

Futó Judit Edit

A kockázati tőke globális térnyerésének kérdése

A 2008-as pénzügyi válság a kockázati tőke iparát is negatívan érintette világszerte, így az eddig megszokott befektetési körülmények megváltoztak. A tanulmány egyik célja, hogy áttekintést adjon a változásokról és az azokra való reagálásról. A globális trendek alapján látható, hogy az éves kockázati tőke-befektetések szintje 2013-ban is éppen csak eléri a 2008 előtti. Néhány ázsiai országban – például Kínában és Indiában – a visszaesés ugyan nem volt számottevő, az európai országokban viszont annál inkább. A tanulmány másik célja megvizsgálni, van-e realitása egy egységes globális kockázati tőke-modellnek, vagy minden országban más és más a helyzet, s ha fennáll a különbözőség, akkor ez milyen magyarázó tényezőkre vezethető vissza. A kiterjedt nemzetközi irodalom alapján azt szűrtem le, hogy egy egységes modell kialakulását számos tényező befolyásolja; a pénzügyi rendszerek jellemzői, a jogi és intézményi akadályok, valamint a kultúra egyaránt ezek közé tartozik.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G24

Kulcsszavak: kockázati tőke, pénzügyi válság, kockázati tőke-modell

A globális gazdasági és pénzügyi folyamatok recessziós hatásai a kockázati tőke-szektorra is érintették. Jelen tanulmányban nem kívánom részletezni ezen pénzügyi folyamatokat, inkább a mai globális szintű kockázati tőke-befektetések áttekintésére helyezem a hangsúlyt, majd bemutatom azokat a negatív jeleket, amelyek a jövőben egy esetleges fundamentális változáshoz vezethetnek a kockázati tőke-iparban.

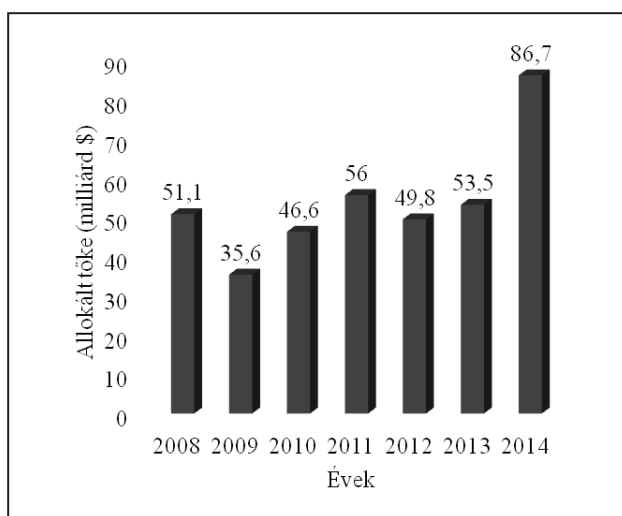
A tanulmány fő témája a kockázati tőke globális térnyerésének kérdése. Kutatómunkám során az Egyesült Államok kockázati tőke-befektetései alakulását vizsgáltam. Ebből következett a tanulmány egyik célja, hogy megvizsgáljam, mennyire terjedt el az ott alkalmazott befektetési folyamat (a továbbiakban amerikai modell), s beszélhetünk-e egy globális kockázati tőke-modellről. A vizsgálati kérdés megfogalmazásában *Bygrave és Timmons (1992)*, *Meggison (2004)*, *Kenney és szerzőtársai (2002)*, *Metrick (2007)*, valamint *Aizenman és Kendall (2008)* tanulmányait vettem alapul. Ezek hosszú évekkel ezelőtt születtek; időközben a kockázati tőke-iparág a 2008-as pénzügyi válság nyomán lelassult, érdekes tehát áttekinteni, ez miként hatott a kockázati tőke áramlására, annak globális térnyerésére. A tanulmány első felében röviden bemutatom, milyen változásokat okozott a pénzügyi válság, s ezekre milyen megoldásokkal reagáltak világszerte a kockázati tőke-társaságok. Ez követően arra keresem a választ, melyek azok a tényezők, amelyek korlátozhatják egy

globális kockázati-tőke-modell elterjedését. A kérdéseket az irodalom által szintetizált leíró és elemző módszerrel válaszolom meg.

A legfrissebb rendelkezésre álló tanulmányból (*Ernst & Young 2015*) egyértelműen kitűnik, hogy a pénzügyi válságot követően globális szinten visszaesett az allokált kockázati tőke, ami együtt járt a befektetések számának mérséklődésével is. Az 1. ábra azt is szembevetően mutatja ugyanakkor, hogy 2014-ben kimagasló teljesítményt produkált a szektor. Az ekkor allokált 86,7 milliárd dollárnyi tőke már közelíti az új évezred eleji szinthez; 2000-ben 116,3 milliárd dollárt mértek. A befektetések számát tekintve tavaly 6507 befektetést eszközöltek globális szinten, míg a legrosszabb évben, 2009-ben mindössze 4813 darabot.

1. ábra

A globális kockázati tőke alakulása (2008–2014)



Forrás: Ernst & Young (2015)

Nem elég csak az allokált tőke mennyiségét kiemelni, hanem a kiszállás során realizált tőke értékét is figyelembe kell venni, mivel ez tekinthető a befektető megtérülésének. Az előző évekhez képest a 2014-es esztendő igazán kedvező volt a tőzsdei úton való elsődleges részvényeladás (IPO) szempontjából. Globális szinten 22,7 milliárd \$ tőkemegtérülés keletkezett, amely 168,7 darab IPO-t jelent. Mindez a pozitív gazdasági körülményeknek is köszönhető. A jövőképet tekintve mindenestre optimista a hangulat, mivel egyre erősödnek a kínai és indiai kockázati-tőke-piacok, miközben az érett amerikai és európai piacok stabilan jól teljesítenek (*Ernst & Young 2015*).

A következő évek kockázati-tőke-iparának egészséges működéséhez *WilmerHale (2014)* alapján ugyanakkor számos tényező együttállása szükséges: megfelelő mennyiségű allokált tőke; kiszállási lehetőségek; vonzó, gyors és magas növekedési potenciállal rendelkező célszektorok; a gazdasági környezet kiegyensúlyozottsága.

A jövőkép kapcsán a szakértők között vita alakult ki arról, merre is tart a kockázati-tőke-ipar. *Söderblom (2012)* azokat a jelenségeket gyűjtötte össze, amelyek arra engednek következtetni, hogy a kockázati tőke hagyományos modellje elavult és funda-

mentális változtatások szükségesek az egészséges működés érdekében. (Ebből arra is következtethetünk, hogy globális szinten lennie kell eltérésnek a kockázatitőke-piacok között.) Az első jelenség a kockázatitőke-piac túltőkésítése, vagyis az, hogy nincs összhang a befektetett és a kilépésből származó tőke értéke között. Ehhez szorosan kapcsolódik a kilépési lehetőségek, különösen az IPO-k gyenge teljesítménye. Mindez a piaci feltételek korlátozását vonhatja maga után. A hagyományos kockázatitőke-befektetések célpiacai az olyan tőkeintenzív szektorok, mint az IT, a biotechnológia, a gyógyszeripar. A világ azonban felgyorsult, a fejlesztési idők lerövidültek, a kiadások mérséklődtek. Az új vállalkozásoknak tehát kevesebb tőkére van szükségük, s azt akár egy üzleti angyaltól is megkaphatják. Vagyis az intézményi kockázati tőke számára beszűkült a potenciális vállalkozások köre, ami egy újabb piaci korlátnak számít. A változást szorgalmazók szerint az is probléma, hogy egy hagyományos kockázatitőke-befektetésből 10 évnél hamarabb aligha remélhető megtérülés. Ez túl hosszúnak tűnik a mai világban. Ráadásul az extra nagy profitok is kezdenek elmaradni – összevetve az 1990-es évekkel –, mára ugyanis a célszektorok többé-kevésbé éretté váltak. Az utolsó aggasztó jelenség szintén a várható megtérülés csökkenéséhez kapcsolódik. Egyre kevesebb hozamot remélhetnek ugyanis azok a befektetők is, akik magukat az alapokat és társaságokat finanszírozzák, ezért sokan közülük kénytelenek leírni kockázatitőke-befektetéseiket. Ezzel együtt, továbbra is vannak olyan alapítványok, vagy épp gazdag magánszemélyek, akik domináns szerepet töltenek be a kockázati tőke finanszírozásában.

A globális kockázatitőke-befektetések alakulása 2005 és 2013 között

A jelent bemutató körkép és jövőbeli kitekintés után áttérek a tanulmány fő témájára: mennyire globális a kockázatitőke-iparág, és milyen tényezők befolyásolják az esetleges globális szintű kockázatitőke-modellt?

Manapság a 2008 előtti időszakra úgy tekinthetünk vissza, mint egy pezsgő, aktív periódusra, amikor az optimista kockázatitőke-befektetők új területek meghódítását fontolgatták. A *Deloitte* (2005) felmérésből kitűnik, hogy akkortájt a megkérdezett amerikai kockázati tőkések közel fele szándékozott öt éven belül kínai és indiai investíciókat indítani. Motivációs tényezőik közül kiemelték az alacsony strukturális költségeket (mérsékelt bérek), a magasán képzett munkaerőt, a hatalmas vállalkozói kedvet és a rendkívüli lehetőséget az értékteremtésre. A felmérésből ugyanakkor az is kiderült, hogy valamennyi megkérdezett az Egyesült Államok piacát – mint érett és megalapozott befektetési szférát – tekintette a legvonzóbb célpontnak. Természetesen nem olyan egyszerű egy teljesen új környezetben színre lépni, de az akadályok ellenére erős kockázatitőke-áramlás indult el, köszönhetően a pénzügyi liberalizációnak, a tőkemozgások globális szintűvé válásának. A kockázati tőkések világszerte országuk határain túl keresik a kiaknázatlan lehetőségeket, s azon dolgoznak, hogy kialakítsák a legjobb stratégiát, amellyel külföldön is növelhetik jelenlétüket. A *Deloitte* (2005) felmérésből az szűrhető le, hogy a szektor szereplői elfogadták a jövő útjaként a globális terjeszkedést, így a kockázatitőke-társaságok azon munkálkodnak, hogy a legjobb pozíciókat szerezzék meg a világméretű térben.

Annak magyarázatára, hogy merre áramlik a kockázati tőke, *Aizenman és Kendall* (2008) három tényezőt határoztak meg: a távolságot, a közös nyelvet és a gyarmati kötődést. Úgy vélték továbbá, hogy a nemzetközi kockázati tőkések számára vonzó lehet egy olyan

ország, ahol viszonylag jó az üzleti környezet, magas a katonai kiadások szintje és fejlett a pénzügyi piac. Ha az 1990-es éveket tekintjük, akkor az Egyesült Államokban elsődleges jelenség volt a kockázati tőke, majd ahogyan az informatika globalizálódott, a fiatal alapok megerősödtek, s érett vállalatokként elkezdtek külföldre terjeszkedni, így a kockázati tőkések tulajdonképpen exportálták saját tudásukat.

A 2008-as pénzügyi válság azonban megtörte a felfelé ívelő pályát; a befektetések száma visszaesett, az alapok nem tudtak újabb tőkétallokálni, a kockázati tőkéseknek el kellett halasztaniuk a tervezett kilépéseket, vagy be kellett érniük kevesebb profittal. Számokban kifejezve, a tőkések 2008-ban globálisan még több mint 50 milliárd dollárt fektettek be, 2009-ben azonban csak bő 35 milliárdot. A szektor szereplői azonban gyorsan alkalmazkodtak a környezeti változásokhoz, az adott helyzetből kihozva a maximumot, így a befektetett tőke mennyisége folyamatosan nőtt, s 2013-ra visszakapaszkodott a válság előtti szintre (*Ernst & Young 2014*).

A 2009-es drasztikus csökkenés azért következett be, mert megingott a kockázati tőkét finanszírozók bizalma. Úgy vélték, nem tudják számukra biztosítani a beígért hozamokat, ezért – „back-to-basics” (vissza az alapokhoz) stratégiát alkalmazva – konszolidálták az alapokat. Fontos megjegyezni, hogy a tiszta energiába való befektetés hozama nem csökkent, ami hajtóerőt jelentett a kockázati tőkéseknek, továbbá a pénzügyi válság az indiai és a kínai befektetésekre kevésbé hatott, mint az európai országokban eszközöltekre (*Ernst & Young 2010*).

A világ globalizálódásával a kockázati tőke-szektor folyamatosan új hatások érik, ami paradigmaváltást indított el. Az évtized eleji nemzetközi felmérések (*Ernst & Young 2012*) a befektetési ütem stabilizálódásáról árulkodtak, de azt is kimutatták, hogy a kockázati tőke-társaságok még mindig főként a hazai piacokban gondolkodnak. A külföldi lehetőségek felkutatásában továbbra is az amerikaiak tűntek a legnyitottabbaknak. Ha a 2011-es befektetések mennyiségét vizsgáljuk, akkor Kínát kell kiemelni, amely csúcsot döntött, lekörözve az európai országokat is. Fontos különbségek mutatkoztak a célpontokban is. Míg az érett piacokon (Egyesült Államok és Európa) a befektetők elsősorban a fiatal, termékfejlesztési fázisban lévő vállalkozásokat finanszírozták, addig Kínában inkább a jövedelmezőket. Ez lényeges eltéréseket okoz, hiszen könnyebb sikert elérnie és nyereséget realizálnia annak a kockázati tőkésnek, aki jobb helyzetből induló céget finanszíroz, mint annak, akinek induló, ezért kockázatos vállalkozásokkal kell foglalkoznia. Összességében az amerikai kockázati tőke így is meg tudta tartani vezető szerepét, de a fejlődő országok piaci egyre jobb pozíciókat szereztek azáltal, hogy kevésbé rizikós, késői fázisú ügyletekre koncentráltak.

A következő évben, 2012-ben egy kisebb visszaesés következett be globális szinten, ami a gazdasági növekedés lassulásának, illetve a kemény kiszállási környezetnek tudható be. A kiszállások elmaradása azt jelenti, hogy a kockázati tőke-alapokat finanszírozók nem kapták meg időben a várt hozamot, így nem érezték készletet arra, hogy befektessenek egy új alapba (*Ernst & Young 2013*).

A befektetések időbeli áttekintését 2013-mal zárom le, miután a bevezetőben a 2014-es évről már szóltam. Az előző esztendei visszaesés után ekkor egy szolid növekedés indult meg. A befektetett összeget tekintve a kiemelt területek rangsora módosult, amennyiben a korábban háttérbe szoruló Európa leelőzte Kínát és Indiát; az amerikai elsőség viszont töretlen. Fontos megemlíteni a kormányzati szerepvállalásokat, amelyek a vizsgált évben fokozottan támogatták a kockázati tőke fejlődését: megfelelő befektetési

környezetet teremtettek; állami alapokat hoztak létre, növelve a kínálatot; megengedték a nyugdíjalapoknak, hogy befektessenek a kockázati tőkébe; s olyan ösztönzőket is kialakítottak, mint például egy útlevel, amely arra szolgál, hogy a külföldi kockázati tőkések könnyebben tudjanak együttműködni az Európai Unió területén (*Ernst & Young 2014*).

A fenti globális trendekből arra lehet következtetni, hogy a kockázati tőke már nemcsak az amerikai vállalkozásoknak jelent forrást, hanem a világ minden táján megtalálható ez a finanszírozási forma, csak más-más jellemzőkkel. A következő egységben azokat a tényezőket mutatom be, amelyek befolyásolják az egyes országok kockázati tőke-iparának fejlettségi szintjét.

Globális-e a kockázati tőke-modell?

Az 1970-es évektől kezdve a kockázati tőke expanziója figyelhető meg világszerte, amelyhez különböző fejlettségű kockázati tőke-piacok kapcsolódnak (*Bygrave-Timmons 1992*). Az elmúlt évtizedben az iparág pozíciói tovább erősödtek. Tanulmányomban arra keresem a választ, hogy a kockázati tőke-modell mennyire globalizálódott, beszélhetünk-e egy igazi globális piacról, vagy csak szegmentált piacok léteznek.

Az amerikai kockázati tőke-modell terjedésének kísérlete

A kockázati tőke Amerikából ered és világszerte tovaterjed, bár kisebb intenzitással és eredménnyel, mint szülőhazájában. Mivel a világ kockázati tőke-befektetései több mint fele az Egyesült Államokban zajlik, az irányadó modell mindenképpen az amerikai minta, ahol a kockázati tőke-cégek általában független társaságok, amelyek fiatal, innovatív és gyors növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat támogatnak, s nyugdíjbiztosítók és intézményi befektetők állnak mögöttük finanszírozóként (*Bottazzi-Da Rin 2005*).

Az amerikai modell sajátosságaként *Fraser-Sampson (2007)* három jellemzőt határozott meg, amelyek révén kimagasló eredményeket sikerül elérni, s amelyek egymásra hatása alakítja ki a kohéziót:

1. *Magvető fázisra való törekvés:* a kockázati tőkések olyan innovatív kutatásokat, ötleteket keresnek, amelyekben az alapterméken, vagy szolgáltatáson kívül mindent ők alakítanak ki, a társasági formán át a stratégiáig; ezzel időt és költséget spórolnak meg.
2. *Hazafutás szemlélet:* ezen azt értik, hogy a hazai pályán lehet elérni a legnagyobb üzletet, mert a befektető helyzeti előnyben van a környezet ismeretével.
3. *Hozzáadott érték szemlélet:* nem csak tőkét biztosítanak a vállalkozásoknak, hanem tanácsot adnak nekik, kapcsolati tőkéjük révén új lehetőségeket teremtenek, illetve pénzügyi és stratégiai döntéseket hoznak.

Felmerülhet a kérdés, ha ez ilyen jól működik, akkor miért nem így csinálja mindenki. A következőkben azt vizsgáljuk, melyek azok a tényezők, illetve hatások, amelyek eltéréseket okozhatnak az egyes országok, régiók kockázati tőke-iparának fejlettségében, továbbá beszélhetünk-e egységes globális kockázati tőke-modellről.

Az amerikai típusú kockázati tőke nem tudott könnyen elterjedni Európában és az ázsiai országokban. Az 1980-as évekig az európai gazdaságokat magas állami tulajdon, magánkartellek, monopóliumok határozták meg, amikorlátozott kockázati tőke-hozzáférésre

adott lehetőséget. Az amerikai gazdaság középpontjában a vállalkozó, a vállalkozás áll, ezzel szemben Európában ellentétes modell fejlődött ki, amely nem tette lehetővé a kockázati tőke egyértelmű áramlását. Szerepének erősödésére a privatizációs hullámok elindulásával nyílt lehetőség. Európa nyugati országaiban átstrukturálták a gazdaságot, domináns lett a magántulajdon és a piaci verseny. Ez kedvező környezetet teremtett a vállalkozói ötletek és a kockázati tőke-befektetések adta hozzáadott értékek összekapcsolódására, hozzájárulva a gazdaság növekedéséhez. A kockázati tőke-társaságok és -alapok az 1990-es években Nagy-Britanniában, majd Franciaországban és Hollandiában terjedtek el nagyobb számban, de az ázsiai térségnek és Ausztráliának szintén kiemelt szerep jutott; gyors térnyerés zajlott továbbá Kanadában is (*Bygrave–Timmons 1992*).

Országoként változó a nemzeti kockázati tőke-iparág eredete, amely meghatározza az alapokat és az egyéni kockázati tőkéseket. *Kenney és szerzőtársai (2002)* alapján elmondható, hogy az országok az amerikai modellt törekednek átvenni, de kisebb-nagyobb változtatásokkal. A következőkben néhány kiragadott esetet mutatok be ennek szemléltetésére. Nagy-Britannia annyiban kivételesnek számít, hogy az amerikai modell Európában egyedül itt tudott teljes mértékben gyökeret verni. Noha a pénzügyi rendszerben hosszú ideje a kereskedelmi bankok dominálnak, a britek hamar felismerték a kockázati tőke szerepét, s viszonylag korán alapítottak amerikai mintára kockázati tőke-társaságokat. Az 1960–70-es években amerikai kockázati tőke-alapok egyebek mellett Belgiumban, Kanadában és Ausztráliában is megpróbálták leányvállalatokat létesíteni, de e kísérletek az adott térség nehézségeivel szembesülve rendre kudarcot vallottak. Jó pár évvel később, az 1990-es évek elején, fejlesztendő a nemzetközi piacokat, amerikai ügynökségek számos olyan kockázati tőke-projektet alapítottak, amelyeknek a célpontja Kelet-Európa volt, ám induló innovatív vállalkozások hiányában ezek is sikertelenek maradtak. Hasonló játszódott le Tajvanon és Japánban is. *Kenney és szerzőtársai (2002)* kiemelik, hogy a kudarcokban a fogékony környezet hiánya is közrejátszott. Két esettanulmányukban a kormányzati szabályokat, a bankokat és az üzleti kultúrát mint befolyásoló tényezőket mutattak be. Japán jó példa arra, hogy az állami jelenlét nem elégséges a sikerhez.

E tanulmány korlátai nem teszik lehetővé, hogy minden egyes kiemelt térséget elemezzek, ez egy másik dolgozat témája lehet majd, de azt a fenti rövid ismertetés is jól példázza, hogy az egyes térségek kockázati tőke-iparágai különböznek egymástól.

A globális terjeszkedés akadályai között a *Deloitte (2005)* felmérése alapján megemlíthető az utazások idő- és költségigénye; az ügyletek, a tapasztalt befektetők és a kiszállási lehetőségek hiánya; továbbá a tulajdon védelméről szóló törvények minősége. *Kenney és szerzőtársai (2002)* a felmerült problémák mérséklésére több példát is hoznak. Az egyik a „páneurópai piac” kialakítása, amelynek keretében egyesíteni kívánják az európai kockázati tőkéseket, összehangolandó a külföldi ügyleteket; számos szereplő ugyanis egyedül túl kicsi ahhoz, hogy be tudjon lépni egy új piacra. Egy másik, ázsiai példa értelmében a kockázati tőkések egy úgynevezett „nagyobb Kína”stratégiához csatlakoznak. Végül egy harmadik globalizációs forma a kétoldalú, kölcsönös kapcsolat kialakítása, amely már létezik a Szilícium-völgy és Izrael, illetve Tajvan és India között. Összességében elmondható, hogy a kockázati tőke keresi a külföldi piacokat, de az egyes befektetők egyedül nem igazán képesek érdemi hatást kifejteni.

A kockázati tőke áramlását befolyásoló tényezők és hatásai

Az előző egységben bemutatam az amerikai kockázati tőke karakterjegyeit, illetve azt, hogy ezen modell milyen sikerrel tud/tudott világszerte elterjedni. Számos esettanulmány igyekezett feltárni azokat a tényezőket, amelyek gátat vetnek az amerikai sajátosságok teljes körű adaptálásának. A következőkben az irodalom szintetizálása mentén mutatom be a tőkeáramlást befolyásoló tényezőket és azok hatásait.

Egy korai tanulmány (*Bygrave–Timmons 1992*) szerint a kockázati tőke globális szintű hiányának magyarázata az, hogy nincs egységesen elterjedt klasszikus kockázati tőke. E forma Amerikából ered, ahol a klasszikus jelző azt jelenti, hogy fiatal, innovatív és gyors növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat finanszíroznak. Ez a fogalmi keret sok esetben kibővül az érett vállalkozások kivásárlásával, finanszírozásával.

A problémakört *Megginson (2002)* is továbbgondolta, újabb elemzésekkel igyekezvén meghatározni a befolyásoló tényezőket. Az amerikai után a második legnagyobb kockázati tőke-piac a nyugat-európai, így a tanulmány e két térség közti kapcsolatot vette szemügyre. A vizsgálat változói a befektetési gyakorlatra és mintára, illetve a megtérülésre vonatkoztak, s az eredmények a térségek között jelentős konvergenciára utaltak. Ebből azt vonták le, hogy a fő nemzeti piacok önállóak maradnak, de hatékonyan működnek. Megerősítették továbbá a *La Porta és szerzőtársai (1998)* által a jog és pénzügy irodalmában megfogalmazottakat, miszerint az angolszász jogrendszerű országok fejlettebb pénzügyi rendszere – a tőkepiaci szisztéma dominanciája miatt (*Black–Gilson 1998*) – kedvez a kockázati tőkének, előnyt biztosítva számukra a civil jogrendszerű országokkal szemben.

Rátérve a német piacra, *Franzke és szerzőtársai (2003)* négy olyan tényezőre mutatnak rá, amelyek nagyban befolyásolják az adott terület kockázati tőke-iparát. Ezek a gondolkodásmód; a jogi és intézményi akadályok; az alternatív finanszírozási források hiánya; s végül a bankok domináns szerepe. Úgy vélem, a közös történeti, gazdasági gyökerek miatt mindez a kontinentális Európa számos országára igaz lehet.

Az eddigieken túl *Metrick (2007)* további hat magyarázó faktort nevez meg, amelyek hatással vannak az adott ország kockázati tőkéjére.

1. *A kiszállási lehetőségek minőségi és mennyiségi szintje.* A kiszállás az egész befektetési folyamat sarkalatos pontja, mivel a befektetett tőkéért a kockázati tőkés tulajdonosi részt kap, amit tehát értékesítenie kell ahhoz, hogy nyereséget realizáljon. Így amikor azon gondolkodik, befektessen-e egy külföldi országba, akkor a kiszállás elsődleges szempont. Ebből adódóan a befektetők a legjövődelműbb kiszállási módot keresik, ami a tőzsdén keresztül történő részesedés-értékesítés vagy a stratégiai befektetőnek történő eladás (*Becskyné–Biczók 2006*). Ha egy adott ország pénzügyi rendszere nem piacorientált, illetve a tőzsde inaktív, akkor befektetési célországként háttérbe szorul. A kiszállás lehetősége nem csak a befektetők odavonzásának egyik tényezője; az ott kialakult kockázati tőke-piacot is korlátozhatja a fejlődésben, ha nincs megfelelő lehetőség a megtérülés realizálására. Mivel Európában inkább a bankorientált pénzügyi rendszer terjedt el, a tőzsdék szerepe pedig háttérbe szorult, ez visszavetheti a kockázati tőke fejlődését.
2. *Üzleti környezet.* A kiszállással szorosan összefüggő tényező. Olyan jellemzők alkotják például, hogy hány napig tart a bürokratikus ügyintézés, mennyire jól képzett a munkaerő, kedvező-e az adózási rendszer. A *Deloitte (2007)* felmérésben adatokat találunk például arról, hogy az európai megkérdezettek szerint Kanadában a legmagasabb a költsége a

környezeti szabályoknak. Mindezek belépési korlátoknak tekinthetők a nemzetközi befektetők számára, s szintén visszavethetik a fejlődést, mivel gátolhatják a kockázati tőke-társaságok és -alpok alapítását.

3. *A jog és a pénzügy kapcsolata.* Ezzel együtt jár a tulajdon védelmének kérdésköre is.
4. *Az ország intézményi fejlettsége.* Szintén hatással van a kialakult piacra, s szorosan összekapcsolódik az előző faktorial. Azon országokban (az angolszász államokban), ahol a magántulajdon erős jogi védelemmel bír, ott szívesebben fektetnek be, és a magánszemélyek is ösztönözve vannak saját vállalkozásuk létrehozásában. Ellenben a civil jogrendszerű országokban (például Franciaországban és Németországban) kevésbé kedvező a környezet a kockázati tőkés számára, mivel a befektetők körét a bankok dominanciája jellemzi, amelyek – kevesebb kockázatot vállalva – főként érett cégeket finanszíroznak induló vállalkozások helyett (*Black–Gilson 1998*).
5. *Az ország politikai és gazdasági stabilitása.* A kockázati tőke-befektetőknek ezeket is mérlegelniük kell. Sokszor láttuk már, hogy a térség pénzügyi majd gazdasági válsága nyomán, a fertőző hatás következtében, egy országból pár nap alatt kivonult a tőke (ázsiai krízis). Körültekintőnek kell tehát lenni minden új befektetés, vagy kockázati tőke-alap létesítésekor.
6. *Kultúra.* E tényező is tovább erősíti, amit már a korábbiaknál is láttunk, hogy az adott ország sajátosságai teljes mértékben átalakítják a jónak és sikeresnek gondolt amerikai modellt, egyfajta „út-függőséget” hozva létre a kockázati tőke-iparág fejlődésében, ami eltérő modellek kialakulásához vezet.

A nemzetközi összehasonlításokból kitűnik, hogy az idő előrehaladtával a kockázati tőke-iparágak egyre hasonlóbakká válnak, igazán egységes globális kockázati tőke-piacról azonban mindmáig nem beszélhetünk. A piacok persze kölcsönösen hatnak egymásra, de továbbra is eltérő és szegmentált nemzeti struktúrák léteznek (*Andersson–Napier 2007*).

Az irodalmi eredmények összegzését *Yong és Zahra (2012)* idevágó tanulmányával zárom, amelyben 68 ország – köztük Magyarország – kockázati tőke-aktivitását vizsgálták az 1996 és 2006 közötti időszakban. A szerzők abból indultak ki, hogy a kockázati tőke finanszírozása körül van véve tranzakciós problémákkal – a bizonytalanság és az információs aszimmetria miatt –, e problémák mérséklésére pedig a vállalkozások a formális intézményeket és a kulturális értékeket használhatják. Megvizsgálták tehát, van-e hatása a formális intézmények fejlettségének a kockázati tőke aktivitására. A kutatás alátámasztotta ezt a hatást, s kimutatta: minél fejlettebbek az intézmények, annál jobban csökkentik a tranzakciós problémákat és annál inkább bátorítják a kockázati tőkészeket a befektetésre. Ugyanakkor a nemzeti kultúra valószínűleg mérsékli a kapcsolatot a formális intézmények és a tőkészek aktivitása között. Az elemzés során két kulturális dimenziót különítettek el, amelyek negatív irányba befolyásolják a kockázati tőke fejlődését: a bizonytalanságot kerülő, illetve a kollektivistá társadalmat (*Yong–Zahra 2012*). Kutatásuk is alátámasztja *North (1990)* tanulmányában megfogalmazottakat, miszerint az azonos formális intézmények más társadalmi környezetben különböző gazdasági kimeneteket teremtenek. Amennyiben a döntéshozók a kockázati tőke aktivitását kívánják ösztönözni, akkor a kulturális értékeket és normákat figyelembe kell venni a szabályok megalkotásakor.

Következtetések

A statisztikai adatok alátámasztják, hogy az amerikai modell hatékony, gazdasági növekedést generál, így szükséges lenne ezt átültetni a többi országba. Az intézményi közgazdaságtanból azonban tudjuk, hogy vannak olyan intézmények, amelyek ha nagyon messze vannak a „métis”¹-től, akkor igen nehezen adaptálhatóak (Boettke és szerzőtársai 2008). A felmérésekből, kutatásokból azt tudtam levonni, hogy közeledés van az egyes országok modelljei között, azaz közelítenek az amerikai mintához, de az egységes globális modelltől még nagyon távol vagyunk. Mindezt erősíti a bevezetőben bemutatott hat tényező, amelyek a kockázati tőke fundamentális változtatását támasztják alá. Úgy vélem, minden régióknak saját feltételei mellett kell kialakítania, fejlesztenie a kockázati tőke-iparát. Magyarországon például nem működik az a kiszállási módszer – az IPO –, amely amúgy a legjobban megéri, így a szereplőknek máshoz, a stratégiai befektetőknek történő értékesítéshez kell alkalmazkodniuk. A negatív felhangok mellett a piaci szereplők azért derülátók. Noha azt kaptam eredményül, hogy nincs egységes kockázati tőke-modell, ez csak azt vonja maga után, hogy ha a kockázati tőkés külföldi régióban kíván befektetni, akkor a szokásosnál nagyobb odafigyeléssel dolgozik majd a kiválasztás során is.

Hivatkozások

- Aizenman, J. – Kendall, J. (2008): *The Internationalization of Venture Capital and Private Equity*. NBER Working Paper No. 14344. NBER, Cambridge.
- Andersson, T. – Napier, G. (2007): *The Role of Venture Capital, Global Trends and Issues from a Nordic Perspective*. International Organisation for Knowledge Economy and Enterprise Development (IKED), Malmö.
- Becksyné Nagy Patrícia – Biczók Sándor (2006): *A kockázati tőke-befektetésekből történő kiszállás útjai*. In.: Makra Zsolt (szerk.) (2006): *A kockázati tőke világa*. Aula Kiadó, Budapest:53–75.
- Boettke, P. J. – Coyne, C. J. – Leeson, P. T. (2008): *Institutional Stickiness and the New Development Economics*. American Journal of Economics and Sociology, Vol. 67, No. 2:331–358.
- Bottazzi, L. – Da Rin, M. (2005): *Financing Entrepreneurial Firms in Europe: Facts, Issues, and Research Agenda*. In.: Kannianen, V. – Keuschnigg, C. (edit.) (2005): *Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy*. CESifo Seminar Series, The MIT Press, Cambridge:3–32.
- Black, B. S. – Gilson, R. J. (1998): *Venture capital and the structure of capital markets. Banks versus stock markets*. Journal of Financial Economics, Vol. 47, No. 3:243–277.
- Bygrave, W. D. – Timmons, J. A. (1992): *Venture Capital at the Crossroads*. Harvard Business Press, Boston:67–93.
- Deloitte (2005): *Venture capital goes global. Key findings from the 2005 Global Venture Capital Survey*. Deloitte Touche Tohmatsu Technology, Media & Telecommunications Industry Group, New York.
- Deloitte (2007): *Global trends in venture capital 2007 survey*. Deloitte Touche Tohmatsu Technology, Media & Telecommunications Industry Group, New York.
- Ernst & Young (2010): *Back to basics. Global venture capital insights and trends report 2010*. Ernst & Young, London.
- Ernst & Young (2012): *Globalizing venture capital. Global venture capital insights and trends report*. Ernst & Young, London.
- Ernst & Young (2013): *Turning the corner. Global venture capital insights and trends report 2013*. Ernst & Young, London.

¹ Boettke és szerzőtársai (2008) a métis kifejezést az ókori görögöktől vették át, jelentése a helyi kultúra, képesség, norma, konvenció összessége, amely az egyedi szereplőket formálja adott térségben.

- Ernst & Young (2014): *Adapting and evolving. Global venture capital insights and trends report 2014*. Ernst & Young, London.
- Ernst & Young (2015): *2014 Venture Capital Review*. Ernst & Young, London.
- Franzke, S. – Grohs, S. – Laux, C. (2003): *Initial Public Offerings and Venture Capital in Germany*. Center for Financial Studies (CFS) Working Paper, No. 2003/26.
- Fraser-Sampson, G. (2007): *Private Equity as an asset class*. John Wiley & Sons, Hoboken:131–134.
- Kenney, M. – Han, K. – Tanaka, S. (2002): *The Globalization of Venture Capital: The cases of Taiwan and Japan*. International Conference on Financial systems, corporate investment in innovation and venture capital, Brussels.
- La Porta, R. – Lopez-de-Silvanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R. W. (1998): *Law and finance*. Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6:1113–1155.
- Meggison, W. L. (2004): *Towards a global model of venture capital?* Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 16, No. 1:89–107.
- Metrick, A. (2007): *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons, Hoboken.
- North, D. C. (1990): *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Söderblom, A. (2012): *The current state of the venture capital industry*, Naringspolitiskt Forum, Stockholm.
- WilmerHale (2014): *2014 Venture Capital Report*. WilmerHale, Boston.
- Yong, L. – Zahra, S. A. (2012): *Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis*, Journal of Business Venturing, Vol. 27, No. 1:95–111.