

Mennyit ér a kockázati tőke? – Összehasonlító elemzés a kockázati tőke hozamairól

Becsky-Nagy Patrícia – Fazekas Balázs

Debreceni Egyetem

A TANULMÁNY CÉLJA

Jelen tanulmány arra keresi a választ, hogy lehetséges-e a kockázati tőke-befektetésekkel a nyilvánosan kereskedett értékpapírtokhoz képest magasabb profitot elérni. Az elemzés kitér a korai fázisú vállalkozásokat finanszírozó klasszikus kockázati tőke és a kivásárlások összevetésére az Európa és az Egyesült Államok kockázati tőke-alapjai által elért hozamok tekintetében, és kísérletet tesz a kevés hazai információ alapján bemutatni a magyarországi helyzetet.

ALKALMAZOTT MÓDSZERTAN

A hiányos adatszolgáltatás mellett rendelkezésre álló információk segítségével dolgoztuk fel a publikus nemzetközi adatbázisokból származó szekunder adatokat nemzetközi összehasonlításban. A saját gyűjtésű magyarországi befektetésekről szóló primer adatbázisunk segítségével a kevés számú kiszállás alapján mutattuk be a magyarországi piac jelenlegi helyzetét.

LEGFONTOSABB EREDMÉNYEK

A tanulmány következtetése, hogy míg a kivásárlások esetében átlagosan magasabb hozamokat lehetett elérni, mint a nyilvános piacokon, addig a kockázati tőke-alapok ettől átlagosan elmaradtak, ami magyarázatot adhat a kivásárlások magántőke-befektetéseken belüli térnyerésére. A kockázati tőke-alapok hozamai azonban erősen balra ferde eloszlást mutatnak és a legjobban teljesítő alapokkal a nyilvános piaci hozamok sokszorosa érhető el. Továbbá a hozamok és a befektetett tőke volumene között ellentétes irányú mozgás figyelhető meg, ami rámutat, hogy a tőkeabszorpciós képessége az iparágnak korlátozott, főként a kockázati tőke esetében.

GYAKORLATI JAVASLATOK

A kockázati tőke természetéből adódóan kevés információt szolgáltat a piac számára, ugyanakkor az ágazat transzparenciájának növekedése hozzájárulhatna annak fejlődéséhez a potenciális befektetők és vállalkozások ismeretének növelésével, különösen a fejlődő piacok esetében. Ezen irányba tett fontos lépés lehet egy olyan nemzetközi adatbázis létrehozása, amely lehetőséget biztosít a kockázati- és magántőke hozamainak hiteles vizsgálatára.

Kulcsszavak: kockázati tőke, kivásárlás, hozam

BEVEZETÉS

A kockázati tőke egyre nagyobb jelentőséggel bír a pénzügyi közvetítők piacán, különösen az innovatív, fiatal vállalkozások finanszírozása területén. Bár e finanszírozási forma nemcsak az Egyesült Államokban, hanem Európában is egyre tekintélyesebb múlttra tekint vissza, a befektetések nem nyilvános jellege és az ebből adódó alacsony transzparenciája miatt nem tudunk pontos képet festeni teljesítményéről. Különösen igaz ez a kockázati-tőke-befektetéseken elérhető hozamok esetében, ami jellemzően üzleti titok részét képezi.

A kockázati tőke 'rejtőzködő' természetéből ered, hogy a befektetők a korlátozott információ-szolgáltatással információ- és versenyelőnyüket kívánják megőrizni, ezzel párhuzamosan ugyanakkor az alacsony transzparencia az ágazat fejlődésének gátlójává is válhat, amennyiben a potenciális gazdasági szereplők a megfelelő információk hiányában nem jelennek meg a piacon. Ebből a szempontból kimondottan fontos szerepe van a kockázati-tőke-befektetéseken elérhető hozamnak, ami a kockázati tőke teljesítményének leginkább átfogó indikátora. Jelen tanulmány célja, hogy felvázolja a kockázati-tőke-befektetések hozam-jellemzőit, külön kitérve az Európa és az Egyesült Államok piacán tapasztalható eltérésekre, valamint a magyarországi piac jellemzőire.

HOGYAN MÉRJÜK A KOCKÁZATI TŐKE HOZAMÁT?

Az elemzés hiányos adatszolgáltatás okozta korlátai

A kockázati tőke esetében nem áll rendelkezésre elegendő információ a hozamteljesítményének pontos megítéléséhez. Míg a nyilvánosan kereskedett értékpapírok esetében a kereskedési adatok hozzáférhetőek, addig a kockázati tőke esetében ezen adatok üzleti titok részét képezik. A rendelkezésre álló adatok önkéntes közlésen alapulnak, melyet a kockázati társaságok saját döntésük alapján tettek a kutatók, vagy adatgyűjtő cégek számára elérhetővé. Ebből adódóan a kockázati-tőke-piacon elért hozamokra vonatkozó információk nem teljes körűek.

A kockázati tőke hozamának elemzését nehezíti, hogy az elérhető adatbázisok eltérő módszertan alapján készülnek, így a különböző adatbázisokból levont következtetések gyakorta inkonzisztensek. A hiányos adatszolgáltatásból és az információs

aszimetriákból eredően a kockázati tőke hozamaira vonatkozó becslések torzításokat tartalmazhatnak. Ennek oka, hogy a sikeresen teljesítő alapok nagyobb hajlandóságot mutatnak a teljesítményükről szóló adatok szolgáltatására, így ezen alapok túlréprezentáltak a mintákban és felfelé torzíthatják az eredményeket (Ljungqvist & Richardson 2003; Cochrane 2005; Kaplan & Schoar 2005; Phalippou & Gottschalg 2009). Az eltérések különösen szembetűnőek, amennyiben nem az alapok, hanem az egyes befektetések szintjén vizsgáljuk a hozamokat.

A legújabb tanulmányok ezzel szemben arra mutatnak rá, hogy a kockázati- és magántőke-alapok hozamait vizsgáló adatbázisok a piac egyre nagyobb részét fedik le és egyre megbízhatóbbakká válnak. Kaplan és Lerner (2015) vizsgálták meg, hogy az elérhető és a szakirodalomban hivatkozott adatbázisok mennyiben alkalmasak általános következtetések levonására a kockázati tőke hozamait illetően. Eredményeik szerint a Burgiss adatbázis tekinthető a leginkább megbízhatónak, ami a 2005 óta létrejött kockázati-tőke-alapok mintegy 90%-át magában foglalja, és vélhetően nem tartalmaz kiválasztási torzítást. A Preqin és a Cambridge Associates esetében sem figyelhető meg észlelhető különbség a közölt eredmények tekintetében, bár ezen adatbázisok kiválasztási torzításokat tartalmazhatnak. A szerzők felhívják ugyanakkor a figyelmet, hogy az adatgyűjtését 1961 óta végző és széles körben használt Thomson Venture Economics (TVE) adatbázis megbízhatósága főként az elmúlt évtizedre vonatkozóan gyengült, ebből adódóan az elmúlt időszak TVE adatain alapuló elemzéseit is fenntartásokkal kell kezelni az adatok hiányossága miatt.

Milyen mutatókkal mérhetőek a kockázati-tőke-befektetések hozamai?

Az adatok hiányosságán túl módszertani problémák is felmerülnek, amikor a kockázati-tőke- és kivásárlási-alapok¹ teljesítményét akarjuk meghatározni. Több mutató is használatos az alapok teljesítményének leírására, azonban mindegyik mutató használata esetében problémákba ütközhetünk.

A kockázati- és magántőke-alapok hozamainak számszerűsítéséhez a belső megtérülési rátát (internal rate of return) szokták alkalmazni. Az IRR azt az éves hozamot jelenti, amelyet a befektető a kiszállás után realizál a befektetésén és magában foglalja az összes pénzáramlásból származó hozamot, mint az évek során kifizetett osztalékokat és a kiszálláskor realizált árfolyamnyereséget egyaránt,

levonva a befektetés érdekében az évek során kifejezett összegeket is, mint az alapkezelőknek kifejezett díjakat és a nyereségrészesedést. A horizontális IRR (horizon IRR) az iparági trendek kimutatására alkalmas mutatószám, amely egy periódus kezdeti időpontjában induló negatív pénzáramlásnak tekinti a nettó eszközértéket, pozitív pénzáramlásnak tekinti a periódus végső időpontjában az akkor aktuális nettó eszközértéket, és ezekhez még hozzáveszi a periódus alatt történő pénzáramlásokat. Az iparág rövid-, közép- és hosszú távú teljesítményének mérése érdekében egyéves, hároméves, ötéves, tízéves és húszéves horizontális IRR-t szoktak számítani. A gördülő IRR (rolling IRR) a horizontális IRR változását mutatja, oly módon, hogy minden év végén kiszámításra kerül az aktuális, pl. öt évre visszatekintő horizontális IRR. Az összevont IRR (pooled IRR) az iparági hozamok kalkulálására szolgáló mutató, amelyet az egyes alapok az időszak kezdete óta keletkezett pénzáramlásai és az időszak végén aktuális maradványértékei (residual value) összeadásával keletkezett aggregált pénzáramlásokból számítanak ki.

Az IRR mutató azonban könnyen túlbecülheti a tényleges megtérülést. Ennek oka egyfelől, hogy implicit módon az időközben keletkező pénzáramok IRR-en történő újra befektetését feltételezi. A kockázati-tőke-befektetések esetében a portfólió-vállalatba történő befektetés időtartama és a befektetés hozama fordítottan arányos, azaz azon befektetések, melyek esetében a kockázati-tőke-befektetők gyorsan képesek megvalósítani a kiszállást átlagosan magasabb hozamot produkálnak (Da Rin *et al.* 2011), a kiszállást követően a kockázati-tőke-alapba visszafolyó pénzösszeg újra történő befektetése valószínűleg, ezen felül a befektetési szerződés általában korlátozza ezen tőke újbóli befektetését. Ebből adódóan az IRR könnyen felülbecsülheti a tényleges hozamokat. Továbbá az adatok aggregálása az IRR esetében a tényleges megtérülést torzítottnak mutathatja.

Kaplan és Schoar (2005) munkájában új mutatót, a PME (Public Market Equivalent) azaz a nyilvános piaci egyenértékes mutatót vezetett be. Ezen mutató a kockázati-tőke-befektetést egy azonos időszakhoz tartozó nyilvános piacon kereskedett befektetéshez hasonlítja.

I. egyenlet

$$PME = \frac{\sum_t \frac{\text{befektetők pénzbeáramlásai}}{1 + r_{Mt}}}{\sum_t \frac{\text{befektetők pénzkirámlásai}}{1 + r_{Mt}}}$$

A PME mutató kiszámítása során a pénzáramlások a nyilvános piaci portfólió, azaz a tőzsdén kereskedett részvényekből létrehozható portfólió hozamával kerülnek diszkontálásra (rMt jelöléssel az 1. egyenletben az alap indításától az egyes pénzáramlások időpontjáig realizálható nyilvános piaci portfólión elérhető hozamot jelöli). A pénzbeáramlások jelenértékeinek összegét a pénzkirámlások jelenértékeinek összegével osztva megkapjuk a mutató értékét, melynek 1 feletti értéke esetén a kockázati tőke hozama meghaladja a nyilvánosan kereskedett befektetés hozamát. Sorensen és Jagannathan (2013) rámutat, hogy a piaci portfólió hozamának ilyen módon való alkalmazása a pénzáramok diszkontálására egyenértékű egy kockázatos pénzáram sztochasztikus diszkontálással történő értékelésével. Eredményeik szerint bizonyos feltételek mellett a PME megfelelő kockázattal korrigált mutató a kockázati-tőke-alapok teljesítményének mérése. A PME mutató ex-post értékelésre alkalmas, mivel ex-ante a pénzáramlások és piaci hozamok közötti korreláció nehezen előre jelezhető. Továbbá a PME mutató nem szolgáltat elégséges információt befektetési döntések meghozatalához.

A nettó eszközérték meghatározása és a valós értékelés megjelenése a befektetések értékelésében

Az értékelés különleges területe a magántőke-befektetések esetében a még nem realizált befektetések értékelése. A lezárt befektetések esetében a befektetések hozamairól szóló információk rendelkezésre állnak, egyértelműek és a közvetlen érdekeltek (a korlátlan és korlátozott felelősségű tagok, illetve a potenciális befektetők) számára elérhetőek. Ezen befektetések esetében az elemzők számára az információkhoz való hozzáférés jelenti a problémát. Ezzel szemben azon portfólió-vállalkozások esetében, ahol a kockázati-tőke-társaság még nem értékesítette a tulajdonosi részesedését, nem pusztán az adatokhoz való hozzáférés okoz problémát, hanem a befektetések megfelelő értékelése.

A még aktív befektetések értékelésének kérdése különös jelentőséggel bír azon kockázati-tőke-társaságok esetében, amelyek egy új alap indítása előtt a tőkegyűjtés időszakában állnak. A kockázati-tőke-társaságok menedzsereinek érdekében állhat, hogy manipulálják beszámolóikban befektetéseik értékét, annak érdekében, hogy a potenciális befektetők számára kedvezőbb képet mutassanak teljesítményükről és a nettó eszközértékükről (NAV), így elősegítve a követő alapok indításához szükséges

tőke gyűjtését (Brown et al. 2015). Ezen túlmenően a megbízó-ügynök kapcsolatból eredő kockázatok jelentős szereppel bírnak a kockázati tőke esetében, és ennek a megnyilvánulása lehet, hogy a korlátlan felelősségű tagok kedvezőbb színben tüntetik fel teljesítményüket a korlátolt felelősségű tagok és potenciális befektetők előtt (Becksky-Nagy – Fazekas 2015a).

Brown et al. (2015) tanulmányukban vizsgálják, hogy milyen mértékben és milyen sikerességgel „játszanak” eredményeikkel a kockázati-tőke-befektetők. Eredményeik szerint a tőkegyűjtés időszakában megfigyelhetőek abnormálisan magas hozamok, ugyanakkor a befektetések felülértékelése jellemzően az alulteljesítő alapok esetében fordul elő. A legjobban teljesítő alapok jellemzően alulárazzák befektetéseiket, mivel a befektetők kevésbé hajlandók tőkét nyújtani azon befektetők új alapjai számára, akik teljesítményükről a valóságnál kedvezőbb képet festenek és kénytelenek lefelé korrigálni felülértékelt befektetéseiket. Ljungqvist és Richardson (2003) eredményei szerint a kockázati-tőke-társaságok reputációjuk miatt vonakodtak befektetéseiket veszteségként leírni, azokat bekerülési értéken tartották számon. A valós értéken való értékelés kötelezővé tette a magántőke befektetők esetében jelentős változást hozott a még le nem zárt befektetések értékelésének területén. A szabályozás korábban lehetővé tette, hogy a portfólióvállalkozások bekerülési értéken kerüljenek kimutatásra (Kiss – Orbán 2015; Droppa – Becksky-Nagy 2015).

A KOCKÁZATI TŐKE HOZAMAI A NEMZETKÖZI TAPASZTALATOK TÜKRÉBEN

A nyilvános piacon kereskedett értékpapirokból alkotott portfólióhoz viszonyítva a kockázati-tőke-befektetések esetében extra profitelvárások jelentkeznek a befektetők által. Egyfelől a befektető kompenzációt várhat befektetéseik illikviditásáért. A nyilvános piacra képest a befektetők bizonytalanságát növeli, hogy a befektetések időzítése az alapok kezelőinek kezében van, a befektetők számára tőke befizetési kötelezettség keletkezik. A nyilvánosan kereskedett értékpapírok esetében ezzel szemben a befizetési kötelezettség és a befektetés időben nem válik el a kereskedés folyamatos.

Több tanulmány is megkísérelte korábban a kockázati- és magántőke befektetések hozamait értékelni (Kaplan – Schoar 2005; Phalippou – Gottschalg 2009; Phalippou 2010; Harris et al. 2014). Kaplan és Schoar (2005) tanulmánya óta, amely

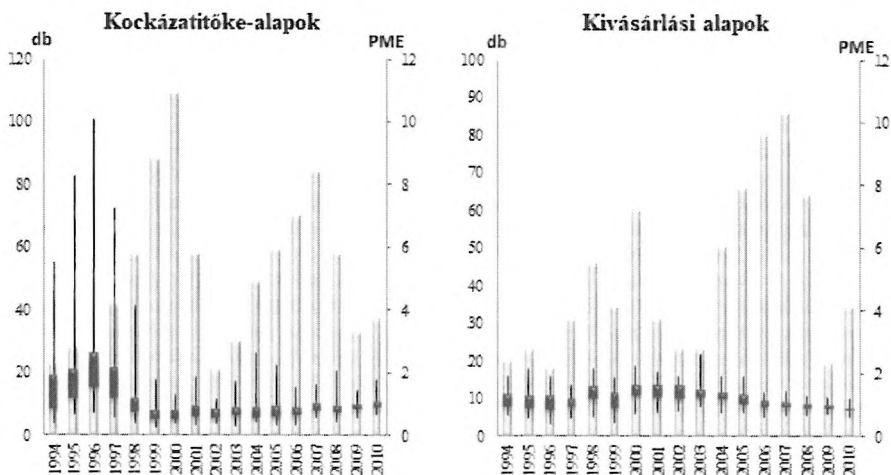
bevezette a PME mutatót a kockázati és magántőke teljesítményének mérésére, a szakirodalomban a mutató alkalmazása vált általánossá, mindazonáltal ennek ellenére a tanulmányok nem mutatnak egységes képet, következtetéseik gyakran egymásnak ellentmondanak az adatok hiánya, az adatbázisok tökéletlensége illetve a korábban bemutatott módszertani problémák miatt.

Kaplan és Schoar (2005) számításai szerint, amit a Thomson Venture Economics adatai alapján végeztek, 1980 és 2000 között átlagosan a kockázati-tőke-befektetések megtérülése felülmúlta a piaci portfóliót, a PME mutató értéke 1,21 volt számításaik szerint. Ezzel szemben Phalippou és Gottschalg (2009) következtetése szerint, akik szintén a Thomson Venture Economics adatait használták fel a kockázati tőke hozama elmaradt a nyilvános piaci portfólió hozamától. A két szerzőpáros eredményei közötti eltérések a NAV eltérő értékelésére vezethetők vissza. Míg Kaplan és Schoar (2005) bekerülési értéken vette figyelembe a PME számítása során nettó eszközértékbe tartozó befektetéseket, addig Phalippou és Gottschalg szerint az alapok futamidejének végéhez közeledve azon vállalkozások, melyekből nem történt meg a kiszállás, azok 'élőhalott' befektetések közé sorolhatóak, melyek értékét az alapokat kezelő társaságok reputációjuk miatt írják le veszteségként, így ők számításaikban ezen befektetések értékét nullának veszik.

A kockázati-tőke-befektetések megtérülésének időbeli alakulását vizsgálva eltérés mutatkozik az 1990-es és a 2000-es évek mutatói között. Míg a 90-es években a kockázati-tőke-iparág hozamai jelentősen felülmúlták a piaci portfólió hozamát, addig a 2000-es években az alapok átlagosan alulteljesítettek (Harris et al. 2014).

A kockázati- és magántőke-piacra vonatkozó egyre átfogóbbá váló adatgyűjtés és a valós értéken történő értékelés megjelenéséből adódóan egyre pontosabb kép adható a hozamokról, az elemzések egyre megbízhatóbbakká válnak. Ahogy Kaplan és Lerner (2015) bemutatta, a Burgiss és a Preqin adatbázisok megbízhatóbb képet adnak, mint a korábban bemutatott tanulmányok alapját képező Thomson Venture Economics. A továbbiakban ezen adatbázisokat elemezve mutatjuk be, hogy mennyire éri meg kockázati tőkébe fektetni, azaz a piaci portfólióval összevetve milyen hozamokat volt képes elérni a kockázati tőke. Az első ábra szemlélteti a kockázati tőke és kivásárlási alapok számának (db) és a PME mutató interkvartilisonkénti átlagainak alakulását az alapok indításának éve szerint a Burgiss adatbázis alapján.

1. ábra: A kockázati tőke és kivásárlási alapok számának (db) és a PME mutató interkvartilisonkénti átlagainak alakulása az alapok indításának éve szerint az Egyesült Államokban, 1994-2010*



Átlagos PME mutatók				
	4. interkvartilis	3. interkvartilis	2. interkvartilis	1. interkvartilis
Kockázati tőke	0,455	0,827	1,262	3,289
Kivásárlás	0,663	1,011	1,281	1,792

* Az adatok az alapok teljesítményét 2014. júniusáig tartalmazzák. A 2010-es évet követően létrejött alapok adatait nem tartalmazzák, mivel ezen alapok még a befektetési időszakban tartanak, befektetéseik alacsony százalékát realizálták.

Forrás: saját szerkesztés Jenkinson et al. (2016) adatai alapján

A kockázati tőke esetében egyértelműen kirajzolódik, hogy a 90-es években indított alapok esetében igencsak megérte ezen befektetési lehetőséget választani, hiszen átlagosan nagymértékben felülmúlta a kockázati tőkén elérhető hozam a nyilvános piaci portfólió által elérhető hozamokat. Igazán kimagasló hozamokat lehetett elérni az 1995-1997 között indított alapokkal, amikor is a felső kvartilisba tartozó alapok átlagosan 7-10 közötti PME mutatókat tudtak elérni. Az interkvartilisekbe tartozó átlagok között igen nagy különbségek figyelhetők meg ebben az időszakban, a felső kvartilisba tartozó alapok sokkal magasabb hozamokat voltak képesek elérni, ami egy erősen balra ferde eloszlásról árulkodik a kockázati tőke megtérülését illetően. A magas hozamok lehetősége mellett azonban a kockázati tőke-alapok többsége a piaci portfólió alatti hozamokat ért el, még a

második interkvartilisba tartozó alapok átlagos hozamai is elmaradtak a piaci hozamoktól a vizsgált 17 évből 9 évben. Kedvezőbb teljesítmény a vizsgált időszak kezdetén, illetve a 2009-ben és 2010-ben indított alapok esetében figyelhető meg. Az alsó interkvartilisekben a kockázati tőke-alapok átlagosan 0,45 valamint 0,83-as PME mutatókat tudtak elérni, ami amelltt, hogy a piaci portfóliónál alacsonyabb hozamokat jelent, jelentős számú veszteségesen működő alapról is árulkodik.

Ezzel szemben felső és alsó kvartilisba tartozó kivásárlási alapok hozamteljesítménye sokkal kisebb eltérést mutat. Átlagosan a harmadik kvartilisba tartozó alapok is képesek voltak a piaci hozamokat felülmúlni és az időbeli alakulást vizsgálva szintén jóval stabilabb teljesítményt mutattak. Ezzel párhuzamosan ugyanakkor a kimagasló hozamok elérésének valószínűsége is alacsonyabb.

A vizsgált 17 évből pusztán 5 évben volt a felső kvartilisba tartozó alapok hozama átlagosan magasabb a kivásárlások esetében a kockázati tőkével összevetve, ezen 5 év is a dot.com válság okozta visszaesés időszakára esett.

A kockázati tőke és a kivásárlások összevetésében fontos szereppel bír a befektetések során alkalmazott eltérő finanszírozási mechanizmusok hatása, ami az idegen és saját tőke eltérő arányú alkalmazásából ered. A kivásárlások esetében jellemzően tőkeáttételes ügyletek valósulnak meg idegen tőke igénybe vételével, aminek következtében e befektetési típus esetében jelentkeznek a tőkeáttételből eredő pozitív hatások; az idegen tőke igénybe vételéből adódó adómegetakarítás valamint a saját tőkére eső hozamok multiplifikálódása.

Az első ábrán az is kirajzolódik, hogy a befektetési alapok számának növekedésével ellentétes irányban mozdultak el a kockázati tőke és a kivásárlások hozamai, kimondottan igaz ez a kockázati tőke esetében. Harris et al. (2014) bemutatta, hogy a PME mutató szignifikáns csökkenésével jár együtt a befektetések növekedése. A legmagasabb és legalacsonyabb befektetési volumennel rendelkező években 0,075 nagyságú csökkenés figyelhető meg a kivásárlási alapok esetében, míg a kockázati tőke esetében ugyan ez a változás 0,39. A hozamok és a befektetett tőke közötti ellentétes mozgás a magántőke-ágazat esetében rámutat arra, hogy a tőkeabszorpciós képessége az iparágak korlátozott, főként a kockázati tőke esetében.

Habár az európai magántőke-piacnál az Egyesült Államok piaca fejlettebb, ennek ellenére az európai és az észak-amerikai kivásárlások hozamai hasonlóan alakultak átlagosan az elmúlt két évtized folyamán (Becszy-Nagy – Fazekas 2014; Brown et al. 2015). Míg a 90-es években az európai kivásárlási alapok magasabb hozamokat voltak képesek elérni, addig a 2000-es években az Egyesült Államok alapjainak hozamai bizonyultak kedvezőbbnek (Fazekas - Becszy-Nagy 2015). A piaci portfólióval összevetve azonban mindkét régió alapjai képesek voltak magasabb megtérülést biztosítani befektetőik számára.

Sokkal inkább szembetűnőek a két régió fejlettségbeli eltérései a kockázati tőke-piacok hozamainak összevetésekor. Az Európa kockázati tőke-piacain elérhető hozamok rendre alulmúlták az Egyesült Államokban történt befektetések hozamait. Az eltérés különösen szembetűnő volt a 90-es években az úgynevezett „dot.com boom” előtt, amikor az európai kockázati tőke-alapok hozamainak mintegy háromszorosát tudták elérni az Egyesült Államok alapjai (EVCA 2014). Mindazonáltal ezek a különbségek jelentősen mérséklődtek a 2000-es

években, ami elsődlegesen az Egyesült Államok kockázati tőke-befektetéseiben elért hozamok jelentős visszaesésére vezethető vissza (Preqin 2015). A területi különbségeknél még érdemes kitérni a piaci portfólióhoz viszonyított relatív teljesítményekre. Az Egyesült Államok esetében a kép kettős, mivel átlagosan a 90-es években felül, míg a 2000-es években alul teljesítettek a kockázati tőke-alapok a nyilvános piaci portfólióval összevetve. Az európai alapok esetében azonban megállapíthatjuk, hogy azok hozamai a 90-es évek óta rendre elmaradtak a piaci portfólió által elért hozamoktól.

A közép-kelet-európai régióban hasonló tendenciák rajzolódhatnak ki. Az EBRD 1992-2013 közötti 291 befektetésre kiterjedő adatgyűjtése szerint a kivásárlási alapok képesek voltak mind a kockázati tőke, mind pedig a nyilvános piacokon kereskedett értékpapírok hozamait felülmúlni a régióban. A kockázati tőke és a kivásárlások közötti eltérés elsődleges oka a tőkeáttétel kedvező hatása volt, mindazonáltal a régióban is megfigyelhető a befektetők tevékenységére visszavezethető hozzáadott értékből eredő növekvő hozamteljesítmény (EBRD 2015). Karsai (2012) továbbá rámutat, hogy a közép-kelet-európai régióra főként a 2000-es évek második felétől a befektetői elvárások szerint a fejlett kockázati tőke-piacok kockázata mellett a fejlődő piacokon elérhető magasabb hozamok jellemzőek. A fejlődő piacokhoz képest érzékelt alacsonyabb kockázat elsődlegesen a régióban komoly tapasztalatot szerző befektetők piaci ismeretével, a magasabb hozamok lehetősége pedig a fejlett országokhoz viszonyítva a piac relatív telítettségével magyarázható.

A kockázati tőke kockázati jellemzői

A hozamokkal párhuzamosan szükséges a kockázatok körültekintő vizsgálata is, hiszen a befektetési döntések mindig a megfelelő kockázat-hozam kombinációkra vonatkoznak. Cochrane (2005) munkájában vizsgálta meg, hogy milyen kockázati-és hozamjellemzőkkel bírnak a kockázati tőke-befektetések. Az egyedi tőkebefektetések kerültek vizsgálat alá, ezen belül is a felvásárlások vagy első tőzsdéi bevezetésen átesett kockázati tőke-finanszírozásban részesülő vállalkozások. Eredménye szerint a kockázati tőke-befektetések kockázata szempontjából a szisztematikus kockázati komponens nem bír jelentős szereppel, jellemzően egyedi kockázatok okozzák a hozamok jelentős volatilitását. A kockázati tőke-befektetések hozamának szisztematikus kockázattal nem magyarázható magas arányát erősíti meg tanulmányaikban Korteweg & Nagel (2016).

Ewens *et al.* (2013) rámutat, hogy egy jól diverzifikált befektető szemszögéből tekintve a kockázatkerülés nem optimális, a várható magas hozamok elérésében érdekelték. A kockázati-tőke-befektetések egyedi kockázata jól diverzifikált befektető esetén az egyes projektekbe befektetett vagyon alacsony aránya miatt közelít a nullához, így azok csökkentésében a kockázati-tőke-alap kezelői által nem érdekelték (Ewens *et al.* 2013).

A kockázati-tőke-alapok megtérülésének mértéke mellett azok állandósága is jelentős szereppel bír, különösen befektetői szemmel. A kockázati-tőke-befektetések kockázatának értékelése során felmerül a kérdés, hogy egy befektető korábbi alapjainak teljesítményének ismeretében mennyire előre jelezhető a jövőben indított alapok hozama, mennyiben lehet a múltbeli adatokat felhasználni a befektetési döntések megalapozására. A befektetések megtérülésének állandósága az ugyanazon kockázati-tőke-társaság által kezelt alapok teljesítményének pozitív kapcsolatát jelenti. Kaplan és Schoar (2005) tanulmányukban gyenge kapcsolatot tárt fel az azonos kockázati-tőke-társaságok által kezelt alapok teljesítményével kapcsolatban. Phalippou (2010) azonban rámutatott, hogy ezen kapcsolat az alapok közötti időbeni átfedésre vezethető vissza. A kockázati-tőke-társaságok egymással párhuzamosan több alapot is kezelnek, ezek fókusza lehet azonos. Az alapok megtérülése közötti kapcsolat ezen esetekben van jelen. Minél alacsonyabb az időbeni átfedés az alapok között, a köztük lévő kapcsolat is úgy gyengül. Az időbeli átfedések miatt utólagosan állapítható csak meg az alapok teljesítménye közötti kapcsolat, a tőkegyűjtés időszakában azok még nem állnak a befektetők rendelkezésére. Befektetői szempontból közelítve a fenti eredményeket arra a következtetésre juthatunk, hogy a kockázati-tőke-társaságok által kezelt alapok teljesítménye kevéssé alkalmas befektetők számára az új alapok várható jövőbeli teljesítményének előrejelzésében.

A MAGYARORSZÁGI KISZÁLLÁSOK BEMUTATÁSA

A magyarországi kockázati-tőke-piac hozamaival kapcsolatosan nincsenek elérhető statisztikák, a Magyar Kockázati Tőke Egyesület csak a tőkegyűjtéssel, befektetésekkel és kilépésekkel kapcsolatosan közöl statisztikákat. Ráadásul a kilépések esetében is a befektetések könyv szerinti értéke (bekerülési értéke) alapján készülnek a statisztikák, így hozamok megítélésére a rendelkezésre álló statisztikák alapján nincs lehetőség, pusztán indirekt

módon lehet következtetni a hozamok alakulására. A kockázati-tőke-befektetők ugyanis kivételesen körültekintő befektetési tevékenységet folytatnak, professzionális eszközökkel mérik fel lehetséges befektetéseik várható hozamait és kockázatait, így a tőkegyűjtési és befektetési kedv alakulásából a kockázati-tőkek által elvárt hozamok alakulása is lehet következtetni, ami konkrét számokban ugyan nem jeleníthető meg. A Deloitte (2014, 2015) által évente közzétett felmérés a közép-európai kockázati-tőke-befektetők bizalmi szintjéről az idei évre fokozódó gazdasági javulásra vonatkozó várakozásokat mutatott, a korábban meggyengült bizalom helyreállása mellett, ezzel párhuzamosan a felmérés során a válaszadók kétharmada a befektetéseik hozamának javulását várta.

Magyarországon a GDP 0,108%-át, míg Európában a GDP 0,302%-át tették ki a magántőke-befektetések 2015-ben, ami azt jelzi, hogy a magántőke-befektetések relatív súlya alacsony a magyar gazdaságban, különösen az államilag nem támogatott kivásárlások esetében. Annak ellenére, hogy a befektetők bizalmi indexe javult, a tőkegyűjtés még így is jóval elmarad a Közép-Kelet-európai régióban más régiókkal szemben (Gyallai *et al.* 2015), ráadásul kifejezetten magyarországi befektetésre szánt tőkegyűjtést nem regisztráltak (HVCA 2015), ami jelzi, hogy a régióban kevés a magántőke-befektetők hozamelvárásainak megfelelő új befektetési lehetőség. A piaci befektetők alacsony aktivitását Magyarországon az állami források megjelenése kompenzálja, melynek eredményeként állami és hibrid alapok váltak dominánssá, és az állami szerepvállalás felerősödésén keresztül rekord számú befektetés valósult meg, elsődlegesen a klasszikus kockázati tőke szegmensében. A JEREMIE program keretein belül 92 milliárd forint, 85%-ban európai forrásból származó állami tőke vált befektetheővé, amit a privát befektetők 130 milliárd forintra egészítettek ki (Karsai 2016). A szerzők adatgyűjtése alapján mintegy 310 vállalkozás jutott forráshoz a JEREMIE program hibrid alapjai által 2010 óta, valamint 90 vállalkozás a tisztán állami kockázati-tőke-alap által. Ennek köszönhetően visszaállt az egészséges egyensúly a klasszikus kockázati-tőke-befektetések és a kivásárlások között, ugyanakkor egy-egy kiugróan magas értékű befektetésből történő kiszállás továbbra is dominálhatja a hazai statisztikai adatokat, mivel a magas befektetési aktivitás ellenére a kiszállások száma továbbra is alacsony. Jelenleg a kiszállások alulmúlják az előzetes elvárásokat, de a JEREMIE alapok befektetéseiből való kiszállások első hulláma 2017-19 között várható (HVCA 2015), a szerzők számításai szerint a befektetések

átlagos időtartama jelenleg alig 3 év. Az eddigi kevés számú sikeres kiszállás fényében, a befektetések korai stádiumának ellenére, bizonytalanná vált a program sikeressége (Becsky Nagy – Fazekas 2015b). Bár pusztán a kiszállási tevékenységet vizsgálva közvetlenül a befektetések hozamai nem határozhatóak meg, ugyanakkor a kiszállás típusa alapján következtethetünk a sikeres befektetések arányára. A szerzők adatgyűjtése alapján a JEREMIE program befektetései közül 2016-os év második negyedévéig 24 esetben történt kiszállás, 8 esetben veszteségként történő leírással, 5 esetben részleges vagy teljes menedzseri kivásárlással és 11 esetben stratégiai befektetőnek történő értékesítéssel. A hazai kockázati-tőke-piacon az európai piacokhoz hasonlóan a stratégiai befektetőknek történő értékesítés jelenik meg domináns kiszállási módokatként, Európában az ügyletek 27%-a zárult ily módon, míg a régiós viszonyokat vizsgálva a befektetések mintegy 60%-a került így értékesítésre 2013-ban (Karsai 2015). A képet azonban árnyalja, hogy a ténylegesen sikeresnek tekinthető, elsődlegesen külföldi stratégiai befektető számára történő értékesítések száma alacsony volt. A tisztán állami Széchenyi Tőkealap befektetési esetében a kiszállások aránya magasabb, lezárt befektetésként 11 vállalkozást jelöl meg az alap (SZTA, 2016), melyek esetében a kiszállás elsődleges módja a menedzseri kivásárlás volt. Felmerül a kérdés, hogy vajon a rekord mennyiségű korai stádiumú befektetés valóban beváltja a hozzá fűzött reményeket, és a befektetők a kockázati-tőke-iparágban megszokott hozamokat fognak realizálni, vagy néhány kivételesen ígéretes befektetéstől eltekintve csak mérsékelt hozamokat fognak elérni. Hasonlóan a befektetések éves adataihoz, a kilépések és a hozamok éves átlagát is képes uralni egy kivételesen nagy értékű befektetés exitje, ami a piac kis méretét jelzi.

A JEREMIE programot követően újabb állami források váltak elérhetővé a klasszikus kockázati tőke típusú befektetések céljából, amelyek a korábbi tapasztalatok alapján már jobban igazodnak a keresleti oldal sajátosságaihoz.

KÖVETKEZTETÉSEK

A cikkben kísérletet tettünk a kockázati tőke hozamainak összehasonlító elemzésére, komoly módszertani akadályok mellett, hiszen a kockázati-tőke-befektetések által elért hozamok gyakran üzleti tükör részét képezik, illetve a szereplők érdekeltek lehetnek az adatok torzításában, akár saját teljesítményük felértékelése, akár későbbi tőkegyűjtési szándékok miatt. További problémát jelent a még el

nem zárult befektetések értékelése, hiszen ebben az esetben nem pusztán az adatokhoz való hozzáférés okoz problémát, hanem a befektetések megfelelő értékelése is. Az adatgyűjtés egyre kiterjedtebbé válik, de még mindig nem elegendő ahhoz, hogy a befektetésekről egyértelmű képet lehessen alkotni. Ezzel együtt és az IFRS-ek, illetve a US GAAP egymással összhangban már egységesen megköveteli a befektetések valós értéken történő értékelését, ami az adatok összevethetőségének javulását eredményezi.

Vizsgálatunk során arra a következtetésre jutottunk, hogy jelentősen eltér a kockázati tőke és a kivásárlás mind hozam, mind pedig kockázatosság szempontjából, átlagosan jobb teljesítményt nyújt a kivásárlás, amivel magyarázható a magántőke befektetéseken belüli növekvő aránya. Emellett a piaci portfólióval összevetve a kivásárlások tudtak magasabb profitot generálni, míg a kockázati tőke alapok többsége elmaradt a nyilvános piaci portfólióval elérhető hozamoktól. Az európai és az amerikai hozamok megfigyelve megállapítható, hogy az USA-ban realizált hozamok rendre meghaladták az európai hozamokat, különösen a dot.com válságot megelőzően. A piaci portfólió hozamait egyedül az USA-ban sikerült túlszárnyalni a kockázati-tőke-befektetőknek a '90-es években, de minden más esetben a piaci portfólió hozamai bizonyultak magasabbnak.

Magyarországon a JEREMIE-program hatására a befektetések megoszlása a klasszikus kockázati tőke illetve a kivásárlások tekintetében egzségesebbé képet fest, de még nem lehet tudni a korábbinál magasabb számú klasszikus kockázati-tőke-befektetés meghozza-e a hozzá fűzött reményeket, és az iparágban megszokott hozamokat fogja biztosítani, vagy csak a korábbi években megfigyelhető kevésszámú befektetés esetében sikerül majd magas hozamokat elérni. Erre az első kiszállási hullám idején kaphatunk majd választ, amely 2017-19 körülre várható.

JEGYZETEK

¹ A Szerzők a kockázati tőke fogalmát klasszikus értelmezés szerint a korai életszakaszban járó vállalkozások finanszírozására vonatkozóan használják. A kivásárlásokkal az érettebb szakaszokat finanszírozó magántőke-befektetéseket jelölik.

² Sorensen és Jagannathan (2013) szerint a PME helyes mutató akkor, ha a piacokon érvényesül az egy ár törvénye, a korlátolt felelősségű tagok (LP-k) log-hasznosságúak, a korlátolt felelősségű tagok teljes vagyonián elért hozam egyenlő a piaci hozammal.

³ A nettó eszközérték (NAV mint Net Asset Value) a kockázati-tőke-társaság portfóliójában lévő befektetések maradványértékét jelöli, azaz azon vállalatokban szerzett részesedések értékét, amelyekből a kockázati-tőke-befektetők még nem szálltak ki.

⁴ Az FAS 157 (frissítve ASC 820) értelmében a valós értéken történő értékelés harmonizáltan jelenik meg az IFRS és US GAAP szabályozásában. A valós értéken történő értékelést kiterjeszti a magántőke-társaságokra.

HIVATKOZÁSOK

- Becsky-Nagy, P. – Fazekas, B. (2014), "Returns of Private Equity – Comparative Analyses of the Returns of Venture Capital and Buyout Funds in Europe and in the US", *The Annals of the University of Oradea – Economic Sciences*, 23 1, pp.820-8
- Becsky-Nagy P. – Fazekas B. (2015a), „Speciális kockázatok és kockázatkezelés a kockázati-tőke-finanszírozásban”, *Vezetéstudomány*, 46 3, 57-68. old.
- Becsky-Nagy P. – Fazekas B. (2015b), "Befektetés vagy tanulópénz? Az uniós és állami források hatása a magyarországi kockázati-tőke-piac fejlődésére", *Pénzügyi Szemle*, 60 2, 243-53. old.
- Brown, G. W., Gredil, O., Kaplan, S. N. (2015), "Do Private Equity Funds Game Returns?", *Fama-Miller Working Paper*
- Cochrane, J. H. (2005), "The Risk and Return of Venture Capital", *Journal of Financial Economics*, 75 1, pp.3-52
- Da Rin, M., Hellmann, T. F., Puri, M. (2011), „A Survey of Venture Capital Research”, *NBER WORKING PAPER SERIES*, National Bureau of Economic Research, Cambridge
- Deloitte (2014, 2015), *Felmérés a közép-európai kockázati-tőke-befektetők bizalmi szintjéről*, Budapest
- Droppa D. – Becsky-Nagy P. (2015), "A cash flow-kimutatók hazai és nemzetközi szabályozása", *Számvitel, adó, könyvvizsgálat*, 57 3, 124-6. old.
- EBRD (2015), *Transition Report 2015-16*, European Bank for Reconstruction and Development
- EVCA (2014), *2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study Equity*, EVCA, Thomson Financial
- Ewens, M., Jones, C. M., Rhodes-Kropf, M. (2013), *The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity*, AFA 2003 Washington, DC Meetings
- Fazekas, B. - Becsky-Nagy, P. (2015), "Private Equity Market in Recovery", *Procedia Economics and Finance*, 32 C, pp.225-31
- Gyallai É. – Farkas B. – Becsky-Nagy P. (2016), "Kockázati tőke helyzet a közép-kelet-európai országokban", *Közgazdász Fórum*, (megjelenés alatt)
- Harris, R. S., Jenkinson, T., Kaplan, S. N. (2014), "Private Equity Performance: What Do We Know? ", *The Journal of Finance*, 69 5, pp.1851-82
- Jenkinson, T., Harris, R. S., Kaplan, S. N. (2016), "How Do Private Equity Investments Perform Compared to Public Equity? ", *Journal of Investment Management*, 14 3, pp.1-24
- HVCA (2015), *Venture Capital and Private Equity Overview Hungary – 2014*.
- Kaplan, S. N., Lerner, J. (2015), „Venture Capital Data: Opportunities and Challenges”, *NBER WORKING PAPER SERIES*, National Bureau of Economic Research, Cambridge
- Kaplan, S. N., Schoar, A. (2005), "Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows", *Journal of Finance*, 60 4, pp.1791-823
- Karsai J. (2012), *A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a középkelet-európai régióban*, Budapest: Közgazdasági Szemle Alapítvány – MTA KRTK KTI
- Karsai J. (2015), "Hol tart a kelet-közép-európai kockázati- és magántőkepiac öt évvel a válság után? ", *Statisztikai Szemle*, 93 1, 5-24. old.
- Karsai J. (2016), „A magyarországi kockázati-tőke-alapkezelők véleménye a JEREMIE kockázati-tőke-programról”, *Marketing & Menedzsment*, 50 3,
- Kiss, Á. – Orbán, I. (2015), "The 'EPS' of the IFRS as a Benchmark of Corporate Performance" *The Annals of the University of Oradea – Economic Sciences* 24 1, pp.944-8
- Korteweg, A. G., Nagel, S. (2016), "Risk-Adjusting the Returns to Venture Capital", *Journal of Finance*, 71 3, pp.1437-70
- Ljungqvist, A., Richardson, M. (2003), „The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity”, *Finance Working Paper No. 03-001*, NYU
- Phalippou, L. (2010), "Venture Capital Funds: Flow-Performance Relationship and Performance Persistence", *Journal of Banking and Finance*, 34 3, pp.568-77
- Phalippou, L., Gottschalg, O. (2009), "The Performance of Private Equity Funds", *Review of Financial Studies. Society for Financial Studies*, 22 4, pp.1747-76

Preqin (2015), Preqin Private Equity Spotlight – June 2015 Data Pack
Sorensen, M., Jagannathan, R. (2013), „The Public Market Equivalent and Private Equity Performance”, Columbia Business School Research Paper (13-34)
SZTA (2016), A Széchenyi Tőkebefektetési Alap befektetései (<http://www.szta.hu/befekteteseink>) Letöltés ideje: 2016.10.07.

Dr. habil. Becsky-Nagy Patrícia adjunktus
becsky.nagy.patricia@econ.unideb.hu

Fazekas Balázs, PhD hallgató
fazekas.balazs@econ.unideb.hu

Debreceni Egyetem
Gazdaságtudományi Kar
Számviteli és Pénzügyi Intézet

How much is venture capital worth? – Comparative analyses of the returns of venture capital

AIM OF THE PAPER

This article focuses on the return characteristics of venture capital. The main question is whether venture capital investments are able to generate higher profits than publicly traded securities. The study discusses the differences of the traditional venture capital funds providing funds for young and innovative enterprises and buyout funds focusing on the financing of later stages, with regards to differences of European and US funds. Despite of the limited information the authors also attempt to evaluate the returns of Hungarian investments.

METHODOLOGY

Despite of the limited data provision, according to the available seconder information we processed the public international databases in international comparison. Based on our primer database collected about Hungarian investments we interpreted the state of the Hungarian market based on the small amount of exits.

MOST IMPORTANT FINDINGS

The finding of this article is that buyout funds outperformed the public market in average, while venture capital funds underperformed it. This better performance can be a reason behind the increasing role of buyout investments within private equity industry. However the distribution of venture capital funds' returns is highly skewed to the left through the best performing funds the multiple of public market returns can be gained. Furthermore between the returns and the volume of the fund invested a negative correlation can be observed that shows that the capital absorption ability of the industry is limited, especially in case of venture capital.

PRACTICAL RECOMMENDATIONS

Venture capital by its nature provides deficient information for the market, but the improved transparency of the industry would foster its development, through increasing the knowledge of potential investors and enterprises, especially in case of the developing markets. It would be an important step in this direction to create an international database ready for the authentic examination of the returns of venture capital and private equity market.

Keywords: venture capital, buyout, return