
MŰHELYTANULMÁNYOK

DISCUSSION PAPERS

MT-DP – 2017/15

**Példák a versenyszabályozás eszközeinek
alkalmazására a magyar kockázati- és
magántőke-szektorban**

VINCE PÉTER

Műhelytanulmányok
MT-DP – 2017/15

MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet

Példák a versenyszabályozás eszközeinek alkalmazására
a magyar kockázatitőke- és magántőke-szektorban

Szerző:

Vince Péter
tudományos főmunkatárs
Közgazdaság-tudományi Intézet
Magyar Tudományos Akadémia - Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
e-mail: vince.peter@krtk.mta.hu

2017. június

ISBN 978-615-5594-97-7
ISSN 1785-377X

Kiadó:
Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet

Példák a versenyszabályozás eszközeinek alkalmazására a magyar kockázatitőke- és magántőke-szektorban

Vince Péter

Összefoglaló

A tanulmány a magyar kockázatitőke-szektor életét végigkísérő tulajdonosi változások egy csoportjával foglalkozik, a vállalatok közötti összefonódási ügýtípusról lesz szó, és ennek egyik esetéről, a kivásárlásokról.

A kockázatitőke-szektor legnagyobb összefonódási ügyleteinek sajátosságai azoknak az információknak az alapján dokumentálhatók, amelyek a versenyhatóság engedélyezési eljárásai során keletkeztek. Az eljárásokat az EU-csatlakozás utáni időszakra vonatkozóan tekintettük át.

Az elemzés szerint ezeknek az ügyleteknek vannak olyan sajátosságai, amelyek eltérnek a nemzetközi trendektől. Ezek közé tartozik, hogy befektetések egyrészt csak érett vállalkozásokba történtek, másrészt ezek nem azokban a tevékenységi körökben valósultak meg, amelyekbe kockázatitőke-szektor beruházásai a leggyakrabban irányulnak.

Tárgyszavak: magántőke, kockázatitőke-szektor, versenyfelügyelet, kivásárlás

JEL kódok: G24, L4

Köszönetnyilvánítás: A tanulmány alapjául szolgáló kutatást az OTKA K 105581 számú pályázata támogatta.

Cases of enforcement of the competition regulation in the Hungarian venture capital and private equity industry

Péter Vince

Abstract

The paper focuses on a special type of ownership transformation that characterizes the life cycle of companies in the venture capital industry in Hungary. These types of transformation are frequently realized by mergers and buyouts.

The special characteristics of the biggest transactions in the venture capital industry are well-documented in the reports of the authorisation proceedings conducted by the competition authority. These proceedings concern the deals of the period following the accession to the EU.

According to the analysis of these transactions, certain features are different from the international trends. On the one hand, investments occur only into matured companies; on the other hand, the industry breakdown of these investments differs from the structure that characterises the whole venture capital industry in Hungary.

Keywords: private equity, venture capital industry, competition surveillance control, buyouts

JEL: G24, L4

1. BEVEZETÉS

A magyar gazdaság kockázatitőke- és magántőke-szektorának¹ vállalatai sok sajátos, a gazdaság más szereplőitől eltérő vonással rendelkeznek. Ezek egyike e vállalatok működését kísérő tulajdonosváltások. A tanulmány a kockázatitőke-szektor² életét végigkísérő tulajdonosi változások egy csoportjával – az *összefonódásokkal*, és ennek egyik esetével, a *kivásárlásokkal* – foglalkozik.³

Az összefonódási ügyletek közös vonása az, hogy lebonyolításuk során a versenyjogi szabályok alkalmazására is sor kerülhet. A vállalati összefonódások⁴ – a tulajdonosváltások – meghatározott feltételek, ún. küszöbértékek (nettó árbevétel, piaci részesedések)⁵ felett ugyanis csak a versenyhatóság felügyeletével és jóváhagyásával bonyolíthatók le. Az információgyűjtés szempontjából ez kedvező helyzet teremt, mivel a Gazdasági Versenyhivatal engedélyezési eljárásai alapján dokumentálhatók a szektor összefonódási ügyleteinek sajátosságai. Igaz ugyanakkor, hogy a hazai kockázatitőke-szektorban megvalósuló összefonódásoknak csak igen kis hányada éri el a versenyhatóság „ingerküszöbét”, és az elemzés erre a vállalati körre fókuszál.

¹ A tanulmányban a kockázatitőke-befektetésekkel finanszírozott vállalatok köre – rövidítve – kockázatitőke-szektor megnevezéssel szerepel.

² „A szakirodalomban sokféle definíció olvasható a kockázati tőkéről. Ezek alapján a kockázati tőke *négy alapvető tulajdonsága* rajzolódik ki. Egyrészt a kockázati tőke pénzügyi közvetítő szerepet lát el, azaz mások tőkéjét összegyűjtve azt közvetlenül befekteti vállalkozásokba. Másrészt a kockázati tőke csak olyan cégekbe fektet be, amelyek részvényei nem szerepelnek tőzsdéi kereskedelemben, azaz amelyek zártak. A kockázati tőke harmadik jellemzője, hogy részvényesként aktív szerepet játszik az általa finanszírozott cégek életében. Végül a kockázati tőke negyedik tulajdonsága az, hogy elsődleges célja azon hozam maximalizálása, amit az általa finanszírozott vállalkozások értékesítésekor realizál, azaz amikor tulajdonosként kilép az érintett cégekből.” (Karsai, 2012. 11. o.) a magántőke a „tőzsdén nem jegyzett cégek számára professzionális kockázati- és magántőkealapok által nyújtott tőke.” (Karsai, 2017, 201. O.)

³ A kivásárlás során a befektető a cég feletti tulajdonosi befolyás érvényesítését lehetővé tevő részesedést vásárol meg.

⁴ Az 1996. évi LVII. törvény 23. § (1) bekezdése szerint „...vállalkozások összefonódása (koncentrációja) jön létre, ha

a) ha két vagy több előzőleg egymástól független vállalkozás összeolvad, vagy egyik a másikba beolvad, vagy a vállalkozás része a vállalkozástól független másik vállalkozás részévé válik,

b) egy vállalkozás vagy több vállalkozás közösen közvetlen vagy közvetett irányítást szerez további egy vagy több, tőle független vállalkozás egésze vagy része felett, vagy

c) több, egymástól független vállalkozás közösen hoz létre általuk irányított olyan vállalkozást, amely egy önálló vállalkozás valamennyi funkcióját tartósan képes ellátni.” (Tpvt, 1996, 2005

⁵ A Tpvt. 24. § és 26. § szerint „a vállalkozások összefonódásához a Gazdasági Versenyhivaltól engedélyt kell kérni, ha valamennyi érintett vállalkozás csoport, valamint az érintett vállalkozás csoportok tagjai és más vállalkozások által közösen irányított vállalkozások előző üzleti évben elért nettó árbevétele együttesen a tizenöt milliárd forintot meghaladja, és az érintett vállalkozás csoportok között van legalább két olyan vállalkozás csoport, melynek az előző évi nettó árbevétele a vállalkozás csoport tagjai és más vállalkozások által közösen irányított vállalkozások nettó árbevételével együtt ötszázmillió forint felett van.” (Tpvt, 1996)

Az elemzést elősegítette, hogy hozzáférhetőek rendszerezett információk, amelyek tartalmazzák e tranzakciók eredményeképpen módosuló vagy változatlan piaci versenyhelyzetek fontos vonásait. Ezek forrásai a Gazdasági Versenyhivatal vállalati összefonódásokról lefolytatott eljárásainak anyagai.⁶ Az elemzést indokolt volt e forrásokra alapozni, mert a vizsgált és elbírált esetekről azonos tematikát követve adnak képet. Emellett szól az a körülmény is, hogy a szektorra vonatkozó információk egyébként igen sporadikusan állnak rendelkezésre.

2. A VERSENYSZABÁLYOZÁSRÓL

A piaci verseny szabadságát, tisztaságát érvényre juttató szabályozás alkalmazására egyedi ügyekben abban az esetben kerül sor, ha felmerül a lehetőség, hogy a vállalatok versenykorlátozó magatartása torzíthatja a piaci versenyt. A versenyszabályozás eszközeinek alkalmazása a már lezajlott vagy folyamatban lévő tranzakció miatt fenyegető versenykorlátozó vállalati magatartás ismeretében módosíthatja az egyes vállalatok viselkedésével és szerkezeti adottságaival összefüggő versenytorzító feltételeket. A versenyjogi szabályok alkalmazására tehát mindig a kialakult és megfigyelt piaci tranzakció(k) versenykorlátozó hatásainak feltárása után kerül sor.

A versenyjogi rendelkezéseket alkalmazó versenyhatóság a szabályozást azokkal a piaci helyzetekkel, tranzakciókkal kapcsolatban érvényesíti, amelyekben felmerül a kartellezés (a trösztellenes tilalmak megsértése), a piaci erőfölénnyel való visszaélés lehetősége, továbbá a vállalati összefonódások piaci versenyt potenciálisan korlátozó hatása és a fogyasztókkal szemben érvényesített tisztességtelen kereskedelmi gyakorlat.

A versenykorlátozó piaci helyzet megállapítása után a versenyhatóság számára két típusú eljárás áll rendelkezésére a versenyfeltételek korrigálására. Gyakoribbak a versenykorlátozó *magatartást* érintő határozatok, amelyek a jogsértő vállalat(ok) működésének számos területén kezdeményeznek változásokat, így például előírhatják a fennálló szerződések módosítását (a sérelmet elszenvedett partner számára kedvezőbb feltételek alkalmazását), vagy akár ezek megszüntetését.

A vállalati *szerkezetet átalakító* határozatok a magatartást módosítóknál súlyosabb következményekkel járnak, mivel a vertikális vagy a horizontális koncentráció csökkentése érdekében a tevékenységi és/vagy a tulajdonosi szerkezet megváltoztatását írhatják elő. A határozatok rendelkezhetnek egyes részlegek feldarabolásáról, a tevékenységek szervezeti szétválasztásáról. További előírás lehet a tulajdonosi szerkezet megváltoztatása, egyes

⁶ A Gazdasági Versenyhivatal vállalati összefonódási eljárásaiban hozott döntések évek szerinti csoportosításban megtalálhatók: GVH [2004–2016].

vállalatrészek vagy tevékenységek részleges vagy teljes körű szervezeti-irányítási leválasztása, eladása.

3. AZ ÖSSZEFONÓDÁSOKRÓL

A kockázatitőke-szektor vállalatait érintő versenyhatósági határozatok gyakorlatilag egyetlen ügýtípussal foglalkoznak. A határozatok összefonódási ügyekben születtek, nem pedig a működést kísérő esetleges piacszavaró helyzetek megszüntetését szolgálták. A kockázatitőke-szektorral kapcsolatban tehát nem a folyamatos működést potenciálisan kísérő, kartellezéssel vagy erőfölénnyel való visszaélés miatt megvalósult piacszavaró magatartásokkal összefüggő ügyek kerültek napirendre. A versenyhatóság az összefonódásokkal, a kockázati tőkével finanszírozott tulajdonosi átalakulások, kivásárlások következtében kialakuló piaci versenyhelyzetek megítélésével foglalkozott. Az elemzés ezért a következőkben ezzel a tranzakciótípussal foglalkozik.

(Annyit érdemes ehhez hozzáfűzni, ez a speciális nézőpont is megerősíti – más szempontokból végzett elemzésekkel együtt – azt, hogy a kockázatitőke-szektor a magyar gazdaságnak viszonylag ki súlyú szereplője. Egyrészt kevés a nagyméretű – a versenyhatóság elé kerülő – tranzakciók száma, ami erről az oldalról is mutatja, hogy ezen a területen nem a nagy, hanem a kis- és közepes méretű vállalkozások ügyletei dominálnak. Másrészt a szektor szereplőinek kis piaci súlyára lehet következtetni abból, hogy velük kapcsolatban – a versenyhatóság határozataiban más területekre jellemző és domináns súlyú – kartell- és erőfölénnyel való visszaélés miatti ügyek nem jelentek meg. Vagyis a szektorban lezajló kivásárlások, valamint a vállalatok piaci viselkedése nem módosította piacszavaró módon a sokszereplős piacok szerkezetét és a versenyhelyzeteket.)

Az összefonódásokkal kapcsolatban azt érdemes kiemelni, hogy a vállalatok a piactudományokban adásvétel tárgyai, felvásárlásuk és összeolvadásuk mindennapos gazdasági ügyletnek számít. Az elmúlt két és fél évtizedben a magyar gazdaságban is folyamatos volt a vállalkozások tulajdonosainak cserélődése. A tulajdonosváltásra vállalatok, vállalati üzletrészek adásvétele útján kerül sor. Ezek az adásvételek igen szerteágazó, sokrétű hatással járnak. Egyrészt az e tranzakciókban (amelyeknek *összefonódás* a gyűjtőnévük) részt vevő vállalatoknak átalakulhat a szervezeti és irányítási rendje, a piaci kapcsolatrendszer, a stratégiája, a tevékenységi köre. Másrészt ezek az ügyletek a tágabb környezetet: a munkavállalókat, a piaci partnereket és a hitelezőket, valamint a versenytársakat is érintik, mivel megváltoztathatják a piaci erőviszonyokat. A vállalatfelvásárlások hatására – különösen, ha a tulajdonosi szerkezetet jelentős mértékben átrendeződik – átalakulhat a versenyhelyzet is (Shleifer–Vishny, 2003,

Motta, 2007). A vállalatok adásvétele a piaci alkalmazkodás eszköze, amely lehetővé teszi a növekedés vagy az összehúzódás, a piacokra való be- és kilépés gyors megvalósítását. Az összefonódások motívumai a gyors szerkezeti váltás, a tevékenységdiverzifikálás, a piaci részesedés növelése, a felvásárolt vállalat eszközeinek, erőforrásainak, műszaki, piaci és vállalatvezetői tudásának a megszerzése, emellett az átszervezésekből származó költségsökkenésből, a szinergiából és a mérethozadék kiterjesztéséből származó hasznok realizálása. A vállalatfelvásárlásnak azonban vannak olyan, a vállalatvezetők törekvéseire visszavezethető motívumai is, amelyek a tulajdonosok számára nem feltétlenül növelik a vállalat értékét. A vállalatok életének e stratégiai jelentőségű szakaszában különösen szembeötlő a vállalati vezetők és a tulajdonosok (a megbízók és az ügynökök) érdekeinek eltérése (Jensen–Meckling, 1976, Ruback–Jensen, 1983).

A kockázatitőke-szektorban a motívumok kevésbé szerteágazóak, mint ahogy azt az előbbi összefoglalás bemutatta. A tevékenység ugyanis erősen fókuszált: középpontjában cégekbe történő befektetések, majd a befektetők aktív közreműködése nyomán kialakult hozamok realizálását szolgáló kilépések állnak. A szektor intézményi felépítése, befektetési eljárásai, stratégiái is eltérnek a befektetők más típusaira jellemző megoldásoktól. Emellett előbb az összefonódások, majd a vállalatok vagy a részesedések eladása viszonylag rövid, előre meghatározott időhorizonton megvalósítható stratégiákat követve valósulnak meg (Karsai, 2012).

A magyar gazdaságban lezajló összefonódási ügyletek indítékai, típusai, hatásai egyelőre a kevésbé elemzett kérdések közé tartoznak, nem folyik átfogó, széleskörű rendszeres adat- és információgyűjtés. Rendelkezésre állnak ugyan az elmúlt évek ügyleteiről – eltérő szempontok alapján, változatos módszerekkel összegyűjtött – információk, ezek azonban nem adnak átfogó, rendszerezett képet, hiszen vagy csak az ügyletek bizonyos körére koncentrálnak (Magyar Kockázati-..., 2016, M&A H1 Barometer..., 2015, M&A Navigátor, 2012), vagy a források aggregált adatokat tesznek közzé, és a kockázatitőke-szektorra vonatkozó információk rendszertelenül bukkannak fel ezekben. A tranzakcióknak a versenyhelyzetek alakulására és a vállalati teljesítményekre gyakorolt hatásairól is töredékesen állnak rendelkezésre az információk.

Ez a helyzet a kockázatitőke-szektor összefonódási tranzakcióit is jellemzi. A feladat ezért az, hogy a töredékesen rendelkezésre álló információk feldolgozásával a tranzakciók meghatározott köréről egy speciális nézőpontból adjunk képet.

4. AZ ÖSSZEFONÓDÁSOK ÉS ENGEDÉLYEZÉSÜK FELTÉTELEI

Az összefonódás – a hatályos és az uniós versenyjogi szabályozással összhangban lévő meghatározás szerint – független vállalkozás feletti irányítás megszerzésével jön létre (Tpvt, 1996)⁷. Az összefonódások következtében – a vállalati méret, a piaci részesedés növekedésével – kétféle piac- és versenyzavaró következmény léphet fel: erőfölénnyel való visszaélés alakulhat ki és versenykorlátozó hatások érvényesülhetnek. Az összefonódásban részt vevő *vállalatok mérete* (nettó árbevétele), és a tranzakció eredményeképpen létrejövő *piaci részesedés* az a két döntő mozzanat, amelyet a versenyszabályozást érvényesítő hatóság mérlegre tesz a hatékony piaci verseny érvényesülése szempontjából.

Az összefonódás megvalósításához a törvény meghatározta azt, hogy az érintett vállalatoknak mekkora előző évi nettó árbevétel, ún. küszöbérték fölött kell engedélyt kérniük a Gazdasági Versenyhivataltól. A méretük miatt engedélyköteles összefonódások versenyhatósági jóváhagyásának másik eleme a tranzakció nyomán kialakuló piaci helyzet, az esetleges versenykorlátozó hatás elemzése, amelyre két szempontból kerül sor. Az első az, hogy az összefonódás a milyen jellegű kapcsolatot, esetenként együttműködést teremt az (összefonódás által) *érintett* piacokon⁸ a korábban egymástól független vállalkozások között. A versenyre gyakorolt hatás négy típusát különbözteti meg a versenyhatóság. Ezek: a *horizontális* hatás (ha a korábbi versenytársak azonos érintett piacon tevékenykednek), a *vertikális* hatás (ha az egyik vállalat az eladó és a másik a vevő pozíciójában van az érintett piacon), a *portfolió* hatás (ha a vállalatok szomszédos, egymást kiegészítő piacok szereplői) és a *konglomerátum* hatás (ha számottevően javul az érintett vállalatok pénzügyi, vagyoni helyzete). E kapcsolatok mindegyike módot ad versenykorlátozó, erőfölény kialakulásához vezető helyzetek kialakulására.

⁷A Tpvt. 23. § (1) bekezdése szerint: „Vállalkozások összefonódása (koncentrációja) jön létre, ha
a) ha két vagy több előzőleg egymástól független vállalkozás összeolvad, vagy egyik a másikba beolvad, vagy a vállalkozás része a vállalkozástól független másik vállalkozás részévé válik,
b) egy vállalkozás vagy több vállalkozás közösen közvetlen vagy közvetett irányítást szerez további egy vagy több, tőle független vállalkozás egésze vagy része felett, vagy
c) több, egymástól független vállalkozás közösen hoz létre általuk irányított olyan vállalkozást, amely egy önálló vállalkozás valamennyi funkcióját tartósan képes ellátni.”

⁸ A Tpvt 14. § szerint:

(1) „Az érintett piacot a megállapodás tárgyát alkotó áru és a földrajzi terület figyelembevételével kell meghatározni.

(2) A megállapodás tárgyát alkotó árun túlmenően figyelembe kell venni az azt - a felhasználási célra, az árra, a minőségre és a teljesítés feltételeire tekintettel - ésszerűen helyettesítő árukat (keresleti helyettesíthetőség), továbbá a kínálati helyettesíthetőség szempontjait.

(3) Földrajzi terület az, amelyen kívül

a) az üzletfél nem, vagy csak számottevően kedvezőtlenebb feltételek mellett tudja az árut beszerezni, vagy

b) az áru értékesítője nem, vagy csak számottevően kedvezőtlenebb feltételek mellett tudja az árut értékesíteni.” (Tpvt, 1996)

Az összefonódások engedélyezésének második szempontja szerint versenykorlátozás az – előbbi hatásokkal jellemzett – piacokon elért – meghatározott mértékű – részesedések⁹ átlépésével érvényesülhet. Az ilyen esetekben az összefonódás nem engedélyezhető (GVH, 2003, 2014). Az összefonódások engedélyezési eljárásában a versenyhatóság tehát azt vizsgálja, hogy a tranzakció létrehoz-e, illetve felerősít-e olyan gazdasági erőfölényt, amely gátolja a verseny érvényesülését.

5. ÖSSZEFONÓDÁSOK A KOCKÁZATITÓKE-SZEKTORBAN

5.1 AZ ÉRINTETT VÁLLALATOKRÓL

A GVH az engedélyköteles összefonódási ügyekben lefolytatott eljárásaiban foglalkozik az érintett vállalatok életének néhány, a tranzakciók szempontjából lényeges jellemzőjével, így a tulajdonosi háttérrel és a tulajdonosi jogok gyakorlásának, a vállalatok irányításának szabályozásával és intézményeivel, a befektetők néhány jellemző vonásával (portfoliójával, hazai/külföldi tulajdonosi háttérével), az érintett cégek méretével és a tevékenységi körrel, a piaci részesedéssel és versenyhelyezettel, illetve mindezek várható átalakulásával. Az eljárásokban figyelembe vett, az érintett vállalatokra vonatkozó információk hozzájárulnak azok néhány jellemző vonásának meghatározásához.

Az összefonódási ügyekben lefolytatott versenyhatósági eljárásokat a 2004, vagyis az EU-csatlakozás utáni teljes időszakra vonatkozóan tekintettük át. A csatlakozást azért volt érdemes kiindulópontnak venni, mert az mind az EU-konformmá váló szabályozás, mind a finanszírozás területén új feltételeket teremtett, lehetővé tette a források bővülését és új szereplők, új intézmények belépését (Karsai, 2006).

Az egész áttekintett időszakban az összes – közel ötszáz – összefonódási eljárásból mintegy két tucatot ért el a kockázatitőke-szektor vállalkozásait érintő, illetve kockázati tőkével finanszírozott kivásárlások száma. (A küszöbértéket átlépő vállalatok/vállalatcsoportok száma ennél kevesebb volt, mert egyes befektetők többszörös szereplésére is volt példa.) A kockázatitőke-szektor sajátosságaként az emelhető ki, hogy kevés volt a nagyméretű vállalkozások körében megvalósult – így a versenyhatóság elé kerülő – tranzakciók, kivásárlások száma. Vagyis a szektor vállalatai életciklusának szerves részét képező befektetésekre, tulajdonosváltásokra, összefonódásokra (és kilépésekre) döntő részben nem a

⁹ Erőfölényes helyzet akkor következhet be, ha a piaci részesedés – az összefonódás hatásaitól függően – meghaladja a 20, 25, illetve 30 százalékot.

legnagyobb, hanem a kis- és közepes méretű vállalkozások körében kerül sor.¹⁰ Erre utalnak a következő adatok is.

A kockázatitőke-szektorba irányuló befektetések – és nem az érintett vállalatok – nagyságrendjéről egy kiragadott év, 2015 nem teljes körű adatai szerint a következő kép tárul fel. (A korábbi évek adatai számszerűen eltérnek a 2015-ös értékektől, de ugyanazokat a nagyságrendeket képviselik.) Az a 109 vállalkozás, amelybe történt befektetés, átlagosan mintegy 274 millió forintot kapott kockázati tőkealapoktól. 72 esetben került sor 100 millió forint feletti befektetésre, és mindössze két cégbe fektettek 1 milliárd forintot meghaladó összeget. A 15 esetben regisztrált kilépések értéke összesen 1,1 milliárd forintot tett ki (Magyar Kockázati-..., 2016).

Fontos azonban hozzáfűzni ezekhez az adatokhoz: nem tájékoztatnak arról, hogy a befektetések és kilépések az esetek mekkora részében jártak egyúttal az irányítás megszerzésével (vagy átruházásával) is, ami a nagy, a küszöbértéket elérő tranzakciók esetében azok összefonódásként történő minősítésének a kritériuma lenne. (Előfordulhat persze elvileg olyan eset is, hogy a befektető mérete eléri a versenyhatósági eljárást megindító küszöbértéket, de maga a tranzakció nem jár irányításszerzéssel.) Ezeket az adatokat – a szűkösen rendelkezésre álló információk ellenére – annak érzékeltetésére mégis fel lehet használni, hogy megerősítsék: a kockázatitőke-szektorban lezajló tranzakciók résztvevőinek, befektetőinek a nagyságrendje – a mintegy kéttucatnyi ügylettől eltekintve – elmarad a versenyhatósági eljárások megindításához szükséges küszöbértékektől. Hasonló ok miatt a szektor vállalatainak piaczavaró, versenykorlátozó magatartása, erőfölénnyel történő visszaélései – ha voltak ilyenek – sem kerülhettek a versenyhatóság elé, ezért a 2004 után ilyen jellegű eljárások nem indultak meg a kockázatitőke-szektorba tartozó vállalatokkal kapcsolatban.

A szektort érintő befektetésekről rendelkezésünkre álló információt kiegészítik a következő adatok. A kockázatitőke-szektorban 2011 és 2016 között hét 100 millió eurót meghaladó értékű

¹⁰Adódik a kérdés: milyen okoknak lehetett szerepe abban, hogy ennyire kevés – kéttucatnyi – volt az uniós csatlakozás után az összefonódások engedélyezését igénylő, küszöbértéket átlépő ügylet? Ez a felvetés túlmutat ennek a tanulmánynak a keretein, mivel más irányú elemzést igénylő kérdéseket vet fel. Felsorolunk néhány megválaszolásra, további elemzésre érdemes kérdést.

E kérdések egyik része szorosan összefügg a kockázatitőke-szektor vállalatainak helyzetével: vonzóak-e az érett hazai vállalatok piaci helyzete, a tulajdonosok motivációi, vállalatirányítási gyakorlata, innovációs képessége a befektetők számára, felkeltik-e, fenntartják-e a nagy hazai és külföldi befektetők, alapkezelők érdekelődését?

A kérdések folytathatók a magyar gazdaság egészét jellemző sajátosságok sorolásával.

Mennyiben hozható összefüggésbe az ügyletek kis száma a magyar gazdaság helyzetével: a válság után elhúzódó, a beruházásokat is elérő visszaeséssel, a magyarországi befektetések nemzetközi megítélésének romlásával, a pénzügyi szektort – így az alapkezelőket is – sújtó különadókkal, a szabályozás elemeinek sokszor ki nem számítható változásaival?

összefonódási ügylet – melyek közül a legnagyobb 800 millió eurót tett ki – megvalósulásáról tájékoztat HVCA [2016]. E forrásban közzétett adatok egyedi jellegét az adja, hogy bemutatja az egyes tranzakciók értékét. Más források (a Gazdasági Versenyhivatal döntései) ugyanis ilyen adatokat nem tesznek közzé, vagy összesített adatokat publikálnak (Magyar Kockázati-..., 2016). Ez a hét – valójában hat vállalatot¹¹ érintő – tranzakció a kockázati tőkével finanszírozott legnagyobb hazai ügyletek, értékük egyenként több volt harminc milliárd forintnál. A beruházók minden esetben külföldi kockázati tőke-befektetők voltak.

5.2 A TRANZAKCIÓK NÉHÁNY SAJÁTOSÁGA

Az összefonódások kezdeményezői, finanszírozói az összes regisztrált esetben hazai és külföldi tulajdonban lévő banki, biztosítási, vagyonezelési szolgáltatásokat nyújtó társaságok, intézményi befektetők voltak, amelyek kockázati tőke-befektetésekkel (is) foglalkoztak.

Az engedélyezési küszöbértéket nem maguk az összefonódásokat kezdeményező és végrehajtó befektetők lépték át, hanem azt a tulajdonosi háttér által irányított vállalatcsoport árbevétele miatt érték el. A kockázati tőke-szektor két tucat legnagyobb volumenű összefonódási ügylete mögött nyolc tulajdonosi csoporthoz tartozó kilenc befektetési társaság állt. Vagyis a versenyhatóság jóváhagyását igénylő, kéttucat tranzakciót még ennél is kevesebb piaci szereplő valósította meg. (A legaktívabb az OTP Nyrt. érdekeltségébe tartozó két befektető volt, amelyek az ügyletek egyharmadát bonyolították le, bár ezek nem tartoztak a legnagyobb értékű összefonódások közé.)¹²

A hazai¹³ és külföldi kockázati tőke-befektetők, kockázati tőke-alapok között az egyik leglényegesebb különbség abban állt, hogy ez utóbbiak földrajzilag és a nyújtott szolgáltatások köre szerint is jóval diverzifikáltabb tevékenységi szerkezettel rendelkeznek. A külföldi tulajdonú kockázati tőke-befektetőkre jellemző, hogy az átalakuló közép-kelet-európai országokra fókuszálják tevékenységüket és e gazdaságok több területén is végrehajtottak beruházásokat, finanszíroztak változatos méretű összefonódásokat. A hazai és a külföldi tulajdonosi háttérű

¹¹ Az érintett cégek a következők voltak: Provimi Pet Food (2011-ben 188 millió €, majd 2015-ben 315 millió €), BorsodChem (400 millió €), Révai Nyomda (100 millió €), Euromedic (800 millió €), TriGránit (500 millió €), Waberer's (nincs adat).

¹² A tranzakciók értéke nem jelenik meg a GVH nyilvánosságra hozott közleményeiben, még ezek nagyságrendjét sem lehet minden esetben felbecsülni a megszerzett részesedések és az érintett vállalatok nagysága alapján.

¹³ A hazai tulajdonhoz azt a pontosítást, megszorítást kell hozzáfűzni, hogy az OTP Nyrt. – amelynek tulajdonában vagy résztulajdonában van az elemzésben érintett befektetési társaságok közül két cég – a vállalatirányítás személyi összetétele, a cég alapszabálya, valamint a bank magyarországi beágyazottsága és nem szigorúan a tulajdonosi szerkezete alapján tekinthető hazai vállalkozásnak.

befektetések között még szembetűnő eltérés volt az is, hogy az utóbbi csoport jellemzően a nagyobb volumenűnek számító beruházásokban vett részt. (Ennek egyik esete a szállítványozással, fuvarozással foglalkozó Waberer's Holdingot érintő összefonódás volt. A Waberer's Holding alaptőkéjének 49 százalékát 2011-ben – projektcégen keresztül – megszerző¹⁴, majd egy tőkeemelés után többségi tulajdonossá váló MidEuropa Partners a közép- és kelet-európai országok egyik legnagyobb befektetője¹⁵. A hazai kockázatitőke-befektetők ugyanakkor vegyesen bonyolítottak le tranzakciókat kisebb és nagyobb értékben.

Változatos képet mutat az, hogy a külföldi és hazai tulajdonosi háttérrel rendelkező kockázatitőke-befektetők mely területeken valósítottak meg összefonódásokat¹⁶. (Érdeemes e helyen is megemlíteni, hogy a tranzakciók az irányítás megszerzése mellett – a tulajdonosok közötti megállapodások alapján – nem minden esetben jártak együtt a többségi részesedés megszerzésével.) A tranzakciók érintették a pénzügyi szolgáltatásokat, a feldolgozóipart, a nyomtatott sajtót¹⁷, a közúti fuvarozást, az online szolgáltatást, a mezőgazdaságot és az élelmiszeripart, valamint a reklámpiaci tevékenységet. (Az összefonódási ügyletek nem kerültek el a befektetéseket finanszírozó kockázatitőke-alapok egyikét, a Fordulat Tőkealapot, amelynek esetében ugyanis a korábbi egyetlen tulajdonos – az OTP Bank Nyrt. – mellett egy újabb hazai bank – az Eximbank – is irányítást szerzett 2014-ben.¹⁸)

A hazai és a külföldi tulajdonosi háttérű befektetők összefonódási tranzakciói változatos vonásokkal rendelkező vállalatokat érintettek. De volt ezeknek egy lényeges közös eleme is: mind „érettek” voltak, kialakult szervezettel és vállalatirányítással, tevékenységi körrel és piaci kapcsolatokkal rendelkeztek és az ügyletekben érintett cégek forgalma elérte a küszöbértéket. E vállalatoknak ez a sajátossága lényegesen eltér attól, ami a kockázatitőke-szektor befektetéseinek többségét jellemzi. A különbség az, hogy a kockázatitőke-szektorban nem a már hosszabb idő óta működő, hanem az induló (start-up) vállalkozásokba történő befektetések a leggyakoribbak, és értékben is ezek teszik ki a legnagyobb hányadot (MNB, 2015). Az összefonódásokban érintett vállalatok „érettsége”, a kialakult és nem újdonságot ígérő tevékenysége is oka lehetett annak,

¹⁴ Lásd a GVH Vj/024-006/2011 számú határozatát: (http://www.gvh.hu//data/cms993873/Vj024_2011_m.pdf).

¹⁵ Lásd <http://www.mideuropa.com/about-us/about-us/>

¹⁶ A GVH közleményei nem térnek arra, hogy a kockázatitőke-befektetők milyen – magán és/vagy állami, közösségi – forrásokból finanszírozták az összefonódásokat.

¹⁷ 2014-ben a VCP Capital Partners Unternehmersbetragungs AG (VCP-csoport) irányítást szerzett a Ringier Kiadó felett, amely a Népszabadságot is kiadta (http://www.gvh.hu//data/cms1029093/Vj006_2014_m.pdf). Ezt a tranzakciót követte a VCP újabb ügylete 2016-ban, amelynek során eladta a Népszabadságot is tartalmazó sajtóportfólióját. Az új tulajdonos pedig megszüntetette a lap kiadását.

¹⁸ Lásd a GVH Vj/108/2014. számú határozatát (http://www.gvh.hu/dontesek/versenyhivatali_dontesek/dontesek_2014/Vj_108_2014_15.html).

hogy túlnyomó részük nem tartozott azokhoz a szektorokhoz, amelyekben a leggyakoribbak voltak a kockázatitőke-szektorba irányuló befektetések. Ezekre a legtöbb alkalommal két szektorban – az üzleti és ipari szolgáltatások, valamint az energetika és a környezetvédelem területén – került sor. E területekre irányuló befektetések több mint a felét tették ki a kockázatitőke-szektorban megvalósított összes beruházásnak (Magyar Kockázati-..., 2016, EVCA, 2015).

A kockázatitőke-szektor összefonódásainak engedélyezési eljárásai minden áttekintett esetben azzal a döntéssel zárultak le, hogy a versenyhatóság feltételek (kötelezettségek teljesítésének előírása) nélkül engedélyezte a tranzakciókat. Ennek oka az volt, hogy a lefolytatott vizsgálatok szerint a tranzakciók eredményeképpen az érintett piacokon megszerzett pozíciók – az alacsony részesedések miatt – nem vezetnek sem erőfölénnyel való tiltott visszaélésekhez, sem versenykorlátozó törekvések érvényesüléséhez. Vertikális, horizontális, portfólió és konglomerátum hatások kialakulása nem volt valószínűsíthető a kis piaci súly miatt.

Egyetlen esetben merült versenykorlátozó piaci helyzet kialakulásának esélye, amelyben a versenyhatóságnak horizontális hatás érvényesülésének a lehetőségét kellett mérlegelnie. Két egymáshoz kapcsolódó, 2005-ben megindított összefonódási ügyben¹⁹ a közös irányítás alá kerülő, azonos piacon tevékenykedő érintett vállalkozások részesedése meghaladta a 30 százalékot, amely – a szabályozás szerint (GVH, 2003) – magasabb volt annál a mértéknél (20 százalék), amely alatt kizárható a piaci szerkezetet megváltoztató, versenykorlátozó horizontális hatás érvényesülése (GVH, 2006). A határozat azonban a piaci részesedésen túl más versenyt befolyásoló, annak érvényesülését biztosító körülményt is figyelembe vett. E szerint „...a nagyszámú versenytársra, köztük egy hasonló piaci méretű vállalkozásra ... tekintettel gazdasági erőfölényes helyzet kialakulásától nem kell tartani” (GVH, 2007, 81. o.).

5.3 ZÁRÓ MEGJEGYZÉS

A kockázatitőke-szektorra vonatkozóan az elemzés a következő jellemzőket emelte ki.

- 1./ Alacsony volt az összefonódások engedélyezési küszöbértékét elérő ügyletek száma.
- 2./ A versenyhatóság e körben piaczavaró, versenykorlátozó vállalati magatartást nem tárt fel sem az összefonódások, sem a vállalkozások működése során.
- 3./ Kiszállásra a mintánkba bekerült vállalatok esetében nem került sor: kockázati tőke által finanszírozott és menedzsel

¹⁹ A Bonitás 2002 Befektető és Tanácsadó Kft. irányítást szerzett a Multireklám Köztéri Médiaügynökség Rt.-ben, majd ez utóbbi megvette a Promoteam Médiahasznosító Kft.-t, ezzel egy részpiacon (a kültéri reklámfelület-értékesítés magyarországi piacán) e cégek együttes részesedése meghaladta a 30 százalékot (http://www.gvh.hu//data/cms1023236/print_Vj195-2005_h.pdf).

vállalati életpálya lezárására és új szakasz megindítására nem volt példa ebben a körben. Voltak kiszállások, de azokban az esetekben az új befektetők és az érintett cégek küszöbérték alattiak voltak. Vagyis a kockázatitőke-szektorra jellemző, e vállalatok korai életciklusát kísérő tulajdonosváltáson átesett cégek nem kerültek be az elemzett mintába. 4./ További sajátosság volt az, hogy nem induló, hanem érett vállalkozásokba történtek a befektetések és ezekre nem azokban a tevékenységi körökben került sor, amelyekbe a szektor beruházásai leggyakrabban irányultak. 5./ Végül összefoglalóan az állapítható meg, hogy kockázatitőke-szektor súlya nagyon mérsékelt volt mind a nagy, mind a kisebb hazai összefonódási ügyekben, a magyar vállalati szerkezetet, piaci versenyhelyzeteket átalakító tranzakciókban.

HIVATKOZÁSOK

- EVCA [2015]: Central and Eastern Europe Statistics 2014. European Private Equity & Venture Capital Association, Brussels. Letöltve: <http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2014/10/evca-cee-statistics-2014.pdf>
- GVH [2003]: Az egyszerűsített és teljes körű eljárásban engedélyezhető összefonódások megkülönböztetésének szempontjai. Gazdasági Versenyhivatal elnökének és a GVH Versenytanácsa elnökének 1/2003. számú közleménye. Gazdasági Versenyhivatal, december 15.
- GVH [2006]: Gazdasági Versenyhivatal Versenytanácsa határozata. Vj-195/2005/10 sz. ügy. 2006. március 13. Letöltve: http://www.gvh.hu/dontesek/versenyhivatali_dontesek/dontesek_2005/4042_hu_vj-195200510.html
- GVH [2007]: Beszámoló az Országgyűlés részére a Gazdasági Versenyhivatal 2006. évi tevékenységéről. Gazdasági Versenyhivatal, március. Letöltve: http://www.gvh.hu//data/cms1021881/gvh_ogy_pb_2006.pdf
- GVH [2014]: Gazdasági Versenyhivatal Elnökének és a Versenytanács Elnökének 1/2014. számú Közleménye az egyszerűsített és teljes körű eljárásban engedélyezhető összefonódások megkülönböztetésének szempontjairól. Gazdasági Versenyhivatal, június 14. Letöltve: http://www.gvh.hu/data/cms1027498/Kozlemeny_Egyszerusített_teljes_koru_1_2014.pdf
- GVH [2004–2016]: Versenyhivatali döntések. Letöltve: http://www.gvh.hu/dontesek/versenyhivatali_dontesek
- HVCA [2016]: Jubilee 25 Years. Yearbook 2016. Hungarian Private Equity and Venture Capital Association. Letöltve: http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2017/02/hvc-evkonyv_210x200_en_lapozos.pdf
- Jensen, M. C. – Meckling, W. H. [1976]: Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, October, Vol. 3., No. 4., pp. 305–360. <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>

- Karsai Judit [2006]: Kockázati tőke európai szemmel. A kockázati- és magántőkeipar másfél évtizedes fejlődése Magyarországon és Kelet-Közép-Európában. Közgazdasági Szemle, 11. sz., 1023–1051. o.
- Karsai Judit [2012]: A kapitalizmus új királyai. A kockázati tőkeipar működése és fejlődése Kelet-Közép-Európában, különös tekintettel Magyarországra. Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest.
- M&A Barometer Hungary H1 2015. Ernst&Young 2015. Letöltve: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/MA_Barometer_Hungary_H1_2015/\\$FILE/MA_Barometer_HU_H1%202015_FINAL.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/MA_Barometer_Hungary_H1_2015/$FILE/MA_Barometer_HU_H1%202015_FINAL.pdf)
- Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület [2016]: Investment Monitoring Report 2015. Letöltve: http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2014/10/investment-monitoring-report-fy15_0301.pdf
- MNB [2015]: Elemzés a hazai kockázati tőkealap-kezelők és alapok működéséről. Kézirat. Magyar Nemzeti Bank. február 6. Letöltve: http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2012/03/Elemzes_a_kovkazzati_tokealapkezeloi_szektorrol_0202.pdf
- Motta, M. [2007]: Versenypolitika. Elmélet és gyakorlat. Gazdasági Versenyhivatal, Versenykultúra Központ, Budapest.
- M&A Navigátor, 2012 [2012]: Cégértékesítési hírlevél, Invescom, Budapest. Letöltve: <http://www.invescom.hu/hirlevel.php>
- Ruback, R., S.–Jensen, M., C. [1983]: The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. Journal of Financial Economics, Vol. 11., 5–50. o.
- Shleifer, A.–Vishny, R. [2003]: Stock market driven acquisitions. Journal of Financial Economics, Vol. 70., 295–311. o.
- Tpvt [1996]: 1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról. Letöltve: http://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy_doc.cgi?docid=99600057.TV
- Tpvt [2005]: 2005. évi LXVIII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról szóló 1996. évi LVII. törvény módosításáról. Letöltve: <http://mkogy.jogtar.hu/?page=show&docid=a0500068.TV#lbjoidc466>