyi szolgáltatásokat, amelyek a befektetések számát tekintve 3,24%-os, a volumen szempontjából pedig közel 5%-os súllyal rendelkeztek. Ennek magyarázata, hogy a JEREMIE programok pályázati kiírásainak értelmében nem nyújtható támogatás olyan vállalkozások számára, amelyek a pénzügyi ágazatban¹⁹ tevékenykednek. Nem véletlen, hogy a vizsgált időszak alatt a pénzügyi szolgáltatásokba irányuló befektetéseket kizárólag nem-JEREMIE alapok valósították meg.

Az egyedi tranzakciós adatok segítségével egyrészt azt szeretnénk bemutatni, hogy a vizsgált mintában szereplő alapok a vizsgált időszak alatt milyen módon finanszírozták a portfóliótársaságokat, másrészt szemléltetésre kerül, hogy milyen finanszírozási formák jellemzőek az egyes életszakaszokban, továbbá az

¹⁹ A hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló 1996. évi CXII. törvény II. sz. mellékletének 8. pontjában meghatározott vállalkozások.

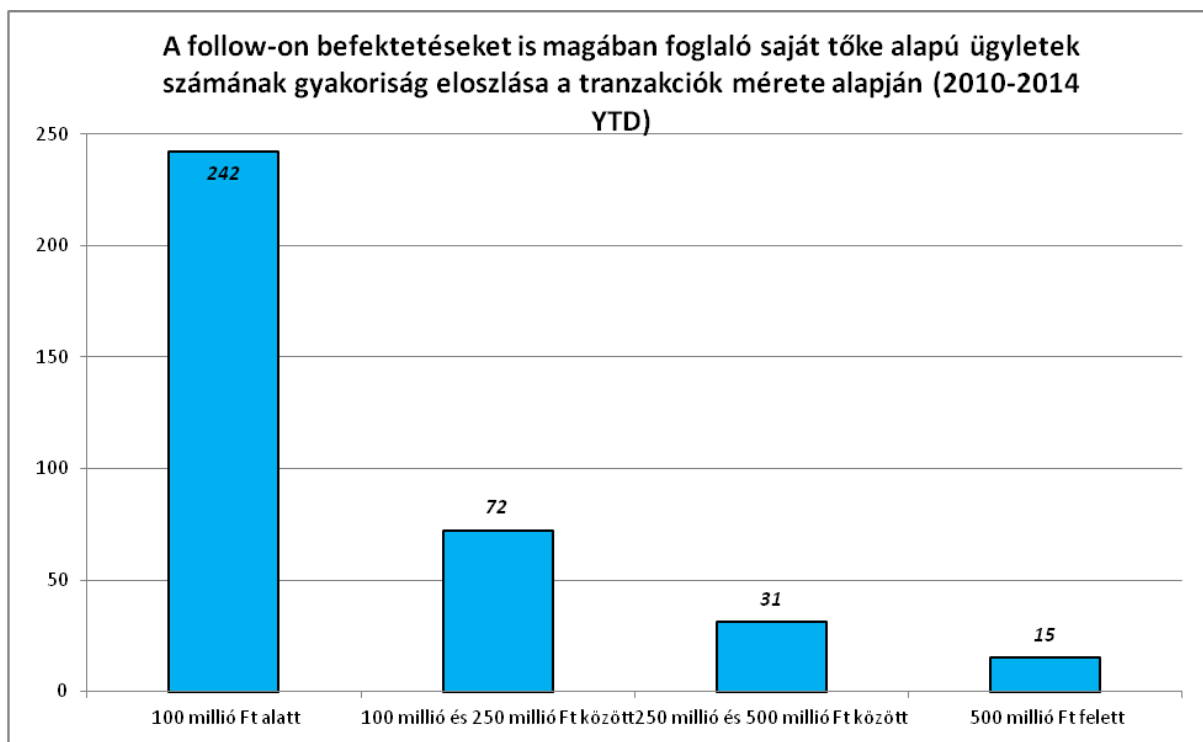
egyes finanszírozási szakaszokon belül milyen volt az előzőekben említett gazdasági ágazatok preferáltsága. Ennél a pontnál a teljesség kedvéért ismét indokolt hangsúlyozni, hogy két alapkezelő az általa kezelt két alap vonatkozásában nem szolgáltatott egyedi tranzakciós adatokat. Ennek következtében a befektetések – ide értve a follow-on befektetéseket is – egyedi tranzakciók alapján számolt összértéke alacsonyabb az aggregált adatok szerinti értéknél (follow-on befektetésekkel együtt a vizsgált mintában szereplő alapok a vizsgált időszak alatt az aggregált adatok alapján 57,99 milliárd Ft, az egyedi tranzakciós adatok alapján 49,72 milliárd Ft értékű befektetést valósítottak meg).

Az egyedi tranzakciók értéke alapján a vizsgált alapok által alkalmazott finanszírozási formák meglehetősen egyértelmű képet mutatnak:



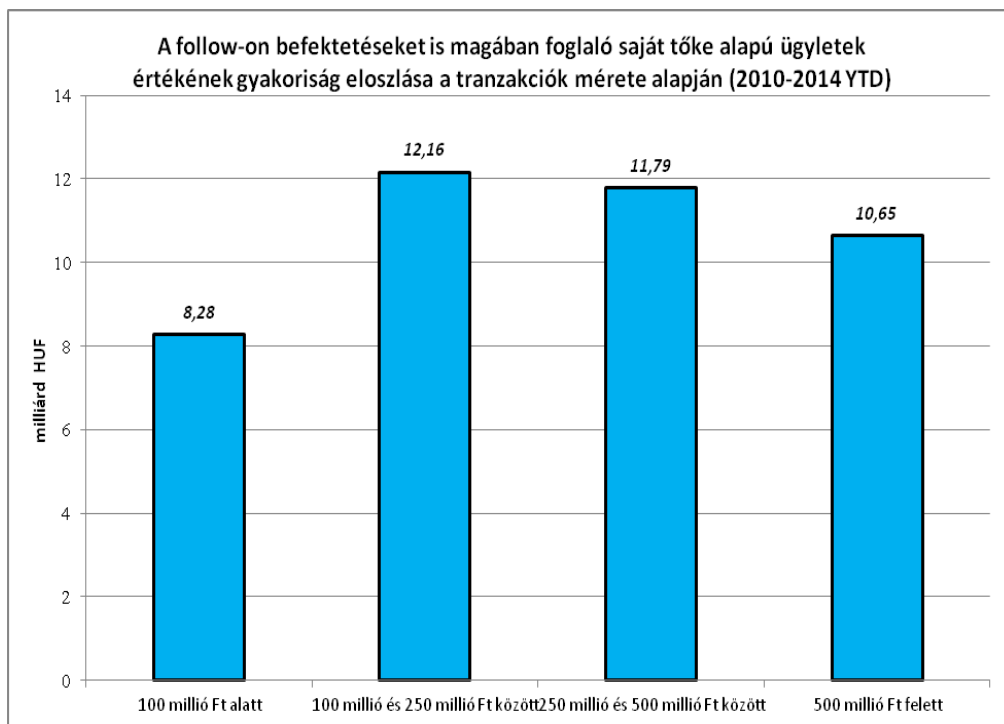
Ha figyelembe vesszük azt, hogy a vizsgált mintában szereplő alapok több mint 70%-a JEREMIE alaphoz minősül (amely alapok tőke jellegű finanszírozást, illetve tagi kölcsönt nyújthatnak), másrészt a vizsgált minta alapjai szinte kizárólag VC jellegű befektetéseket folytatnak, akkor az equity befektetések domináns súlya nem hathat a meglepetés erejével. Ehhez képest mind a tagi kölcsönök, mind a valamilyen konverziós jogot biztosító instrumentumok jelentősége marginális. Érdekes megjegyezni, hogy átváltható kötvény (convertible debt), illetve átváltható elsőbbségi részvény (convertible preferred) kibocsátására a vizsgált időszak alatt kizárólag egy-egy ügylet keretében került sor (előbbire 2011-ben, utóbbira 2012-ben került sor).

Figyelembe véve az equity jellegű tranzakciók jelentőségét, ezen finanszírozási formát indokoltnak tartjuk egy kicsit részletesebben megvizsgálni. Az alábbi táblázat egy olyan gyakoriság-eloszlást szemléltet, ahol az equity jellegű tranzakciók darabszáma került évenként megbontásra a tranzakciók mérete alapján meghatározott sávok szerint:



Jól látható, hogy az egyedi tranzakciók darabszáma alapján a 100 millió Ft-ot nem meghaladó méretű equity tranzakciók aránya kimagasló (67,22%), de ha ehhez még hozzávesszük a 100 millió Ft feletti, ugyanakkor a 250 millió Ft-ot el nem érő equity tranzakciók arányát (20%), akkor megállapítható, hogy a vizsgált alapok által a vizsgált időszak alatt eszközölt equity tranzakciók jellemző mérete az esetek közel 90%-ában 250 millió Ft alatti volt. A 250 millió Ft feletti, de 500 millió Ft-ot nem meghaladó equity tranzakciók aránya nem érte el a 10%-ot (8,61%), az 500 millió Ft feletti equity tranzakciók aránya pedig 5% alatti (4,17%). Az equity tranzakciók darabszáma alapján összességében elmondható, hogy a piacon a 100 millió Ft alatti ügyletek domináltak.

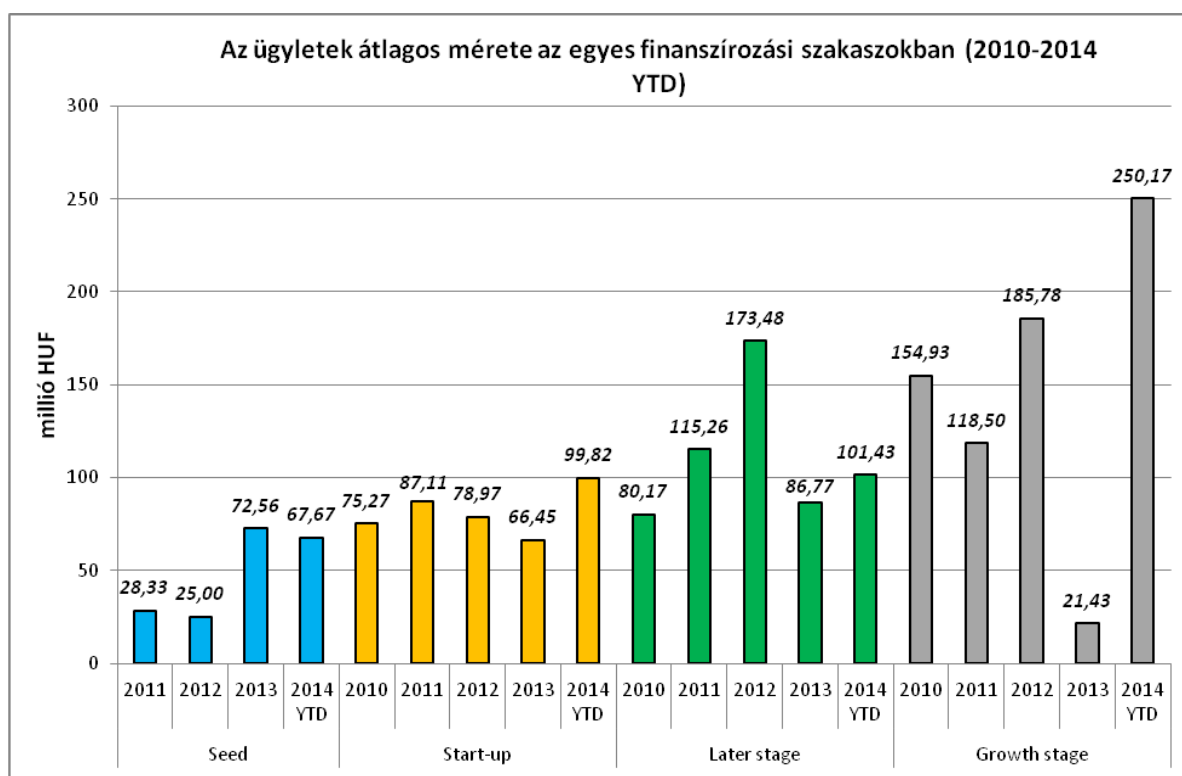
Teljesen más képet kapunk akkor, ha a befektetések értéke alapján nézzük meg az egyes sávok arányait. Ezt mutatja be a következő ábra:



Az ábrával kapcsolatban indokolt megjegyezni, hogy egyrészt nem kumulatív²⁰ szemléletben készült, másrészt a ténylegesen folyósított összegeket tartalmazza. A darabszámok szerinti gyakoriság eloszláshoz képest a legszembetűnőbb változás, hogy a legnagyobb számban előforduló 100 millió Ft alatti equity tranzakciók aggregált értéke volt a legalacsonyabb a vizsgált időszakban. A legmagasabb aggregált értékkel a 100 és 250 millió Ft közötti befektetések rendelkeztek, de ettől nem sokkal marad el a 250 és 500 millió Ft közötti intervallumba eső befektetések aggregált értéke sem. Az 500 millió Ft feletti tranzakciók aggregált volumene több mint 2 milliárd Ft-tal volt magasabb a 100 millió Ft alatti befektetések aggregált értékénél. Ez arra enged következtetni, hogy a vizsgált időszak alatt a piacot a nagyszámú, ugyanakkor jellemzően kisebb (100 millió Ft alatti) befektetési értékkel rendelkező equity tranzakciók jellemezték.

Korábban már utaltunk arra, hogy a vállalati életciklus előrehaladtával a tranzakciók befektetési mérete jellemzően növekszik. Ennek következtében érdemes megnézni, hogy a vizsgált időszakban miként alakultak az egyes finanszírozási szakaszokban eszközölt tranzakciók – ebben az esetben már nem kizárólag az equity jellegű tranzakciókról beszélünk – átlagos értékei. Ezt szemlélteti éves bontásban a következő diagram:

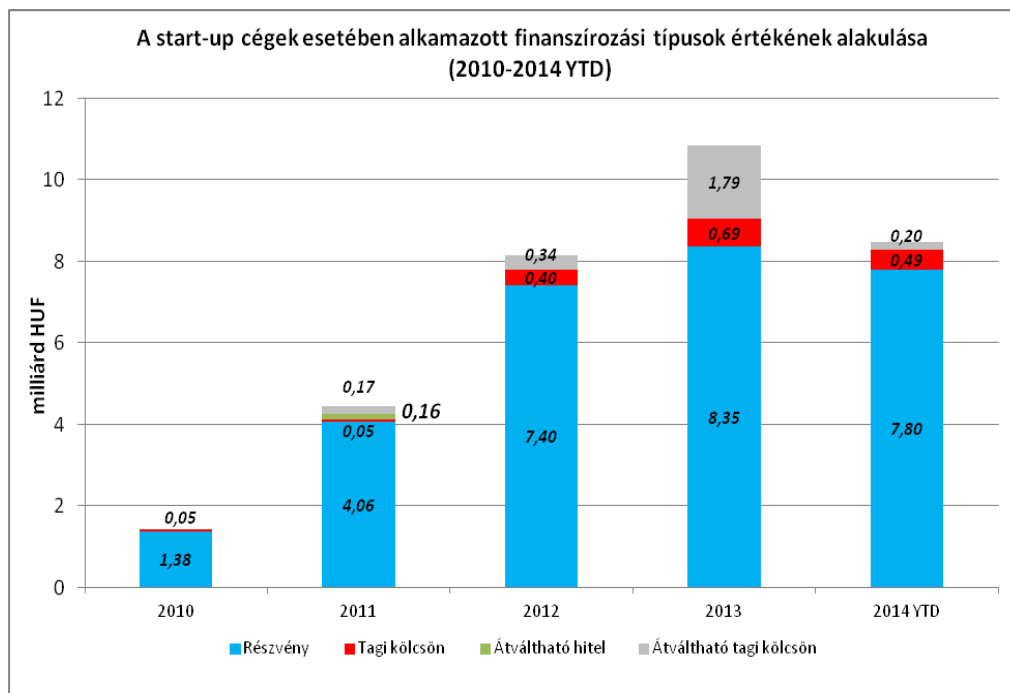
²⁰ Ez azt jelenti, hogy minden ténylegesen folyósított befektetés csak egyszer került figyelembe vételre. Ha egy vállalkozás az első évben 100 millió Ft, a másodikban pedig 50 millió Ft finanszírozásban részesül, akkor mindkét befektetés a 100 millió Ft alatti kategóriába esik, függetlenül attól, hogy a teljes befektetés értéke 150 millió Ft.



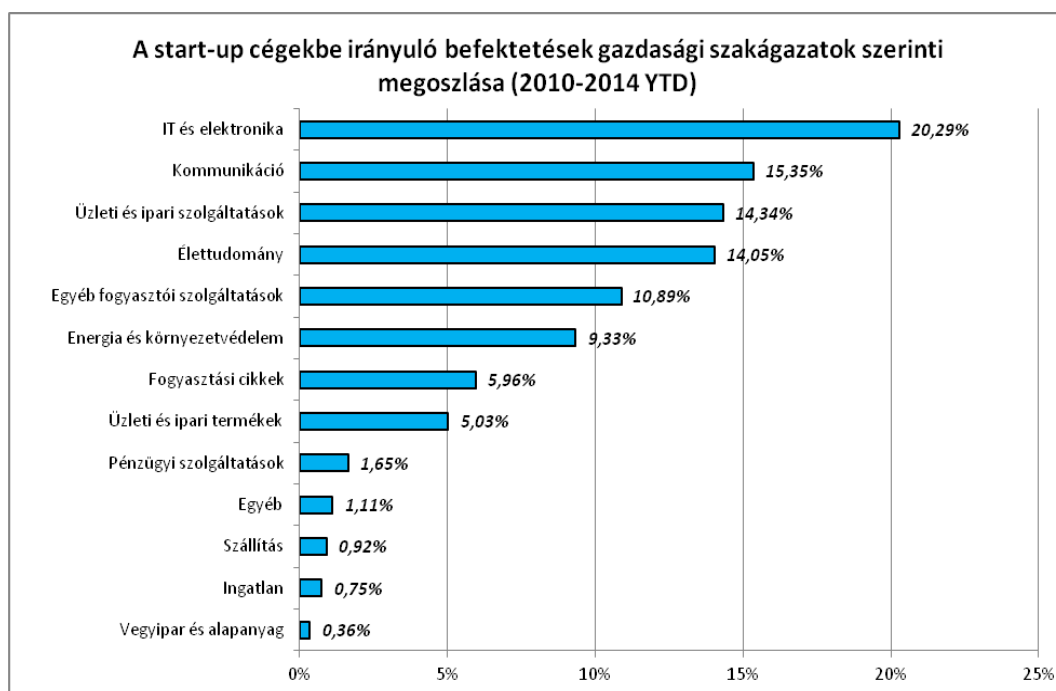
A diagrammal kapcsolatban szükséges megjegyezni, hogy a seed szakasz esetében nem tartalmazza a 2010. év átlagos értékét, ugyanis az év folyamán egyedülként eszközölt seed tranzakció értéke meghaladta az 500 millió Ft-ot. Ezen tranzakciós érték jelentősen torzította volna az átlagot.

Az egyes finanszírozási szakaszokra jellemző átlagos tranzakciós volumenek alapvetően jól érzékeltetik azt, hogy minél későbbi a vállalati életciklus, annál magasabb a befektetési tranzakciók volumene. A már említett seed szegmens e tekintetben azért mutat némi szórást, mert 2011-hez, illetve 2012-höz képest 2013-ban és 2014 első félévében némileg megemelkedtek a tranzakciók átlagos értékei. A start-up szakasz esetében a tranzakciók átlagos volumene egy viszonylag jól behatárolható sávban, 66 millió és 100 millió Ft között, míg a later stage esetében ennél szélesebb tartományban, 80 és 173 millió Ft között – de az átlagok átlagát tekintve 100 millió Ft-ot meghaladóan – alakult. A growth stage esetében is van egy olyan érték, amely kilóg a sorból, ezt azonban a teljesség kedvéért mégis feltüntettük. Ezt az értéket leszámítva jól látható, hogy a growth stage szakaszra inkább a 150 millió Ft-ot meghaladó tranzakciók voltak a jellemzőek.

A következőkben finanszírozási szakaszonként mutatjuk be, hogy az egyes szakaszokban milyen finanszírozási instrumentumok alkalmazása a jellemző, illetve, hogy milyen az egyes gazdasági ágazatok preferáltságának életciklusokon belüli megoszlása. A sort a start-up szakasszal kezdjük, amelyet az indokol, hogy a vizsgált időszakban – az aggregált adatokat figyelembe véve – a finanszírozás funkcióját tekintve mind a befektetések száma, mind a befektetések értéke alapján döntő részben ebbe a szegmensbe történtek a legnagyobb kihelyezések. A start-up cégek finanszírozási struktúráját tekintve semmi meglepő nincsen: az equity dominanciája mellett kizárólag tagi kölcsön, illetve átváltható tagi kölcsön fordul elő, illetve egyetlen tranzakció esetében találkozunk átváltható kötvénnyel is:



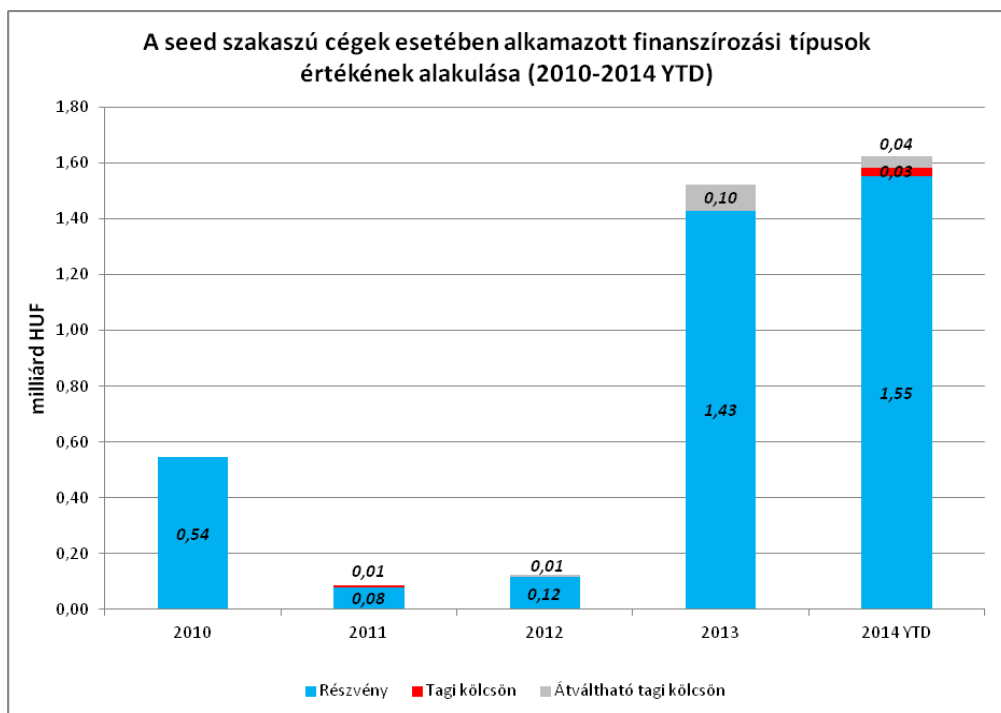
A start-up cégek esetében a gazdasági ágazatok – egyedi tranzakciós adatok alapján számolt – megoszlását a következő diagram mutatja be:



Tekintettel arra, hogy a vizsgált időszak alatti kihelyezések esetében a start-up cégek domináltak, ezért a gazdasági ágazatok start-up cégek esetében számolt megoszlásának a teljes vizsgált minta szempontjából meghatározó jelentősége van. Az időszakban végrehajtott start-up szakaszú befektetések értékének több mint 20%-át az IT-jellegű és más elektronikai fogyasztási cikkek előállításával kapcsolatos ágazatba irányuló befektetések tették ki, mely ágazat az aggregált adatok befektetési volumenét tekintve a legnagyobb súllyal (16,56%) rendelkezett. A start-up kihelyezések értékének több mint 15%-a a kommunikációba, több mint 14%-a pedig az üzleti és ipari szolgáltatásokba, valamint az élettudományokba irányult. Mindezek mellett az egyéb fogyasztói szolgáltatások súlya haladta meg a 10%-ot. A felsorolt öt gazdasági szakágazat teljes egészében megegyezik az aggregált adatok befektetési volumene alapján leginkább preferált öt ágazattal.

Ehhez annyit indokolt hozzátenni, hogy a start-up befektetéseket tekintve a kommunikáció súlya valamivel több, mint 6%-kal magasabb az aggregált adatok alapján számolt aránynál, amely arra enged következtetni, hogy a kommunikációs ágazaton belül meghatározóak voltak a start-up befektetések (ezzel kapcsolatban lásd a későbbiekben bemutatásra kerülő táblázatokat). Az aggregált adatok ismeretében nem meglepő a szállítással és az ingatlanokkal²¹ kapcsolatos ágazatokba irányuló start-up befektetések nagyon alacsony súlya, az építőiparba pedig nem is történtek start-up szakaszú investíciók a vizsgált időszak alatt.

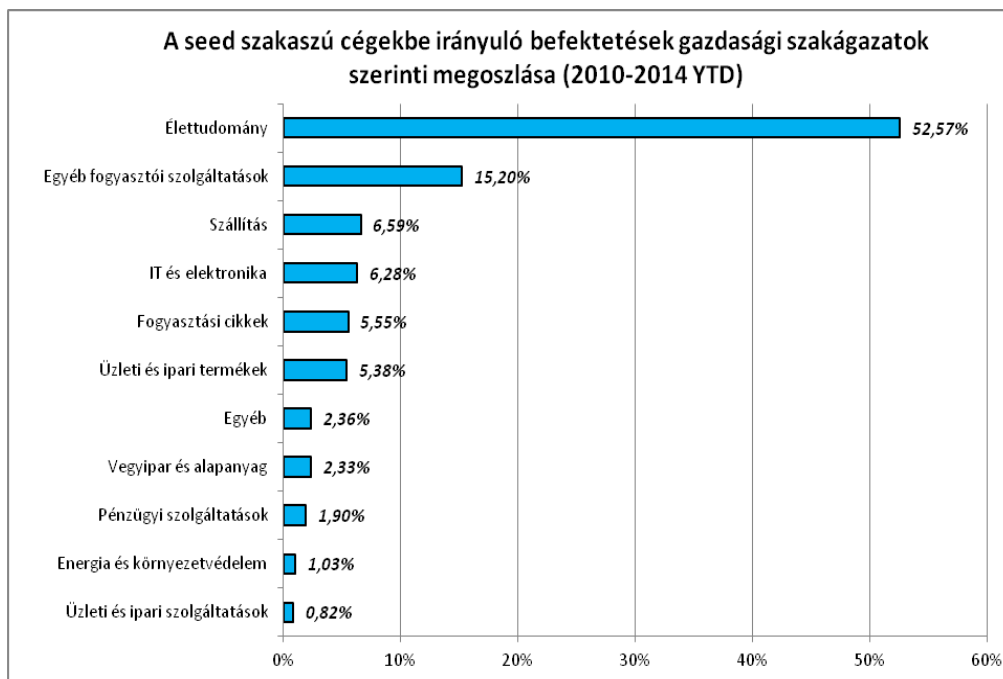
A seed szakasz esetében alkalmazott finanszírozási formák talán még a start-up szakasznál is egyértelműbb képet mutatnak, mivel ezen szakaszt még inkább az equity²² jellegű finanszírozás dominálta, amely mellett kizárólag tagi kölcsönök és átváltható tagi kölcsönök fordultak elő kisebb mértékben:



A seed cégek esetében a gazdasági ágazatok eloszlása a következő volt az egyedi tranzakciók alapján:

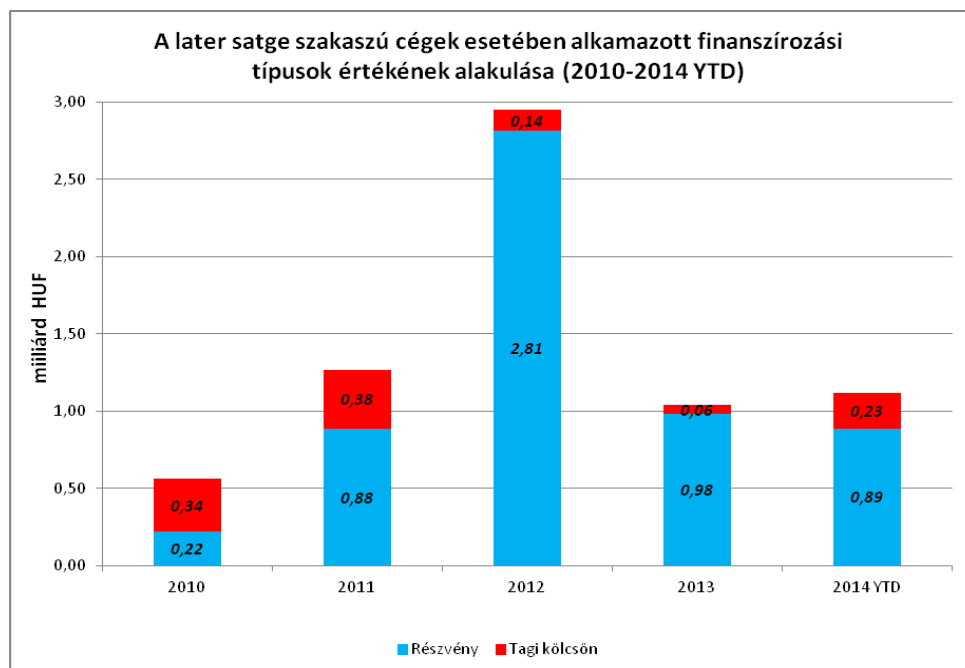
²¹ Itt ismét indokolt utalni arra, hogy a JEREMIE programok keretében nem nyújtható támogatás kereskedelmi (azaz ingatlan-értékesítési) célú ingatlanfejlesztési tevékenységre, illetve az ilyen jellegű tevékenységeket jellemzően ingatlanalapok végzik.

²² Ez teljesen természetesen, hiszen - a tulajdonost leszámítva - fedezet hiányában nincs aki hitelt nyújtana.

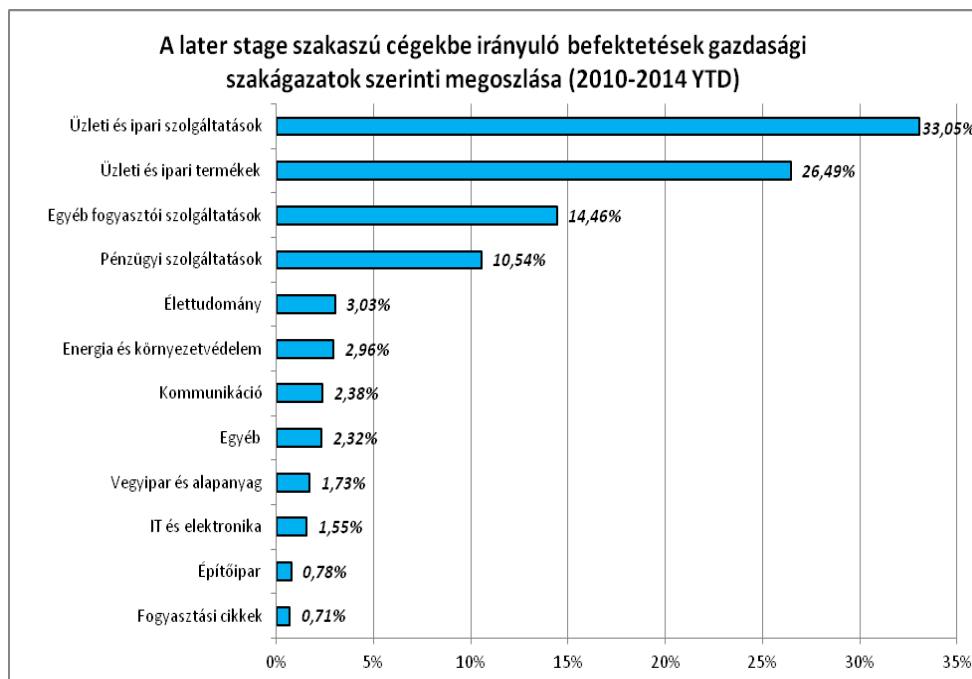


Látható hogy ebben a szakaszban teljesen más kép rajzolódik ki, mint a start-upok esetében, ugyanis a seed szakaszba irányuló kihelyezések több mint fele az élettudományokkal kapcsolatos ágazatba irányult, amely valószínűsíthetően hozzájárult ahhoz, hogy az ágazat a vizsgált alapok aggregált befektetésének értékét figyelembe véve a harmadik legnagyobb súllyal rendelkezik. A seed szakaszon belül az egyéb fogyasztói szolgáltatások súlyát leszámítva más ágazat súlya nem szignifikáns; érdekességképpen annyi elmondható, hogy a vizsgált időszak alatti aggregált befektetések szempontjából nagyon alacsony súllyal (1,35%) rendelkező szállítási ágazat a seed szakasz esetében a harmadik legmagasabb aránnyal rendelkezik.

A later stage szakaszú cégeket a vizsgált időszak alatt kizárólag equity-vel és tagi kölcsönrel finanszírozták:

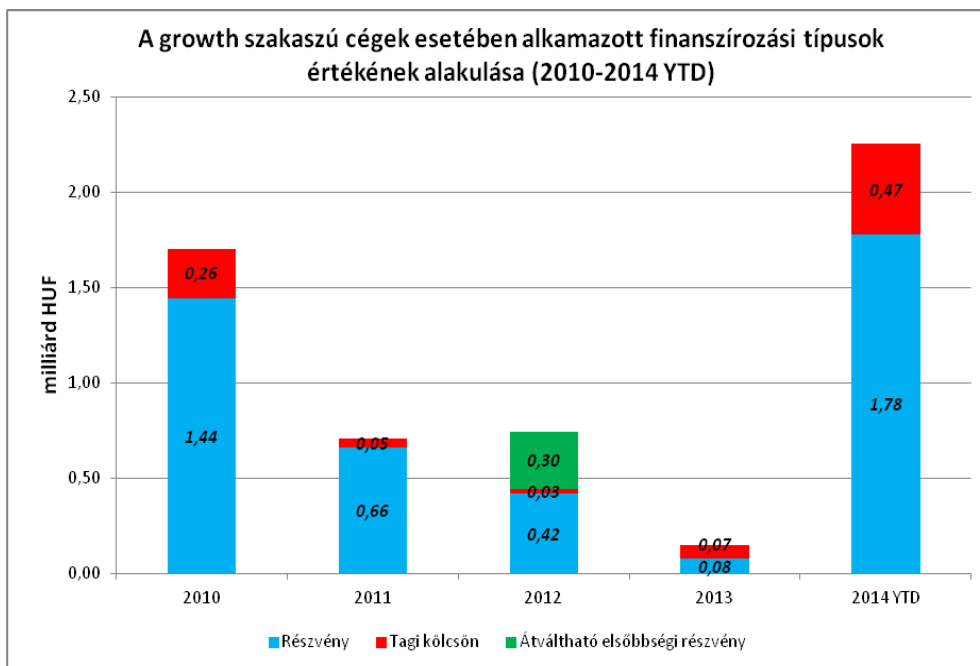


A later stage befektetések gazdasági ágazatok közötti megoszlása a következőképpen alakult az egyedi tranzakciókat figyelembe véve:

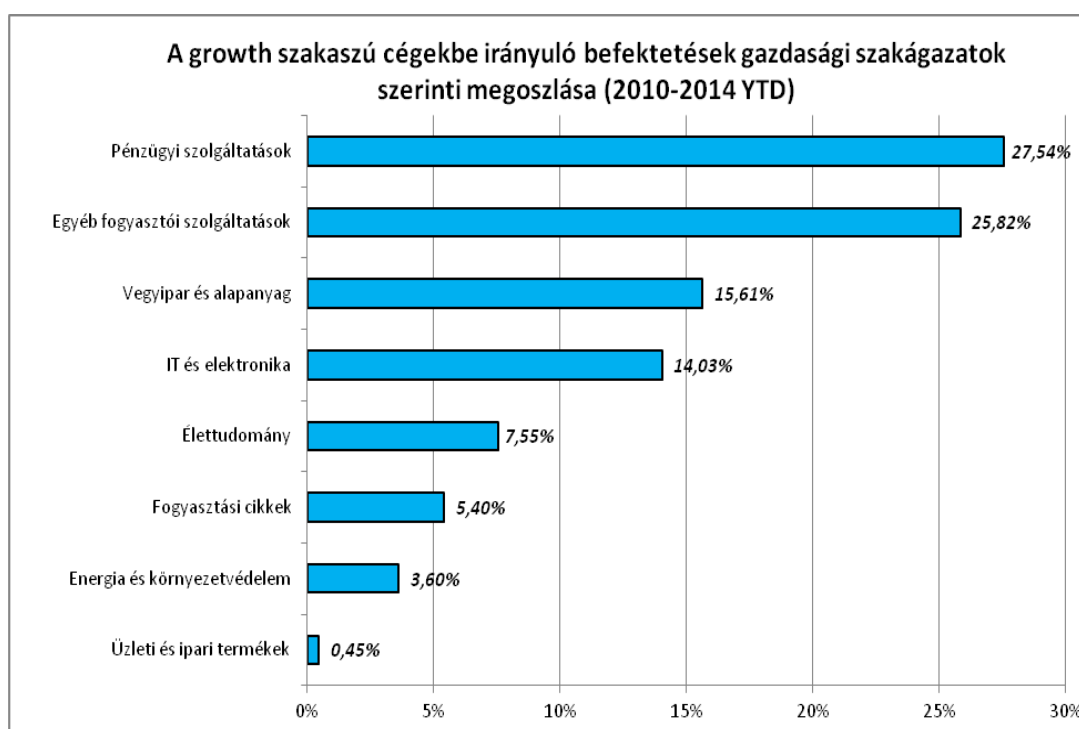


Az előző szakaszokhoz képest a gazdasági ágazatok egy más eloszlásával találkozunk a later stage cégek esetében. Az üzleti és ipari termékek és szolgáltatások együttes aránya közel 60%-ot tett ki, azaz a later stage kihelyezések több mint fele ebbe a két ágazatba irányult. Tekintettel arra, hogy a teljes időszak aggregált adatok szerinti befektetési volument tekintve a start-up után a later stage szakasz aránya volt a második legmagasabb, az üzleti és ipari szolgáltatásokba érkező later stage kihelyezések 30%-ot meghaladó súlya valószínűsíthetően hozzájárult ahhoz, hogy az aggregált befektetéseket figyelembe véve ezen iparág a harmadik legnagyobb aránnyal rendelkezett. A later stage szakaszon belül a kihelyezések több mint 10%-a irányult az egyéb fogyasztói, illetve pénzügyi szolgáltatásokba, a többi ágazat súlya ugyanakkor egyaránt 5% alatti, ezáltal kevésbé minősíthetőek jelentősnek.

A growth szakasz esetében a finanszírozási formák megoszlása annyiban különbözik a later stage szakasztól, hogy egy tranzakció keretében ebben a szakaszban találkozunk egyedülként átváltható elsőbbségi részvénnel történő finanszírozással (ezt leszámítva kizárólag equity és tagi kölcsön finanszírozás fordult elő):



A growth szakaszban lévő cégek gazdasági ágazatainak egyedi tranzakciók alapján meghatározott megoszlását az alábbi diagram szemlélteti:



A growth szakaszban a kihelyezések döntő része (53,36%-a) a pénzügyi szolgáltatási, valamint az egyéb fogyasztói szolgáltatási ágazatokban lévő cégeket finanszírozta. Az időszak alatti aggregált befektetések értéke alapján számolt arányhoz képest ezen szakasz esetében jóval magasabb a vegyipar, illetve a vegyi alapanyagok súlya (az összes befektetés alapján számolt 3,13%-hoz képest 15,61%), amely mellett az IT-jellegű és más elektronikai fogyasztási cikkek aránya haladta meg a 10%-ot. Különösen figyelemre méltó, hogy pénzügyi szolgáltatások és a vegyipar tekintetében két olyan ágazatról beszélünk, amelyek preferáltsága a growth szakaszú investíciók tekintetében jóval magasabb az aggregált adatok alapján tapasztalhatónál. Ennek egyik magyarázata, hogy a growth szakaszú befektetések döntő részben nem-JEREMIE alapokhoz kötődtek. Ebben a szakaszban kiemelendő még az élettudományokkal kapcsolatos

ágazatba történő kihelyezések 7,55%-os súlya, valamint az, hogy ezen szakasz esetében a mezőgazdaság mellett további hat ágazati kategóriába (kommunikáció, szállítás, üzleti és ipari szolgáltatások, építőipar, ingatlanipar, valamint egyéb ágazatok) sem történtek kihelyezések a vizsgált időszak alatt.

Végezetül indokolt bemutatni azt, hogy a vizsgált időszakban az egyes gazdasági szakágazatokon belül miként alakult az egyes életszakaszokba irányuló investíciók megoszlása. Ezt szemlélteti a következő két táblázat, amelyek közül az első a befektetési volumeneket (milliárd Ft-ban) a második pedig a különböző életszakaszú volumenek adott ágazaton belüli relatív megoszlásait mutatja be.

Szektor megnevezése	Start-up	Seed	Later stage	Growth
Üzleti és ipari termékek	1,67	0,21	1,84	0,03
Üzleti és ipari szolgáltatások	4,78	0,03	2,29	0,00
Vegyipar és alapanyag	0,12	0,09	0,12	0,87
Kommunikáció	5,11	0,00	0,17	0,00
IT és elektronika	6,76	0,25	0,11	0,78
Építőipar	0,00	0,00	0,05	0,00
Fogyasztási cikkek	1,98	0,22	0,05	0,30
Egyéb fogyasztói szolgáltatások	3,63	0,59	1,00	1,44
Energia és környezetvédelem	3,11	0,04	0,21	0,20
Pénzügyi szolgáltatások	0,55	0,07	0,73	1,53
Élettudomány	4,68	2,05	0,21	0,42
Ingatlan	0,25	0,00	0,00	0,00
Szállítás	0,31	0,26	0,00	0,00
Egyéb	0,37	0,09	0,16	0,00
Összesen	33,32	3,90	6,94	5,56

Szektor megnevezése	Start-up	Seed	Later stage	Growth
Üzleti és ipari termékek	44,70%	5,61%	49,03%	0,67%
Üzleti és ipari szolgáltatások	67,27%	0,45%	32,28%	0,00%
Vegyipar és alapanyag	9,93%	7,60%	10,02%	72,45%
Kommunikáció	96,87%	0,00%	3,13%	0,00%
IT és elektronika	85,65%	3,10%	1,36%	9,88%
Építőipar	0,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Fogyasztási cikkek	77,82%	8,49%	1,92%	11,76%
Egyéb fogyasztói szolgáltatások	54,47%	8,91%	15,06%	21,56%
Energia és környezetvédelem	87,48%	1,13%	5,77%	5,63%
Pénzügyi szolgáltatások	19,05%	2,56%	25,33%	53,05%
Élettudomány	63,58%	27,86%	2,85%	5,70%
Ingatlan	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Szállítás	54,27%	45,73%	0,00%	0,00%
Egyéb	59,40%	14,77%	25,83%	0,00%

Mind az abszolút, mind a relatív számok alapján jól látható, hogy több gazdasági ágazatban is domináltak a start-up szakaszú kihelyezések. A kommunikációs ágazatban szinte kizárólag start-up investíciók történtek, de nagyon szignifikáns (75% feletti) a start-up-ok finanszírozása az energia és környezetvédelmi szektorban, az IT szektorban, valamint a fogyasztási cikkek előállításával kapcsolatos szektorban. Az üzleti és ipari szolgáltatásokban, illetve az élettudományokban 60% feletti súllyal rendelkeznek a start-up szakaszú

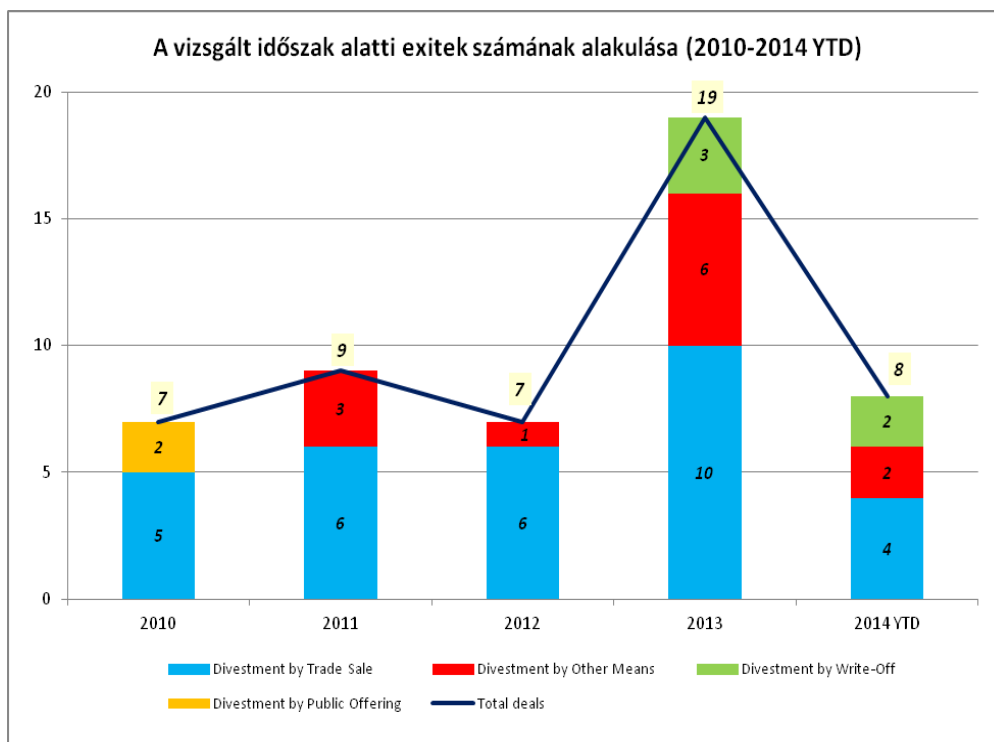
kihelyezések. Az ingatlanszektor esetében tapasztalható 100%-os start-up súly némileg kakukktojás, mivel a vizsgált időszak alatt kizárólag egyetlen ilyen tranzakció volt, amely nem JEREMIE alaphoz köthető. A seed szakaszú befektetések súlya az élettudományokban és a szállításban említésre méltó; előbbi nem meglepő annak ismeretében, hogy a seed szakaszú investíciók több mint fele az élettudományokba irányult, a szállítási ágazatban pedig a vizsgált periódus alatt mindössze három deal kötött, amelyek a befektetési volumenüket tekintve nagyságrendileg fele-fele arányban osztoztak a start-up és a seed típusú befektetések között.

A later stage szakaszú kihelyezések elsősorban az üzleti és ipari termékek, valamint szolgáltatások előállításával, illetve nyújtásával kapcsolatos ágazatokban voltak jellemzőek, amely jól magyarázható azzal, hogy az időszak alatti later stage investíciók közel 60%-a ezekbe az ágazatokba irányult. A pénzügyi szolgáltatásokban, valamint a be nem sorolt (vagy egyéb) ágazatokban a later stage befektetések 25% feletti súllyal rendelkeznek (megjegyzendő, hogy a vizsgált periódus alatt megvalósított later stage deal-ek értékének több mint 10%-a kapcsolódott pénzügyi szolgáltatásokhoz), az építőiparban tapasztalható 100%-os later stage súly azonban ebben az esetben is árnyaltabb: az arányszám valójában egyetlen ügyletet takar, amelyet szintén nem JEREMIE alap valósított meg. A vegyiparban és a már említett pénzügyi szolgáltatásokban viszont a growth szakaszú finanszírozások domináltak: előbbi ágazatban az időszak alatti befektetések értékének több mint 70, utóbbiban pedig több mint 50%-át tették ezek a befektetések. Említést érdemel, hogy az egyéb fogyasztói szolgáltatásokban eszközölt investíciók több mint 20%-a minősült growth szakaszú befektetésnek. Ezek az arányszámok visszaigazolják a growth szakaszú finanszírozások esetében tapasztalható ágazati preferáltságot: a befektetések volumene alapján a vizsgált időszak alatt az említett három iparágban megvalósított befektetések értékének együttes aránya közel 70%-os volt.

3.3. Exitek

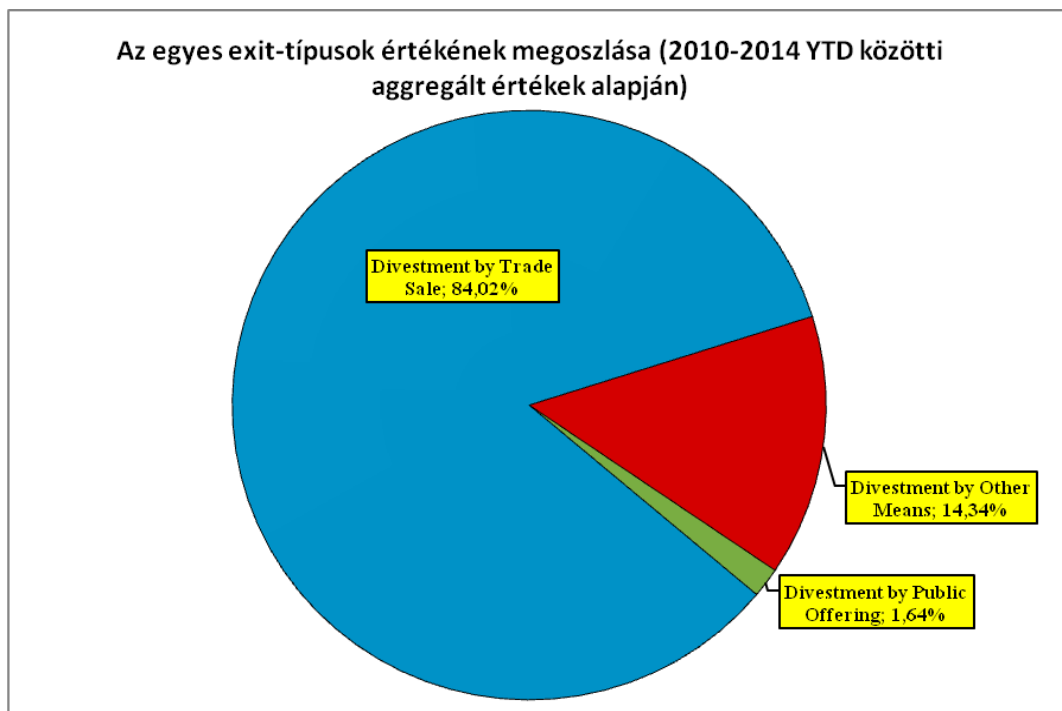
Többször utaltunk már arra, hogy a vizsgált mintában szereplő alapok döntő része (több mint 70%-a) JEREMIE alapnak minősül. Az exitek esetében ezt azért fontos hangsúlyozni, mert az első JEREMIE program keretében elindult alapok jellemzően 10 éves futamideje a befektetési időszak lezárása végén tart, a későbbi JEREMIE program keretében elindult alapok ugyanakkor még javában a befektetési időszakban vannak, vagy csak nemrég kezdték meg a működésüket. Mindezek következtében nem meglepő, hogy a vizsgált időszakban lezajlott exitek mindössze 18%-a kötődik a JEREMIE alapokhoz, a többi exitet nem JEREMIE alapok valósították meg. Ehhez indokolt még hozzátenni, hogy a hazai piacot érintő exitekkel kapcsolatban teljes képet csak úgy lehet majd kapni, ahogy a JEREMIE alapok haladnak előre a futamidejükben és kezdik értékesíteni a cégeket.

Az exitek vizsgált időszaki áttekintése során szintén az EVCA által alkalmazott exit-kategóriákat használtuk. Az egyes exit-típusok értékének, valamint darabszámának alakulását éves bontásban a következő diagram mutatja be:



A diagram megfelelően szemlélteti az ún. trade sale által történő exitek túlsúlyát: a tranzakciók darabszáma alapján a trade sale-ek minden vizsgált évben domináltak, a teljes időszakot tekintve pedig az exitek 62%-a kapcsolódott trade sale-hez. Mindez alapján elmondható, hogy a vizsgált mintában szereplő alapok a vállalatokban meglévő részesedésüket döntő részben ugyanabban az iparágban működő harmadik fél számára értékesítették. A trade sale az exitek egyik gyakran alkalmazott módja, mivel egyrészt a befektetést teljes egészében és azonnal lehet értékesíteni, másrészt egyetlen vevővel kell egyezsége jutni, ami egy gyorsabb és hatékonyabb folyamatot tesz lehetővé (szemben egy IPO-val). A darabszámokat tekintve a vizsgált periódusban lezajlott exitek 24%-a egyéb típusú exit volt, 10%-a write-off-ok által valósult meg, a vizsgált időszak alatti IPO pedig egyetlen céghez kapcsolódott, noha gyakorlati szempontból ez inkább úgynevezett equity bridge-nek tekinthető, amely egy idehaza szinte ismeretlen, de az egész régióban is viszonylag ritkán alkalmazott finanszírozási forma.

Az egyes exit-típusok volumenének megoszlását a következő diagram illusztrálja:

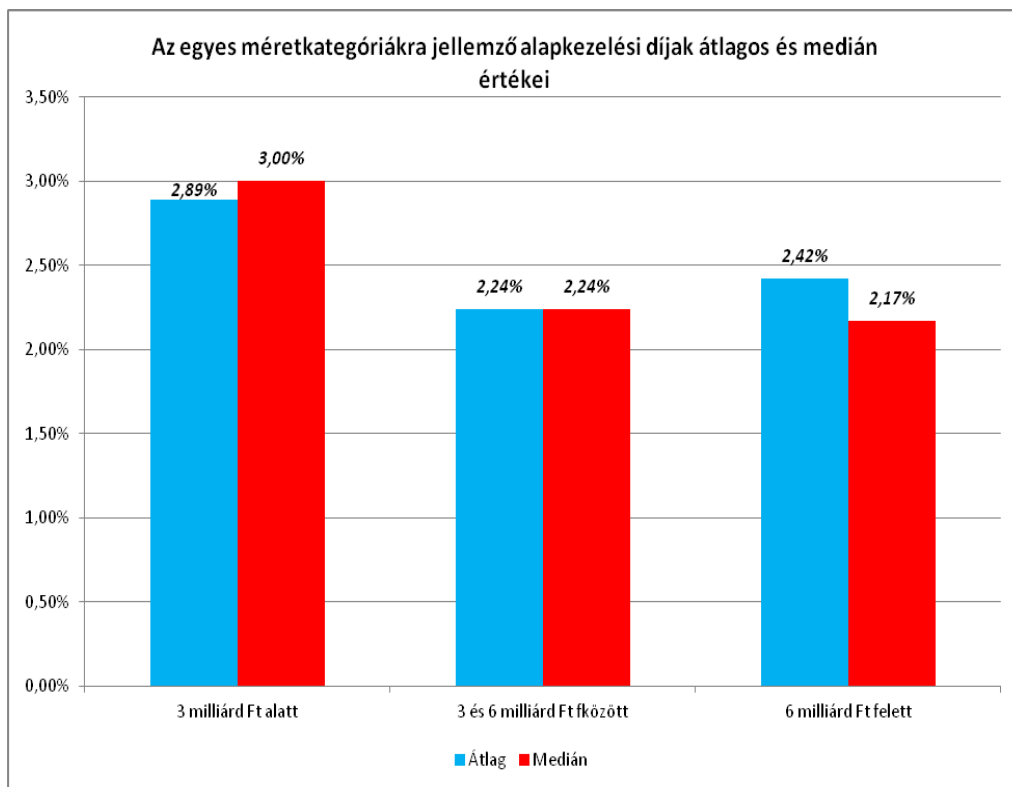


A diagramon nem kerültek feltüntetésre a write-off-ok, ami a következőkkel magyarázható. Az EVCA statisztikákban a write-off-ok bekerülési értéken (at cost) szerepelnek, nem pedig azon az értéken, amit egy cégből adott esetben még sikerül kimenteni. Ez így véleményünk szerint jelentősen torzítja a statisztikát, mivel ezen logika mentén egy olyan befektetés is bekerülési értéken szerepel a statisztikában, amelyből ténylegesen nem lett semmi (azaz nullára került leírásra). A write-off-ok elhagyásával a vizsgált mintában szereplő alapok által az időszak alatt megvalósított exitek értéke 15,8 milliárd Ft volt, amelynek 84,02%-át adta a trade sale-ek összesített értéke. Indokolt megjegyezni, hogy a write-off-ok kizárásával valamelyest a fenti diagram is torzít a sikeres exitek irányába, így az exitek esetében a darabszám alapján bemutatott ábra pontosabb képet ad, míg a volumen alapján számolt megoszlások sokkal inkább indikatívnak tekinthetők.

3.4. Díjstruktúra

Általánosságban elmondható, hogy a PE iparágban a 'general partner'-ek (GP) bevételeinek két fő forrása az alapkezelési díj (management fee) és a sikerdíj (carried interest vagy röviden carry), amely nem más, mint a GP-k részesedése az exitek során realizált profitokból. Az alapkezelési díjak tipikus értéke évi 2%, a sikerdíjak mértéke pedig viszonylag széles sávban (10-30%) szóródhat, de a legjellemzőbb érték a 20%. Ezt a szakirodalom gyakran említi úgynevezett '2/20'-as struktúráként. Mindezek mellett az alapok befektetői rendszerint meghatároznak egy előre elvárt hozamot, amely azt a kitélt vonja maga után, hogy a GP-k csak abban az esetben lesznek jogosultak a sikerdíj levonására, ha a befektetéseken elért hozam meghaladja a hurdle rate értékét. A hurdle rate PE iparágra jellemző értéke évi 8-9%. Annak érdekében, hogy a GP-k ne tudjanak túlzott mértékű sikerdíjat elszámolni, egy úgynevezett jutalék megosztás, 'clawback provision' is beépítésre kerül a struktúrába, amely egyfajta visszatérítést jelent az LP-k számára a korábban felszámított sikerdíjból abban az esetben, ha a GP-k a későbbi befektetések exitjei során veszteséget realizálnak. A PE alapokat terhelheti még az úgynevezett kihelyezési díj, 'placement fee', amely azon ügynököknek járó díj, akik az alapok számára nyújtott tőkegyűjtésben vesznek részt, azaz a sales tevékenységet segítik. Ezen ügynökök jellemzően 2%-os mértékű up-front fee-t számítanak fel az általuk „toborzott” LP-k commitment-jeire.

Az alábbi diagram a vizsgált alapok committed capital-ja alapján meghatározott sávok szerint mutatja be az alapkezelési díjak átlagos mértékét, valamint mediánját:



A nemzetközi gyakorlatban gyakran megfigyelhető az a tendencia, hogy minél nagyobb az alap mérete, annál alacsonyabb az alapkezelési díjak átlagos mértéke. A vizsgált hazai minta tekintetében ez kizárólag az alapkezelési díjak mediánjára igaz, az alapkezelési díjak átlaga a 6 milliárd Ft-ot meghaladó mértékű jegyzett tőkével rendelkező alapok esetében magasabb, mint a 3 és 6 milliárd Ft közötti alapok alapkezelési díjainak átlaga. Jól szemlélteti a diagram, hogy a legkisebb méretű alapok alapkezelési díjterhelése – mind az átlagot, mind a mediánt tekintve – több tíz bázisponttal magasabb a nagyobb mérettel rendelkező alapok alapkezelési díjterhelésénél. A hazai piacot illetően az alapkezelési díjakkal kapcsolatban indokolt hozzátenni, hogy az alapok többsége esetében az alapkezelési díj alapja a befektetési időszak lezárultáig a jegyzett tőke, ezt követően viszont már az alapok NAV-ja²³. Az alapkezelési díjak átlagos és medián értékeiről a vizsgált minta tekintetében összességében elmondható, hogy azok meghaladják a nemzetközileg tipikusnak tekinthető 2%-os alapkezelési díj mértékét.

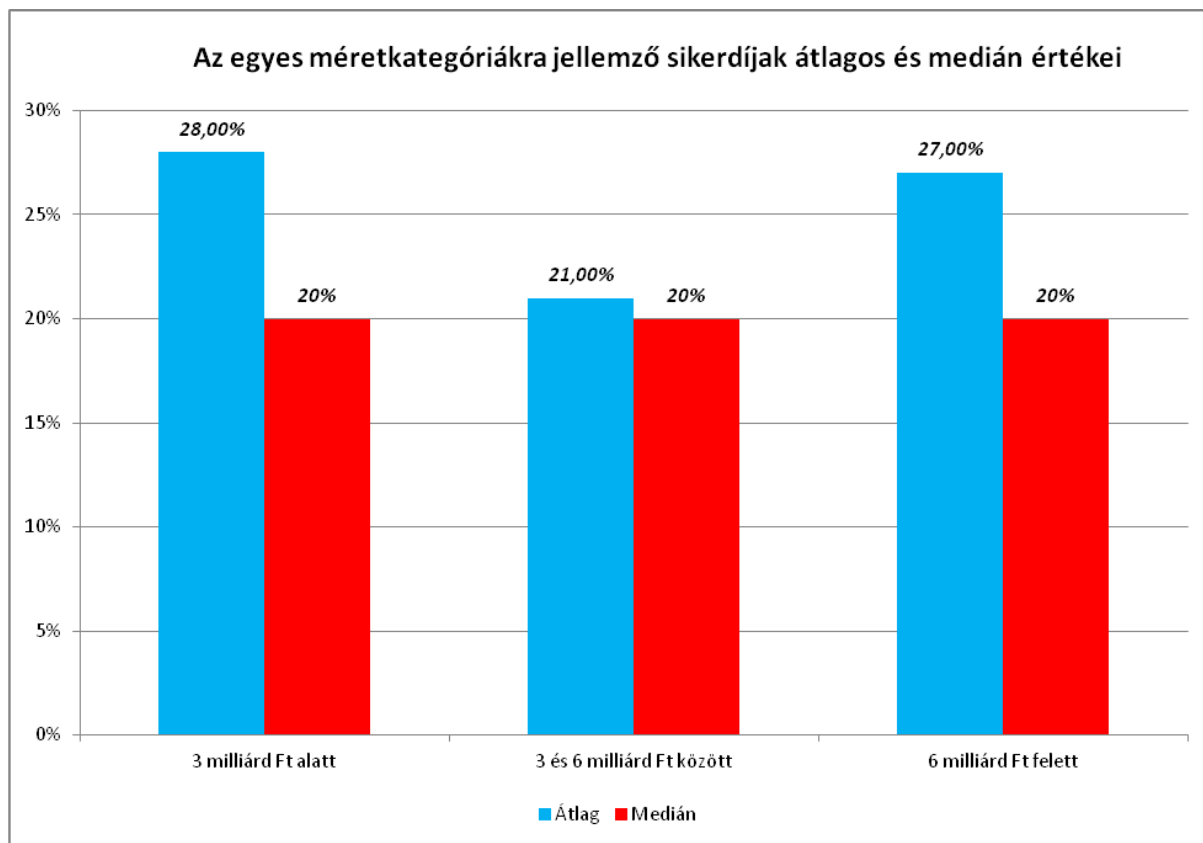
A benchmarknak tekintett 2%-os alapkezelési díjjal kapcsolatban indokolt megjegyezni azt, hogy a vizsgált mintában szereplő alapok mérete nemzetközi viszonylatban nagyon kicsi, nem túlzás azt kijelenteni, hogy piaci szempontból rendkívül ritka kategóriába tartoznak. Az EVCA statisztikája alapján 2013-ban a legkisebb piaci alapon szervezett alap tőkéje (nagyságrendileg 8 milliárd Ft) is meghaladta a vizsgált mintában szereplő, legmagasabb jegyzett tőkével rendelkező JEREMIE alapot (a mintában szereplő alapok közül kizárólag három nem JEREMIE alap jegyzett tőkéje magasabb 8 milliárd Ft-nál). A 2%-os díj leginkább az úgynevezett mid-cap (150–500 millió EUR) kategóriában általános. Mivel a GP költségek az alapmérettel egyáltalán nem lineáris kapcsolatban vannak²⁴, ezért 50 millió EUR alapméret alatt a 2%-os díj – nemzetközi

²³ Ezzel kapcsolatban megjegyzendő, hogy ezt egyes piaci szereplők nem tartják jónak, mivel a befektetési időszakot követően az alapkezelő abban lesz érdekelt, hogy minél magasabb NAV-ot mutasson ki.

²⁴ Az alapkezelők működési költségei alulról korlátosak, hiszen a szakemberek fizetése, az ügyletek felhajtásának költségei, valamint a működési költségek nem arányosak az alap méretével. Következésképpen egy kisebb alapot is komoly költség terhelhet, amelyet csak egy magasabb arányú díj tud fedezni.

operációt feltételezve – rendkívül alacsonynak számít. Mindemellett a nemzetközi trend egyértelműen a díjak csökkenése irányába mutat.

Az előző diagramon alkalmazott sávokhoz igazodva a sikerdíjakat illetően a következő ábra szemlélteti az átlagos és medián értékeket:



A sikerdíjak átlagát tekintve a legkisebb, valamint legnagyobb mérettel rendelkező alapok közel hasonló díjterheléssel szembesülnek (ugyanakkor legnagyobb mértékű átlagos sikerdíj-terhelés a legkisebb alapokat érinti), míg a legalacsonyabb átlagos sikerdíj ebben az esetben is a 3 és 6 milliárd Ft értékű jegyzett tőkével rendelkező alapokat terheli. Ezzel szemben a sikerdíjak mediánja minden méretsávban egyaránt 20%. A sikerdíjak átlagos és medián adatai alapján összességében megállapítható, hogy a sikerdíjak mértékei beleesnek a PE iparágra nemzetközileg jellemző intervallumba, a medián érték alapján pedig vissza is tükrözik az iparág tipikusnak mondható, 20%-os mértékét. A sikerdíjakat illetően egyes piaci szereplők elmondása szerint olyan struktúrák alkalmazása lenne igazán indokolt, amelyben az alapkezelő minél inkább érdekeltté van téve a kezelt alapok sikerében (pl. sávos carry struktúrák által).

A vizsgált minta alapjainak közel 40%-a esetében nincs elvárt hozam. Az érintett alapok egy részénél a befektetők által elvárt hozam nem konstans szám, hanem ennek meghatározására a céltársaságokba történő befektetések időpontjában érvényes Európai Központi Banki alapkamat szolgál. Azon alapok esetében, ahol a hurdle rate konkrét szám, az elvárt hozamok átlaga 8,55%-os értéket eredményez, amely megfelel a nemzetközileg tipikusnak mondható 8-9%-os értéknek. A vizsgált minta adatai alapján elmondható még, hogy a hazai alapok clawback provision-t egyáltalán nem érvényesítenek, placement fee pedig mindössze egyetlen vizsgált alapnál merül fel, amelynek mértéke 5%.

4. A HAZAI PIAC MŰKÖDÉSÉT BEFOLYÁSOLÓ EGYÉB TÉNYEZŐK

A fejezet néhány olyan főbb témakörrel foglalkozik, amelyek befolyásolhatják a hazai PE iparág jelenlegi és jövőbeni működését, valamint alakulását. A fejezet bizonyos részeiben nagymértékben támaszkodtunk a piaci szereplőkkel készített interjúkon elhangzott információkra.

4.1. AIFM Direktíva

A 2008-ban kirobbant globális válságot követően a szabályozók úgy vélték, hogy a hedge fundok és a PE fundok jelentős szerepet játszottak a válság kialakulásában és eszkalálódásában, ezért ezeket a korábban egyáltalán nem, vagy csak nagyon lazán szabályozott entitásokat szükséges a szabályozás égisze alá terelni. Ennek a szabályozói törekvésnek lett az eredménye a 2011. július 22. napjától életbe lépett AIFM Direktíva.

A válság óta készült tanulmányok eddig nem igazolták vissza azon – a Direktíva elkészítése mögött meghúzódó – szabályozói meggyőződést, hogy a PE iparág – különös tekintettel annak buyout szegmensére – szignifikáns szerepet játszott a tőkepiacok válság során tapasztalt problémáiban. Az elemzésnek nem célja a PE fundok válságban betöltött szerepének értékelése, de ezzel kapcsolatban indokolt megjegyezni, hogy a PE iparágban alkalmazott átlagos tőkeáttételi szintek jelentősen alacsonyabbak voltak azon befektetési bankok által alkalmazott tőkeáttételi szinteknél, amelyek neve a válság kapcsán legtöbbször felmerült. Mindemellett a PE iparág teljes dimenziója túl alacsony ahhoz, hogy a rendszerkockázat szempontjából érdemi hatásokat váltson ki, amit jól támaszt alá az a tény, hogy a PE keretében kezelt vagyonok értéke kevesebb mint 5%-a a nyilvános vállalati részvényekben lévő vagyonnak. Hozzá kell tenni, hogy az AIFMD a kivételszabályok²⁵ között maga is elismeri, hogy a küszöbérték alatti alapkezelők a pénzügyi rendszer szempontjából alacsony kockázatot jelentenek, és a Direktívának való megfelelés aránytalanul magas költséggel járna az érintett számára.

A korábban nem létező, vagy rendkívül laza szabályozáshoz képest a Direktíva szigorú előírásokat fogalmazott meg az alternatív alapokat kezelők tekintetében, noha nem deklarálta egzakt módon, hogy miket tekint alternatív jellegű befektetésekként. Ehelyett a hatályt tekintve egy olyan választóvonalat húzott, amelynek értelmében a Direktíva hatálya minden olyan alapkezelőre kiterjed, aki nem a UCITS Direktíva²⁶ szerinti alapokat kezel. A portfólióelmélet szerint az alternatív befektetések a következő öt befektetés-típust foglalják magukban: hedge fundok, PE fundok, commodity-k, ingatlanok (real estate) és egyéb jellegű alternatív befektetések (pl. művészeti jellegű befektetések, termőföld). Ugyanakkor ezen alternatív befektetés-típusok eltérő működési jellegzetességekkel, és ebből kifolyólag különböző kockázati faktorokkal rendelkeznek. Sőt, még az egyes alternatív befektetés-típusokon belül is eltérő az egyes konkrét stratégiák karakterisztikája, gondoljuk csak a különböző hedge fund stratégiákra, vagy a PE esetében a korai stádiumú VC, illetve a buyout jellegű befektetések közötti különbségekre. Az AIFMD mindezekhez még hozzáveszi a UCITS-nak nem minősülő alapokat kezelő alapkezelőket, azaz olyan alapokat kezelőket, amelyek alapkarakterisztikája jelentősen különbözik akár egy hedge fundtól, akár egy PE fundtól (szélsőséges példát említve, nem lehet összehasonlítani egy UCITS-nak nem minősülő pénzügyi alapot egy buyout funddal).

²⁵ Az AIFMD 3. cikkelyének (2) bekezdése értelmében azon alapkezelőkre, amelyek kezelt vagyona nem éri el a 100 millió EUR-t, vagy meghaladja az 500 millió EUR-t, de kizárólag olyan alapokat kezelnek, amelyek nem alkalmaznak tőkeáttételt, illetve a kezelt alapok befektetési jegyei 5 éven belül nem válthatók vissza, kizárólag regisztrációs kötelezettség (melynek során információt kell szolgáltatni a kezelt alapok befektetési stratégiáiról), valamint rendszeres adatszolgáltatási kötelezettség vonatkozik.

²⁶ A UCITS Direktíva alapvető célja, hogy egy egységes és harmonizált szabályrendszert alakítson ki az EU-n belül működő nyíltvégű befektetési alapokra vonatkozóan, továbbá az ún. UCITS-passport révén megkönnyítse az alapok határon átnyúló forgalmazását.

A fentebb említett, különböző, illetve sok esetben jelentősen eltérő működési és kockázati jellemvonással rendelkező alapokat kezelő entitások egységes szabályozása nehezen megvalósítható, és azt a következményt vonja maga után, hogy ugyanazon előírások egyes szereplők szempontjából túlságosan szigorúak lesznek, más szereplők szempontjából ugyanakkor kevés lesz a gyakorlati jelentőségük. A PE iparág szereplői számára a Direktíva által előírt kockázatkezelési funkció kialakítása, annak funkcionális és hierarchikus elkülönítése, a likviditáskezelés, a javadalmazási politika kialakítása, az összeférhetetlenségre vonatkozó szabályok, az értékelésre vonatkozó előírások, a letétkezelő kötelező igénybevétele, valamint az adatszolgáltatás egyrészt jelentős változást hozott, másrészt az előírásokban nem mindig tükröződnek vissza a PE iparág működési és kockázati jellegzetességei. Jó példát jelentenek erre a kockázatkezeléssel kapcsolatos előírások, amelyek jól láthatóan olyan portfóliókra vonatkoznak, amelyek likvid, mark-to-market (MTM) árakkal rendelkező instrumentumokból állnak. Az ilyen portfóliók – azaz konkrétan a UCITS-nak nem minősülő befektetési alapok – esetében teljesen nyilvánvaló, hogy a piaci kockázatot – azaz a piaci árak, devizaárfolyamok, kamatlábak, commodity árak változásából eredő kockázatot – szükséges kezelni.

A PE alapok esetében ugyanakkor a piaci kockázat egyáltalán nem szignifikáns kockázati faktor. A PE alapok tekintetében sokkal inkább olyan kockázati tényezők dominálnak, mint a befektetések illikvid mivolta, az úgynevezett 'unquoted investment risk' (amely azt jelenti, hogy a portfóliótársaságoknak nincs nyilvánosan jegyzett MTM árak), az 'agency risk' (amely azon kockázatból fakad, hogy a portfóliótársaságok menedzsmentje nem a befektetők érdekében cselekszik), a 'regulatory risk' (amely során a portfóliótársaságok termékeire vagy szolgáltatásaira negatív hatást gyakorol a kormányzati szabályozás), a 'valuation risk' (a PE befektetések értékelése rendszerint szubjektív becsléseken alapszik), valamint a diverzifikációs kockázat (önmagában a PE befektetéseket nehéz diverzifikálni, ezért a befektetők stage-enként, az alapok befektetési stratégiái alapján diverzifikálnak). Mindezek mellett a PE fundok befektetői – akik javarészt az intézményi befektetői körből kerülnek ki – egyrészt tisztában vannak a PE befektetések kapcsolódó kockázataival, másrészt a befektetéseket megelőzően elvégzik a 'due diligence'-t: azaz a befektetéseket menedzselő team részletes átvilágítását, ide értve a befektetési döntéshozatali mechanizmust, az iparági tapasztalatot, valamint a track record-okat. Mivel a track record-oknak a PE iparágban kiemelt jelentősége van, ezért a 'due diligence' során különösen nagy hangsúly van azon, hogy a befektetők azonosítani tudják a befektetés-kezelő azon megkülönböztető képességeit, amelyek szerepet játszottak a múltbeli hozamok alakulásában, továbbá értékelni tudják, hogy a képességek egyrészt továbbra is fennállnak és relevánsak, másrészt megfelelően differenciáltak ahhoz, hogy biztosítani tudják a jövőbeni felülteljesítés lehetőségét. (A PE esetében a múltbeli hozamok egyik jellemzője az úgynevezett 'tend to persist', amely azt jelenti, hogy akik felülteljesítenek, azok nagy valószínűséggel a jövőben is felülteljesítőkké maradnak, az alulteljesítőkké pedig alulteljesítőkké, amely akár azt is eredményezheti, hogy az utóbbi szereplők elhagyják az iparágat. Az alulteljesítő és a felülteljesítő hozamai közötti diszkrepancia egyes esetekben jelentős mértékű – akár 20% – is lehet, másrészt a felülteljesítő a jövőben könnyebben tudnak új alapokat – subsequent funds – elindítani).

Az AIFMD-t hazai jogrendbe implementáló Kbtv. nem tartotta meg a Direktíva már említett kivételszabályát, azaz a kezelt vagyon nagyságától függetlenül minden alternatív alapkezelőnek minősülő entitást a szabályozás alá terelt. A kezelt vagyon alapján a hazai PE fundokat kezelő alapkezelők kivétel nélkül kiestek volna a Direktíva hatálya alól, azaz kizárólag regisztrációs és adatszolgáltatási kötelezettségük lett volna. Hozzá kell tenni ugyanakkor, hogy a Kbtv. a Direktívában meghatározott kezelt vagyon mérték, az AUM-ek (100, illetve 500 millió EUR) alapján kivételnek számító entitások esetében deklarálta, hogy a javadalmazásra, a likviditáskezelésre, valamint a kockázatkezelés bizonyos részeire – köztük a

kockázatkezelési funkció hierarchikus és funkcionális elkülönítésére – vonatkozó szabályok nem alkalmazandók²⁷. Mindezek mellett a Direktíva olyan egyéb előírásai, mint a letétkezelő kötelező igénybe vétele, az értékelési funkció elkülönítése (abban az esetben, ha az alapkezelő maga látja el az értékelési feladatokat), valamint a kockázatkezelési rendszer működtetése erőteljesen érinti a hazai PE iparágat, csökkentve az alapkezelők működési rugalmasságát, illetve növelve az alapok költségét.

A hazai piacot illetően azt is indokolt figyelembe venni, hogy a hazai alapok döntő hányada VC jellegű befektetéseket valósít meg; a korai stádiumú investíciókat eszközöző szegmens gazdaságban betöltött szerepe pedig a válság során sem kérdőjeleződött meg. A szigorú szabályozás további lazítása piaci alapon indokolt lehet az ilyen kisebb mérettel rendelkező VC típusú alapok vonatkozásában, ugyanis ezen alapok esetében valójában az alapkezelő, illetve egyes szakemberek reputációja a legnagyobb kockázat (a portfólióban lévő cégeket gyakorlatilag lehetetlen teljes körűen ellenőrizni). A verseny szempontjából ez pedig nem elhanyagolható faktor, hiszen a tőke oda fog menni ahol vagy nincs szabályozás, vagy lazább szabályozás van érvényben.

4.2. A JEREMIE programok gyakorlati korlátjai és egyéb piaci hatásai

A JEREMIE programokat alapvetően kétféle aspektusból lehet megítélni. Egyrészt a programok keretében létrehozott és elindult alapok egyértelműen hiánypótló szerepet töltenek be a korai fázisú befektetéseket illetően, ezért a JEREMIE típusú megoldásokra a hazai piacon is szükség van. A programoknak már most több pozitív hatása látszik, így például létrehoztak egy start-up közeget, egy ehhez kapcsolódó pozitív image-t, továbbá a szellemi tudást is növelték.

Ugyanakkor a programokban megfogalmazott kritériumrendszerekkel kapcsolatban gyakorlati szempontból felmerül néhány kérdés. Elsőként az, hogy az első JEREMIE program rögtön a start-up és later stage szegmenst célozta meg, azaz az életszakaszt illetően kimaradt az inkubátor és seed fázis. Ez azért lényeges, mert az inkubátorok egy fontos szerepet töltenek be abban, hogy megfelelő menedzsmenttel rendelkező cégek jöjjenek létre. Mint az előző fejezetben szereplő adatokból is kiderült, a hazai piacon a JEREMIE alapok megjelenése óta a start-up tranzakciók dominálnak, ugyanakkor nagyon marginális a JEREMIE alatti szegmens, azaz a seed vagy pre-seed jellegű befektetések szerepe. Néhány, seed típusú befektetéseket megvalósító alap ugyan létrejött az utóbbi években, de több piaci szereplő véleménye szerint ezen alapok a gyakorlatban sokkal inkább későbbi stádiumú befektetéseket valósítanak meg. Ezek miatt fontos lenne, hogy felépüljön a JEREMIE alatti vonal, de ehhez hiányzik azon inkubációs fejlesztő mechanizmus, amely a céltársaságok tekintetében a jelenleginél jobb felhozatal tud biztosítani.

A programokban szereplő feltételekkel, így a közép-magyarországi régió finanszírozásból történő kizárásával kapcsolatban szinte minden megkérdezett piaci szereplő kiemelte, hogy Magyarországot nem célszerű régiókra, megyékre bontani a befektetések szempontjából. A VC tipikus nagyvárosi történet, Budapesttel a befektetési piac 90%-a kerül kizárásra.

Piaci szempontból a befektetési periódus korlátozása szintén sok esetben indokolatlan korlátokat eredményez. Egy VC alapnak alapvető érdeke, hogy biztosítson pótlólagos finanszírozást a cégnek, amennyiben az szükségessé válik.

Ezen felül a programnak vannak még strukturális korlátai. Ilyen például, hogy egy éves időszakon belül max. 1,5 millió EUR-t lehet kihelyezni, vagy hányszor lehet szerződni. Ezek versenyhátrányba hozzák a VC alapokat, mivel ha egy vállalkozás be tud vonni tőkét, akkor az VC alapok befektetéseivel együtt járó

Lásd a 2014. július 1. napjától életbe lépett módosításokat.

strukturális akadályok miatt nem biztos, hogy JEREMIE alaphoz fordul finanszírozásért. Gyakorlati szempontból szintén gát, hogy az alapok nem vásárolhatnak részesedést, kizárólag tőkét emelhetnek, valamint tagi kölcsönt nyújthatnak. Mivel nincs lehetőség részesedés vásárlására, ezért az alapok nem alkalmazhatnak szankciós jogot, következésképpen sérülékenyek. További korlátot jelent a program azon megkötése, hogy csak 5 évnél – illetve a magvető alprogram esetében 3 évnél – fiatalabb cégek részesülhetnek finanszírozásban, hiszen innovációt akár egy 20 éves cégben is lehet kivitelezni.

A programok feltételrendszereivel kapcsolatban felmerült kérdések mellett fontos kiemelni, hogy – egyetlen alapot leszámítva – a programok keretében nem jöttek létre úgynevezett co-investment struktúrák, amely azt jelenti, hogy a magánbefektetők az alapok mellett – és nem az alapokon keresztül – szállnak be és finanszíroznak meg cégeket. Ezen struktúra esetében nincs az a kényszer, hogy a magánbefektetőnek az alapba kell beszállni és ezen keresztül közvetve finanszírozást nyújtani, továbbá az alapokon keresztül történő finanszírozás megnehezíti a befektetők számára a döntést, mivel nem tudják pontosan, hogy a pénz milyen cégekbe kerül befektetésre. Egy alap esetében a döntés az alapkezelőé és nem a befektetőé. A co-investment struktúra hiányának egyik jelentős negatív következménye, hogy nem születnek valódi kockázati tőkebefektetők. Ennek következtében a co-investment struktúrák elősegíthetik a befektetői piacra történő első belépést.

A harmadik fejezet ugyanakkor rámutatott arra, hogy a hazai VC alapokban az intézményi befektetők súlya nagyon alacsony. A hazai piacról a magánnyugdíjpénztári rendszer átalakítása után eltűnt azon intézményi befektető kör, akik egyrészt tőke típusú finanszírozást tudnának biztosítani, másrészt a pénztári portfóliókba mind a befektetési időtáv, mind a likviditási kritériumok alapján megfelelnek a PE jellegű befektetések (természetesen ezt csak a vonatkozó kormányrendeletekben meghatározott 5%-os limit erejéig tehetnék meg). Intézményi befektetők hiányában egy forrásgyűjtés során szinte kizárólag a vagyonos vállalkozók kerülhetnek előtérbe, azonban jellemzően az ilyen vállalkozók saját maguk kezelik vagyonukat, és mivel a saját területükön általában sikeresek, nem igazán vannak érdekelve abban, hogy más jellegű befektetéseket valósítsanak meg. Ennek következtében a magán és intézményi befektetők oldaláról nézve egy hazai forrásgyűjtés valószínűsíthetően problémás lenne, ezért fontos jelentősége lenne annak, hogy a piacon kialakuljon a kockázati tőke (intézményi) befektetői köre. Ebből a szempontból ideálisak lehetnének a befektetési alapok – bizonyos befektetési politikával rendelkező alapok az elmúlt időszakban az alacsony hozamkörnyezet miatt jelentős tőkét vonzottak –, amelyek ha eszközeik 5%-át PE-be allokálnák, az valószínűsíthetően érdemi segítséget jelenthetne a szektornak. A probléma egyrészt az, hogy a nyilvános, nyíltvégű UCITS-nak nem minősülő befektetési alapok számára a befektetési szabályokra és hitelfelvételre vonatkozó kormányrendelet²⁸ lehetőséget ad arra, hogy eszközeik maximum 10%-át egyéb pénzügyi eszközökbe – így akár kockázati tőkealap-jegyekbe – allokálják, ugyanakkor a VC befektetések speciális jellege – elsősorban azok jelentős kockázatú és illikvid mivolta, a piaci árak hiánya, valamint a hozamok alakulása – miatt kétséges, hogy a befektetési alapkezelők részéről olyan mértékű motiváltság lenne (ha egyáltalán) a VC befektetések iránt, amely a szektornak megfelelő volumenű segítséget jelentene. (Egy PE jellegű – azaz érettebb stádiumú – investíció esetében a befektetők már jobban tudják „értelmezni” a cégeket.)

Korábban már utaltunk arra, hogy a programoknak köszönhetően hirtelen túl sok pénz jelent meg egy nagyon kicsi és nagyon koncentrált piacon. Ezt több piaci szakértő is problémásnak látja, amely maga után vonja azt, hogy egyes esetekben egyfajta „költsük el már a pénzt” attitűd érvényesül, amely azzal a negatív következménnyel jár, hogy az alapkezelők kevésbé figyelnek arra, hogy valójában mire költik el a pénzt. A

²⁸ Lásd a kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól szóló 78/2014. számú kormányrendelet 17. § (2) bekezdésében foglaltakat.

piacon a jó projektek túlárzottak – mivel mindenki ezeket akarja –, ennek következtében pedig egyes esetekben nagyon magasak lesznek a belépési pontok. A hazai vállalkozások esetében a tőke jellegű finanszírozás sok esetben ismeretlen fogalom, mivel a cégek szinte kizárólag a pályázatok útján elnyerhető pénzt, valamint a banki hitelt ismerik. Amikor pedig a vállalkozások számára kiderül, hogy miről szól egy VC jellegű finanszírozás, akkor sokan nem akarják elfogadni, hogy a finanszírozásért cserébe a VC alap tulajdont és menedzsment tagságot kér, illetve részt vesz az operatív folyamatokban. A gyakorlatban az equity megfelelő finanszírozási forma lehet, viszont olyan cégek számára, ahol a fő kérdések nem a megfelelő keretek között dőlnek el, nem biztos, hogy célszerű equity finanszírozást nyújtani. Mindezek miatt is szükség lenne egy komoly edukációs folyamat elindítására (pl. a szakmai jellegű blogok erre részben alkalmasak lennének).

4.3. Az állami szerepvállalás szükségessége

A közösségi gazdaságtan az állami szerepvállalás indokoltságát a piaci kudarcokkal magyarázza, amelyek a következők:

- monopóliumok, illetve oligopol struktúrák;
- külső gazdasági hatások (externáliák);
- közjavak (public goods);
- aszimmetrikus információk;
- a piac rövid távú érdekeltsége.

Az állami szerepvállalás azonban szinte kizárólag olyan esetekben javasolt, amikor a piac által létrehozott állapot olyan mértékben esik távol a Pareto-optimumtól, hogy az indokoltá teszi a kormányzati beavatkozást.

A felsorolt piaci kudarcokat figyelembe véve a VC jellegű befektetések szempontjából elsősorban az externáliák és az aszimmetrikus információk bírnak jelentőséggel. Az externális hatások egyik következménye, hogy bizonyos javakból és szolgáltatásokból többet vagy kevesebbet termelnek, állítanak elő vagy fogyasztanak annál a volumennél, amelyet a társadalmi hatékonyság indokolna. Az externális hatásokra reagálva az államnak elő kell segíteni, hogy bővüljenek azok a tevékenységek és szolgáltatások, amelyek kedvező, és egyúttal mérséklődjenek azok, amelyek kedvezőtlen externális hatásokkal járnak. A kockázati tőkepiacon megfigyelhető negatív externáliák leggyakrabban a korai, illetve az egészen korai szakaszhoz kapcsolódnak: az ezen szakaszban lévő vállalatok számára a magán és az intézményi befektetők egyrészt nem biztosítanak megfelelő mennyiségű tőkét, másrészt nem is preferálják az ilyen szakaszú befektetéseket, mivel méretgazdaságossági szempontból (a jellemzően kisebb mérethez képest magas tranzakciós költségek), illetve a várható hozam/kockázatot figyelembe véve ezen befektetések kevésbé vonzóak. Mindezek eredménye a tőke kínálat csökkenése, amelynek ellensúlyozása indokoltá teheti az állami beavatkozást.

Az információs aszimmetriát tekintve döntő részben a seed szakaszban lévő vállalkozások a problémások, mivel nem rendelkeznek gazdasági múlttal. Ennek következtében a cégek működéséről nagyon korlátozott információ áll rendelkezésre, így a befektetők számos jövőbeni bizonytalansági faktorról néznek szembe. A seed szakaszban a várható hozam nem nyújt megfelelő kompenzációt a felvállalt kockázat ellentételezésére (a bukás valószínűsége meglehetősen nagy), amelynek következtében a befektetők nem preferálják a seed szakaszú befektetéseket. Ebben a szakaszban ráadásul nagyon korlátozott lehetőség van nagyobb volumenű befektetések megvalósítására, azaz ezen befektetések a méret szempontjából sem jelentenek vonzerőt az

intézményi befektetők számára. A felsorolt tényezők együttesen a magánforrások nagyon alacsony volumenét, vagy szélsőséges esetben azok teljes elmaradását eredményezik, így az állami források megjelenése szükségessé válhat, ráadásul az állam részvétele nélkül nagyon kevés magánbefektető vesz részt a seed szakaszú befektetésekből.

A vizsgált minta tekintetében a fentiekben leírtak a hazai seed szakaszú finanszírozás esetében is helytállóak. Ahogy azt a harmadik fejezetben szereplő adatok és diagramok szemléltetik, a vizsgált időszaki seed szakaszú kihelyezések mind az ügyletek számát, mind a volumenét tekintve messze elmaradnak a start-up cégekbe történt befektetésektől, az időszak alatti összes ügylet volumenét illetően ráadásul a seed szegmens részesedése nem érte el 7%-ot sem. Emellett a vizsgált alapok befektetőinek megoszlását tekintve rendkívül szembetűnő az intézményi befektetők nagyon alacsony részaránya. Ez arra enged következtetni, hogy a JEREMIE programok hiányában a magánbefektetők önállóan a kockázati tőke kínálatot valószínűsíthetően nem növelnék, ezért a seed és pre-seed szegmensekben szükség lenne az állami szerepvállalásra, ugyanis a kérdéses szegmensek nem a magánbefektetői szándékoknak szólnak, tekintettel arra, hogy a kockázatok itt nagyon magasak és egyúttal nehezen értelmezhetőek. Ugyanakkor fontos, hogy bizonyos mértékű magánforrások is bevonásra kerüljenek és a döntések piaci alapon szülessenek meg, mert csak ezáltal biztosítható, hogy az befektetők üzletileg életképes projekteket megvalósító vállalkozásokhoz jussanak el.

A VC befektetéseknél van egy olyan egészen korai fázisú szegmense, amelyet az úgynevezett 3F néven ismer a szakirodalom. A 3F jelző a „family, friends and fools” kifejezést takarja, és – ahogy az angol elnevezésekből következik – olyan családtagokat, barátokat, valamint nem professzionális befektetőket foglal magában, akik gyakorlatilag a legelső körben hajlandóak finanszírozni (elindítani) egy vállalkozást – sok esetben egyszerűen azért, mert ők állnak legközelebb a vállalkozóhoz. Ebben az egészen korai fázisban valószínűleg még létrejött cégekről sem beszélhetünk, rendszerint csak ötletekről és elképzelésekről.

Ebbe az egészen korai, a hazai piacon a JEREMIE alapok által le nem fedett szegmensbe illeszthetők bele az egyetemi spin-off vállalkozások. A spin-off vállalkozások meghatározásakor irányadó az OECD 2001-es ajánlása, amely szerint ilyen vállalkozásnak tekinthetők azok:

- amelyet közfinanszírozású intézmény vagy egyetem alkalmazottja alapított;
- amely technológiáját egyetemtől, vagy más közfinanszírozású kutatóintézetektől nyerte licenc-eljárás keretében;
- amelyben egyetem, vagy más nemzeti kutató laboratórium tőkerészesedéssel vesz részt²⁹;
- amelyet közfinanszírozású kutatóintézet alapított.

Az egyetemek és a gazdasági szereplők közötti tudás és technológia-transzfer fontos szereplői a spin-off vállalkozások. A 2000-es évektől több közgazdasági kutatás is kimutatta, hogy az egyetemi kutatók alkalmazása számottevő előnyt jelent az innovációban érdekelt vállalkozások számára, továbbá az egyetemek részvételével alakult, illetve onnan származtatható vállalkozások a szellemi tulajdon hasznosítása terén jobb eredményeket érnek el, mint versenytársaik. Az egyetemi spin-off vállalkozások a szellemi tulajdonjogokon kívül jelentős tőkével nem rendelkeznek, így felmerül a kereskedelmi hasznosításhoz szükséges tőke előteremtésének kérdése, amelyen keresztül ezen vállalkozások és a kockázati tőkebefektetések iparága találkozik. Az egyetemi spin-off vállalkozások Európa-szerte

²⁹ Megjegyzendő, hogy befektetői szempontból nem előnyös, ha az egyetem vagy a kutatóintézet részt vesz a vállalkozásban, mert a döntéshozatali folyamatot ellehetetlenítheti. Befektetői szempontból azok a spin-offok vonzóak, ahol az egyetem támogat, exitál, de a cégben már nem tulajdonos.

forráshiánnyal küzdenek, azaz az egyetemek és a kockázati tőkepiac szereplői közötti kapcsolat erősítése sokat segíthet a probléma megoldásában. Az induló vállalkozások kockázati tőkével való finanszírozása előnyös lehet a spin-off-ok számára, mivel a kockázati tőkebefektetőnek számottevően több gyakorlata van az új, piaci bevezetés előtt álló találmányok hasznosításában, mint egy működő vállalkozásnak, továbbá jobban tisztában van az értékesítéshez szükséges információk és készségek mibenlétével, így az az induló vállalkozás számára költség-megtakarítást eredményezhet.

Az egyetemi spin-off-ok esetében kulcskérdés, hogy hol húzzuk meg az egyetem és a vállalkozás közötti elhatároló vonalat. Olyan kérdéseket kell itt többek között megválaszolni, mint hogy mennyit dolgozzon az egyetemi hallgató a vállalkozás számára anélkül, hogy fizetést kapna a munkájáért? Kell-e a vállalkozásnak kompenzálni az egyetemet a laboratóriumok és az eszközök használatáért, és ha igen, akkor milyen mértékben? Hogy változnak a viszonyok, amikor jelentős átfedés alakul ki a hallgatók által készített kutatások, valamint a vállalkozás fejlődése között? Amennyiben a kérdések nem kerülnek egyértelműen megválaszolásra, akkor az egyetemnek vagy nem lesz deklarálva a feladata és felelőssége, vagy csak hiányos és kiszámíthatatlan módon kerülnek ezek megfogalmazásra.

A nemzetközi gyakorlatok egyértelműen alátámasztják azt, hogy a nagyon korai spin-off-ok esetében döntő szerepe van a kormányzati szerepvállalásnak (kormányzati támogatásoknak, kölcsönöknek, garanciáknak). A spin-off-okkal foglalkozó kutatásokban több olyan – a későbbiekben sikeres – vállalat is úgy nyilatkozott, hogy a későbbi sikert nagyon nehéz lett volna elérni a vállalkozás számára a korai szakaszban biztosított kormányzati források nélkül. Ami ennél talán még fontosabb, hogy ha van kormányzati szándék – és természetesen rendelkezésre állnak a kormányzati források – a spin-off-ok támogatására, akkor a VC források is sokkal könnyebben megjelennek. Ez persze fordítva is igaz: kormányzati támogatások hiányában nagyon nehéz VC finanszírozáshoz hozzájutni. A spin-off-ok esetében is kiemelt jelentősége van annak, hogy a létrejövő alapokat piaci szereplő kezelje, piaci alapon, továbbá az alapokban mindenképpen legyen magánforrás.

A hazai piacon az egyetemi spin-off-ok kockázati tőkével történő finanszírozása szintén hiánypótló lenne (noha néhány alapnak van ilyen jellegű befektetése), ami ugyanakkor számos kérdést is felvet. Egy spin-off-okat megvalósító VC alapnak a feladata alapvetően kettős: egyrészt le kell választani a kutatást az egyetemről, másrészt finanszírozást kell találni a létrejövő cég számára. Azonban számos jogi kérdés is felmerül, mindenekelőtt például az, hogy kié lesz a szellemi tulajdon³⁰, miként alakulnak a költségek, amelyekbe valamilyen módon az egyetemeket is be kell vonni. Az egyetemi spin-off-okkal kapcsolatban elvárás lenne az is, hogy az egyetem tudjon megfelelően vállalkozást működtetni egészen addig, amíg az egy befektető számára értelmezhető lesz, és amely folyamatnak elsődleges célja, hogy a termék piacra kerüljön. Több piaci szereplő véleménye szerint az egyetemek nem tudják ezt a folyamatot megfelelően strukturálni – valószínűsíthetően ez is közrejátszik abban, hogy jelenleg a szakmai tudások hasznosítása teljesen szabályozatlan formában kerül ki az egyetemek keretein kívül –, nem áll rendelkezésre az ehhez szükséges tudás, továbbá teljesen eltérőek a célfüggvények és az érdekviszonyok. Mindemellett az egyetemek kockázatot sem mernek vállalni, ezért a piaci szemlélet hiánya is szembetűnő.

A kormányzati támogatásokkal kapcsolatban indokolt utalást tenni arra, hogy a közeljövőben mire lehet számítani az EU-ból érkező forrásokat illetően. Az Európai Bizottság 2006-ban fogadta el az úgynevezett Risk Capital Guidelines³¹ elnevezésű dokumentumot, amely gyakorlatilag egy közösségi iránymutatás a KKV-

³⁰ A hazai szellemi tulajdon szabályozásának egyik nehézsége, hogy egyedi alkukon keresztül kialakítható kompromisszumok szükségesek. Az erre vonatkozó jogszabályok ésszerű és támogató módosítása sokat segítené a hazai spin-offok elterjedésében.

³¹ [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014XC0122\(04\)&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014XC0122(04)&from=EN)

kba történő kockázati tőkebefektetések előmozdítását célzó állami támogatásokról. Az iránymutatások előírták, hogy a megvalósított befektetéseket legalább 50%-ban magánbefektetőktől bevont források révén kell finanszírozni, illetve az úgynevezett támogatott területeken található KKV-k esetében a magánforrások arányának el kell érni a 30%-ot. Egy adott KKV esetében a támogatás egy éven belüli összege nem haladhatta meg az 1,5 millió EUR-t, a finanszírozást pedig a támogatott területeken található KKV-k expanziós életszakaszáig lehetett nyújtani (a nem támogatott területeken található KKV-k esetében a befektetéseknek a start-up szakaszig tartó finanszírozásra kellett korlátozódni). A finanszírozásnak legalább 70%-ban saját tőke vagy kvázi saját tőke formájában kellett megvalósulni. Mindezek mellett az irányelvekben a Bizottság deklarálta azt is, hogy kész megfontolni – és egyúttal a belső piaccal összeegyeztethetőnek tekinteni – az említett – úgynevezett „safe-harbour” – küszöbértékeknek és egyéb feltételeknek nem megfelelő támogatási formákat, amennyiben azok piaci megalapozottsága igazolható.

A Bizottság 2010-ben módosította a 2006-ban kiadott iránymutatást. A módosításban³² lényeges szerepet játszott a 2008-ban kirobbant globális pénzügyi válság, illetve azt követően tapasztalható általános kockázatkerülés. A Bizottság hangsúlyozta, hogy a PE szektorban különösen a korai szakaszban lévő vállalkozásokat érintette hátrányosan a kockázati tőke megcsappant kínálata. Ennek következtében a Bizottság 2,5 millió EUR-ra emelte fel az egy KKV számára 12 hónapos időtávon nyújtható finanszírozás maximális értékét, hozzátéve azt, hogy a Bizottság továbbra is kész megfontolni az ennél nagyobb összegű finanszírozásokat, amennyiben annak piaci szükségessége bizonyítható.

A 2006-ban kiadott, majd 2010-ben módosított iránymutatások 2014. június 30. napjáig voltak hatályban. Az iránymutatások átvilágítási folyamata 2010-ben kezdődött el, amely azt a célt szolgálta, hogy az iránymutatásokat hozzáigazítsák az elmúlt évek megváltozott piaci környezetéhez – elsősorban a globális pénzügyi válság által indukált hatásokhoz –, valamint a különböző támogatási kategóriák („state aid”) modernizációjával kapcsolatban megfogalmazott célkitűzésekhez. A felülvizsgált, új alapokra helyezett és 2014. július 1. napjával hatályba lépett iránymutatás³³ kiegészítője a Bizottság általános csoportmentességekről szóló rendeletének³⁴, amelynek célja az állami támogatásokra vonatkozó szabályok átfogó revíziója volt. A rendelet értelmében a KKV-k számára nyújtott kockázatfinanszírozási támogatásnak jobban kell tükröznie a tényleges piaci hiányosságokat és nagyobb rugalmasságot kell biztosítani a beruházások megfelelő időzítése érdekében.

A teljesség igénye nélkül a rendeletről érdemesnek tartunk kiemelni néhány, piaci szempontból is releváns dolgot, illetve a korábbi szabályokhoz képest módosult előírást. A tervezet értelmében támogatható vállalkozásoknak (eligible undertakings) minősülnek azon KKV-k, amelyek az első kockázati befektetés időpontjában nincsenek bevezetve szabályozott piacra és eleget tesznek a következő három feltétel közül legalább az egyiknek:

- működésük során semmilyen piacon nem hajtottak végre kereskedelmi értékesítést;
- az első kereskedelmi értékesítéstől eltelt idő nem haladja meg a 7 évet;
- a kezdeti tőkebefektetés volumene meghaladja a finanszírozást megelőző 5 év éves átlagos forgalmának 50%-át.

A pénzügyi közvetítők szintjén a független magánbefektetőknek nyújtott kockázatfinanszírozási támogatás formája a következő lehet:

³² [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010XC1207\(02\)&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010XC1207(02)&from=EN)

³³ [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014XC0122\(04\)&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014XC0122(04)&from=EN)

³⁴ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0651&from=EN>

- a támogatható vállalkozásoknak közvetlenül vagy közvetetten kockázatfinanszírozási célú befektetést biztosító tőkebefektetések (equity), illetve kvázi tőkebefektetések (quasi-equity) vagy tőkejuttatás;
- a támogatható vállalkozásoknak közvetlenül vagy közvetve kockázatfinanszírozási célú befektetést biztosító kölcsön;
- a támogatható vállalkozásoknak közvetve vagy közvetlenül biztosított kockázatfinanszírozási célú befektetésekből eredő veszteségek fedezésére nyújtott kezességvállalás.

Az említett formákban megvalósítható kockázatfinanszírozási befektetések teljes összege vállalkozásonként nem haladhatja meg a 15 millió EUR-t.

A támogatások magukban foglalják a follow-on befektetéseket is, amelyek bizonyos feltételek³⁵ együttes teljesülése esetén a 7. évet követően is nyújthatóak. Az equity és a quasi-equity jellegű befektetések esetében a kockázati finanszírozás 'replacement capital' formában is történhet, de csak abban az esetben, ha ehhez minden befektetési körben legalább 50%-ban új tőkebefektetés társul. A támogatható vállalkozásoknak nyújtandó tőkebefektetéseket, kvázi tőkebefektetéseket vagy hiteleket illetően – a pénzügyi közvetítők vagy a támogatható vállalkozások szintjén – a kockázatfinanszírozásba szükséges további független magánbefektetőket is bevonni annak érdekében, hogy az összesített magánbefektetői részvételi arány elérje a következő minimális határértékeket:

- azon támogatható vállalkozások esetében, amelyek még egyetlen piacon sem hajtottak végre kereskedelmi értékesítést, a kockázatfinanszírozás 10 %-át;
- azon támogatható vállalkozások esetében, amelyek az első kereskedelmi értékesítéstől számítva kevesebb, mint 7 éve működnek, a kockázatfinanszírozás 40 %-át;
- azon támogatható vállalkozások esetében, amelyek olyan kockázatfinanszírozást igényelnek, ahol az igényelt befektetés összege meghaladja a finanszírozást megelőző 5 évben elért átlagos forgalom 50 %-át, illetve azon, az előző bekezdésben említett vállalkozások esetében, ahol a 7 éves időszak eltelte után follow-on befektetésekre kerül sor, a kockázatfinanszírozás 60 %-át.

A rendelet külön nevesíti a start-upok számára nyújtott finanszírozást³⁶, amely hitelek, garanciák és vissza nem térítendő támogatások (ide értve az equity és quasi-equity jellegű befektetéseket) formájában történhet. Az említett finanszírozási formákon belül a támogatások mértéke bizonyos kritériumok alapján változhat³⁷. A rendelet értelmében start-upoknak olyan szabályozott piacra be nem vezetett KKV-k minősülnek, amelyek regisztrációja óta kevesebb, mint 5 év telt el, a megtermelt profitok nem kerültek szétosztásra befektetők között és nem M&A tranzakciók keretében jöttek létre.

A rendeletet kiegészítő iránymutatás bevezető részében említésre kerül, hogy a Bizottság az Unió költségvetését kívánja igénybe venni a KKV-k finanszírozáshoz való hozzáféréseinek megkönnyítéséhez annak érdekében, hogy kezelje azokat a strukturális piaci hiányosságokat, amelyek korlátozzák a KKV-k növekedését. Az iránymutatásban különösen hangsúlyosak az általános csoportmentességi rendelet hatályán kívül eső vállalkozási kategóriákra irányuló rendelkezések, mivel ezek a rendelet alapján nem támogathatóknak tekinthető vállalkozások is hasonló korlátokkal szembesülhetnek. Ebben a kategóriába tartoznak többek között a kisebb vagy közepes tőkeértékű vállalatok; az innovatív közepes piaci tőkeértékű vállalatok; azok a vállalkozások, amelyek az első kereskedelmi értékesítésüket követően több mint 7 évvel

³⁵ Lásd a rendelettervezet 21. cikkelyének 6. pontjában foglaltakat.

³⁶ Lásd a tervezet 22. cikkelyét.

³⁷ Lásd a 22. cikkely 3. pontjában foglaltakat.

jutnak hozzá az első kockázati tőkebefektetéshez; olyan vállalkozások, amelyek a rendeletben szereplő maximális befektetési összegnél nagyobb finanszírozási igénnyel rendelkeznek; olyan alternatív platformok, amelyek nem teljesítik az általános csoportmentességi rendeletben szereplő feltételeket. Az említett vállalkozási kategóriák esetében bizonyos körülmények fennállta mellett indokolt lehet a külső finanszírozás, vagy a rendeletben szereplő limiteket meghaladó támogatás nyújtása.

Piaci szempontból kiemelt jelentőséggel bír, hogy az iránymutatás alapján a kockázatfinanszírozási támogatás továbbra sem használható kivásárlások, valamint nehéz helyzetben lévő vállalkozások támogatására. A rendelethez hasonlóan ugyanakkor az iránymutatásban is megjelenik a kezességvállalás. A kezességvállalás által érintett támogatható ügyletek csak újonnan szerzett, kockázatfinanszírozási célú hitelügyletek, például lízingek, valamint kvázi tőkebefektetési instrumentumok lehetnek, tőkeinstrumentumok nem. A kezességvállalásokat portfóliószinten kell nyújtani, amelynek során a pénzügyi közvetítők eldönthetik, hogy mely ügyleteket kívánják felvenni a kezességvállalással érintett portfólióba.

Indokolt végezetül megemlíteni a finanszírozási konstrukciókban résztvevő vállalati befektetők számára nyújtandó adókedvezményeket, amelyek nyereségadó kedvezmények és/vagy a tőkejövedelemre, valamint az osztalékra vonatkozó adókedvezmények formájában jelenhetnek meg. Ennek konkrét formája lehet például az, hogy az exitekből származó nyereség utáni adókötelezettség elhalasztható abban az esetben, ha a nyereség egy meghatározott időszakon belül újrabefektetésre kerül, vagy az, hogy az exitekből származó veszteségek levonhatók az olyan részesedésekből felhalmozódó nyereségből, amelyet adókötelezettség terhel.

A fentiekben leírtak alapján összességében elmondható, hogy uniós szinten a 2014-2020 közötti költségvetési ciklusban a kockázati tőkebefektetésekre vonatkozó kormányzati támogatások rendelkezésre állnak, ráadásul a korábbihoz képest egy kibővített feltételrendszerrel és finanszírozási formákkal. A későbbi stádiumú buyout és turnaround típusú befektetések azonban továbbra sem tartoznak a támogatható finanszírozási formák közé.

4.4. Crowdfunding

A crowdfunding-ot illetően az elemzés kizárólag az equity crowdfunding-ot érinti. Egyes vélemények szerint a crowdfunding paradigma-váltást eredményezhet – hiszen az innovatív gondolkodásmóddal abszolút konform ez a megoldás – amely folyamatból nem lenne célszerű kimaradni. Egyetlen óriási hátránya van: ellenőrizhetetlen. Ez gyakorlatilag olyan, mintha a tőzsdét megnyitnánk a kezdő vállalkozások számára. Finanszírozási oldalról nézve ezt csinálhatná akár egy VC alap is – a crowdfunding a kockázati tőke versenytársának tekinthető –, de egy alap túl sokat „kér” (túl magas a kockázatokat visszatükröző diszkont), ott van a vállalat menedzsmentjében, ráadásul még ellenőriz is. Ennek következtében a finanszírozást kereső vállalat inkább kisbefektetőktől próbálja összegyűjteni a tőkét. A magyar retail piac egyrészt abszolút nem elég edukált ahhoz, hogy megértse a crowdfunding-hoz kapcsolódó kockázatokat, másrészt a hazai retail befektetők között jelenleg elenyésző azok aránya, akik egyrészt rendelkeznek érdemi megtakarítással egy ilyen jellegű befektetésre, továbbá nyitottak is az ilyen jellegű befektetések iránt.

Megtakarítások, illetve kellő nyitottság hiányában, akik nemzetközi termékekben vagy projektekben gondolkodnak, azok előbb-utóbb valamelyik nemzetközi portálon fognak megjelenni (többek között a Kickstarter-en). A hazai piacon még nem alakult ki az ehhez szükséges üzleti, bizalmi és vállalati kultúra, ezért aki crowdfunding által szeretne tőkét gyűjteni az el fog menni az amerikai piacra. Egyes vélemények szerint a hazai piacon sokkal inkább elképzelhető az, hogy üzleti angyalok érdeklődését kelti fel valamely ötlet vagy projekt, akik bizonyos volumenben (1-5 millió Ft közötti értékben) hajlandók lesznek ezeket megfinanszírozni.

Kizárólag vállalkozói oldalról nézve ez egy nagyon támogatható dolog, hiszen miért ne próbálhatná meg valaki eladni az ötletét másoknak. A crowdfunding egyik előnye, hogy nagyon rugalmas, viszont nagyon nehéz a folyamatból kiszűrni azokat, akiket elsősorban nem gazdasági érdek motivál. Minél vadabb egy innováció, annál nagyobb a csalás valószínűsége. Ennek következtében a megfelelő, transzparens és hiteles riportolás jelentősége óriási.

A leírtak alapján látható, hogy a crowdfunding esetében nagyon sok faktort kell nagyon óvatosan mérlegelni, amelynek során a szabályozók felelőssége is igen jelentős. Nem véletlen, hogy a világ legfejlettebb piacán az SEC sem véglegesítette a crowdfunding-gal kapcsolatos javaslatokat magában foglaló jogszabályt, a JOBS Act-et³⁸.

4.5. Jövőbeni kitekintés

Ezen alfejezetnek nem célja, hogy jóslásokba bocsátkozzon a hazai PE iparág jövőjét illetően, sokkal inkább néhány olyan fakort próbál megemlíteni, amelyek hatással lehetnek az iparág jövőbeni alakulására.

Több piaci szakértő véleménye szerint kínálati oldalon sok cég tulajdonosi generációváltás előtt áll, amely azt jelenti, hogy sok – jellemzően még a 90-es évek privatizációs hullámában indult – cég életében a cégtulajdonos, cégvezető a közeljövőben várhatóan vissza fog vonulni az irányításból, ugyanakkor a gyermekek valamilyen oknál fogva nem akarják továbbvinni a céget (pl. mert nem érdeklődnek a cég iránt, vagy nem alkalmasak a cég továbbvitelére). Ezek a vállalatok potenciális kínálatot fognak jelenteni a közeljövőben professzionális, intézményi befektetők számára. Ebben a szegmensben valószínűsíthetően lesz realitása új alapokat létrehozni, noha jellegét tekintve ez inkább a buyout piacot erősítheti.

A JEREMIE alapokat illetően egyes piaci vélemények szerint problémás lehet az, hogy az alapok exitjei egy jól behatárolható időhorizontra esnek, azaz ha minden alapkezelő nagyságrendileg egyszerre akarja majd eladni befektetését, akkor kérdéses, hogy ehhez a vételi oldal is adott lesz-e. Mások ezzel szemben nem tartanak attól, hogy az exitek tekintetében a piac nem tudja majd felszívni az eladásra kerülő cégeket. Ezt egyrészt azzal magyarázzák, hogy az igazán sikeres start-up cégeknek nemzetközi céggé kell válni, azaz a cégeket a nemzetközi piacon szakmai befektetők számára kell értékesíteni. Másrészt eltérő iparági stratégiák vannak, azaz akik nem érzik magukat otthon pl. az energetikai projekteknél, azok nem fognak befektetni ebbe az iparágba, hanem más szektorokra fognak fókuszálni. Az igazán nagy problémát az jelenthetné, ha mindenki csak az IT szektorba akarna befektetni és az exitek során kizárólag IT cégeket kellene értékesíteni. Abban viszont egyetértés mutatkozott, hogy a vevők közötti verseny nagyon fontos faktor, főként az exit-ek árazása szempontjából.

Egyes vélemények szerint az exiteknél lényegesebb kérdés az, hogy mi lesz 2016 januárja után, azaz azon időszakot követően, amikor a JEREMIE alapoknak letelik a befektetési időszakuk és ezáltal eltűnnek a források a piacról. A felépült ökoszisztémát ugyanis szükséges lenne fenntartani akár a JEREMIE programhoz hasonló új struktúrák segítségével, vagy egy olyan ösztönzéssel, amely támogatja az alapkezelőket abban, hogy létre tudjanak hozni új alapokat. Mint ahogy azt az állami támogatásokkal foglalkozó alfejezetben összefoglaló jelleggel bemutattuk, a kockázati tőkés finanszírozásra allokálható kormányzati források EU-s szinten a 2014-2020 közötti költségvetési ciklusban is rendelkezésre állnak, amelyek megteremtik a lehetőségét annak, hogy a korai fázisú, VC jellegű szegmensekben a JEREMIE programokhoz hasonló megoldások a közeljövőben is fennmaradjanak.

³⁸ A legfrissebb információk alapján az SEC felülvizsgálja az akkreditált befektetőkre vonatkozó definíciót, mivel egyes vélemények szerint a jövedelem és az eszközök nettó értéke alapján nem lehet megfelelően mérni azt, hogy egy befektető vagyoni/pénzügyi helyzete alkalmassá teszi-e a befektetőt ilyen típusú befektetési megvalósítására.

Néhány piaci szereplő elmondása alapján a közeljövőben problémás lehet a szindikátusi szerződésekben foglalt bizonyos jogok – többek között drag-along jogok, vesting struktúrák – kezelése, mivel a bírósági gyakorlat ezt kezdetben biztosan nem fogja tudni lekövetni, tekintettel arra, hogy egyrészt nincs még kialakult gyakorlat, másrészt több struktúrának (pl.: vesting³⁹) még magyar megfelelője sincs.

Többen egyetértettek abban, hogy kevés azon hazai cégek száma, amelyek alkalmasak lehetnének arra, hogy régiós karriert tudjanak befutni. Szinte minden cég az USA-ban akar karriert csinálni, ami egyes esetekben valós megoldást jelent, de egyrészt nem minden cég alkalmas arra, hogy az USA piacára kerüljön, másrészt nem megoldott az, hogy miként transzportáljuk ezen cégeket az USA-ba. Egyelőre kevés az ehhez kapcsolódó igazi sikerélmény. Néhány piaci szakértő véleménye szerint nem szabad elfedni azt a tényt, hogy a hazai VC alapok portfólióiban több csőd közeli cég is lehet, amelyeket sok esetben továbbra is finanszíroznak, ahelyett, hogy leírásra kerülnének. Az alapkezelőknek e tekintetben edukációs felelőssége is van. A VC befektetés jellegéből adódóan előfordulhat azonban olyan, hogy az első időszakban a befektetett tőke akár 30-40%-át is elvesztésre kerül, illetve a portfólióban több olyan cég is lesz, amelyekből nem lesz siker, ugyanakkor mégis lesz egy vagy két olyan befektetés, amely az összes többi cégen elszenvedett veszteséget kompenzálni tudja majd. Ehhez indokolt hozzátenni, hogy a VC alapok portfólióiban lévő cégek esetében a valódi érték az exitből jön, azaz alapvetően a vevő szándékai az igazán lényegesek. Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy a vevők sok esetben nem az adott cég cash-flow termelő képességét nézik. A hangsúly azon van, hogy a vevő mit tud kezdeni a céggel és neki mennyit ér meg egy adott technológia, amelynek következtében a tényleges cégérték valójában csak akkor derül ki, amikor a céget értékesítik. Ennek következtében kicsi a jelentősége annak, hogy a közbenső időben miként mozog a vállalatérték (nem véletlen, hogy pótlólagos finanszírozások hiányában a cégeket jellemzően bekerülési értéken – at cost – tartják nyilván).

Összességében elmondható, hogy a jelenlegi kezdeti-köztes állapotban még nagyon korai lenne bármilyen értékítéletet megfogalmazni a szektorról. A piac eredményességét csak hosszabb távon, a JEREMIE alapok kifizetése után, az eredmények ismeretében lehet majd megítélni.

³⁹ A vesting az USA-ban a start-upok finanszírozása esetén alkalmazott struktúra, amelynek lényege, hogy az alapítók által birtokolt részvények a befektetés pillanatában kikerülnek az alapítók tulajdonából, és azt csak idővel, fokozatosan nyerik azokat vissza.