ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Karsai, Judit

Working Paper

A kockázati- és magántőke forrásai. Az intézményi befektetők szerepe a kockázati- és magántőke-ágazat forrásellátásában

IEHAS Discussion Papers, No. MT-DP - 2010/29

Provided in Cooperation with:
Institute of Economics, Centre for Economic and Regional Studies, Hungarian Academy of Sciences

Suggested Citation: Karsai, Judit (2010) : A kockázati- és magántőke forrásai. Az intézményi befektetők szerepe a kockázati- és magántőke-ágazat forrásellátásában, IEHAS Discussion Papers, No. MT-DP - 2010/29, ISBN 978-615-5024-25-2, Hungarian Academy of Sciences, Institute of Economics, Budapest

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/108201

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

MAGYAR TUDOMÁNYOS AKADÉMIA
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI INTÉZET

KTEI IE

INSTITUTE OF ECONOMICS
HUNGARIAN ACADEMY OF SCIENCES

MŰHELYTANULMÁNYOK DISCUSSION PAPERS

MT-DP **– 2010/29**

A kockázati- és magántőke forrásai

Az intézményi befektetők szerepe a kockázati- és magántőke-ágazat forrásellátásában

KARSAI JUDIT

INSTITUTE OF ECONOMICS, HUNGARIAN ACADEMY OF SCIENCES
BUDAPEST, 2010

Műhelytanulmányok
MT-DP – 2010/29

MTA Közgazdaságtudományi Intézet

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

A kockázati- és magántőke forrásai

Az intézményi befektetők szerepe a kockázati- és magántőke-ágazat forrásellátásában

Szerző:

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

2010. november

ISBN 978-615-5024-25-2
ISSN 1785-377X

Publisher:
Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences

A kockázati- és magántőke forrásai
Az intézményi befektetők szerepe a kockázati- és magántőke-ágazat forrásellátásában

KARSAI JUDIT

Összefoglaló

A 2008-ban kirobbant globális pénzügyi válság következtében a kockázati- és magántőke-ágazat helyzete meggyengült. Az új ügyletek száma, értéke, valamint a befektetésekre odaígért tőke volumene lecsökkent, az ügyletek finanszírozásában mérséklődött a hitel aránya. Nehezedett a portfoliócégekből történő kilépés, ami lassította a tőke visszafizetését a kockázati- és magántőke-alapok befektetői számára. Az intézményi befektetők körében azonban a válság ellenére viszonylag pozitív maradt a kockázati- és magántőke-befektetések megítélése, miután a kockázati- és magántőke jobb teljesítményt mutatott a nyilvános piacokénál.

A nagyértékű kivásárlásokra vállalkozó regionális magántőkealapok szemében gyengülő vonzerejű, ám a Jeremie-alapok felállításában és a magánnyugdíj-pénztári befektetések liberális szabályozásában 2010 őszéig élen járó Magyarországon a klasszikus kockázatitőke-befektetések fellendülése lehetséges, ami a válság miatt háttérbe szoruló hitelfinanszírozás közepette gyorsíthatja a kis- és középvállalkozások fejlődését. A magánnyugdíjpénztárak esetleges „államosítása” nyomán azonban ez a folyamat megtorpanhat.

Tárgyszavak: kockázati tőke, magántőke, intézményi befektetők, nyugdíjpénztárak

JEL kód: G23, G24

The Sources of Private Equity Investments
The Role of Institutional Investors in the Financing of the Private Equity Sector

JUDIT KARSAI

Abstract

Due to the 2008 global financial crisis the position of the private equity sector has weakened. The number and the value of new transactions have dropped together with the volume of the raised funds. Credit shares have also decreased in the financing of the transactions. Exiting from the portfolio companies became more difficult, which slowed down the capital reimbursement to the private equity investors. However in spite of the crisis, the attractiveness of the private equity investments remain positive among investors, since they produced better returns than public markets.

While Hungary became less attractive from the standpoint of the regional private equity funds specialized in high-value buyouts, the country remained the leader in setting up Jeremie funds, and in the liberal regulation of the private pension funds until the autumn of 2010, which can boost the private equity investments. This could support the development of small- and medium-cap enterprises, suffering from shrinking resources due to the crisis. The prospected „nationalization" of private pension funds may put this process on hold.

Keywords: venture capital, private equity, institutional investors, pension funds

JEL: G23, G24

BEVEZETÉS

A kockázati- és magántőke-ipar[1] egy pénzügyi közvetítő ágazat. Működési módjának lényege, hogy zömmel intézményi befektetők tőkéjéből, meghatározott időtartamra felállított, s kezelési költség és sikerdíj fejében professzionális alapkezelők által működtetett magántőke-alapok ellenőrző szerepet biztosító tulajdoni hányadot szereznek az alapok által finanszírozott cégekben. Az alapok lejegyzésével az intézményi befektetők kötelezettséget vállalnak egy meghatározott összeg nyújtására, amelyet az alapok kezelői a befektetések ütemében hívnak le. A magántőke-alapok befektetői az odaígért tőkét az alapok életének lejártáig nem vonhatják vissza. A magántőke-alapok intézményi befektetői az alapok tanácsadó testületein vagy befektetési bizottságain keresztül ellenőrzik az alapok működését. A magántőke-alapok befektetői a befektetések hasznát akkor realizálják, amikor az alapok a portfolióikban lévő cégekben lévő részesedésektől megválnak, s a hozammal növelt tőkét a befektetőknek átutalják. Az alapokra rendszerint tízéves élettartam jellemző, melynek leteltével az alapkezelők az alapok teljes megmaradt tőkéjét visszajuttatják a befektetőkhöz.

A tapasztalatok szerint az intézményi befektetőktől a magántőke-alapokhoz érkező *tőke forrása befolyásolja* az alapoknál összegyűjtött tőke *felhasználását*, kihat a finanszírozásra kiválasztásra kerülő cégek életkorára és szakágazatára, azaz az alapok portfoliójának összetételére. A tőke forrása hat az alapok ellenőrzésére is. Mindez végső soron az alapok által elért hozamokban is tükröződik.

A magántőke-befektetések tőkehátteréről eddig mégis viszonylag kevés elemzés született, mivel a téma kutatását a *statisztikai adatok hiánya* rendkívül megnehezíti, megoldatlan például a források és a végrehajtott befektetések adatainak összekapcsolása. A befektetést végző alapok tulajdonosi hátteréről, konkrét befektetéseiről és ezek hozamairól nem áll rendelkezésre átfogó nyilvános adatbázis. A közép-kelet-európai magántőke-ágazat forrásellátásának elemzését külön is megnehezíti, hogy a helyi, azaz a régióbeli intézményi befektetők alig értékelhetően vesznek részt az ágazat tőkeellátásában, a régión kívüli befektetők tőkéjével dolgozó alapok pedig csak rendkívül korlátozott betekintést nyújtanak adataikba. Az informálódás lehetőségét egyaránt rontja a régióbeli magántőke-ágazat relatíve fiatal kora, a piac szereplőinek kevesebb tapasztalata, az itteni üzleti életre jellemző kisebb transzparencia, a nem kielégítő szabályozás.

Pontos statisztikai adatok hiányában a magántőke-ágazat forrásellátása ezért elsősorban nemzetközi tanácsadó cégek (*Preqin, IFSL, Dow Jones, PWC, E&Y, Deloitte*) eltérő módszertannal, földrajzi kiterjedéssel és időbeli fókusszal készített felmérési eredményei alapján vizsgálható. Támaszkodni lehet továbbá a magántőke-befektetések adatait gyűjtő és

[1] A kockázati- és magántőke-ipart és az itteni befektetéseket a továbbiakban magántőke-iparnak és magántőke-befektetéseknek nevezzük.

publikáló nemzetközi szakmai és érdekképviseleti szervezetek (*National Venture Capital Association, European Ptivate Equity & Venture Capital Association*) összesített adataira, valamint az intézményi befektetők szakmai szervezetei által készített, témába vágó felmérésére. A magyar piac esetében a téma elemzését az üzleti sajtóban megjelent hírek feldolgozása, valamint egy, az önkéntes- és magánnyugdíjpénztárak körében célzottan végrehajtott kérdőíves felmérés eredménye segíti.

Az tanulmány[2] *gondolatmenete* a következő. Az elemzés először áttekinti a nemzetközi szakirodalom eredményeit az intézményi befektetők kilétének a magántőke-befektetések jellemzőire gyakorolt hatásáról. Ezt követően a tanulmány a magántőke-piac számára forrásokat biztosító intézmények befektetési szempontjait vizsgálja. Ennek kapcsán külön is bemutatja, hogy hogyan vélekednek a hazai nyugdíjpénztárak a magántőke-befektetésekről. Ezután a tanulmány nézőpontot vált, s a forrásokat biztosító intézmények után a magántőke-piacot állítja elemzésének fókuszába. Egyrészt bemutatja, hogy hogyan változott meg a magántőke-befektetésekre világszerte összegyűjtött tőke volumene és összetétele a 2008-ban kiteljesedő válság nyomán. Másrészt nyomon követi, hogy hogyan változott az intézményi befektetők egyes csoportjainak szerepe a kockázati- és magántőke-ágazat forrásainak biztosításában. A tanulmány az egyes intézményi befektetői csoportok magántőke-piaci szerepvállalásában várható változások körvonalazásával zárul.

I. KÜLÖNBÖZŐ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK HATÁSA A MAGÁNTŐKE-BEFEKTETÉSEKRE

A magántőke-alapokhoz érkező *tőke forrása*, azaz az alapok számára tőkét nyújtó intézményi befektetők kiléte *hatással van* az alapoknál összegyűjtött *tőke felhasználására*. A tőke forrása egyaránt kihat a finanszírozásra kiválasztott cégek életkorára, technológiai fejlettségére, azaz végső soron az alapok portfoliójának összetételére. Emellett a tőke forrása befolyással van az alapok ellenőrzésére is, s mindez megmutatkozik az alapok által elért hozamokban. Noha szoros kapcsolat áll fenn a magántőke-alapok számára forrást biztosító intézmények és a befektetésre kiválasztott cégek jellemzői között, a befektetésekre természetesen számos más tényező is hat.

A magántőke-alapok forrásai és tevékenysége közötti kapcsolatot négy országban (Németország, Izrael, Japán, Egyesült Királyság) *Mayer, Schoors és Yafeh (2003)* vizsgálta. Eszerint a finanszírozás forrásai erőteljesen kihatnak az adott országon belüli befektetési tevékenységre. A befektetések által érintett vállalatok életkora, szakágazata és földrajzi elhelyezkedése a vizsgált országokban eltért, ami kapcsolatban volt a források

[2] A tanulmány elkészítését a K68471 számú OTKA pályázat támogatta.

különbözőségével. Például a banki és nyugdíjpénztári tőkével finanszírozott kockázatitőke-alapok a magánszemélyek és nagyvállalati befektetők alapjaihoz képest inkább fektettek be *fejlődésük későbbi szakaszában tartó cégekbe*, míg ez utóbbiak befektetők, tehát a magánszemélyek és a nagyvállalatok sokkal globálisabban, azaz szélesebb földrajzi régióban szelektáltak a célpontok között, a pénzügyi közvetítést végző intézmények (bankok és nyugdíjpénztárak) tőkéjét befektető alapokhoz képest. Az állami forrásokat befektető alapok viszont inkább az érintett ország határain belüli, s főként a korai fázisban tartó cégek tevékenységét finanszírozták.

Ezeket az eltéréseket nem kizárólag a források különbözősége magyarázza, erre számos egyéb tényező — így többek között a vállalkozók kínálata, alternatív forrásai, eltérő szervezeti megoldásai — is hat. A források és befektetések közötti kapcsolat ugyanakkor *országonként is eltérő* összefüggést mutat. A banki forrásokat befektető magántőke-alapok Németországban és Japánban — más alapokhoz hasonlóan — maguk is finanszíroztak korai fázisú cégeket, ezen országokbeli más alapokhoz hasonlóan, ezzel szemben Izraelben és az Egyesült Királyságban inkább csak a későbbi fázisban tartó vállalkozásokat választották célpontul. *(Mayer, Schoors és Yafeh, 2003)*.

Az egyes intézményi befektetői csoportok eltérő magatartásának hátterében a befektetések *eltérő motivációja* húzódik meg. A nagyvállalatok kockázati tőkét befektető programjait nagyrészt az új technológiák megszerzése és a potenciális *új termékek fejlesztése* motiválja *(Siegel, Siegel és MacMillan, 1988; Winters és Murfin, 1988; Hellman és Puri, 2000; Hellman, 2002; Chesbrough, 2002)*. A nyugat-európai nagyvállalatok technológiai okokból főként a *fiatal és technológia-orientált cégekben* történő befektetésekben voltak érdekeltek *(Schertler, 2004)*. A tudományos intézmények forrásbeli nagyobb súlya ugyancsak erősítette a korai fázisú finanszírozást, s különösen előnyösen hatott a kiválasztott cégek számára a biotechnológia és a gyógyászat terén.

A bankok és az állami nyugdíjalapok profitmaximalizálási törekvése némileg eltér, mivel a bankok portfolió cégeiktől jövőbeli bevételekre is számítanak *(Hellmann, Lindsay és Puri, 2004)*. Azaz esetükben a *banki szolgáltatások pótlólagos eladása* indokolhatja a magántőke-befektetés alacsonyabb közvetlen hozamát, amikor hitelt nyújtanak vállalatátvételekhez vagy tanácsadóként működnek közre ezen tranzakciókban. A bankok tehát olyan magántőke-alapba is befektethetnek, amelyektől nem várnak magas hozamot, ha a befektetés növeli annak a valószínűségét, hogy a bankcsoport tranzakciói révén a jövőben magas díjbevételre lehet számítani.

Az intézményi befektetők egyes csoportjai közötti teljesítmény-eltéréshez az un. *megbízó-ügynök probléma* eltérő kezelése is hozzájárul. Például a befektetési tanácsadók gyenge ösztönzése, avagy az alkalmazottak gyakori cseréje is ronthatja a befektetések hozamát. A *bankok* által finanszírozott magántőke-alapok rosszabb teljesítményének azonban más okai

is lehetnek, mivel nemcsak a kivásárlási alapoknál, hanem a klasszikus kockázatitőke-alapok esetében is érvényesül ez a hozamkülönbség, holott ez utóbbiaknál a várható díjbevételeknek sokkal kisebb a szerepe *(Lerner, Schoar és Wongsunwai, 2007)*. Hasonlóképpen, az *állami nyugdíjalapok* és *állami alapítványok* rosszabb teljesítményét sem pusztán politikailag motivált állami nyomás gyakorlás magyarázza annak érdekében, hogy a helyi területeket a profitszempontoktól függetlenül részesítsék előnyben befektetéseiknél. A magánszektorbeli befektető-társaikhoz viszonyított alacsonyabb hozam ugyanis a nem helyi területekre történő befektetéseiknél is jelentkezett.

A magántőke-befektetések jellegét a magántőkére szánt összeg *befektetésének módja* is befolyásolja. Vagyis az, hogy az intézményi befektetők a *saját* magántőke-alapjaikat vagy a piacon *független*, azaz egyidejűleg többféle intézményi befektetőtől tőkét gyűjtő magántőke-alapokat finanszíroznak-e. A tapasztalatok szerint a nyugdíjalapok, alapítványok és életbiztosítók a magántőke-piacra szánt tőkét többnyire tőlük *független* magántőke-alapokba helyezik, míg a bankok, a brókercégek, valamint a nagyvállalatok rendszerint saját magántőke-részlegeik számára biztosítják a tőkét, s csak ritkábban bízzák tőkéjüket harmadik fél által kezelt alapokra.

Az egy-egy intézménytől függő és a független magántőke-alapoknál az *ügynök probléma* eltérő módon jelentkezik *(Van Osnabrugge és Robinson, 2001)*. A független alapoknak — éppen függetlenségük következtében — kevésbé kell a forrást nyújtók sajátos szempontjaira tekintettel lenniük, így körültekintőbben válogatnak a befektetési célpontok között, nagyobb hangsúlyt helyezhetnek a hozamelvárásokra, miközben a szerződések révén szorosabb ellenőrzést gyakorolhatnak, s a befektetések megtörténte után is inkább figyelemmel kísérhetik befektetéseiket.

Az egy intézményi befektető érdekeltségébe tarozó, azaz függő, illetve a több befektetőtől is tőkét gyűjtő független magántőke-alapok eltérő befektetési magatartásának és sikerességének vizsgálata az *állami hátterű* alapok gyakran kifejezetten kockázatkerülő viselkedésével is összefügg.

Ennek megfelelően a leginkább innovatív projekteket jellemzően független kockázatitőke-alapok finanszírozzák, míg a *legkevésbé innovatívakat* államiak *(Hirsch és Walz, 2006)*. Karakteres piaci szegmentáció zajlik az eltérő tulajdonosi hátterű kockázatitőke-alapok között. Az állami kockázatitőke-alapok inkább finanszíroznak olyan, kevésbé innovatív projekteket, amelyeknél a kockázati tőkések finanszírozáson kívüli, nehezen megszerezhető szakértelme iránt kisebb az igény. A banki tulajdonban lévő kockázatitőke-alapok ugyancsak hajlamosak a kevésbé innovatív projektek finanszírozására, ha ezek a cégek alacsonyabb kockázatúak, vagyis jelentős vagyoni fedezettel, korábban megszerzett külső forrásokkal rendelkeznek. A független kockázatitőke-alapok ugyanakkor inkább vállalkoznak innovatívabb projektekbe történő befektetésekre, s a portfolió cégekbe

történő aktív beavatkozás lehetőségének biztosítása érdekében több szerződési biztosítékkal bástyázzák körül magukat. A sikeres korai fázisú befektetések esélyét az *állam közvetlen* — kizárólag költségvetési forrásból finanszírozott, állami alkalmazottakkal működtetett befektető szervezetek révén való — részvétele *Magyarországon sem javította* a kockázatitőke-piacon *(Karsai, 2004)*.

A befektetők különböző típusai szignifikánsan eltérő hozamokat érnek el magántőke-befektetéseiknél. *Lerner, Schoar és Wong (2005)* elemzése szerint míg a magántőke-alapok 1991 és 2001 között a vizsgált mintában átlagosan 6,7%-os éves belső megtérülési rátát produkáltak, ezen belül azok, amelyekbe az alapítványok fektettek be, az átlagos teljesítménynél sokkal jobb, 20,5%-os hozamot értek el. Az állami és a vállalati nyugdíjalapok átlagosan 7,8%-os illetve 5,1%-os hozamot értek el, a biztosítók pedig 5,5%-ot produkáltak. Ugyanakkor a bankok által választott magántőke-alapok negatív eredményt, átlagosan -3,2%-os hozamot mutattak.

Természetesen a különböző intézményi befektetők befektetési *jártassága*, befektetéseik eltérő szofisztikáltsága ugyancsak kihat a magántőke-befektetések kiválasztására és sikerességére. Például minél hosszabb ideje aktív egy befektető a magántőke-piacon, rendszerint annál *inkább tud hozzáférni* a vezető alapkezelők által indított új alapokhoz. A családi vagyonokat és az egyetemek tőkéjét kezelő alapítványok Amerikában a magántőke legkorábbi befektetői voltak, s így igen nagy tapasztalatot szereztek e vagyonosztályba történő befektetések terén *(Müller, 2008; Lerner, Schoar és Wong, 2005)*.

Eltérés tapasztalható az intézményi befektetők különböző csoportjai között abban is, hogy mennyire képesek *a jövőben jobban teljesítő alapok kiválasztására*. Például azok a magántőke-alapok, amelyekbe az alapítványok ismételten befektettek, sokkal magasabb hozamokkal rendelkeztek, mint azon alapok, amelyekkel az alapítványok szakítottak (31% IRR, a 7%-kal szemben) *(Lerner, Schoar és Wong, 2005)*

II. A MAGÁNTŐKE-ALAPOK RÉSZESEDÉSE AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK PORTFOLIÓJÁBAN

II. 1. AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK SZEMPONTJAI

Az intézményi befektetők magántőke-ágazatba irányuló befektetéseit elsősorban portfoliójuk abszolút *hozamának* javítása, és *volatilitásának csökkentése* motiválja. Az egyes intézmények vagyonának befektetésekor az optimális *magántőke-allokációs arány* a szabályozás és a kötelezettségek szabta keretek között vetődik fel. Az intézményi befektetőknél a *diverzifikációs lehetőség* kihasználásához nemcsak az eszközosztályok

közötti, hanem a magántőke-befektetéseken belüli diverzifikációra is szükség van. A diverzifikáció érinti az alapok típusait és stratégiáit, a finanszírozott szektorokat és földrajzi területeket.

A magántőke-befektetések portfolióba választásakor döntő elem az intézmények által kezelt *vagyon nagysága*. Az intézményi befektetők egyes csoportjainál a magántőke-befektetések részarányának meghatározásakor alapvető szempont az adott intézmény mérete, mivel a magántőke-befektetések kezelése költséges, s a költségek nagy része fix költség.

Az intézményi befektetők vagyon-allokációját elemző legtöbb tanulmány a teljes *vagyon 5-10 százaléka* közötti arányra becsüli azt a magántőke részarányt, amely esetén — ismerve e vagyonosztály kockázat/hozam jellemzőit — a magántőke javíthatja a portfolió kockázathoz igazított hozamát. *(Jeng és Wells, 2000; Mayer, Schoors és Yafeh, 2005; Cumming, Fleming, és Suchard, 2005)*. A még jelentőséggel bíró részarány a portfolióban bármely eszközosztály esetében minimum 5% *(Fort Washington Cpital Partners Group, 2007)*. A csak kisebb összegeket befektetni kívánó befektetőknél nehéz megoldani a diverzifikáltságot, ugyanis a jó minőségű magántőke-alapok egyenként legalább 5-10 millió dollár közötti befektetéseket igényelnek. Egy megfelelően diverzifikált 15-20 alapból álló magántőke-portfolió, tehát minimum 50 millió dolláros befektetést igényel. Az esernyőalapok, avagy más néven alapok alapjának alkalmazása azonban bővítheti a kisméretű befektetők lehetőségeit is, mivel megoldhatja, hogy az egyedi befektetők olyan alapkezelőhöz férjenek hozzá, amelyek szakértelemmel, forrásokkal és kapcsolatrendszerrel rendelkeznek a diverzifikált portfolió kiépítéséhez, s szelektálni tudnak a korlátozottan elérhető alapkezelők között. *(Fort Washington Capital Partners Group, 2004)*.

A nyugdíjpénztáraknak is csak akkor éri meg a magántőkét portfoliójukba választani, ha képesek *megfelelően nagy összegeket* e célra fordítani *(Burgel, 2000)*. Ugyanis a kiegyensúlyozott cash-flow bevételek biztosításához, valamint a hozamok szóródásából eredő kockázatok kivédéséhez elengedhetetlen a megfelelő volumen allokálása. A kisebb nyugdíjalapok számára ezért közvetlen módon nem is javasolt a magántőke-befektetés, csak esernyőalapokon keresztül. A magántőke-alapokban ugyanis egy befektetőnek minimum 1%-ot kell biztosítania az összes odaígért tőkéből. A maximális egy befektetőtől elfogadott hányad pedig 10%. A legtöbb magántőke-alapnak 10 és 30 közötti befektetője van. Ráadásul, mivel a nyugdíjpénztárak által odaígért tőkének általában csak 80-95%-át hívják le ténylegesen, a nyugdíjalapoknak arra kell felkészülniük, hogy ha a megcélzott kitettséget (allokációs arányt) el kívánják érni, akkor még ennél is magasabb nominális allokációt kell végrehajtaniuk. A magántőke-alapok csak a befektetések esedékessé válásakor, azaz több részletben hívják le a nekik odaígért összegeket. A gyakorlatban ez évente a teljes odaígért tőke 20-40%-ának lehívását jelenti. A nyugdíjalapok odaígért tőkéjéből tehát mindig csak egy bizonyos hányad „dolgozik", hiszen időközben még visszafizetés is történik azon

részekből, ahonnan a magántőke-alapok közben kiszálltak. Egyszerre végeredményben csak az odaígért tőke mintegy kétharmada „dolgozik". A hozamok kiszámításakor azt is számításba kell venni, hogy a magántőke-alapok által ígért hozamok is csak a lehívott összegekre és a tényleges kezelés idejére vonatkoznak. Ezért a még le nem hívott tőkéket a nyugdíjpénztári befektetőknek az átmeneti időre likvid eszközökbe kell fektetniük *(Burgel, 2000)*.

A befektetők szempontjából a magántőke-alapok megfelelő *kiválasztásának* rendkívül nagy a jelentősége, hiszen a befektetők a tőzsdei indexektől eltérően nem tudnak "magántőke-indexet" venni. Ugyanakkor a befektetők számára meglehetősen nehéz a legjobbak kiválasztása, mivel az alapok pontos összehasonlítását az általuk közölt mutatók és benchmarkok nehezen teszik lehetővé. Az alapkezelők kiválasztásának fontosságát húzza alá, hogy a felmérések tanúsága szerint a *legjobban teljesítő alapok tartósan jobb teljesítményt érnek el*, azaz a már megállapodottabb, nagyobb tapasztalattal rendelkező alapok általában magasabb hozamokat produkálnak. Az alapoknál az egy befektetési szakemberre jutó kevesebb projekt és kisebb portfolió méret alaposabb átvizsgálást és jobb hozamokat eredményez, miközben a magasabb kezelt összeg a nagyobb méretű kivásárlási alapoknál eredményezi a legmagasabb hozamot a többi alaphoz képest *(Kaplan és Schoar, 2005)*. A fentieket alátámasztja a *Preqin* cég által közzétett statisztika, mely szerint a legfelső negyedbe tartozó magántőke-alapok kezelőinek kétharmada következő alapjával is jobb hozamot ért el a középértéknél, s 39%-uk ismét a legfelső negyedben végzett *(Preqin, 2010/e)*.

A hozamok alakulására kezelőik jártassága mellett az alapok létrehozásának *időpontja* is befolyással van. Például a nyolcvanas években gyűjtött magántőke-alapok magasabb hozamúak voltak, mint a kilencvenes években létrehozottak. A fellendülés idején gyűjtött alapok kezelői kisebb valószínűséggel tudtak újabb alapokat létrehozni, ami végső soron azt jelezte, hogy kevésbé jó teljesítményt értek el. *(Lerner, Schoar és Wongsunwai, 2007)*. A gazdasági *visszaesés idején összegyűjtött alapok* viszont valójában *igen jó teljesítményt* tudnak felmutatni. Például a 2001 és 2002-ben, igen nehéz alapgyűjtési környezetben létrehozott kivásárlási alapok a medián belső megtérülési ráta alapján minden idők legjobban teljesítő alapjai közé tartoznak. A befektetési ajánlatok száma ugyanis a válság vége felé megemelkedik, s néhány befektetés extrém magas hozamot érhet el *(The Preqin PE Performance Monitor, 2009/b)*.

Az intézményi befektetők vagyonának magántőke-befektetését lényegesen befolyásolja, hogy az intézményi befektetők működési helyén van-e *aktív magántőke-tevékenység*, amelynek révén a befektetők eleve több ismerettel rendelkezhetnek az ágazatról. A kutatások azt támasztják alá, hogy az aktív magántőke-iparral rendelkező területeken működő intézményi befektetők többet fektetnek be magántőkébe, mint mások. Ahol például a tőzsde

megfelelő kilépési utat kínál a magántőke-alapok kezelőinek a portfolió cégek eladására, így a befektetett tőke intézményi befektetőknek történő visszafizetésre, ott a magántőkébe való befektetés is élénkebb. A helyi magántőke-ipar élénksége azért is fontos tényező, mert az intézményi befektetők menedzserei jobban ismerik a hazai pályát, s ha ott kisebb a magántőke aktivitás, akkor inkább olyan eszközosztályba fektetnek, amit jobban ismernek *(Chemla, 2005).*

A magántőkealap-kezelők intézményi befektetőktől érkező tőkegyűjtésére a fenti kiemelt szempontokon túl, végső soron mindazon tényezők hatást gyakorolnak, amelyek hatással vannak a *gazdasági növekedésre*. A gazdaság általános növekedése maga is kihat a tőkeígéretekre a magántőke-piacon. Egy növekedésben levő gazdaság több lehetőséget kínál új cégek indulására, ami megnöveli a magántőke iránti keresletet *(Gompers és Lerner, 1998)*. Ha a GDP és a tőzsdei hozamok nőnek, a magántőke iránt is nő a kereslet. Az általános gazdasági növekedés pozitívan hat mind a magántőke kínálatára mind a keresletére *(Brynas és Holhammar, 2006).* Az *IPO-k száma* egyik legfontosabb olyan tényező, ami a magántőke-piaci allokálásra pozitívan hat *(Marti és Balboa, 2001)*. Az IPO-n keresztüli kiszállásra nagyobb lehetőséget biztosító aktív tőzsde alapvető fontosságú az élénk magántőke-piachoz *(Black és Gilson, 1999)*. Szignifikáns kapcsolat volt kimutatható a magántőke-hátterű IPO-k száma és a következő években az alapkezelőknek tett új tőkeígérvények között *(Brynas és Holhammar, 2006).*

Közép-Kelet-Európában a magántőke-befektetésekről döntő intézményi finanszírozók döntési szempontjai között a *tulajdonosi jogok hatékony védelme* kiemelten fontos *(Groh és társai, 2008)*. Ugyancsak döntő elem a helyi menedzserek vezetési színvonala, valamint a régió tőkepiacainak mérete és likviditása. A válság kitörését megelőzően e tényezők a közép-kelet-európai régióban még inkább gátolták a tőke odaígérését, miközben a vonzó növekedési kilátások már kifejezetten ösztönzőleg hatottak. Szintén pozitív hatása volt a régióban korábban szerzett befektetési jártasságnak és gyakorlati tapasztalatoknak, ugyanis az itteni befektetéseket már korábban finanszírozók kifejezetten elégedettek voltak az általuk elért kockázat/hozam arányokkal, s ennek kapcsán kedvező véleményük volt a helyi vállalkozási lehetőségekről, az itteni alapkezelők jártasságáról. *Groh és társai (2008)* által a válság kitörését közvetlenül megelőző vizsgálatában a magántőke-alapok finanszírozói a régiót a többi feltörekvő piacokhoz hasonlítva igen *kedvezőnek* ítélték.

Az intézményi befektetők magántőke-befektetéseire vonatkozó *előírások* világszerte két alaptípusba sorolhatók. Az egyik szerint előre *meghatározott korlátokat* kell beépíteni a szabályozásba, s a befektetők csak ezen korlátok erejéig valósíthatnak meg meghatározott magántőke-befektetéseket, azaz például az általuk kezelt vagyonnak csak egy meghatározott hányadát fektethetik magántőkébe. A kontinentális Európa nagy részén ezt az elvet követik, e szigorú szabályozás a befektetők által viselt kockázat csökkentését szolgálja. A másik

álláspont a konkrét, számszerűsített előírások rögzítése helyett liberálisabb módon, az adott intézményi befektetőre bízza portfoliója diverzifikálását, s azt feltételezi, hogy az intézmény hosszú távú érdekeit követve úgy fog eljárni, ahogyan azt bármelyik prudens befektető tenné. Ez utóbbi megközelítés az un. *prudent man* szabályozás néven vált ismertté, s ezt alkalmazzák az angolszász piacokon. Nem véletlen tehát, hogy — mint arról a következő fejezetekben szó lesz — e területeken a nyugdíjpénztárak a magántőke-piacon sokkal nagyobb szerepet játszanak, mint a kevésbé liberális szabályozás alá eső országokban.

A *válságot megelőzően* a pénzügyi szabályozás az egész világon egyre inkább a kockázatvállalást jobban az intézményekre bízó prudenciális rendszerek felé fordult. *(BIS, 2007)*. A *válság hatására* a pénzügyi szabályozás 2009-ben kilátásba helyezett várható változásai azonban új, a korábbinál *szigorúbb előírások* és korlátozások bevezetését valószínűsítik a magántőke-befektetések és a magántőke-alapok számára. E változások csökkenthetik azon alternatív alapok számát, amelyekhez az európai intézményi befektetők, így többek között a nyugdíjalapok hozzáférhetnek. A magántőke-alapok működését érintő változtatási lehetőségek között szerepel többek között az amerikai tőkejövedelem-adó megváltoztatása, Európában pedig az AIFM direktíva elfogadása nyomán új közzétételi, tőkemegfelelési, letétkezelési és hitelezési előírások illetve korlátok előírása *(IFSL Research, 2009)*.

II. 2. KÜLÖNBÖZŐ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK MAGÁNTŐKE-BEFEKTETÉSE

Az intézményi befektetők a különböző eszközosztályok között a *magántőkét* az un. *alternatív befektetések között* tartják számon. Bár az alternatív eszközök súlya az elmúlt évtizedben határozottan emelkedett, a befektetések között továbbra is csak *periférikus szerepet* játszik. A magántőke-befektetések súlya a befektetések összességéhez viszonyítva méginkább eltörpül, hiszen a magántőke-allokáció még az alternatív eszközöknek is csak kis hányadát teszi ki. Ez az összeg azonban a magántőke-alapok tőkéjének meghatározó hányada, számukra ez a legfontosabb magántőke-piaci forrás.

Az alternatív eszközökbe[3] történő befektetés aktuális és tervezett nagyságrendjét világszerte rendszeresen felmérő *Russell Research* 2010 januárjában közel 120 intézmény vagyonában az alternatív eszközök súlyát globálisan 14%-osnak találta. Ezen belül a magántőke részaránya 22% volt, vagyis az *intézményi befektetők vagyonában a magántőke átlagosan 3,1%*-ot képviselt. Ez — a két évvel korábban mért részarányhoz viszonyítva — a válság hatására kétharmados visszaesést mutat. (2001 és 2007 között az észak-amerikai intézményi befektetők átlagosan portfoliójuk 6-8%-át allokálták magántőkébe, míg

[3] A magántőkén kívül az alternatív eszközök közé a hedge fund-okba, az ingatlanba és a tőzsdei árucikkbe történő befektetéseket sorolják.

Európában a magántőke aránya az intézmények portfoliójában 3-5%-os részarányú volt.) 2012-re a megkérdezett intézmények világszerte vagyonuk 4,9%-át tervezték magántőkeként befektetni. Észak-Amerikában ez 6,8%-os, Európában pedig 3,7% feletti hányadot takar *(Russell Research, 2010)*.

Az *Investment & Pension Europe (IPE)* európai intézményekre kiterjedő, zömmel európai nyugdíjalapok portfoliójának összetételét, s ezen belül a magántőke arányát 2009-ben vizsgáló felmérése szerint az összes országot tekintve csökkent az alternatív eszközök súlya az intézményi befektetők eszköz-portfoliójában, azaz míg 2008-ban a vagyon átlagosan 10%-át adta, 2009-ben már csak 8,7%-ot ért el. Az európai intézmények alternatív befektetésein belül a magántőke részaránya 1,7%-ra csökkent az előző évi 2%-hoz képest. A magántőke a második legnépszerűbb alternatív befektetési eszközcsoportot képviselte az itteni intézményi befektetők körében, bár európai szinten a hedge fundok és a magántőke között nem mutatkozott jelentős eltérés *(IPE, 2009)*. Az *IPE (2009)* felméréséből a *közép-kelet-európai intézményi befektetők* vagyonának befektetéséről is képet lehet alkotni. Közép-Kelet-Európában e felmérés szerint az alternatív befektetések súlya a fejlett európai országokhoz viszonyítva a legalacsonyabb volt, 2007-ben 4%-ot, 2008-ban pedig 2%-ot tett ki. 2008-ban e régióbeli intézmények alternatív befektetései közül a hedge fundok részesedése 1,9% ért el, a *magántőke aránya 0,1% volt*, míg az ingatlanoké 2%, a tőzsdei árucikkeké pedig 0,2% volt.

Az intézményi befektetők összességére vonatkozó statisztikák eltakarják az egyes intézményi csoportok befektetései közötti jelentős eltéréseket. Tekintve, hogy az *intézményi befektetők egyes csoportjainál* a magántőke-befektetések motivációja, célja, likviditási igénye különbözik, ezen intézményi befektetői csoportok vagyonuk befektetésénél a gyakorlatban *eltérő magántőke allokációs arányt* céloznak meg.

A *Preqin cég* felmérése szerint 2009-ben az intézményi befektetők által világszerte kezelt vagyonból a *legmagasabb hányadot* - 8,9 illetve 8,3%-ot - a *családi vagyonok kezelői, valamint az egyetemi és egyéb alapítványok* fektették magántőkébe, e szervezeteket 6,5%-os aránnyal a különböző egyéb vagyonkezelők követték. A kezelt vagyon méreténél fogva a magántőke-piac szempontjából leginkább meghatározó állami- és a magánnyugdíjalapok 2009-ben 5,0%-os illetve 4,3%-os magántőke portfolió-arányt alakítottak. A magántőkébe ugyancsak befektető szuverén állami alapok (SWF) befektetéseiből a magántőke 3,7%-kal, míg a biztosító cégek vagyonában 2,6%-kal részesedett *(Preqin, 2010/c)*.

II. 3. A MAGYAR NYUGDÍJPÉNZTÁRAK VÉLEMÉNYE A MAGÁNTŐKE-BEFEKTETÉSRŐL

A közép-kelet-európai székhelyű intézményi befektetők befektetési portfoliójában a magántőke elhanyagolható, azaz a *régió magántőke-piacának forrásellátásában a régión belülről érkező források rendkívül kis szerepet játszanak*. A magántőke-piaci befektetések szabályozása több országban nem is teszi lehetővé az intézményi befektetők számára a magántőke-befektetést. Kevés országban működnek a társadalombiztosítástól független magánnyugdíjpénztárak, ahol a tagság a nyugdíjpénztári megtakarítások hozamának alakulásához igazodó módon válik jogosulttá a nyugdíjpénztári kifizetésekre.

Az *MTA Közgazdaságtudományi Intézet* 2009 nyarán lefolytatott kérdőíves felmérése[4] azt vizsgálta, hogy a magyarországi önkéntes- és magánnyugdíjpénztárak[5] vezetői hogyan vélekedtek a magántőke-befektetésekről, számoltak-e portfolióik kialakításakor a szabályozók adta keretek között a magántőke nyújtotta diverzifikációs lehetőséggel, mennyire voltak tájékozottak e befektetési lehetőségről, mi indokolta esetleges tartózkodásukat, illetve hogy milyen intézkedésektől várták a magántőke-befektetések nagyobb elterjedését. A kutatás a nyugdíjpénztári vezetők véleménye alapján a magántőke-befektetések ismertségéről, aktuális és várható szintjéről, illetve az ezzel kapcsolatos elvárásokról, nehézségekről is képet adott *(Karsai, 2010/b)*. A felmérés időpontjában nem állt rendelkezésre átfogó statisztika arról, hogy a magyarországi nyugdíjpénztárak gyakorlatában előfordult-e már magántőke-alapokba történő befektetés, s az üzleti sajtóban is csak szórványosan jelentek meg ezzel kapcsolatos hírek.[6][7] (A kérdőíveket kitöltő nyugdíjpénztárak együttesen az önkéntes- és magánnyugdíjpénztári vagyon közel 80%-át reprezentálták. A kitöltött 12 kérdőív összességében 10 magán- és 9 önkéntes nyugdíjpénztár véleményét tükrözte, ugyanis a kérdőívet kitöltő nyugdíjpénztári vezetők többsége magán- és önkéntes pénztárat egyaránt képviselt.)

---

[4] A felmérés lebonyolítását Makra Zsolt vezetésével a Fiatal Kutató Közgazdászok Egyesülete végezte, a nyugdíjpénztári vezetők megkeresésében a Stabilitás Pénztárszövetség nyújtott segítséget, a kérdőívek feldolgozásában és értékelésében Pál Judit, a Budapesti Corvinus Egyetem doktorandusz hallgatója működött közre.

[5] A PSZAF 2010 március 12-i adatai szerint 2009-ben a magyarországi magánnyugdíjpénztárak vagyona 2,6 milliárd forint, az önkéntes nyugdíjpénztárak vagyona 0,8 milliárd forint volt.

[6] "... venture fund units are lacking from the second pillar's portfolios both in 2007 and 2008" *(Kiss, G. D, 2010)*.

[7] Sajtóhírek szerint a magyarországi nyugdíjpénztárak már 2005-ben megkezdték a hazai kockázatitőke-alapokba történő befektetéseket az Euroventures nevű alapkezelő regionális kockázatitőke-alapjába történő befektetéssel *(EMPEA, 2005)*. A kockázatitőke-befektetésre vállalkozó első hazai nyugdíjpénztár a Credit Suisse Asset Management által kezelt magyar nyugdíjalap volt *(Napi Gazdaság, 2004)*. 2009 áprilisában a Portfolio.hu tudósítása egy újabb befektetés megvalósulására utalt, amikor az AXA Magyarországi Befektetési Alapkezelő vezérigazgatójának szavait idézte: "elszántuk magunkat, és megcsináltuk a befektetést, de nem volt könnyű" *(Portfolio.hu, 2009)*.

A nyugdíjpénztárak magántőke iránti érdeklődését jelezte, hogy *a válaszadók kétharmada* számolt be vagy *már meglévő, vagy a közeljövőben tervezett* magántőke-befektetésről. A kérdőívet kitöltő 12 nyugdíjpénztári vezető közül kettő 2009 nyarán már rendelkezett magántőke-alapbeli befektetéssel, szintén két pénztárnál már folytak ezirányú, még le nem zárult tárgyalások, míg további négy pénztár ugyancsak tervbe vett három éven belül magántőke-alapba történő befektetést. A válaszadó pénztárak kétharmada részben vagy teljesen egyetértett azzal a megállapítással, hogy 3-5 éven belül a nyugdíjpénztárak eszközeik 1-3%-át kockázatitőke-alapokba fogják fektetni.

A magántőke középtávon kedvező megítélése ellenére a megkérdezett nyugdíjpénztári vezetők véleménye *nem volt teljesen egységes* a tekintetben, hogy *valóban célszerű-e kihasználniuk* magántőke-befektetésre a szabályozás nyújtotta kereteket. Háromnegyedük célszerűnek gondolta a keretek kihasználását, mégpedig elsősorban azért, mert a magántőke javíthatná portfoliójuk diverzifikáltságát, illetve úgy vélték, hogy a magántőkével más eszközökhöz képest magasabb hozamokat tudnának elérni. A szabályozás biztosította lehetőségek kihasználása ellen voksoló pénztárak főként azért voltak tartózkodók, mivel úgy vélték, hogy számukra még ismeretlen ez a befektetési terület. A magántőke-befektetések ellen szólt szerintük annak relatíve magasabb kockázata, valamint a megfelelő múltbeli teljesítményt felmutató alapok hiánya is.

Az önkéntes- és magánnyugdíjpénztárak magántőke-befektetéseire vonatkozó magyarországi szabályozás csupán 2006 januárja óta teszi lehetővé, hogy a pénztárak portfolióikban a magántőkét szerepeltessék, azaz jegyezhessenek magántőke-alap jegyeket.[8] A magántőke-befektetések szabályozása szempontjából a választható portfoliók rendszerének — eredetileg 2009 elejétől, majd ezt kitolva 2011 közepétől — előírt bevezetése tovább pontosította (csökkentette) a nyugdíjpénztári eszközök magántőkébe fektethető maximális hányadát. A három választható portfolió-osztály közül a magántőke befektetésének lehetősége a klasszikus portfolióból kikerült, míg a kiegyensúlyozott portfolióban csökkent. A kiegyensúlyozott portfolióban a magántőke-alapok jegyeinek aránya a befektetett eszközök maximum 3%-át érheti el. A növekedési portfolióban, ahol a legmagasabb kockázat vállalható, továbbra is a nyugdíjpénztári eszközökre eredetileg meghatározott előírás vonatkozik. Azaz, a magántőke-alapok jegyei a befektetett eszközök maximum 5%-át tehetik ki, emellett egy magántőke-alap jegyei nem haladhatják meg a pénztár növekedési portfoliójába sorolt eszközök 25%-át.

[8] A vonatkozó kormányrendelet szerint a magántőke-alapnak minősülő alapok jegyei a befektetett pénztári eszközök maximum 5%-át érhették el azzal a korlátozással, hogy az egy magántőke-alap által kibocsátott jegyek aránya nem haladhatta meg a befektetett pénztári eszközök 2%-át (332/2005. (XII. 29.) Korm. rendelet; 293/2005. (XII. 23.) Korm. rendelet).

A felmérésben megkérdezett nyugdíjpénztári vezetők tisztában voltak vele, hogy a szabályozás lehetővé tenné pénztáruk eszközeinek befektetésére a magántőke jegyzését, ám a szabályozás "finomságait" azonban már nem egyforma mélységben ismerték. Erre utal, hogy a válaszadók negyede saját bevallása szerint nem tudott állást foglalni abban a kérdésben, hogy a nyugdíjpénztárak működésére és befektetéseire vonatkozó sokrétű szabályozásban vannak-e kifejezetten a magántőke-befektetéseket megnehezítő előírások, s vélhetően hasonló okból a kérdőívet kitöltők további 8%-a nem is válaszolt e kérdésre. A kérdésben állást foglalók negyede vélte úgy, hogy nincsenek ilyen nehezítő előírások. A válaszadók 17%-a gondolta viszont úgy, hogy vannak az előírások között a magántőkére nézve kifejezetten hátrányos szabályok. Ez utóbbi pénztári vezetők a befektetésre engedélyezett külföldi magántőke-alapok jogi formájánál, illetve a magántőkébe fektetett eszközök értékelésénél hiányolták az egyértelmű szabályozást.

A felmérés külön is kikérte a nyugdíjpénztári vezetők véleményét arról, hogy *kellene-e* szerintük *korrigálni az érvényben lévő szabályozást* annak érdekében, hogy az jobban előmozdíthassa a pénztárak magántőke-alapokba történő befektetését. Meglehetős bizonytalanságra utal, hogy a pénztári vezetők azonos arányban, egyaránt 42%-kal válaszoltak igennel és nemmel, míg 16%-uk saját bevallása szerint sem tudott dönteni e kérdésben. A változtatások indoka volt például, hogy az érvényes szabályok nem tartanak lépést a piaci folyamatokkal, s így a kritikus helyzetek nehezen kezelhetők. Ugyancsak a változtatás mellett szóló érv volt, hogy a szabályozás nem egyértelműen fogalmazza meg a prudenciális elvárásokat, továbbá hogy nem tesz különbséget az odaígért és a ténylegesen lehívásra kerülő magántőke között, emellett nehezen teszi megoldhatóvá a magántőke-befektetések értékének napi nyilvántartását, s végül a jelenlegi szabályozás előírásai túl nagy terhet jelentenek a pénztárak számára a kedvezményezettek tájékoztatása terén.

A nyugdíjpénztárak portfoliójában a magántőke eredményes befektetésének kulcskérdése a magántőke-alapok megfelelő kiválasztása. Itt az alapkezelők megfelelő *jártassága* az elsődleges szempont, amit a válaszok gyakorisága szerint a szóban forgó alapok *múltbeli teljesítménye*, azaz un. track recordja, valamint a *társbefektetők kiléte* követ, akikkel együtt vállalkoznának a kiválasztásra kerülő magántőke-alapokba történő befektetésre. A válogatás további szempontjai között szerepel a magántőke-alapok tervbe vett *stratégiája,* valamint *mérete*. A legtöbb nyugdíjpénztár (a válaszadók több mint 40%-a) szándéka szerint *hazai és külföldi magántőke-alapokba egyaránt* befektetne, mivel így jobban megoszthatók az előnyök. Magyarországon a külföldi és a hazai magántőke-alapok közötti választásra 2009 augusztusától a pénztári portfoliók devizaárfolyam-kockázatát kontroll alá helyező *devizamegfeleltetés* elrendelése is hatással van. Feltételezhető, hogy a pénztári vagyon hazai

tőkepiacon tartásának előmozdítását célzó rendelkezés hosszú távon a magántőke területén is csökkenti a portfoliókezeléshez szükséges nemzetközi diverzifikáció lehetőségét.

III. AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK SZEREPE A MAGÁNTŐKE-PIAC FORRÁSAIBAN

III. 1. A MAGÁNTŐKE-PIAC SZERKEZETE ÉS VOLUMENE

2008-2010 során a nemzetközi magántőke-ipar tízéves fejlődésének *legnagyobb visszaesése* következett be. A befektetések értéke, a befektetési céllal gyűjtött tőke volumene, valamint a kiszállások értéke egyaránt jóval a válság előtti szint alá esett vissza. A *magántőke-befektetések értéke* világszerte 2009-ben 91 milliárd dollárt ért el, ami közel fele a 2008-ban mért 181 milliárd dollárnak, s több mint 70%-kal alacsonyabb a 2007-ben mért 309 milliárd dollárhoz viszonyítva *(TheCityUK, 2010)*. Bár 2010 első felében kissé nőtt a befektetések értéke az előző év azonos időszakához képest, ám még messze a 2005 és 2008 között megszokott alatt marad. A magántőke-ipar *jelentőségének csökkenését* jelzi, hogy 2009-ben a világszerte végrehajtott felvásárlási ügyletek értékének mindössze 6,3%-át adták a magántőke hátterű ügyletek, ami 10 év óta a legalacsonyabb hányad, s 2010 első felében sem nőtt 6,9% fölé. Holott 2006-ban, a magántőke-ágazat fénykorában ezen ügyletek súlya még 21% volt. 2009-ben a magántőke-befektetéseken belül a *kivásárlások* részaránya 57%-ra esett vissza a 2008-ban mért 66%-ról, mivel ekkor már második éve igen nehéz volt bankhiteleket szerezni a kivásárlások útján megvalósítandó befektetésekhez. Ennek megfelelően az ügyletek finanszírozásában 2009-ben már a tőkehányad tette ki az érték felét, míg 2008-ban csupán 43%, 2007-ben pedig 33% volt a tőke aránya a hitelhez képest. A klasszikus *kockázatitőke-befektetések* értéke a válság nyomán közel harmadával esett vissza 2009-ben a korábbi évek szintjéről.

A válság hatása a *magántőke-befektetések céljára évente összegyűjtött tőke* volumenének *erőteljes visszaesésében* is megmutatkozott. 2009-ben a világszerte gyűjtött magántőke-források értéke az előző évhez képest kétharmaddal, 150 milliárd dollárra esett vissza, ami 2004 óta a legalacsonyabb éves tőkegyűjtési volumennek felelt meg. A tőkegyűjtés feltételei 2010-ben sem javultak, az első félév során gyűjtött tőke 70 milliárd dolláros értéke még a 2009 első félévi értéket sem érte el. A válságot megelőző időszakban még erőteljes verseny folyt a befektetők között a magántőke-finanszírozás terén, azaz jelentős be nem fektetett tőke, un. *„száraz puskapor”* gyűlt össze az alapoknál. A 2009-et megelőző három év során minden korábbi rekordot megdöntő, több mint 1,4 billió dollár összegű tőke gyűlt össze az alapokban. *(TheCityUK, 2010)*

1. táblázat

A világon végrehajtott magántőke-befektetések és a magántőke-befektetésre évente gyűjtött tőke értéke, 2000-2009 (milliárd dollár)

Év	Magántőke-befektetések értéke	Magántőke célú tőkegyűjtés értéke
2000	176	246
2001	93	164
2002	79	91
2003	114	89
2004	112	137
2005	165	282
2006	244	455
2007	309	493
2008	181	459
2009	91	150

Megjegyzés: A befektetési értékek hitel nélkül értendők.

Forrás: PEREP_Analytics, Thomson Reuters, EVCA, PwC, AVCJ alapján TheCityUK becslése (In: TheCityUK(2010): Private equity 2010, August 2010, p. 1.)

A *magántőke-alapok kezelésében lévő tőke* 2009 végére már *2,5 billió dollárra emelkedett*, kissé meghaladva ezzel a 2008-as szintet. A kezelt tőke értéknövekedése részben a lecsökkent befektetési tevékenység, részben pedig a magántőke-alapok portfolióiban lévő cégek eladása terén tapasztalt nehézségeknek volt a következménye. A *befektetésekre rendelkezésre álló tőke* a kezelt volumen 40%-át tette ki 2009 végén. Azaz, világszerte közel *1 billió dollár értékű tőke várt arra, hogy* magántőkeként *befektessék*. Ennek felét a befektetők *kivásárlások* finanszírozására szánták, 160 milliárd dollárt klasszikus *kockázati tőkeként* kívánták befektetni, a maradékból pedig ingatlanok vásárlását tervezték finanszírozni. A magántőke-alapok előre meghatározott életkorából adódóan a fenti összeg jelentős részét a következő pár évben az alapoknak *be kell majd fektetniük*, mivel sokuk éri majd el azon időszak végét, amikor a tőkét vissza kell juttatniuk a befektetőknek *(TheCityUK, 2010)*.

2. táblázat

A magántőke-alapok kezelésében lévő vagyonból világszerte befektethető és portfolió cégekbe fektetett tőke értéke, 2003-2009 (milliárd dollár)

Év	Befektetésekre rendelkezésre álló tőke értéke	Portfolió cégekben lekötött tőke értéke
2003	450	511
2004	450	570
2005	500	720
2006	700	930
2007	1012	1160
2008	1073	1493
2009	1071	1500

Forrás: Preqin; TheCityUK becslése (TheCityUK, 2010, p. 2)

Európában az évente a magántőke-ágazatba érkező friss tőke értéke 2006-ban volt a legmagasabb, közel 108 milliárd euró. Az ezt követő két évben a tőkegyűjtés 80 milliárd euró közeli értéken stagnált, majd 2009-ben a válság hatására drasztikusan, 16 milliárd euróra esett vissza. A visszaesés egyidejűleg adódott az alapok befektetőinél jelentkező likviditási problémákból — amit csak felerősített a már meglévő alapoktól érkező visszafizetések lelassulása —, a jövőt övező általános bizonytalanságból — ami a befektetőknél kivárásra való berendezkedést váltott ki —, valamint a kilépések leállása miatt az alapok tényleges eredményeiről tudósító adatok hiányából. Az általános rossz hangulatban az alapok kezelői maguk is késleltették az új alapok meghirdetését. Az alapkezelők esetenként lecsökkentették a már létrehozott alapok méretét is, hogy ezzel is könnyítsenek a befektetőkre nehezedő likviditási nyomáson, s hozzáigazítsák az alapok stratégiáját a csökkenő ügylet-méretekhez. Feltételezhetően a 2009. évi rendkívül alacsony értékű alapgyűjtés mögött a 2006 és 2008 között már begyűjtött igen nagy tőkevolumen is meghúzódik, azaz a korábban gyűjtött tőke jelentős hányada az alapoknál még befektetésre vár *(EVCA Yearbook, 2010)*.

Mind a magántőke-befektetések, mind pedig a tőkegyűjtés regionális alakulását tekintve a kontinensek között elmozdulás figyelhető meg. A *befektetésekben Észak-Amerika súlya megnőtt Európa rovására*, az *alapgyűjtésben* pedig változatlanul *megmaradt rendkívül domináns szerepe*. Az adatok a *feltörekvő piacok előretörését* jelzik az alapgyűjtés területén, az e piacokra irányuló tőkeígérvények részaránya az ott várható gyorsabb gazdasági növekedési kilátások folytán a következő néhány évben nagy valószínűséggel megduplázódik *(TheCityUK, 2010)*.

3. táblázat

A magántőke-befektetések és magántőke-befektetési céllal világszerte gyűjtött tőke értékének földrajzi régiók szerinti megoszlása, 2008-2009 (százalék)

Régió	Magántőke-befektetések értéke (%)		Magántőke-célú tőkegyűjtés értéke (%)	
	2008	2009	2008	2009
Észak-Amerika	26	36	63	66
Európa	44	37	25	15
Ázsia/Csendes-Óceáni térség	24	21	11	15
Egyéb	6	6	2	4

Forrás: TheCytyUK becslése a Perep_Analytics, Thomson Reuters, EVCA, PwC és AVCJ adatai alapján (In: ThyCityUK (2010, p. 2)

A magántőke-ipar fejlődése egyértelműen a befektetések *nemzetköziesedésével* járt, az elmúlt évtizedben mind a tőkegyűjtés, mind pedig a befektetés erőteljesen globalizálódott. 2000 és 2008 között a magántőkét kapó cégek több mint harmada világszerte olyan befektetőtől kapott tőkét, amely nem a cég székhelyének országában működött. A külföldi befektetők nagyobb valószínűséggel vesznek részt nagyobb ügyletekben, különösen ahol a portfolió cég egy kisméretű országban található. Az IT, a gépipar és a biotech szektor cégeit sokkal nagyobb valószínűséggel finanszírozzák külföldi befektetők, mint más ágazatbeli vállalkozásokat *(Tykvova és Schertler, 2009).*

A magántőke-befektetések indokoltságát, azaz sikerét az elért *hozamok* támasztják alá. A hozamokról a legtöbb elemzés eddig az amerikai piacra vonatkozóan készült, s arra igyekezett választ adni, hogy a magántőke ügyletek a nyilvános értékpapírokba történt befektetésekhez képest jobb vagy rosszabb hozamokat értek-e el.

Az elemzések vegyes következtetésekre jutottak. A legtöbb statisztika jobbnak találta e befektetések hozamát a tőzsdei befektetéseken elért hozamokhoz képest. *Ljungqvist és Richardson (2003)* 5%-os hozamelőnyt talált a magántőke javára. Más kutatók szerint viszont a magántőke átlagosan rosszabb teljesítményt ért el a nyilvános piacokénál. *Kaplan és Schoar (2005)* kutatási eredményei azt mutatták, hogy a kezelési díjak levonása után a magántőke-befektetők nem teljesítettek jobban a S&P 500 indexénél. Hasonló következtetésre jutott *Phalippou és Gottschlag (2008)* vizsgálata, akik 3-6%-os éves alulteljesítést számoltak ki. *Gottschlag (2007)* 5500 kivásárlás adatait feldolgozó kutatása arra a következtetésre jutott, hogy történelmi távlatban nézve a magántőke-alapok 3 százalékponttal magasabb bruttó éves hozamokat értek el a nyilvános részvénypiaci

indexekhez képest. Ugyanakkor a magántőke-alapok kezelőinek díjazása miatt, a magántőke-alapok befektetői 3 százalékpontos hozamelmaradásban voltak a nyilvános részvénypiaci befektetők által elért indexekhez képest, mivel a kezelési díjak 6 százalékpontos különbséget eredményeztek a bruttó és a nettó hozamok között. Gyakorlatilag ez azt jelentette, hogy az intézményi befektetőknél a magántőke-alapokba való befektetés *3 százalékponttal alacsonyabb teljesítményt eredményezett a nyilvános piacokon elérhető hozamokhoz képest*. Ugyanakkor a legjobban és a legrosszabbul dolgozó magántőke-alapok között *óriási eltérés* mutatkozott, mivel a legjobbak több, mint a tízszeresét érték el a tőzsdei hozamoknak, miközben a legrosszabbak a nekik odaígért tőke nagy részét elbukták.

A pénzügyi válság kitörése után a hozamok visszaesése erőteljesen rontotta a magántőke-piac alapgyűjtésének lehetőségeit. A *Preqin* cég 2009. évi felmérésében világszerte 1700 magántőke-alap cash-flow adatain alapulva vizsgálta meg a dollárral súlyozott belső megtérülési rátákat, a kezelési díjak és a profitból való kezelési részesedések levonása után. Az *egyéves horizont IRR* 2008 december 31-én azt jelezte, hogy a mezzanine alapok kivételével *minden magántőke-alap átlagosan negatív IRR-t ért el.* Összességében az egész magántőke-ágazat 2008-ban -27,6%-os „hozamot" ért el, s még 2009 első felében is –23% volt a hozam. 2009 decemberére azonban már jelentős javulás következett be, mivel az egyéves hozam nemcsak pozitívba fordult, hanem 13,8%-ot ért el. Ennek ellenére a befektetők számára a magántőke vonzerejét csökkentette, hogy e befektetések éves hozama elmaradt a legfontosabb nyilvános tőkepiaci indexekek teljesítménye (S&P 500; MSCI Europe; MSCI Emerging Markets) mögött.

Mivel a magántőke hosszú távú befektetés, a finanszírozók számára elsősorban a közép- és hosszú távú teljesítmény adatok a fontosak. 2008 decemberéig a magántőke-alapok hároméves horizonton 11,3%-os, ötéves távlatban pedig 20,1%-os hozamot produkáltak. 2009 végére a válság hatása már a hároméves horizontú hozam adatokban is jelentkezett, ugyanis a viszonylag jól teljesítő (+6,5%) mezzanine alapok kivételével a magántőke-alapok épp csak 0% feletti hozamot értek el. Ennek ellenére a magántőke-befektetések teljesítménye az MSCI Emerging Markets index kivételével az összes nyilvános piaci indexnél jobb lett, *ötéves horizonton* pedig már *kivétel nélkül minden jelentős tőzsdei indexet „lepipált" a 2009 végén mért évesített 17,5%-os magántőke hozam (Preqin, 2009/b; 2010/b,g).* A horizont IRR adatokat azonban óvatosan kell kezelni, mert a kalkulálásukhoz szükséges cash tranzakciókat és a portfolió értékeléseket az alapkezelők saját becsléseik alapján maguk adják meg *(Preqin, 2009/b).*

Az egyes *földrajzi régiókban*, illetve kontinenseken elérhető *hozamok eltérése* maga is magyarázza a befektetők külső piacokra történő belépését. A *Preqin* cég felmérése szerint az 1996 és 2007 között felállított alapok nettó belső megtérülési rátájának középértékét tükröző számok azt mutatják, hogy az *észak-amerikai piacra befektető regionális alapok érték el a*

legalacsonyabb hozamot, míg az Európára és Ázsiára szakosodó regionális alapok jobb teljesítményeket értek el, mint az egy-egy régióra nem szakosodó globális alapok, miközben a válság nyomán az új alapoknál a hozam világszerte mindenhol visszaesett *(Preqin, 2010/d)*.

II. 2. A MAGÁNTŐKE-IPAR FORRÁSAI KÖZÉP-KELET-EURÓPÁBAN

A magántőke-ipar régióbeli fennállása óta eltelt közel két évtized alatt megerősödött, s szereplőit, működési mechanizmusát, funkcióját és hatékonyságát tekintve egyre jobban hasonlít a nyugat-európaihoz. Az adminisztratív akadályok leépítése és a térség országaiban tapasztalható gyors gazdasági növekedés mellett azért is nőtt a befektetők régió iránti érdeklődése, mert az észak-amerikai és a nyugat-európai magántőke-piac már meglehetősen telített volt. Mivel a térségben működő vállalkozások mérete egyre jobban közelített a kontinens más cégeihez, s közülük mind több, régiós szinten is komoly érdekeltségekkel rendelkezett, egyre több cég vált méreténél fogva alkalmassá arra, hogy nagy összegű kivásárlási tranzakciók célpontjává válhasson. Néhány nagy, régión kívüli nyugati alapkezelő is belépett befektetéseivel a régió piacára, s a regionális alapkezelők a verseny élesedését érzékelték ezen globális kivásárlási alapok megjelenése nyomán. Az új alapok megjelenése azonban *nemcsak konkurenciát* jelentett a korábban itt működő magántőke-alapok számára, hanem egyúttal kiszélesítette számukra a *kiszállás lehetőségét* azon portfolió cégeik esetében, amelyek világméretű terjeszkedése jelentős új tőkebefektetést igényelt.

A 2007-ben megjelenő régiós alapok a válság jelentkezése előtt még minden korábbi rekordot meghaladóan, közel 4 milliárd eurós befektethető értéket gyűjtöttek, s a 2008-ban a válság jelentkezésének évében létrehozottak is még közel 2,5 milliárd eurót gyűjtöttek regionális befektetési célra.[9] A válság nyomán 2009-ben a közép-kelet-európai régióba befektető alapok tőkéje még a félmilliárd eurót sem érte el. 2009-ben így a régiós alapok tőkegyűjtése rendkívül erőteljesen, 85%-kal visszaesett az előző évhez képest. A visszaesést főként a kivásárlási alapok tőkegyűjtésének háttérbe szorulása jelezte, amely a megelőző két évben a tőkegyűjtés 80%-át adta, szemben a 2009-ben mért közel 40%-kal *(EVCA, 2010)*.

A régióbeli befektetésekre gyűjtött tőke 2009-ben az európai tőkegyűjtés 2%-át reprezentálta, elmaradva a 2008-ban elért 3%-tól, s a 2007. évi 5,4%-tól. (Lásd a 6. sz. táblázatot!)

[9] A régió magántőke-alapjaihoz befektetési céllal érkezett tőke értékét *Karsai (2010/a)* a piacgazdasági átalakulás kezdetétől számítva 2008 végéig összesen mintegy 17,5 milliárd euróra becsülte.

4. táblázat

A közép-kelet-európai befektetésekre allokált magántőke évenkénti értéke, 2002–2009 (millió euró)

Ország	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Régiós befektetésekre allokált tőke összesen*	273,7	312,0	496,0	1293,0	2254,0	3975,6	2488,6	377,5
Régiós befektetésekre allokált tőke az EU-s befektetésekre allokált tőke %-ában**	1,0	1,2	1,8	1,8	2,0	5,4	3,0	2,0

**A régió országaiban működő alapkezelők által összegyűjtött tőke.*
***A befektetők székhelye szerint számba vett adatok.*
Forrás: EVCA (2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009,2010) és EVCA Yearbook (2008, 2009, 2010)

A 2009-es visszaesés a régióbeli tőkegyűjtésnél hasonló volt az egész Európára vonatkozó 80%-os csökkenéshez. 2009-ben igen kevés új alap jött létre a régióban, viszont a megelőző években végrehajtott igen erőteljes tőkegyűjtés folytán az aktív alapoknál még sok befektethető tőke állt rendelkezésre. Becslések szerint 2009-ben a *be nem fektetett tőke volumene a régióban 7 milliárd euró* volt (*Longhurst, 2010*).

A régió alapgyűjtésére általában is igen *nagy évenkénti kilengés* a jellemző, attól függően, hogy a régióbeli jelentős alapkezelők éppen a tőkegyűjtés fázisában tartanak-e vagy sem. A válság hatására eltolódás következett be a régiós forrásgyűjtés regionális szerkezetében is. A tőkegyűjtésben tovább *emelkedett az európai befektetők súlya*, ezen belül a régión belüli források aránya. A régió bekapcsolódása a magántőke-gyűjtés nemzetközi vérkeringésébe ezzel megtorpant. Az *Európán kívüli tőkegyűjtés aránya* 2007-ben még alig több mint 20%-os aránya 2008-ban duplájára, 40%-ra nőtt, 2009-ben azonban *drasztikusan visszaesett* 6%-ra *(EVCA, 2010)*.

A *Közép-Kelet-Európában* megvalósított befektetések összesített *hozamáról* nem állnak rendelkezésre publikus statisztikai adatok. Az EBRD szerint — az általa finanszírozott több mint 100 olyan régiós befektetésre készülő alap adatai alapján, amelyek az elért hozamokról kötelezően adatot szolgáltatnak az EBRD számára —, a régió szinte minden időtávon jobb teljesítményt ért el az egész Európára vonatkozó hozam mutatóknál. Sőt, a régiós alapoknak kedvezőbb volt a helyzete a Cambridge Emerging Markets Venture Capital & Private Equity Index-hez viszonyítva is, miközben az adatok nagy valószínűséggel még alá is becsülték a régió előnyét, mivel az EBRD statisztikáját nem javítja a más adatbázisokra általában

jellemző un. „túlélési torzítás", azaz nem csak a fennmaradt alapok adatai szerepelnek a teljesítménymutatókban *(Longhurst, 2010)*.

5. táblázat

Az EBRD alapok által 2008 decemberéig elért, valamint az összehasonlítható tőzsdei indexek dollár és euró bázison számolt horizont megtérülési rátái (százalék)

Hozam	Éves	Hároméves	Ötéves	Tízéves	Létrehozás óta
EBRD teljes magántőke portfolió* (dollár bázison számolt)	-27,7	18,9	34,8	15,4	12,6
Cambridge Emerging Markets Venture Capital & Private Equity Index** (dollár bázison számolt)	-35,2	15,5	28,4	15,2	NA
S & P 500*** (dollár bázison számolt)	-35,5	-15,7	-9,0	-6,3	-3,3
EBRD teljes magántőke portfolió* (euró bázison számolt)	-24,4	12,1	33,6	12,2	10,2
EVCA All Private Equity ** (euró bázison számolt)	-30,5	2,6	8,1	8,0	9,6
FTSE Emerging Markets Eastern Europe*** (euró bázison számolt)	-60,4	-32,1	-7,8	0,7	NA

* Az EBRD portfolió összevont év végi, alapkezelői díj, költségek és sikerdíj levonása utáni nettó hozama, ingatlanalapok nélkül, felszámolt alapokkal együtt
**Összevont év végi hozam, alapkezelői díj, költségek és sikerdíj nélkül
***Az EBRD által finanszírozott magántőke-alapok portfoliójához hasonló összetétellel számolva a megfelelő időhorizonton
Forrás: Cambridge Associates, EVCA, Bloomberg, EBRD In: Anne Fossemalle: Investing in Fundswith Local Presence and Focusing on Quality Transactions, CEE Private Equity Forum, 10 June, 2010. p. 29.

II. 3. KÜLÖNBÖZŐ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK SZEREPE A MAGÁNTŐKE-PIAC FORRÁSAIBAN

A *magántőkébe fektető intézmények száma* és *köre* az elmúlt évek során jelentősen *szélesedett*, miközben a befektetők *egyes csoportjainak jelentősége is változott*. Így többek között a bankok vezető szerepét a nyugdíjpénztárak vették át, miközben új befektetői csoportként megjelentek a magántőke-piacon az állami szuverén jóléti alapok (SWF). A nyugdíjpénztárak kiemelkedő szerepét nemcsak a magántőke-alapokba közvetlenül végrehajtott befektetéseik támasztják alá, hanem az olyan magántőke-befektetéseik is, amelyeket esernyőalapokon keresztül fektettek be. Mivel a nyugdíjpénztárak részvétele a nyugdíjcélú megtakarítások egy részének becsatornázását jelenti a magántőke-szektorba, a

magántőke-ipar működésének eredményessége végső soron kihat a magántőke-befektetésekkel közvetlenül kapcsolatba nem kerülő dolgozók millióinak időskori életére is.

A *nyugdíjalapok* világszerte a magántőke-ágazat *legfontosabb befektetői*. Míg a nyugdíjpénztárak az USA-ban hagyományosan a magántőke-ipar legjelentősebb finanszírozóinak számítanak, Európában csak 2003 után nőtt meg a jelentőségük. A *Preqin* tanácsadó cég 2009 januárjában közzétett felmérése szerint 960 nyugdíjalap közel félmilliárd dollárral járult hozzá 2008-ban a magántőke-befektetésekhez. A nyugdíjalapok az általuk kezelt vagyon átlagosan 4,8%-át fektették be magántőkeként. A legnagyobb 20 nyugdíjalap eszközeiben a magántőke még ennél is nagyobb, 8,6%-os súllyal szerepelt *(Preqin, 2009/a)*.

Amerikában 2008-ban az *állami nyugdíjpénztárak* által elért 26,6%-os részesedés a 2007-ben képviselt 27,3%-hoz képest alig csökkent. A *magánszektorbeli (vállalati) nyugdíjpénztárak* súlya viszont 2008-ban jelentősen, 8,3%-ról 13,2%-ra emelkedett. A tőkegyűjtésben második helyet elfoglaló *esernyőalapok* (alapok alapjainak) részaránya 2008-ban a 2007. évi 17,2%-ról 14,2%-ra esett vissza. Harmadik és negyedik helyen egyaránt 10,3%-os részaránnyal az *alapítványok* és a *bankok* szerepeltek, részarányuk lényegében nem változott a 2007. évi 9,4 illetve 9,1%-hoz képest. Jelentősen, közel felére esett vissza ugyanakkor az ötödik helyen álló *biztosítók* hozzájárulása a gyűjtött tőkéhez, e befektetők részaránya a 2007. évi 20,2%-ról 5,5%-ra esett vissza. Míg 2007-ben a *szuverén állami alapok* (SWF) még nem is szerepeltek a magántőke-ágazat számára forrásokat biztosító intézmények között, 2008-ban már 5,4%-os részarányuk közel azonos volt a biztosító társaságok tőke-ígérvényével. A *családi* vagyonokat, *alapítványi* pénzeket és *magánszemélyek* tőkéjét kezelő vagyonkezelők részaránya 2008-ban 4,8; 3,6 és 3,6%-ot tett ki. Ez a 2007. évi részesedéshez képest a családi vagyonkezelők esetében jelentős, közel 50%-os visszaesést mutatott, míg a másik két vagyonkezelő csoportnál (1,7 és 1,8%-ról) jelentős emelkedést jelzett *(Dow Jones, 2009/b)*.

A 2000-es évek második felében *Európában* is megnőtt a nyugdíjpénztárak jelentősége, Amerikához hasonlóan *a nyugdíjpénztárak* Európában is *átvették* a magántőke-ágazat forrásellátásában korábban *domináns szerepet játszó bankok szerepét* az ágazat tőkeellátásában. 2008-ban a befektetésre odaígért alapok egynegyedével Európában is egyértelműen a *nyugdíjalapok* voltak a legfontosabb tőkenyújtók, s már a 2007-ben elért 15%-os részarányukkal is a legfőbb intézményi csoportot képviselték. (Európában az állami és a magánszektorbeli nyugdíjpénztárak részesedését a statisztikai adatok nem különítik el.) Amerikához hasonlóan Európában is a magántőke-alapokba befektető *esernyőalapok* (alapok alapjai) álltak — 14%-os részesedéssel — a második helyen, míg 2007-ben elért 10%-os arányukkal még a harmadik helyen szerepeltek a bankok mögött. A *bankok,* melyek Amerikában az alapítványokkal osztoztak a harmadik helyen, 2008-ban Európában

ugyancsak a harmadik legjelentősebb intézményi finanszírozói csoportot képviselték a tőkeígérvények 7%-ával, ami esetükben visszaesést jelentett a 2007. évi második helyet hozó 11%-kal szemben. Európában a tőkeígérvények biztosításához az alapítványok hozzájárulása sokkal kisebb jelentőségű, mint Amerikában. A *biztosító társaságok* — Amerikához hasonlóan — Európában is a negyedik legjelentősebb forrást képviselték a 2008-ban elért 7%-os részesedésükkel, míg egy évvel korábban még a nagyvállalati befektetők mögötti ötödikek voltak. Európában — Amerikától eltérően — a *szuverén jóléti alapok* még 2008-ban sem szerepeltek a magántőke-piac forrásai között (*IFSL, 2009; EVCA Yearbook, 2009).*

A válság nyomán a *magántőke-alapok forrásainak szerkezetében* mind Amerikában, mind pedig Európában *erőteljesen átrendeződés* várható. Az egyes intézményi csoportok viselkedése részben az általuk kezelt vagyon nagyságától, részben pedig annak korábbi diverzifikáltságától függ. Minél nagyobb egy befektető mérete, s minél kisebb hányadot fektet be vagyonából a magántőkébe, annál kevésbé érzi meg magántőke-portfoliója a válság hatását. Emellett a befektetők reakcióját az általuk kezelt vagyon leértékelődése, az évente kezelésre beérkező források stabilitása, illetve bővülésének valószínűsége is meghatározza.

A *nyugdíjpénztári* befektetéseken belül a portfoliók más eszközcsoportokba allokált részeinek értékvesztése folytán a magántőke-hányad automatikus felértékelődött. Ez az un. denominátor hatás rövid távon az eredetileg megcélzott hányad fölé emelte a nyugdíjpénztáraknál a magántőke-befektetési részarányt, ami a nyugdíjpénztárakat megakadályozta a további befektetésekben. A szakértők várakozása szerint a nyugdíjalapok várhatóan kevesebbet fognak magántőkébe fektetni, de még mindig sokkal aktívabbak lesznek e téren, mint a többi befektető, így részarányuk az összes tőkegyűjtésben még nőhet is. Az *esernyőalapokat* (alapok alapjait) a legtöbb ágazati résztvevő továbbra is aktív szereplőnek várja, akiknek nem kell aggódniuk a túlallokáltság miatt, mivel náluk az összes tőkét kizárólag magántőke-befektetési céllal gyűjtötték *(Dow Jones Private Equity Analyst, 2009/c).* Európában a nyugdíjpénztárak részaránya a 2008-ban mért 28%-ról 2009-ben a felére esett vissza, míg az esernyőalapok részaránya 2008-hoz képest nem változott.

A válság hatására Amerikában sok *bank* eladta a részesedését, vagy összeolvadt, a befektetési bankok bankholding cégekké alakultak, s a sokféle kockázatcsökkentő intézkedés a bankok magántőke-ágazatból való visszahúzódását eredményezte a magasabb tőkefedezeti követelmény miatt. Hasonló igaz a *biztosítókra (Dow Jones Private Equity Analyst, 2009/c).* Európában a bankok az előző évhez viszonyítva felére csökkentették ígérvényüket, ennek ellenére — Amerikától eltérően — *a piac fő forrásává váltak*, mivel részarányuk a 2008-ban elért 7%-ról 2009-ben 18%-ra nőtt. A bankok vezető befektetővé válása egyrészt a nyugdíjpénztárak és az esernyőalapok tőkeígérvényeinek rendkívül erőteljes, 90 illetve 80%-os visszaesése miatt következett be. Másrészt a vezető szerep a bankok által a saját

tulajdonukban lévő magántőke-alapoknak adott nagyobb befektetéseknek volt a következménye, ami az összes banki forrásból nyújtott tőke harmadát tette ki *(EVCA, 2010)*.

A többi befektetői csoport közül a *családi vagyonokat kezelők, alapítványok* és *gazdag magánszemélyek* a gazdasági visszaesés idején a legerősebben érintettek, s így elsőnek lépnek ki a magántőke-piacról. E szervezetek más intézményi befektetőkhöz képest általában kisebb vagyontömeggel rendelkeznek, s így nehezen küzdenek meg a magántőke hosszú távú tőkeigényével, amikor a többi vagyonosztályban visszaesik befektetéseik értéke. Várhatóan e befektetők részvétele a magántőke-piacon jelentősen visszaesik *(Dow Jones Private Equity Analyst, 2009/c)*.

Mindezen szempontok alapján a szakértők várakozása szerint miközben jóformán minden befektető-csoport csökkenteni fogja magántőke-elköteleződését, a nyugdíjpénztárak és a szuverén alapok súlya a tőkegyűjtésben várhatóan nőni fog, míg a családi vagyonok kezelői és a gazdag magánszemélyek inkább kilépnek a magántőke-piacról. A bankok szerepe is csökkenni fog, mivel csak akkor fektetnek be, ha az idő alkalmas a befektetési bankok számára hasznok lefölözésre.

A *Boston Consulting Group* és az *IESE Business School* által 2009 közepén végzett közös kutatás ugyancsak arra kereste a választ, hogy a *válság hatására* az intézményi befektetők egyes csoportjai között *milyen elmozdulások* várhatók a magántőke-alapoknak korábban tett ígéretek betartásában. A kutatók az intézményi befektetők *hét fő csoportját* különböztették meg, s e csoportok relatív fontosságát a magántőke szempontjából az általuk korábban odaígért, ám a magántőke-alapok által még nem lehívott, azaz a következő években még befektethető tőkéből való részesedésének nagyságával mérték (*Meerkatt és Liechtenstein, 2009)*.

6. táblázat

Az intézményi befektetők egyes csoportjainak részaránya a világszerte befektetésre váró magántőkében, 2008 (milliárd dollár és százalék)

Intézményi befektető típusa	Odaígért, be nem fektetett tőke (milliárd USD)	Részarány az összes odaígért, be nem fektetett tőkéből (%)
Állami nyugdíjalapok	150	30
Biztosítók	90	17
Magánnyugdíjalapok	80	16
Pénzügyi intézmények (bankok)	75	15
Állami jóléti alapok (SWF) és kormányzati ügynökségek	50	10
Családi vagyonkezelők	30	6
Alapítványok	25	6
Összes odaígért be nem fektetett tőke	500	100

Forrás: BCG-IESE adatbázis; Standard & Poor's Leveraged Commentary & data
In: *Heino Meerkatt - Heinrich Liechtenstein: Driving the Shakeout in Private Equity, Boston Consulting Group, IESE Business School, July, 2009.*

A kutatás megerősítette, hogy világszerte az *állami nyugdíjalapok* játsszák a magántőke-ágazat tőkeellátása szempontjából a *legfontosabb szerepet*. Ezen intézmények fontossága valószínűsíthetően nőni fog, hasonlóan a biztosítók, a szuverén állami alapok és a kormányzati ügynökségek szerepéhez. A magánnyugdíjalapok, amelyek a felmérés szerint a harmadik legnagyobb tőkenyújtói a befektethető forrásoknak, várhatóan megtartják súlyukat, ugyanakkor a pénzügyi intézmények, a családi vagyonok kezelői és az alapítványok fontossága valószínűleg csökkenni fog a magántőke-iparban *(Meerkatt és Liechtenstein, 2009).*

II. 4. KÜLÖNBÖZŐ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK SZEREPE A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI MAGÁNTŐKE-PIAC FORRÁSAIBAN

Közép-Kelet-Európában a 2000-es évek első felében még *nemzetközi pénzügyi szervezetek biztosították a befektethető magántőke legnagyobb hányadát*, melynek harmadát egymaga az EBRD adta. Második helyen a nyugdíjalapok, harmadik helyen pedig a más alapokba fektető esernyőalapok álltak. A bankok, nagyvállalatok és biztosító cégek részaránya külön-külön az alapoknak évente friss tőkeként odaígért tőkevolumen tizedét sem érte el. A 2007. évi adatok már a régióbeli befektetésekre tőkét gyűjtő alapok finanszírozói körének átrendeződését, így a *pénzügyi intézmények hátrább* sorolódását, s a *nyugdíjalapok előretörését* jelezték (közvetlenül és esernyőalapok beiktatásával). 2007-ben a regionális

alapok által gyűjtött tőke értékének közel egynegyedét már esernyőalapok biztosították. A régió iránt újonnan érdeklődő, ám annak alapkezelőit még kevéssé ismerő, főként régión kívüli intézményi befektetők, így elsősorban nyugdíjpénztárak számára az esernyőalapokon keresztüli befektetés nagyobb biztonságot ígért. A régióban működő nyugdíjpénztárak közvetlen bekapcsolódása a források biztosításába még messze elmaradt a fejlett országokban tapasztalt szinttől, amit nagyrészt az intézményi megtakarítások nemzetközi mércével mért alacsonyabb szintje és rugalmatlanabb szabályozása magyarázott. *(Karsai, 2010/a).*

2008-ban tovább folytatódott és még markánsabbá vált a *nyugdíjpénztárak és esernyőalapok* 2007-ben megkezdődött *térnyerése* a források biztosításában, mivel ekkor a közép-kelet-európai régióba magántőke-befektetés céljával érkező friss tőkének az egynegyedét esernyőalapok útján befektető intézmények biztosították, míg további 18% a nyugdíjalapoktól érkezett.

7. táblázat

A közép-kelet-európai befektetésekre allokált magántőke értékének intézményi befektetők szerinti megoszlása, 2007-2009 (százalék)

Befektető típusa	2007	2008	2009
Bankok	7,5	9,2	14,3
Nagyvállalati befektetők	2,2	6,6	0,2
Alapítványok	5,3	7,0	0
Családi vagyonkezelők	3,8	4,9	0
Esernyőalapok (FoF)	21,4	25,6	9,9
Kormányzati szervezetek	6,2	2,5	29,9
Biztosító társaságok	3,6	5,9	10,1
Egyéb vagyonkezelők	2,2	5,2	0,4
Nyugdíjalapok	8,7	17,9	1,0
Magánszemélyek	4,9	9,3	10,4
Nem ismert	34,4	5,9	23,8
Összes gyűjtött új alap	100,0	100,0	100,0
Összes gyűjtött tőke (m€)	3 975,6	2 488,6	377,5

Forrás: *PEREP_Analytics*

A 2009. évi adatok a régióbeli befektetésekre tőkét gyűjtő alapok finanszírozói körének ismételt átrendeződését, a *kormányzati és a pénzügyi intézmények súlyának igen erőteljes megerősödését*, végső soron a *nyugdíjalapok és esernyőalapok háttérbe* szorulását jelzik. Részben a válság miatti portfolió leértékelődés és kockázatkerülés, részben pedig a nyugat-európaitól eltérő szabályozás miatt, a régióban működő nyugdíjpénztárak közvetlen bekapcsolódása a források biztosításába így jelenleg is messze elmarad a fejlett országokban tapasztalt szinttől *(Perep_Analytics, 2010).* Az EVCA Közép-Kelet-Európára vonatkozó

legfrissebb adatai azt jelzik, hogy a válság hatására a 2009-ben gyűjtött új alapok tőkéjének *legnagyobb hányadát*, 30%-át *kormányzati források*, ezen belül főként olyan multilaterális intézmények adták, mint az EBRD vagy IFC. Európa egészéhez hasonlóan a két legfontosabb tőkét nyújtó intézményi kör, így a nyugdíjalapok és az esernyőalapok befektetései a régióbeli magántőke-alapokban drasztikusan visszaestek.

2009-ben tehát a kormányzati szervezetek, ezen belül is elsősorban *multilaterális intézmények* növelték meg tőkeígérvényeiket jelentősen (85%-kal) 2008-hoz képest. A 2008-ban még legnagyobb szerepű *esernyőalapok* és *nyugdíjalapok jelentősége* 2009-ben drasztikusan, közel 100%-kal *visszaesett* a tőkeforrások biztosításában. Ennek eredményeként a régióban a *bankok* váltak a tőkebiztosítás *második legfontosabb* intézményeivé (a nemzetközi szervezetek után). 2009-ben a bankoktól érkező tőkeígérvények adták a régióbeli tőkegyűjtés 14%-át annak ellenére, hogy ez a volumen csupán a 2008-ban a bankok által odaígért tőkevolumen negyedét érte el. *(EVCA, 2010)*.

A közép-kelet-európai magántőke-befektetésekre gyűjtött tőke volumene a válság hatására töredékére zsugorodott, s forrásai is jelentősen átrendeződtek. A befektetők kockázatvállalási hajlandóságának erőteljes csökkenése, valamint a régió országaiban a gazdasági növekedés megtorpanása következtében a tőkét biztosító intézmények között a gazdaságfejlesztési célokat követő kormányzati szervezetek súlya rendkívül megnőtt a többi piaci szereplő rovására. A kormányzati szerepvállalás Európa egészét tekintve is némileg erősödött, miközben Amerikában a kormányzati hozzájárulás kevéssé jellemző a magántőke-piacon. A nyugdíjpénztárak háttérbe szorulása nyomán a bankok szerepének felértékelődése ugyancsak Európa egészében érvényesült, míg Amerikában a nyugdíjalapok vezető szerepe továbbra is megmaradt.

KÖVETKEZTETÉSEK

Az egyes intézményi befektetői csoportok magántőke-piacon megfigyelhető eltérő befektetési viselkedésének hátterében a befektetések *eltérő motivációja* húzódik meg. A pénzügyi közvetítést végző intézmények, így a bankok és nyugdíjpénztárak által finanszírozott magántőke-alapok inkább az életük későbbi fázisban tartó, viszonylag kevésbé fejlett technológiájú cégeket finanszírozzák. A gazdag magánszemélyek és a nagyvállalatok pénzét befektető magántőke-alapok viszont inkább választják a korai fázisú, fejlett technológiát képviselő cégeket.

Az intézményi befektetők magántőke-piaci befektetéseit elsősorban portfoliójuk abszolút *hozamának* javítása, valamint *volatilitásának csökkentése* motiválja. Az egyes intézmények vagyonának befektetésekor a *szabályozás*, valamint a kötelezettségek teljesítése szabta

keretek között vetődik fel a megcélzandó optimális *magántőke-allokációs arány* kérdése. Az intézményi befektetőknél a magántőke, mint alternatív befektetési osztály nyújtotta *diverzifikációs lehetőség* kihasználásához nemcsak az eszközosztályok közötti, de a magántőke-befektetéseken belüli diverzifikációra is szükség van. A diverzifikáció érinti az alapok típusait és stratégiáit, a finanszírozott szektorokat és földrajzi területeket.

Az intézményi befektetők vagyonának magántőke-befektetését lényegesen befolyásolja, hogy az intézményi befektetők működési helyén van-e *aktív magántőke-tevékenység*, amelynek révén a befektetők eleve több ismerettel rendelkezhetnek az ágazatról. A kutatások azt támasztják alá, hogy az aktív magántőke-iparral rendelkező területeken működő intézményi befektetők többet fektetnek be magántőkébe, mint mások.

A 2008-ban kirobbant globális pénzügyi válság következtében a *magántőke- ágazat helyzete meggyengült*. Az új ügyletek visszaestek, az odaígért tőke lecsökkent, az ügyletek finanszírozásában mérséklődött a hitel aránya, nehezedett a portfolió cégekből történő kilépés. Mivel a befektetések értékesítése megnehezült, a magántőke-alapok a tervezettnél tovább tartották cégeiket portfolióikban, s ez nemcsak a befektetési portfoliók nyereségességét befolyásolta, de egyúttal lassította illetve csökkentette a tőke visszafizetését a magántőke-alapok befektetői számára.

Az intézményi befektetőknél — részben a vagyon-portfolió egésze értékének visszaesése miatt — a korábbi évekhez képest eleve kisebb összegű tőke állt rendelkezésre. A lassulás fő oka az un. *denominátor hatás* volt, azaz az, hogy a befektetők magántőke-allokációja látszólag megnőtt a portfolióban más területek értékének lecsökkenése folytán. Ez főként azon intézményeknél okozott gondot, ahol a jóváhagyott keretekhez képest amúgy is túlígérték a magántőke-részarányt. Aggodalom volt érezhető az odaígért és a még le nem hívott tőkék esetében is a kötelezettségvállalások teljesítésével kapcsolatban. A hozamok esése is negatív hatást gyakorolt a befektetőkre. Mindezek nyomán 2009-ben a magántőke-ágazat 2004 óta a legalacsonyabb tőkegyűjtési értéket könyvelhette el.

Az intézményi befektetők körében a válság ellenére viszonylag pozitív maradt a magántőke-befektetések megítélése. Miután a magántőke jobb teljesítményt mutatott a nyilvános piacokénál, a magántőke-alapok gyűjtésénél jelentkező hiány inkább volt az ágazatba befektetők tőkehiányának, semmint az ágazathoz való hozzáállásuk megváltozásának a következménye. Sok befektetőnek nem volt pénze új alapokba fektetni, s amelyeknek volt, azoknak is csak kevesebb tőke állt rendelkezésére. A felmérések azt valószínűsítik, hogy kétharmaduk várhatóan 2010-ben fenntartja magántőke-piaci allokációját, s további kissé több mint ötödük még növelni is fogja, míg a befektetők 13%-a várhatóan csökkenti magántőke-allokációját.

A válság nyomán sok befektető átértékelte, hogy a magántőke-ágazaton belül melyek azok az alap-típusok, amelyek a leginkább vonzóak a számukra. Főként a nehéz helyzetű cégekbe történő befektetésre szakosodó, valamint a kis- és középméretű kivásárlási alapok iránt nőtt meg a kereslet, de nőtt az érdeklődés a magántőke-alapok portfolióit megvásárló, azaz a másodlagos piacon működő alapok iránt is.

A befektetők szigorúan figyelemmel kísérik az alapkezelők korábbi eredményeit, az alapok egyes típusainak korábbi teljesítményét és kockázat/hozam mutatóit. Bár az alapok korábban elért hozamai nem jelentenek garanciát a jövőben elérhető hozamokra, a múltban a visszaesések idején gyűjtött alapok különösen jó hozamokat értek el. Az új alapkezelőknek azonban rendkívül erős versenyben kell tőkét szerezniük, amit csak innovatív stratégiával és specializációval tudnak majd elérni. Csak a kivételesen jó hozamokat elérő alapok tudnak majd tőkét szerezni.

Közép-Kelet-Európa, mely a válság kirobbanása előtt gyors növekedése és európai befektetési kultúrája miatt rendkívül népszerűvé vált az intézményi befektetők körében, a válság begyűrűzésével *elvesztette korábbi vonzerejét*. A régióban újonnan megtelepedett globális magántőke-alapok gyorsan kivonultak a térségből. Az intézményi finanszírozók által kezelt megtakarítások visszaesése, a térség gazdasági növekedésének lefékeződése, valamint növekvő kockázata miatt az évtized végére a közép-kelet-európai régióban összességében várhatóan *tovább csökken* a térségbeli befektetésekre vállalkozó *új alapok száma és tőkéje*.

A régióbeli magántőke-ipart finanszírozó intézményi befektetők között a *helyi intézmények* csak *kevéssé* tudják kompenzálni a külső finanszírozók kiesését: a *nyugdíjpénztárak* között a kockázatos befektetésekre vállalkozó magánnyugdíjpénztárak még igen kis számban alakultak, s e befektetők is alig rendelkeznek tapasztalatokkal a magántőke-piacon, a régióbeli *bankok* pedig a válság miatt átmenetileg többnyire maguk is anyabankjaik vagy az állam segítségére szorultak, s adóterheik megnövelése és szabályozásuk szigorodása is csökkenti szabad forrásaik kockázatos eszközökbe történő kihelyezését. A régióban korábban folytatott gyakorlat, mely *költségvetési forrásokból* igyekezett a magántőke-befektetéseket fellendíteni, az eladósodott országok számára ugyancsak kevéssé járható út. A tőkegyűjtés tehát rendkívül megnehezült a régióban, csak a legnevesebb régiós alapkezelők tudnak új alapokat felállítani, de még esetükben is elhúzódik az új alapok lezárása.

A magántőke-befektetések visszaesése a kivásárlások mellett az eleve sokkal kockázatosabb *klasszikus kockázatitőke-befektetéseket rendkívül hátrányosan* érinti, holott ezen ügyletek régióbeli finanszírozása már a válságot megelőzően is rendkívül korlátozott volt. E helyzetben felértékelődött az EU 2007-ben indított un. *Jeremie-kezdeményezésének* jelentősége, amely közösségi források lehívását teszi lehetővé olyan holding alapok

felállításához, amelyek tőkéjére a *magánszektorbeli* befektetőktől és a *közösségi* forrásokból származó tőkét *együtt* befektetni kész magántőke-alapok kezelői pályázhatnak.

A nagyértékű kivásárlásokra vállalkozó regionális magántőke-alapok szemében gyengülő vonzerejű, ám a Jeremie-alapok felállításában és a magánnyugdíjpénztári befektetések liberális szabályozásában 2010 őszéig élen járó *Magyarországon* a közeljövőben a klasszikus *kockázatitőke-befektetések fellendülése* várható. Ez, a válság miatt háttérbe szoruló hitelfinanszírozás közepette javíthatja a kis- és középvállalkozások külső finanszírozási lehetőségeit, s gyorsíthatja e vállalati kör fejlődését. A magánnyugdíjpénztárak esetleges „államosítása" nyomán azonban ez a folyamat megtorpanhat.

FELHASZNÁLT IRODALOM

Acharya, V., Kehoe, C. (2008): Corporate governance and Value creation: Evidence from Private Equity. SSRN Working paper.

BIS (2007): Institutional Investors, global savings and asset allocation. CGFS Papers No 27, February 2007

Black, B. S., Gilson, R. J. (1999): Does Venture Capital Require an Active Stock Market? Journal of Applied Corporate Finance, pp. 36-48, Winter 1999.

Brynas, M., Holhammar, N. (2006): Why Invest in Private Equity? Master Thesis, CFF 2006, School of Economics and Commercial Law Göteborg University, Spring, 2006.

Burgel, O. (2000): UK Venture Capital and Private Equity as an Asset Class for Institutional Investors, London Business School, 2000.

Chemla, G. (2005): The Determinants of Investment in Private Equity and Venture Capital: Evidence from American and Canadian Pension Funds, CEREG-CNRS, University of British Columbia and CEPR, November 8, 2005.

Chesbrough, H. (2002): Making sense of corporate venture capital. Harvard Business Review 80:90-99.

Cumming, D., Fleming, G., Suchard, J-A. (2005): Venture capitalist value-added activities, fund-raising, and drawdowns. Journal of Banking and Finance 29:295-331.

Deloitte (2009): Global trends in venture capital 2009 global report

Dow Jones (2009/a): Private Equity Analyst May 2009.

Dow Jones (2009/b): Private Equity Analyst, July 2009.

Dow Jones (2009/c): Private Equity Analyst, 2009. Sources of Capital

EBRD (2009): Performance of Private Equity Funds in Central and Eastern Europe and the CIS. Data to 31 December 2008. (http://www.ebrd.com)

EMPEA (2005): Emerging Markets Private Equity Grows, but Where are the Local Pensions?, EMPEA Vol. I., Issue 4, Q4 2005, p. 10.

EVCA (2005-2010): Central and Eastern Europe, Statistics 2004-2009, An EVCA Special Paper, European Private Equity & Venture Capital Association.

EVCA Yearbook (2003-2010): EVCA Yearbook 2003-2010, Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report, European Private Equity & Venture Capital Association, Bruxelles

Fort Washington Capital Partners Group (2004): Investing in Private Equity through a Fund of Funds, September 2004.

Fort Washington Capital Partners Group (2007): Why over-Commitment is Required to Achieve Target Exposures to Private Equity, April 2007. NACUBO, Private Equity Analyst

Fossemalle, A. (2010): Investing in Funds with Local Presence, CEE Private Equity Forum, 10 June 2010, 29 p.

Gompers, P., Lerner, J. (1998): What drives venture capital fundraising? In: Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics, 1998 (July), pp. 149-192.

Gottschlag, O. (2007): Executive summary. European Parliament: Private Equity and Leveraged Buy-outs, Study, Policy Department Economic and Scientific Policy, IP/A/ECON/IC/2007-25.

Gottschlag, O., Talmor, E., Vasvari, F. (2010): Private Equity Fund Level Return Attribution: Evidence from U.K. Based Buyout Funds. London Business School, June 2010.

Groh, A. P., Liechtenstein H., Canela, M. A. (2008): Limited Partners' Perceptions of the Central Eastern European Venture Capital and Private Equity Market, January 1, 2008, IESE Business School Working Paper No. 727.

Hellman, T. (2002): a theory of strategic venture investing. Journal of Financial Economics 64:285-314.

Hellman, T., Puri, M. (2000): The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. Review of Financial Studies 13:959-984.

Hellmannn, T., Lindsay, L., Puri, M. (2004): Building relationship early: Banks in the venture capital. Unpublished Working Paper, University of British Columbia, Arizona State University, and Duke University, 2004.

Hirsch, J., Walz, U. (2006): Why Do Contracts Differ between VC Types? CFS Working Paper No. 2006/12, Center for Financial Studies, Universitat Frankfurt, 2006.

IFSL (2009): Private Equity 2009, International Financial Services London, August 2009.

IPE (2009): IPE European Institutional Asset Management Survey 2009, Investment & Pension Europe, June, 2009.

Jeng, L., Wells, P. (2000): The determinants of venture capital fund-raising: Evidence across countries. Journal of Corporate Finance 6:241-89.

Kaplan, S. N., Schoar, A. (2005): Private Equity Performance: Returns, persistence, and Capital Flows. Journal of Finnce, 60:1791-1823, 2005.) Kaplan és Schoar, 2005.

Karsai, J. (2004): Can the state replace private capital investors? Public financing of venture capital in Hungary, Discussion Papers, MT-DP. 2004/9, Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, Budapest, June 2004, p.19.

Karsai, J. (2010/a): Private Equity in CEE, VDM Verlag, Saarbrücken, 2010,.

Karsai, J. (2010/b): Kockázati tőke a nyugdíjpénztárak szemszögéből. HVCA, Budapest, 2010. április 22.

Kiss, G. D. (2010): Venture capital and pension system, SSRN Working Paper, Masaryk University, Brno.

Lerner, J., Schoar, A., Wong, W. (2005): Smart Institutions, foolish choices? The limited partner performance puzzle, MIT Sloan Research paper No. 4523-05, Januar 2005, harvard University, Boston.

Lerner, J., Schoar, A., Wongsunwai, W. (2007): Smart institutions, foolish choices: The limited partner performance puzzle. Journal of Finance 62: 731-64.

Ljungqvist, A., Richardson, M. (2003): The Cash Flow, return, and Risk Characteristics of Private Equity, Working Paper No. 9495, NBER, 2003.

Longhurst, J. (2010): CEE private equity: Light at the end of the tunnel? Unquote.com, 20 May, 2010.

Marti, J., Balboa, M. (2001): The determinants of private equity fundraising in western Europe. Social Research Network Working Paper, presented at the EFMA 2001 Lugano Meetings.

Mayer, C., Schoors, K., Yafeh, Y. (2003): Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK. NBER Working Paper, No. 9645, April 2003.

Mayer, C., Schoors, K., Yafeh, Y. (2005): Sources of funds and investment activities of venture capital funds: Evidence from Germany, Israel, Japan, and the United Kingdom. Journal of Corporate Finance 11:586-608.

Meerkatt, H., Liechtenstein, H. (2009): Driving the Shakeout in Private Equity, Boston Consulting Group, IESE Business School, July, 2009.

Müller, K. (2008): Investing in Private Equity Partnership, Gabler Edition Wissenschaft, 2008 p. 50-54.

Napi Gazdaság (2004): Kockáztathatnak a nyugdíjpénztárak, Napi Gazdaság, 2004. január 30.

Perep_Analytics (2010): EVCA, 2010.

Phalippou, L., Gottschlag, O. (2008): The performance of private equity funds. Review of Financial Studies, 2008.

Portfolio.hu (2009): Egyre elszántabbak a nyugdíjpénztárak udvarlói, Portfolio.hu, 2009. 04. 15.

Preqin (2009/a): 2009 Preqin Global Private Equity Review, 2009 February. PrivateEquity Returns for Pension Funds, 2009.

Preqin (2009/b): The Preqin PE Performance Monitor, 2009.

Preqin (2010/a): Private Equity: New Opportunities, New Dynamic, January 2010.

Preqin (2010/b): Research Report: Private Equity Investor Survey, February 2010

Preqin (2010/c): Preqin Global Private Equity Review, 2010 February.

Preqin (2010/d): Private Equity Spotlight, Vol. 6, Issue 2, February 2010.

Preqin (2010/e): The 2010 Preqin Private Equity Performance Monitor, Preqin, July 2010.

Preqin (2010/f): Performance Spotlight: Performance as of Q4 2009; The 2010 Preqin Private Equity Performance Monitor, Preqin, July 2010.

Preqin (2010/g): The Preqin Quarterly Q2 2010, July 2010.

Russell (2008): Russell Survey on Alternative Investing, 2007-2008.

Russell (2010): Russell Research: Russell Investments' 2010 Global Survey on Alternative Investing.

Schertler, A. (2004): Sources of Funds and Specialization Patterns of European Venture Capital Investments. Kiel Working paper, No. 1200, Kiel Institute of World Economics, February 2004.

Siegel, R., Siegel, E., MacMillan, I. (1988): Corporate venture capitalists: Autonomy, obstacles, and performance. Journal of Business Venturing 3:233-247.

TheCityUK (2010): Private Equity 2010. TheCityUK Research centre, August 2010.

Tykvova, T., Schertler, A. (2009): Venture Capital and Internationalization, ZEW- Centre for European Economic Research Discussion Paper No. 09-055, 2009,SSRN 1495717.

Van Osnabrugge, M., Robinson, R. J. (2001): The influence of a venture capitalist's source of funds, In: Venture Capital, 3 (1), pp. 25-39.

Winters, T., Murfin, D. (1988): Venture capital investing for corporate development objectives. Journal of Business Venturing 3:207-222.

Discussion Papers published in 2010

Gábor BÉKÉS - Péter HARASZTOSI: Agglomeration Premium and Trading Activity of Firms. MT-DP 2010/1

TARJÁN Tamás: Jánossy elmélete az új növekedéselmélet tükrében. MT-DP 2010/2

Holger GÖRG - László HALPERN - Balázs MURAKÖZY: Why Do Within Firm-Product Export Prices Differ across Markets? MT-DP 2010/3

KOZAK Anita - SERES Antal - SZABÓ Márton: Sikeres kisárutermelők és egy sikeres termelési, értékesítési rendszer a zöldség-gyümölcs ágazatban. MT-DP 2010/4

András SIMONOVITS: Tax morality and progressive wage tax. MT-DP 2010/5

Peter CZIRAKI - Peter de Goeij - Luc Renneboog: Insider Trading, Option Exercises and Private Benefits of Control. MT-DP 2010/6

LACKÓ Mária: A rossz magyar egészségi állapot lehetséges magyarázó tényezői; összehasonlító makroelemzés magyar és osztrák adatok alapján, 1960-2004. MT-DP 2010/7

Gusztáv NEMES: Environmental Governance in Hungary Rural Development Policies and Social Learning during the Implementation of EU Agri-Environmental Policies - A Case Study. MT-DP 2010/8

KOVÁCS Ilona: A hazai jövedelemeloszlás és jövedelemegyenlőtlenség mérése és elemzése személyi jövedelembevallási adatok alapján. MT-DP 2010/9

SERES Antal: A részmunkaidős foglalkoztatás tendenciái és terjedésének tényezői az Európai Unióban és Magyarországon. MT-DP 2010/10

Ilona KOVÁCS: Measuring and analyzing income distribution and income inequality in Hungary based on data from personal income tax returns. MT-DP 2010/11

László PAIZS: Asymmetric competition in the setting of diesel excise taxes in EU countries. MT-DP 2010/12

Mária CSANÁDI: Institutional Reactions to the Impact of Global Crisis at Source and Destination Cities of Migration in China. MT-DP 2010/13

Mihály LAKI: The Evolution of the Market of the Hungarian Printing Industry after 1989: The End of a Success Story? MT-DP 2010/14

Jenő KOLTAY: Labour Relations and Multinational Companies in Hungary: between Home Country - Host Country Effects and Global Tendencies. MT-DP 2010/15

VINCE Péter: A verseny alakulása a liberalizáció után az energiaszektorban. MT-DP 2010/16

Parantap BASU - Max GILLMAN - Joseph PEARLMAN: Inflation, Human Capital and Tobin's q. MT-DP 2010/17

László Á. KÓCZY - Martin STROBEL: The World Cup of Economics Journals: A Ranking by a Tournament Method. MT-DP 2010/18

Zsolt DARVAS - Jakob von WEIZSÄCKER: Financial Transaction Tax: Small is Beautiful. MT-DP 2010/19

László Á. KÓCZY: Prospects after the voting reform of the Lisbon Treaty. MT-DP 2010/20

Zsolt DARVAS: Fiscal Federalism in Crisis: Lessons for Europe from the US. MT-DP 2010/21

Zsolt DARVAS: The Case for Reforming Euro Area Entry Criteria. MT-DP 2010/22

VALENTINY Pál: Piacnyitás a hálózatos szolgáltatásoknál. MT-DP 2010/23

Magdolna SASS: International Fragmentation of Tradable Business Services: the Case of Hungary. MT-DP 2010/24

KÓCZY Á. László - PINTÉR Miklós: Az ellenzék ereje - Általános súlyozott szavazási játékok. MT-DP 2010/25

Mirco TONIN: Import Tariffs Enforcement with Low Administrative Capacity. MT-DP 2010/26

György MOLNÁR - Zsuzsa KAPITÁNY: Unreported Income, Education and Subjective Well-Being. MT-DP 2010/27

Ödön ÉLTETŐ - Éva HAVASI: Main Characteristics of the Hungarian Income Inequality as Shown by the Data of the Income Surveys Carried out by the CSO in the Last Half Century. MT-DP 2010/28