

---

## Tanulmányok

---

### Hol tart a kelet-közép-európai kockázati- és magántőkepiac öt évvel a válság után?\*

---

**Karsai Judit,**  
az MTA KRTK Közgazdaság-  
tudományi Intézet tudományos  
főmunkatársa  
E-mail: karsai.judit@krtk.mta.hu

Míg Európa egészét tekintve a kockázati-tőke-  
ágazat már túljutott a válság okozta sokkon, a kelet-  
közép-európai régióban 2013-ban tovább folytatódott a  
válságot követő megtorpanás. Fellendülés sem a tőke-  
gyűjtés, sem a befektetések, sem pedig a kiszállások  
terén nem következett be. Ugyanakkor 2013 végétől a  
régió iránti bizalom növekedésének jelei érzékelhetők,  
amelynek kibontakozását megakadályozhatja a világ-  
politikai és a gazdasági kockázatok növekedése.

TÁRGYSZÓ:  
Kockázati tőke.  
Magántőke.  
Finanszírozás.

\* Az elemzés az OTKA K105581 számú pályázat támogatásával készült.

Az Egyesült Államok jelzálogpiacainak összeomlása nyomán kialakuló pénzügyi válság negatív hatása a kelet-közép-európai kockázati- és magántőkeügyleteknél is erőteljes volt, függetlenül a régió befektetéseit korábban is övező nagyobb óvatosságtól, a nagy összegű hitelek viszonylag nehezebb elérhetőségétől, valamint eleve magasabb kamataitól.<sup>1</sup> A nemzetközi pénzügyi válság után a hitelből finanszírozott növekedés a kockázat szinonimájává vált, ezért a feltörekvő piacok, ezen belül e régió országai, hátrányba kerültek a fejlettekkel szemben. A válság negatív hatása 2008 őszén először a régióbeli nagyobb összegű kockázati-tőke-befektetések terén jelentkezett, majd a kisebb alapok befektetői tevékenysége is jóformán leállt. Az új alapok gyűjtése ugyancsak megtorpant a pénzügyi és a befektetőket sújtó bizonytalanság miatt. Ellehetetlenült a kockázati-tőke-befektetők portfólióiban lévő vállalatok eladása is. A tőzsdéken nyomott árak alakultak ki, s így nem érte meg ott „kiszállni” a cégekből, bár az más módon sem volt a befektetők számára könnyű. A kilépési lehetőségek beszűkülése így meghosszabbította a finanszírozás időtartamát (Karsai [2012]).

## 1. A fellendülés jelei az európai tőkegyűjtésben

A kockázati- és magántőkeipar működési módjából az következik, hogy a válságot követő fellendülés jelei először a befektetések céljából gyűjtött források emelkedésében jelentkeznek, csak ezután következik a befektetések tényleges fellendülése. Ezért némi optimizmusra ad okot, hogy négy nehéz év után az *európai uniós (EU-s) kockázati- és magántőkepiac 2013-ban növekedésnek indult*, a válságot követő sanyarú évek után már némi lendületet kapott az ilyen célú tőkegyűjtés, ami elsősorban a kivásárlást tervező alapok élénkülésének volt köszönhető.<sup>2</sup> A frissen gyűjtött tőke

<sup>1</sup> A kockázati- és magántőke-befektetők részvények vásárlása útján nyújtanak tőkét nem nyilvános cégeknek, azaz olyanoknak, amelyek a befektetést követően nem szerepelnek a tőzsdén. Míg a klasszikus kockázati tőke a fejlődésük kezdetén járó cégekben többnyire tőkeemeléssel szerez jellemzően kisebbségi tulajdoni hányadot, addig a kivásárlásokat finanszírozó magántőke inkább érett szakaszban tartó vállalatokat céloz meg, amelyekből kivásárolja a korábbi tulajdonosokat, s így jut többségi vagy kizárólagos tulajdonhoz. A „kockázati- és magántőkeipar” elnevezés egyaránt felöleli a klasszikus kockázati-tőke- és magántőke-ágazat tevékenységét.

<sup>2</sup> A kockázati- és magántőkeipar forrásgyűjtéséről, befektetéseiről, valamint a befektetésekből történő kiszállásokról az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (European Private Equity and Venture Capital Association – EVCA) évente megjelenő évkönyve nyújt tájékoztatást (EVCA [2012a], [2013a], [2014a]). Az évkönyv adatai a nemzeti tagszervezetekbe tömörült befektetők önkéntes adatközlésén alapulnak. A nemzeti tagszervezetek csupán az adatfeltöltés előmozdításában és teljeskörűségének ellenőrzésében vesznek részt, az egyedi befektetések adataihoz csupán az adatközlők alkalmi döntéseitől függően férnek hozzá.

értéke így 2013-ban az előző évi volumen kétszeresére, közel 54 milliárd euróra nőtt. (Lásd az 1. táblázatot.)

1. táblázat

*A kockázati- és magántőke-befektetések céljára gyűjtött tőke értéke  
az Európai Unióban és Kelet-Közép-Európában, 2009–2013*

Év	Európai Unió (millió euró)	Kelet-Közép-Európa (millió euró)	Kelet-Közép-Európa aránya az Európai Unión belül (százalék)
2009	18 914	450	2,4
2010	21 797	602	2,8
2011	41 604	941	2,3
2012	24 580	673	2,7
2013	53 608	433	0,8
2009–2013	160 503	3 099	1,9

*Forrás:* Itt és a következő két táblázatban *EVCA* ([2010], [2011], [2012b], [2013b], [2004a], [2014c]) alapján saját számítás.

A tőke növekedése elsősorban a nyugdíjalapok bizalmának köszönhető, amelyek a 2013. évi tőkegyűjtés több mint egyharmadát biztosították, s a kisebb nyugdíjalapok kockázati-tőke-piaci részvételét lehetővé tevő esernyőalapokkal együtt már a források 40 százalékát adták (*EVCA* [2014b]). A piac „egészségesebbé” válását jelzi emellett a kormányzati részvétel visszaszorulása is. Ugyanis a nominálisan dinamikus, 13 százalékkal emelkedő állami források súlya 2013-ban az előző évihez képest a felére, 5 százalékra szorult vissza az EU-ban.

2. táblázat

*Az állami részvétel értéke és aránya a kockázati- és magántőkealapok tőkegyűjtésében  
az Európai Unióban és Kelet-Közép-Európában, 2013*

Kockázati- és magántőkealapok tőkegyűjtése	Európai Unió		Kelet-Közép-Európa		
	Érték (millió euró)	Arány az összes európai forrásban (százalék)	Érték (millió euró)	Arány az összes kelet-közép-európai forrásban (százalék)	Arány az összes európai forrásban (százalék)
Összes gyűjtött tőke	53 608	100	433	100	0,8
Ebből állami források	2 799	5	209	48	7,5
Klasszikus kockázati tőke befektetésére gyűjtött tőke	4 019	100	88	100	2,2
Ebből állami források	1 357	34	54	61	4,0

Az európai alapok finanszírozóinak terve szerint a 2013-ban frissen gyűjtött tőkéből várhatóan 4 milliárd euró életük korai fázisában tartó európai cégeket fog el látni a következő néhány évben, és további több mint 1 milliárd euró növekedési szakaszban levőket, míg a tőke zömét, 45 milliárd eurót, vállalatok kivásárlására költik majd (EVCA [2014b]).

A válságot követő fellendülés jelei ugyanakkor 2013-ban magukon az európai befektetéseken még kevésbé érződtek. Értékük ugyanis lényegében nem változott, a kockázati- és magántőkealapok az előző évhez hasonlóan, összességében 36 milliárd euróval ötezer céget finanszíroztak.

3. táblázat

*A kockázati- és magántőke-befektetések értéke és a cégek száma az Európai Unióban és Kelet-Közép-Európában, 2009–2013*

Év	Európai Unió		Kelet-Közép-Európa		Kelet-Közép-Európa aránya az Európai Unióban	
	Érték (millió euró)	Cégek száma (darab)	Érték (millió euró)	Cégek száma (darab)	a kockázati- és magántőke-befektetések értéke szerint (százalék)	a cégek száma szerint (százalék)
2009	24 308	4 762	2 432	125	10,0	2,6
2010	41 918	5 017	1 336	166	3,2	3,3
2011	44 870	4 903	1 247	195	2,8	4,0
2012	36 752	5 080	1 007	220	2,7	4,3
2013	35 726	5 089	783	241	2,2	4,7

E cégek közül háromezer vállalkozás életének korai fázisában tartott, míg további több mint 1000 cég növekedésének előmozdításához kapott tőkét, és több mint 800 vállalatnál a kivásárlást finanszírozták a befektetők. Mivel az utóbbi ügyletek értéke nagyságrendekkel nagyobb, mint az indulást vagy az expanziót finanszírozó befektetéseké, valójában a kivásárlások 28 milliárdos értékének szinten maradása áll a stagnálás háttérében. A kivásárlások derékhatát a közepes méretű, azaz a 15–200 millió eurós tartományban végrehajtott ügyletek adták, miközben az igazán nagy kivásárlások száma és értéke 2012-höz képest visszaesett (EVCA [2014b]).

A piacon a befektetések egyre változatosabb konstrukciói figyelhetők meg, amelyek a tőkealapok finanszírozói számára nagyobb mozgásteret és magasabb hozamokat kínálnak. Például a nagy globális nyugdíjalapok és más intézményi befektetők immár nemcsak a korábban megszokott módon, azaz magántőkealapokon keresztül fektetnek be cégekbe, hanem az általuk finanszírozott alapok mellett közvetlenül,

valamint más intézmények befektetéseihez társulva is (ez utóbbi két esetben csökkentve a kifizetendő alapkezelési díjakat, illetve növelve rálátásukat és befolyásukat a magántőke-befektetésre szánt forrásokra) (*White and Case* [2014]).

Az üzleti környezet egyértelmű javulására utal, hogy a befektetésiérték tekintve 2013-ban 50 százalékkal, 33 milliárd euró fölé nőtt a kilépések értéke európai cégekből, miközben az érintett cégek száma lényegében nem változott. Különösen a tőzsdéi kiszállások erőteljes megugrása vetíti előre a piac további fellendülését, mivel a cégek ellenértékének visszajuttatása a finanszírozókhöz fedezetet teremt újabb alapok tőkegyűjtésére. Míg 2013-ban 24 magántőke-hátterű céget vittek IPO-val<sup>3</sup> a tulajdonosok tőzsdére, s ezzel 11,3 milliárd dolláros bevételhez jutottak, addig 2012-ben ugyanezt a kiszállási módot csupán 4 cég esetében választották, ami 1,46 milliárd dollárt „hozott” (*White and Case* [2014]).

## 2. Folytatódó megtorpanás a régióban

Míg Európa egészét tekintve a kockázati-tőke-ágazat már túljutott a válság okozta sokkon, a statisztikai adatok azt jelzik, hogy *a kelet-közép-európai régióban a válságot követő megtorpanás még 2013-ban is tovább folytatódott*. Azaz fellendülés sem a tőkegyűjtés, sem a befektetések, sem pedig a kiszállások terén nem következett be. Ezt alátámasztja az, hogy a kockázati- és magántőke céljára 2013-ban gyűjtött friss tőke 36 százalékkal, a régiós cégekbe történt befektetések értéke 22 százalékkal, az azokból való kiszállások értéke pedig 34 százalékkal maradt el a 2012-ben mért értékhez képest. Mindez a kelet-közép-európai régió Európán belüli súlyának csökkenéséhez vezetett. A régió leértékelődésére utal a finanszírozók szemében, hogy a felállított alapok finanszírozására szánt tőke EU-n belüli aránya a 2012. évi 3 százalékhoz képest 2013-ban 0,8 százalékra esett vissza. (Lásd az 1. táblázatot.) A régiós alapokba érkező tőke volumene egészen 2006-ig nem haladta meg az Európában összegyűjtött tőke 2 százalékát, majd 2007-ben erőteljesen megugrott 5,4 százalékra, 2008-tól kezdve viszont csak 2-3 százalék körül mozgott (*Karsai* [2012]).

A régióbeli alapok külföldi finanszírozóinak e térséggel kapcsolatos romló várakozásait az is alátámasztja, hogy a kelet-közép-európai alapok *tőkegyűjtésében a hazai, főként intézményi források* hagyományosan viszonylag *kisebb szerepet játszanak*. 2013-ban a régióbeli székhelyű kockázati- és magántőkealapok tőkegyűjtése csak 16 százalékban érkezett hazai forrásokból (*EVCA* [2014c]), a befektethető tőke túlnyomó része Európa másik feléből származott. Ugyanakkor az amerikai, ázsiai

<sup>3</sup> IPO (initial public offering): első nyilvános forgalomba hozatal.

vagy közel-keleti befektetők csak rendkívül erőteljes fellendülés idején merészkednek erre az általuk kevésbé ismert, és kisméretűnek tartott piacra.

Európa fejlettebb tőkepiacain a kockázati- és magántőkealapok finanszírozásának legjelentősebb forrását képező *nyugdíjalapok a kelet-közép-európai régióban sokkal kisebb szerepet játszanak*; 2013-ban a gyűjtött tőkéhez mindössze 6 százalékkal járultak hozzá, szemben az EU-ban mért egyharmados aránnyal. Régióbeli súlyuk az esernyőalapokkal együtt is csak 20 százalékot tett ki, azaz még az európai érték felét sem érte el (*EVCA* [2014c]). Alacsony részvételüket elsősorban nem járatlanságuk okozta, hanem sokkal inkább az általuk kezelt vagyron befektetésére vonatkozó nemzeti szabályozás előírásai. A régió intézményi befektetői számára ugyanis a helyi szabályozás többnyire kizárja a kockázati- és magántőkét a befektetési vagyonosztályok közül. Ráadásul több országban megindult a korábban létrehozott magánnyugdíjpénztárak állami bekebelezése is. Mindezek folytán nem véletlen, hogy a nyugdíjalapok a régió csupán két államában, Lengyelországban, illetve Romániában járultak hozzá a kockázati- és magántőkealapok 2013. évi tőkegyűjtéséhez.

A régióbeli kockázati- és magántőkealapok intézményi finanszírozók szerinti forrásainak alakulása az EBRD<sup>4</sup> által közreadott statisztikából is nyomon követhető (*EBRD* [2014]).<sup>5</sup> Az *EBRD által finanszírozott alapok befektetői körében* a válság hatására 2008 és 2011 között a korábbi időszakhoz képest jelentős *átrendeződés következett be*. Mind a nyugdíjpénztárak, mind a biztosítók szerepe lecsökkent, míg a kormányzati ügynökségeké megnőtt, s ugyancsak megerősödött a nemzetközi pénzügyi intézmények jelentősége is. Azaz, az állami részvétel súlya a piaci szereplőkhöz képest megerősödött. 2012-ben azonban már visszatérni látszott a piaci bizalom, ami fordított elmozdulást mutat. Új vonás viszont a *bankok* szerepének erőteljes visszaszorulása, bármely korábbi időszakot is vesszük alapul, ami feltehetőleg a rájuk vonatkozó szigorúbb szabályozás következménye (*Karsai* [2013]).

### 3. Állami szerepvállalás a régió kockázati tőke-piacán

Míg 2013-ban a kizárólag privát forrásból érkező tőkeforrások csökkenése elsősorban a jövőbeli kivásárlásokat érintette a régióban, addig a klasszikus

<sup>4</sup> EBRD (European Bank for Reconstruction and Development): Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank.

<sup>5</sup> Az EBRD a legaktívabb magántőke-befektető Kelet-Közép- és Délkelet-Európában. Húsz éve fektet be a vagyonosztályba, odaigért tőkéjének mintegy 60 százaléka a kelet-közép- és délkelet-európai régióra esik. Az EBRD aktuális portfóliója 96 alpból áll, amelyet 62 alapkezelő kezel, a számukra az EBRD által odaigért tőke értéke 2,7 milliárd dollár, az alapok teljes tőkéje 16,1 milliárd dollár, a portfólió cégeik száma 400 darab (*EBRD* [2014]).

kockázati-tőke-befektetések esetében a privát források hiányát az EU-ból érkező állami források igyekeztek kompenzálni. A kockázati-tőke-befektetések közül már régóta a magvető, induló és korai fázisban nyújtott finanszírozás terén mutatkozott a legnagyobb hátrány Európa fejlettebb országaihoz képest, mivel sok, egyébként életképes, nagy növekedésű régióbeli vállalkozás egyszerűen nem volt elég nagy ahhoz, hogy felkeltse a befektetők érdeklődését. Így a „finanszírozási rés”<sup>6</sup>, ami az életük kezdeti szakaszában tartó európai cégek esetében tapasztalható, a kelet-közép-európai régióban sokkal markánsabban jelent meg. A régióbeli induló vállalkozásokat még inkább sújtja a kockázati tőke kereslete és kínálata közötti rés – mely az EU korai szakaszú innovatív cégeinek ugyancsak hátrányt okoz –, mivel az egyéb finanszírozási források (például az üzleti angyalok és a magvető finanszírozás) is hiányoznak (Karsai [2012]).

A kockázati-tőke-ipar tőkegyűjtését Európa-szerte előmozdító állami forrásokból a fejletlenebb kockázati-tőke-ágazattal rendelkező kelet-közép-európai régió 2013-ban 7,5 százalékos arányban részesült. Az állami források kiemelkedő jelentőségét húzza alá, hogy a régiós székhelyű alapok által 2013-ban frissen gyűjtött 433 millió euró közel fele kormányzati forrásból érkezett. (Lásd a 2. táblázatot.) Ezen belül a korai fázisú finanszírozásra gyűjtött 88 millió eurónyi tőkének még ennél is jelentősebb hányadát, több mint 60 százalékát nyújtották állami szervezetek. Az állami források súlya azonban nem csupán 2013-ban volt magas, a 2009 és 2013 közötti időszakban a régióbeli befektetésekre szakosodó kockázati-tőke-alapok forrásainak 39 százaléka ugyancsak kormányzati szervektől érkezett (EVCA [2014b]).<sup>7</sup>

Az állami források túlnyomó részét az EU által 2007-ben meghirdetett ún. JEREMIE-konstrukció<sup>8</sup> keretében, a kockázati-tőke-alapok társfinanszírozására fordítható összeg biztosítja a régió országai számára.<sup>9</sup> A kockázati-tőke-ágazat fejlesztésére korábban más jogcímen (így például a Versenyképességi és Innovációs Keretből (és ezen belül a nagy növekedési potenciállal bíró, illetve innovatív kis- és középvállalkozásokat támogató programból)) igénybe vehető források csak elvétve kerültek régióbeli alapokhoz. Az EU JEREMIE-programja kifejezetten az induló, korai szakaszú cégek tőkeellátásának javítását célozza. Az Európai Bizottság által jóváhagyott holdingalapokra egy-egy ország olyan, a mikro-, kis- és középvállalatok számára tőkebefektetést szervező alapkezelői pályázhatnak, amelyek a közösségi források mellé további privát forrásokat is be tudnak vonni. E lehetőséget, mely 2015-ig ösz-

<sup>6</sup> A „finanszírozási rés” a vállalkozások tőke iránti kereslete és kínálata között a kockázat és a hozam „össze nem illése” miatt alakul ki a versenypiacon, s ezt az állapotot az ármechanizmus működése sem oldja fel.

<sup>7</sup> Az állami szerepvállalás válság utáni növekvő szerepéről lásd Karsai [2013].

<sup>8</sup> JEREMIE (joint European resources for micro to medium enterprises): mikro-, kis- és középvállalkozásokat támogató közös európai források.

<sup>9</sup> A JEREMIE-program az EU tagországai és régiói számára kínál lehetőséget arra, hogy a strukturális alapok egy részét visszatérítendő forrásként kockázati tőkébe fektessék, ezáltal javítva a helyi vállalkozások kockázati tőkéhez jutási esélyeit (EIF [2010]).

szességében közel 1 milliárd euró állami és privát forrás<sup>10</sup> lehívását és befektetését teszi majd lehetővé a JEREMIE kockázatitőke-alapok számára, jóformán az összes régióbeli ország igénybe vette. A legnagyobb erre fordítható összeggel a legmagasabb számú (28) JEREMIE kockázatitőke-alapot a régión belül Magyarországon hozták létre (*Fazekas* [2014], *Lovas–Rába* [2013], *Papp* [2012]).

A JEREMIE-program 1 milliárd eurós nagyságrendje a régióbeli összes klasszikus kockázatitőke-alap (azaz nem kivásárlási alap) által 2009 és 2013 között évente gyűjtött tőke átlagos szintjének közel háromszorosa.<sup>11</sup> Ugyanakkor azon országok (például Bulgária, Szlovákia vagy Románia) esetében, ahol a kockázatitőke-piac még régióbeli viszonylatban is kevésbé fejlett, a hozzájárulás jelentősége e számok által sugalltnál is nagyobb lehet.

#### 4. Romló régiós pozíció az európai befektetésekben

A kelet-közép-európai térségben a befektetési kedv hiányáról tanúskodik, hogy a régióbeli cégekbe fektetett kockázati és magántőke aránya az EU-n belül a 2012-ben mért 2,7 százalékról 2013-ban 2,2 százalékra szorult vissza. (Lásd a 3. táblázatot.) A befektetések értéke nemcsak relatív, hanem abszolút értelemben is csökkent: míg az utóbbi hét év mindegyikében meghaladta az egymilliárd eurót – sőt, két évben még a kétmilliárd eurós plafont is túlszárnyalta –, addig 2013-ban éppen csak megközelítette a 800 millió eurót.

A befektetések értékének visszaesését elsősorban a *vállalatok kivásárlását finanszírozó ügyletek értékének csökkenése* váltotta ki. Bár a korábbi évekhez hasonlóan 2013-ban is kivásárlások képviselték a régióbeli befektetések értékének legnagyobb hányadát, súlyuk a 2012-ben mért 65 százalékról 2013-ban 55 százalékra csökkent, miközben a kivásárlások aránya Európában változatlanul 77 százalék maradt. (Lásd a 4. táblázatot.) A régióbeli befektetések értékének 2013. évi visszaesése főként a kivásárlásokban hagyományosan meghatározó szerepet játszó lengyel piacon volt szembevetendő, ahol a kivásárlások értéke már évek óta csökkenő tendenciájú, és 2013-ban az előző évihez képest közel 40 százalékkal visszaesett (bár így is a régió kivásárlásainak közel felét adta) (*EVCA* [2014a]). A 2013-as év legnagyobb horderejű kivásárlási ügyletét, mely Európában a hetedik legnagyobb értékű eladás volt, a világ egyik legnagyobb kivásárlási alapja, az amerikai Kohlberg Kravis Roberts hajtotta végre, miután októberben 1 milliárd euróért megvette az SBB/Telemach nevű szerb

<sup>10</sup> A régióbeli JEREMIE-holdingalapok honlapjai és az üzleti sajtó információi alapján saját becslés.

<sup>11</sup> A régióbeli országok nem kivásárlási tőkegyűjtésének értéke 2009 és 2013 között összesen közel 1,6 milliárd eurót tett ki.

székhelyű, Dél-Kelet-Európában szélessávú műsort szolgáltató kábeltévé-vállalatot. A cég ezt megelőzően több mint hét évig volt a Mid Europa nevű régiós alap portfóliójában, ami eredeti befektetéséhez képest háromszoros szorzóval adta azt el (Gille [2014], Romaine [2013b]).

4. táblázat

*A kockázati- és magántőke-befektetések értéke és megoszlása a cégfinanszírozásra szolgáló tőke típusa szerint az Európai Unióban és Kelet-Közép-Európában, 2013*

Tőke típusa	Európai Unió		Kelet-Közép-Európa	
	Érték (millió euró)	Megoszlás (százalék)	Érték (millió euró)	Megoszlás (százalék)
Magvető tőke	114	0,3	4	0,5
Induló tőke	1 866	5,2	32	4,1
Korai fázist finanszírozó tőke	1 402	3,9	30	3,8
<i>Klasszikus kockázati tőke összesen</i>	<i>3 382</i>	<i>9,5</i>	<i>66</i>	<i>8,4</i>
Növekedési tőke	3 580	10,0	259	33,1
Megfordító tőke	344	1,0	7	0,9
Helyettesítő tőke	766	2,1	24	3,1
Kivásárlást finanszírozó tőke	27 654	77,4	427	54,5
<i>Összes kockázati és magántőke</i>	<i>35 726</i>	<i>100,0</i>	<i>783</i>	<i>100,0</i>

*Megjegyzés.* Itt és a következőkben az összesen oszlopok értékei egyes esetekben kerekítés miatt térnek el az aktuálistól.

*Forrás:* EVCA [2014a], [2014c] alapján saját számítás.

A kivásárlások mellett a cégek életének *magvető, induló és korai fázisát finanszírozó, klasszikus, régióbeli kockázati-tőke-befektetések értéke* is 36 százalékkal *visszaesett* az előző évi adathoz képest. Ezt elsősorban az e téren évek óta magas, 2012-ben még 64 százalékos EU-n belüli magyar piaci részesedés jelentős visszaesése okozta. (Lásd az 5. táblázatot.)

Így 2013-ban ehhez, a korábbi kiemelkedő befektetési teljesítményhez képest, közel háromnegyedével csökkent az indulótőke-befektetések értéke, ami a magyar piacnak a régióban 2013-ban továbbra is első helyet, ugyanakkor már csak 26 százalékos részesedést biztosított. Az uniós közösségi és a hazai privát tőkét egyaránt befektető JEREMIE-alapok indulásának köszönhetően a magyarországi cégekbe 2012-ben befektetett közel 66 millió eurónyi klasszikus kockázati tőke GDP-hez viszonyított arányát tekintve egész Európában az első helyet biztosította a magyar piacnak, míg a 2013-ban ugyanezen befektetési szegmensben elért 17 millió eurós befektetés már csak a 14. helyre volt elegendő. (Lásd a 6. táblázatot.)

5. táblázat

*A kockázati- és magántőke-befektetések értéke a cégfinanszírozásra szolgáló tőke típusa szerint  
Kelet-Közép-Európában és Magyarországon, 2012–2013*

Tőke típusa	Kelet-Közép-Európa (millió euró)	Magyarország (millió euró)	Magyarország Kelet-Közép-Európa százalékában
	2012		
Magvető tőke	3,2	0,0	0,0
Induló tőke	72,8	56,7	77,9
Korai fázist finanszírozó tőke	26,5	8,8	33,2
<i>Klasszikus kockázati tőke összesen</i>	<i>102,5</i>	<i>65,5</i>	<i>63,9</i>
Növekedési tőke	204,8	2,9	1,4
Megfordító tőke	3,1	0,0	0,0
Helyettesítő tőke	41,9	0,0	0,0
Kivásárlást finanszírozó tőke	654,7	34,6	5,3
<i>Összes kockázati és magántőke</i>	<i>1007,0</i>	<i>103,0</i>	<i>10,2</i>
	2013		
Magvető tőke	4,2	0,5	13,3
Induló tőke	32,0	8,4	26,3
Korai fázist finanszírozó tőke	29,6	8,3	28,0
<i>Klasszikus kockázati tőke összesen</i>	<i>65,8</i>	<i>17,3</i>	<i>21,7</i>
Növekedési tőke	259,1	36,2	14,0
Megfordító tőke	6,7	0,0	0,0
Helyettesítő tőke	24,7	0,0	0,0
Kivásárlást finanszírozó tőke	426,9	3,4	0,8
<i>Összes kockázati és magántőke</i>	<i>783,2</i>	<i>56,8</i>	<i>7,3</i>

*Forrás: EVCA [2013b], [2014a], [2014c] alapján saját számítás.*

A magyar piacon a klasszikus kockázati-tőke-befektetések 2013. évi visszaesését feltehetőleg az magyarázza, hogy azokat elsősorban a JEREMIE-alapok hajtották végre. E konstrukció keretében azonban az állami források odaítélése az alapkezelőknek szakaszosan történt, azaz a pályázatokon induló alapok 2009 után legközelebb csak 2012-ben kaphattak ismét tőkét, ami a befektetések későbbi hullámzását okozhatta. A JEREMIE-konstrukció első körében állami tőkét elnyerő alapok így 2013-ra már elköltötték forrásaik nagy részét, a konstrukció későbbi pályázatain induló újabb alapok felállítása óta viszont még kevés idő telt el a befektetések beindításához. Valószínű továbbá, hogy az életük korai fázisában tartó, 2012-ben finanszírozott cégek egy része időközben növekedési szakaszba jutott, s így azok

az újabb befektetéseket már expanziójuk finanszírozására, ún. növekedési tőkeként kapták.

Ezt támasztja alá, hogy miközben 2013-ban Európában változatlanul 10 százalék maradt a növekedési tőke aránya az összes kockázati- és magántőke-befektetés értékében, addig az a régióban 2012-höz képest 20-ról 33 százalékra emelkedett. (Lásd a 4. táblázatot.) A fellendülés elsősorban a növekedési tőkebefektetések közel 60 százalékát kitevő lengyel piac 44 százalékos értékbeli növekedésének tudható be. Magyarországon, ami a 2013. évi 14 százalékos részesedésének köszönhetően a régió második legfontosabb piacát képviselte, még a lengyelénél is erőteljesebb volt az értéknövekedés. A GDP arányában mért növekedési tőkebefektetés 2012 és 2013 között 3 millióról 36 millió euróra emelkedett, és ezzel a hazai piac az európai listán a 24.-ről a 7. helyre ugrott.

6. táblázat

*A magyar és az európai uniós kockázati- és magántőke-piaci befektetések értékének GDP-hez viszonyított aránya, valamint a magyar piac helyezése az Európai Unióban a finanszírozott cégek életciklusa szerint, 2011–2013*

Megnevezés	Befektetési érték/GDP (százalék)			
	Korai fázis	Növekedési fázis	Kivásárlás	Összes fázis
	2011			
Magyarország	0,040	NA	NA	0,194
Európai Unió	0,027	NA	NA	0,326
Magyarország helyezése az Európai Unióban	<b>6.</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>14.</b>
	2012			
Magyarország	0,065	0,003	0,035	0,103
Európai Unió	0,023	0,027	0,200	0,260
Magyarország helyezése az Európai Unióban	<b>1.</b>	<b>24.</b>	<b>22.</b>	<b>17.</b>
	2013			
Magyarország	0,018	0,037	0,003	0,058
Európai Unió	0,024	0,025	0,196	0,253
Magyarország helyezése az Európai Unióban	<b>14.</b>	<b>7.</b>	<b>23.</b>	<b>20.</b>

*Forrás: EVCA [2012a], [2013a], [2014a] alapján saját összeállítás.*

A magyar piacon 2013-ban 43 vállalkozás közel 57 millió eurós kockázati- és magántőke-befektetésben részesült. (Lásd a 7. táblázatot.) A kockázati tőkések 36 cégbe 17 millió eurót fektettek be klasszikus kockázati tőkeként és 6 növekedési

fázisban tartó vállalkozásba 36 millió eurót, míg az egyetlen kivásárlási ügylet értéke alig haladta meg a kivásárlások esetében rendkívül alacsonynak tekinthető, 3 millió euró összeget. Régiós viszonylatban a magyar piacon végrehajtott ügyletek az összes befektetett tőke alig több mint 7 százalékát képviselték. A klasszikus kockázati-tőke-befektetések terén a magyarországi piac azonban továbbra is megőrizte régióbeli vezető szerepét több mint egyötödös arányával.<sup>12</sup> A növekedési szakaszban végrehajtott magyarországi ügyletek a régióbeli érték 14 százalékát adták, a kivásárlások területén azonban még az 1 százalékot is alig érték el.

7. táblázat

*A kockázati- és magántőke-befektetések értéke és a finanszírozott cégek száma, illetve megoszlásuk a cégfinanszírozásra szolgáló tőke típusa szerint Magyarországon, 2013*

Tőke típusa	Érték (millió euró)	Érték megoszlása (százalék)	Cégek száma (darab)	Cégek számának megoszlása (százalék)
Magvető tőke	0,5	1,0	2	4,7
Induló tőke	8,4	14,8	21	48,8
Korai fázist finanszírozó tőke	8,3	14,6	13	30,2
<i>Klasszikus kockázati tőke összesen</i>	<i>17,3</i>	<i>30,4</i>	<i>36</i>	<i>83,7</i>
Növekedési tőke	36,2	63,7	6	14,0
Megfordító tőke	0	0	0	0
Helyettesítő tőke	0	0	0	0
Kivásárlást finanszírozó tőke	3,4	5,9	1	2,3
<i>Összes kockázati és magántőke</i>	<i>56,8</i>	<i>100,0</i>	<i>43</i>	<i>100,0</i>

*Forrás: EVCA [2014a].*

## 5. A kockázati tőkék által kedvelt szektorok

A kockázati- és magántőkealapok által finanszírozott cégek szakágazati hovatartozása dönti el, hogy a befektetések a régióban döntően mely területek fejlődését, erősödését vagy átstrukturálását segítik elő. 2013-ban a legtöbb európai ügylet a számítógépes és fogyasztói elektronikában, a kockázati tőkék által ugyancsak kedvelt élettudományokban, illetve a kommunikációban került sor az Európai Unióban. A befektetések

<sup>12</sup> A magyarországi kockázati- és magántőkepiac húszéves fejlődéséről lásd *Karsai [2011]*.

értékét tekintve azonban ettől eltérő volt a sorrend: a legnagyobb értékű befektetés az üzleti- és ipari termékek előállításának finanszírozására jutott, amit a fogyasztási cikkek gyártása és kereskedelme, valamint az élettudományi cégek finanszírozása követett.

8. táblázat

*A befektetések értékének és a cégek számának megoszlása szakágazati hovatartozás szerint az Európai Unióban és Kelet-Közép-Európában, 2013 (százalék)*

Szakágazat	Európai Unió		Kelet-Közép-Európa	
	Érték	Cégek számának	Érték	Cégek számának
	megoszlása			
Mezőgazdaság	2,1	0,8	2,6	2,5
Üzleti és ipari termékek gyártása	14,1	10,9	3,1	5,4
Üzleti és ipari szolgáltatás	9,4	9,2	9,1	5,4
Vegyipari anyagok és alapanyagok gyártása	2,3	2,2	1,6	1,2
Kommunikáció	9,0	12,9	17,0	19,9
Számítógépes és fogyasztói elektronika	7,4	18,3	3,2	18,3
Építőipar	1,2	1,7	6,2	3,3
Fogyasztási cikkek gyártása és kiskereskedelme	13,8	9,4	13,8	11,2
Fogyasztói szolgáltatás	9,4	6,0	3,7	8,3
Energia és környezetvédelem	6,8	6,8	9,8	5,0
Pénzügyi szolgáltatás	6,2	2,0	3,1	4,1
Élettudományok	13,1	16,7	4,2	10,0
Ingtalannal kapcsolatos szolgáltatás	0,3	0,4	12,7	0,4
Szállítás és fuvarozás	3,6	1,6	9,9	2,9
Ismeretlen	1,2	1,1	0,2	2,1
<i>Összes befektetés</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

*Forrás: EVCA [2014a], [2014c] alapján saját számítás.*

A kelet-közép-európai régióban 2013-ban a kockázati- és magántőke-befektetők a legtöbb tőkével a kommunikációs szektort finanszírozták, s itt jutott tőkéhez a legtöbb cég is. A befektetések értékét tekintve – az Európai Unió egészéhez hasonlóan – a régiós befektetők körében is a fogyasztási cikkek gyártása és kiskereskedelme volt a második legkedveltebb terület, miközben a számukat tekintve második helyezést – az EU-ban első helyen álló – számítógépes és fogyasztói elektronikai cégek kaptak. Innovatív tartalma miatt külön figyelmet érdemel az élettudományok kiemelkedő finanszírozása. Ez a szakágazat tehát nemcsak az EU-ban, de a régió befektetői körében is népszerű volt.

A magyarországi befektetések szakágazati megoszlása 2013-ban némileg eltért a régióétól, mivel itt a befektetések értéke az energia- és környezetvédelmi szakágazatban volt a legmagasabb, a legtöbb vállalkozás ugyanakkor az élettudományok terén jutott kockázati-tőke-finanszírozáshoz. (Lásd a 9. táblázatot.) A JEREMIE-program keretében finanszírozott magyarországi vállalkozások számát tekintve, az informatikai, az elektronikai és a telekommunikációs cégeket kedvelték leginkább a befektetők a program indulásától (2010-től) 2013 végéig, a finanszírozásban második leggyakrabban előforduló szakágazat pedig a biotechnológia volt.

9. táblázat

*A kockázati- és magántőke-befektetések értéke,  
illetve a finanszírozott cégek száma Magyarországon szakágazatok szerint, 2013*

Szakágazat	Érték (millió euró)	Cégek száma (darab)
Mezőgazdaság	0,0	0
Üzleti és ipari termékek gyártása	0,8	2
Üzleti és ipari szolgáltatás	3,4	1
Vegyipari anyagok és alapanyagok gyártása	0,0	0
Kommunikáció	2,6	4
Számítógépes és fogyasztói elektronika	1,4	4
Építőipar	0,0	0
Fogyasztási cikkek gyártása és kiskereskedelme	1,9	8
Fogyasztói szolgáltatás	1,5	2
Energia és környezetvédelem	35,8	3
Pénzügyi szolgáltatás	0,0	1
Élettudományok	5,6	11
Ingtalannal kapcsolatos szolgáltatás	0,0	0
Szállítás és fuvarozás	2,6	2
Ismeretlen	1,2	5
<i>Összes befektetés</i>	<i>56,8</i>	<i>43</i>

*Forrás: EVCA [2014a].*

## 6. Kiszállások a befektetések szolgálatában

A befektetők tevékenységük eredményességét végső soron a finanszírozott cégekből történő kiszálláskor tudják lemérni. Ezek hozamát a befektetési és a ki-

szálláskori érték különbözete jelzi. Mivel az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület éves beszámolója a kilépéseket a befektetések költségén tartja nyilván, ezekből az adatokból a hozamokra nem, csupán a kockázati- és magántőke-ágazatban lezajló mozgásokra lehet következtetni.<sup>13</sup> A jövőben új befektetések végrehajtásához gyűjtendő források szempontjából ugyanakkor fontos információ, hogy az alapok megfelelő időben tudnak-e kiszállni korábbi befektetéseikből, és vissza tudják-e utalni befektetőik hozzájárulásának hozammal növelt értékét (*Becsky-Nagy-Fazekas [2014]*).

Némi támpontot jelent a régióra vonatkozó hozamok megítéléséhez, hogy az EBRD rendszeresen közzéteszi mutatóit.<sup>14</sup> Az EBRD kockázati- és magántőkealapjainak különböző időhorizontokra számolt megtérülése valójában az egyetlen nyilvános adat, amely hozzávetőleges képet nyújt a kelet-közép-európai térség kockázati- és magántőkealapjainak megtérüléséről a tőkepiac más szegmenseiben forgó részvényekhez képest. Mivel az EBRD a régió legjelentősebb, tőkefinanszírozást 1990-es évek óta végző befektetője, a portfóliójába tartozó alapok teljesítményadatai megfelelő közelítést nyújtanak a kockázati- és magántőkeipar teljesítményéről (*Salesny [2012]*). *A befektetések megtérülésénél minél hosszabb a vizsgált időtáv, az adatok annál kedvezőbb képet mutatnak.* Így a tízéves horizonton mért megtérülés minden összehasonlításra használt indexhez képest jobb eredményt adott. Rövidebb időtávon azonban már nem ilyen kedvező a helyzet. Euróalapon számolva, ötéves horizonton, az EBRD portfóliójának hozama csak az MSCI Europe indexet előzi meg, dolláralapon pedig csak a feltörekvő piacok teljesítményét mérő MSCI emerging markets indexet.

2013-ban az Európai Unióban a kockázati- és magántőkealapok közel 2300 cégben adták el tulajdoni részesedésüket, amelyekre korábban több mint 33 milliárd eurót költöttek. Ez az adat a cégek számát tekintve közel 10 százalékos növekedést, a költségeket nézve pedig 54 százalékos emelkedést mutat az egy évvel korábbihoz képest. (Lásd a 10. táblázatot.) A kelet-közép-európai piacon a 2013-ban végrehajtott kilépések 740 millió eurót kissé meghaladó értéke csupán kétharmadát érte el a 2012-ben mért csaknem 1,1 milliárd eurós kiszállási összegnek, miközben az érintett cégek száma egy év alatt 62-ről 88-ra nőtt. Mindez a kisebb kiszállási ügyletek előtérbe kerülését jelzi.

A befektetéseikből kiszálló finanszírozók a korábbi évekhez hasonlóan 2013-ban is a lengyel piacon mutatták a legnagyobb aktivitást a régióban, ami mind értékben, mind pedig darabszámban egyaránt 40 százalék körüli részesedést ért el (*EVCA [2014c]*). A 11 céget érintő magyarországi kiszállás 22 millió eurós értéke 2013-ban közel 3 százalékát tette ki a régióbeli kiszállások értékének, a cégek számát tekintve

<sup>13</sup> Tekintettel arra, hogy a kilépések során realizált nyereség a kockázati-tőke-alapok kezelőinek későbbi tőkészerzési lehetőségeit alapvetően befolyásolja, az erre vonatkozó adatok kevésbé publikusak.

<sup>14</sup> Az EBRD a közép- és dél-európai országokban, valamint a FÁK-országokban (mint tágan értelmezett régióban) működő alapok teljesítményadatait teszi közzé.

viszont ennél magasabb, 13 százalékos arányt mutatott. Az előbbin belül, az eladott cégek értékét és szakágazatát együtt vizsgálva megállapítható, hogy a magyar és a cseh piacon, valamint a Baltikumban több mint 80 százalékban kommunikációs cégekből léptek ki a befektetők, míg Lengyelországban az élettudomány, Romániában a vegyipar, Bulgáriában pedig a számítógépipar dominált (EVCA [2014a]).

10. táblázat

*A kiszállások költségen számolt értéke és a cégek száma  
az Európai Unióban és Kelet-Közép-Európában, 2009–2013*

Év	Európai Unió		Kelet-Közép-Európa		Kelet-Közép-Európa aránya az Európai Unióban	
	Érték (millió euró)	Cégek száma (darab)	Érték (millió euró)	Cégek száma (darab)	a kiszállások költségen számolt értéke szerint (százalék)	a cégek száma szerint (százalék)
2009	11 543	1 835	146	38	1,3	2,1
2010	19 230	2 115	345	55	17,9	2,6
2011	30 329	2 057	1 613	69	5,3	3,4
2012	21 603	2 100	1 071	62	5,0	3,0
2013	33 180	2 290	741	88	2,2	3,8

*Forrás: EVCA [2010], [2011], [2012b], [2013b], [2014a], [2014c] alapján saját számítás.*

Mind Európában, mind pedig a régióban a legelterjedtebb kilépési útvonal a szakmai befektetőknek történő eladás volt. Európa egészében ez a megoldás képviselte a kiszállások értékének 27 százalékát, a régióban pedig ennél is jóval magasabb, közel 60 százalékát. A fellendülés jeleként értékelhető, hogy Európában a tőzsdei eladások befektetési korlátságon mért értéke erőteljesen, mintegy hétszeresére nőtt. A *kelet-közép-európai régióban* azonban *2013-ban nem került sor IPO-ra*, holott 2011-ben még három, 2012-ben pedig egy ilyen ügylet is történt. Hasonlóképp kevésbé voltak jellemzők a régióra a magántőkealapok egymás közötti ügyletei, amelyek – a kiszállások értékének több mint negyedét képviselve – Európában 2013-ban változatlanul elterjedtek voltak.

## 7. Várható kilátások

A várható befektetések szempontjából fontos információ, hogy a 2013-ban *lezárt régiós székhelyű alapok összesen közel egymilliárd eurót gyűjtöttek össze* a finanszí-

rozó intézményektől (EVCA [2014c]). Az üzleti sajtó hírei szerint 2013-ban az Avallon (60 millió euróval), az Abris Capital Partners (450 millió euróval), az Enterprise Investors (314 millió euróval), míg 2014 nyarán, másfél éves tőkegyűjtési időszakot követően, a régió egyik legjelentősebb befektetőjének számító Mid Europa magántőkealap (800 millió euróval) zárta le meghirdetett alapjának tőkegyűjtését. A befektethető tőke további növekedését vetíti előre, hogy további régiós székhelyű alapok tartanak már az ún. első zárásuknál. Ezek közé sorolható a 3TS Capital Partners 103 millió euróval, a 21 Concordia 60 millió euróval, valamint az Earlybird Digital East Fund 110 millió euróval (Romaine [2013c], [2014]; Murray [2014]). Az új alapok létrehozása különösen annak fényében jó hír, hogy a régió egyik legrégebbi befektetője, az Advent International úgy döntött, hogy már nem fog létrehozni kifejezetten régiós befektetési céllal külön alapot, bár befektetéseket európai globális alapjaiból továbbra is tervez. Így esetében már nem lesz jellemző az az évi 15-20 ügylet, amit ötévente a régióban végrehajtott, és a jövőben inkább szektorális alapon hoz majd ilyen jellegű döntéseket (Romaine [2013a]).

A válságot megelőzően létrehozott igen sok alap miatt a 2007/2008-as csúcsév után a piaci szakértők a 2013/2014-es évet ismét kiemelkedőnek várták, feltételezve, hogy a korábbi nagyarányú befektetésekkel járó időszak ekkor ér véget. Ugyanakkor lehetségesnek tartották azt is, hogy ez a fellendülést hozó időszak egy-két évvel kitolódik, mivel számos alap élettartamát időközben az alapkezelők meghosszabbították. Míg a legkeresettebb alapkezelők esetében túljegyzés volt megfigyelhető, addig másoknál a korábbi alap méretének elérése sokkal tovább tartott. Ismét más alapkezelők küzdelmet folytattak alapjaik létrehozásáért, s végül vagy kisebb alapokat vállaltak, vagy más megoldást kerestek. Az Enterprise Investors rendkívül jó hírre ellenére is csak alig fele akkora alapot tudott 2013-ban létrehozni, mint korábban, a 3TS alapgyűjtése pedig, ami ugyan két és félszer nagyobb volt, mint korábban, a tervezettnél sokkal tovább tartott, mivel a korábbi befektetői bázisának alapvető átstrukturálására kényszerült. Végül, a Mid Europa Partners is befektetők aggodalmi nyomán az eredetileg tervezetthez képest csökkentette új alapjának célméretét (Romaine [2013b], AltAssets [2014]).

A meghirdetett új kelet-közép-európai kockázati- és magántőkealapok összességében a befektetők régióba vetett bizalmának növekedését jelzik. Ezt erősíti meg a Deloitte tanácsadó cég 2014 tavaszán, a tizenhárom kelet-közép-európai ország intézményi kockázati- és magántőke-befektetői körében végzett felmérése is, mely szerint az optimizmus visszatért a 2003 és 2007 közötti időszakban tapasztalható szintre, mivel négy egymást követő félévben emelkedő bizalmi indexre 2009 óta nem volt példa. A felmérésben részt vevő intézmények kétharmada a gazdasági környezet javulását várta (Deloitte [2014]).

A régiót illetően némileg ugyancsak pozitívabbá váltak a feltörekvő piacokról rendszeresen felmérést készítő EMPEA Global Limited Partners 2013. évi adatai is,

amelyek a világ harminc országában működő alapok finanszírozóinak válaszaiban alapulnak. Ezek szerint a befektetők számára vonzó területek között 2013-ban némileg jobb (7.) lett a kelet-közép-európai térség helyezése a 2012. évi 10. helyhez képest. A felmérés válaszadói a régió piacaitól távol tartó tényezők között a magas politikai kockázatot, valamint az itt befektethető összegek alacsony voltát említették, majd a régióban működő alapkezelők kis számát jelölték meg. A befektetők úgy vélték, legkevésbé a túlzottan nagy tőke kínálat okoz számukra gondot a régióban, azaz a verseny nem túlzottan erős (EMPEA [2014]).

A *White and Case* [2014] cég is az optimista várakozásokat erősítette meg az európai kockázati- és magántőke-ágazat kilátásait elemző anyagában. Eszerint a „csendes” 2012/2013-as évhez képest 2013 utolsó és 2014 első negyedévében már egyértelmű *élénkülés* volt megfigyelhető a régióban. A cég szerint erre nemcsak a regionális alapkezelők által közelmúltban felállított új, hanem a térségben egyre aktívabbá váló nyugat-európai és globális alapok tevékenysége is utal.

A világgazdaság 2013 második felétől az élénkülés jeleit mutatja. A kilátások további javulását vetíti előre a tartósan alacsony kamat- és inflációs környezet, amely a befektetőket magasabb kockázatvállalásra ösztönzi. Kockázatot jelent ugyanakkor az amerikai jegybank mennyiségi könnyítésének visszafogása, ami – ha esetleg túl gyors lenne – a hozamemelkedés és a befektetői kockázatkerülés folytán tőke kivonást idézhet elő a felzárkózó országokból, ám az Európai Központi Bank lazuló monetáris politikája csökkentheti az ilyen jellegű kockázatkerülést. Ezt a negatív hatást tovább erősíti az *ukrán válság*, amely önmagában is kedvezőtlenül hat a kelet-közép-európai régió megítélésére.

## Irodalom

ALTASSETS [2014]: *Mid Europa Trims Hard Cap Cover Dealflow Concerns from LPs*. 14 January. [http://actu.kapeos.com/mid-europa-trims-hard-cap-over-dealflow-concerns\\_actualite-kapeos\\_a-221328.html](http://actu.kapeos.com/mid-europa-trims-hard-cap-over-dealflow-concerns_actualite-kapeos_a-221328.html)

BECSKY-NAGY, P. – FAZEKAS, B. [2014]: Returns of Private Equity – Comparative Analysis of the Returns of Venture Capital and Buyout Funds in Europe and in the US. *Annals of the University of Oaradea: Economic Science*. Vol. 23. No. 1. pp. 820–827.

DELOITTE [2014]: *Felmérés a közép-európai kockázati tőke-befektetők bizalmi szintjéről*. Május. Budapest. <http://www2.deloitte.com/hu/hu/pages/penzugy/articles/kozep-europai-kockazati-toke-befektetoi-felmeres.html>

EBRD (EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT) [2014]: *EBRD Private Equity Funds Portfolio to 31 December 2012*. <http://www.ebrd.com/downloads/equity/2012-private-equity.pdf>

EIF (EUROPEAN INVESTMENT FUND) [2010]: “*JEREMIE and JESSICA: Towards Successful Implementation*” conference. 29–30 November. Brussels. <http://www.eib.org/infocentre/events/all/jeremie-jessica-towards-successful-implementation.htm>

- EMPEA (EMERGING MARKETS PRIVATE EQUITY ASSOCIATION) [2014]: *Investors' Views of Private Equity in Emerging Markets 2014*. EMPEA Global Limited Partners Survey. Washington, D.C. <http://empea.org/?/research/surveys/2014-global-limited-partners-survey>
- EVCA (EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION) [2010]: *Central and Eastern Europe Statistics 2010*. Brussels.
- EVCA [2011]: *Central and Eastern Europe Statistics 2011*. Brussels.
- EVCA [2012a]: *Yearbook, 2012*. Brussels.
- EVCA [2012b]: *Central and Eastern Europe Statistics 2012*. Brussels.
- EVCA [2013a]: *Yearbook, 2013*. Brussels.
- EVCA [2013b]: *Central and Eastern Europe Statistics 2013*. Brussels.
- EVCA [2014a]: *Yearbook, 2014*. Brussels.
- EVCA [2014b]: *Private Equity in the European Context*. (Presented by Dörte Höppner.) „Private Equity, Venture Capital and Corporate Finance in CEE” 16<sup>th</sup> Annual Conference. 3 June. Budapest.
- EVCA [2014c]: *Central and Eastern Europe Statistics 2014*. Brussels.
- FAZEKAS, B. [2014]: Government Interventions in the Venture Capital Market – How Jeremie Affects the Hungarian Venture Capital Market? *Annals of the University of Oaradea*. Vol. 23. No. 1. pp. 883–892.
- GILLE, G. [2014]: CEE: Activity Picks Up Despite Ongoing Fundraising Woes. *Unquote*. 17 February. <http://www.unquote.com/cee/analysis/2329169/cee-activity-picks-up-despite-ongoing-fundraising-woes>
- KARSAI J. [2011]: A kockázati tőke két évtizedes fejlődése Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*. LVIII. évf. 10. sz. 832–857. old.
- KARSAI J. [2012]: *A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban*. Közgazdasági Szemle Alapítvány és az MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Közgazdaság-tudományi Intézete. Budapest.
- KARSAI J. [2013]: Válság után: változó állami szerep a kockázati tőke-ágazatban. *Külgazdaság*. LVII. évf. 5–6. sz. 12–34. old.
- LOVAS A. – RÁBA V. [2013]: Állami szerepvállalás a start-up vállalatok finanszírozásában. *Hitelintézet Szemle*. 12. évf. 5. sz. 353–370. old.
- MURRAY, A. [2014]: CEE: Less Capital Chasing Fewer Opportunities. *Unquote*. 1 October. [http://www.unquote.com/print\\_article/cee/analysis/2373215/cee-less-capital-chasing-fewer-opportunities](http://www.unquote.com/print_article/cee/analysis/2373215/cee-less-capital-chasing-fewer-opportunities)
- PAPP G. [2012]: *Kockázati tőke Magyarországon. Innovatív vállalatok kockázati tőke alapú finanszírozása a JEREMIE Programon keresztül*. Budapesti Értéktőzsde. Budapest.
- ROMAINE, K. [2013a]: Advent Steps Back from CEE: Interview with Joanna James. *Unquote*. 7 May. <http://www.unquote.com/unquote/opinion/2266311/advent-steps-back-from-cee-interview-with-joanna-james>
- ROMAINE, K. [2013b]: Fundraising and Exits Reveal Rising Confidence in CEE. *Unquote*. 17 October. <http://www.unquote.com/cee/analysis/2301053/fundraising-and-exits-reveal-rising-confidence-in-cee>
- ROMAINE, K. [2013c]: CEE Toasts Bumper Q3. *Unquote*. 12 March. <http://www.unquote.com/cee/analysis/2310210/cee-toasts-bumper-q3>
- ROMAINE, K. [2014]: Strong Finish to the Year for Faltering Emerging Market. *Unquote*. 1 September. <http://www.unquote.com/cee/analysis/2321487/strong-finish-to-the-year-for-faltering-emerging-market>

SALESNY, P. [2012]: Private Equity in Central and Eastern Europe – Opportunities in an Emerged Market: The Practitioner’s Perspective. In: *Klonowski, D. (ed.): Private Equity in Emerging Markets*. Palgrave MacMillan. New York. pp. 121–134.

WHITE AND CASE [2014]: *Defying the Odds: The Rise of European Private Equity*. <http://www.whitecase.com/files/Publication/762e76d0-d2ba-43f6-9da5-c03e233da3f9/Presentation/PublicationAttachment/79ff6979-9f4b-47f7-8f98-5c277f92154d/print-insight-the-rise-of-european-private-equity.pdf>

## Summary

Although in Western Europe the venture capital and private equity industry has mostly got over the shock of the crisis, in 2013 the Central and East-European region still showed a tendency of deterioration. No signs of recovery could be perceived in fundraising or investment and divestment activities. However, it has been possible to detect some signs of increasing confidence in the region since the end of 2013, the continuation of which might be threatened by the increasing political and economic risks.