

BCE KÖZGAZDASÁGI DOKTORI ISKOLA

IX. ÉVES KONFERENCIA

KONTRASZELEKCIÓ AZ INNOVÁCIÓ-FINANSZÍROZÁSBAN –

A HAZAI BEFEKTETŐK TAPASZTALATAI

LOVAS ANITA

2013. november

TARTALOMJEGYZÉK

1. Bevezetés	2
2. Aszimmetrikus információs helyzet a vállalkozó és a befektető között.....	4
2.1. A projekt tulajdonságai, mint rejtett információk	5
2.2. Következtetés	6
2.3. A rejtett információk következményei	6
3. A befektető lépései az információs hátrány csökkentésére	10
3.1. Információs memorandum és személyes találkozók	11
3.2. A befektetési ajánlat és az átvilágítás.....	13
3.3. Következtetés	14
3.4. Az alapos átvizsgálás következményei	14
4. Az állami beavatkozás értékelése befektetői szemmel.....	15
4.1. Az állami támogatás, mint pozitív jel	16
4.2. Az állami támogatás, mint negatív jel.....	17
4.3. Következtetés	18
4.4. Az állami támogatás, mint jelzés következményei	18
5. Összegzés.....	19
6. Hivatkozások	19

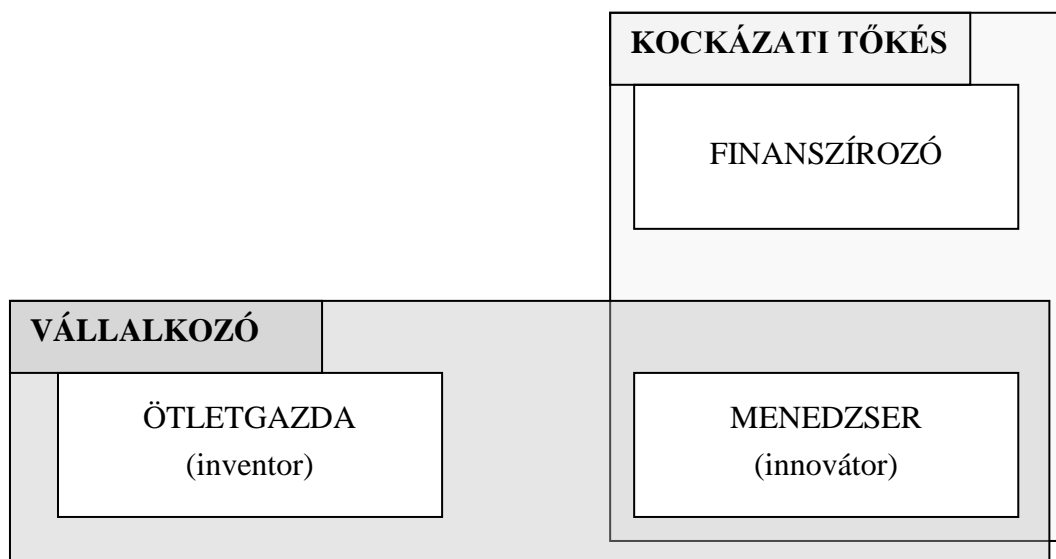
1. BEVEZETÉS

Az innováció napjaink egyik sokat emlegetett fogalma, széles körben elterjedt a használata, azonban nem mindenki ugyanazt érti alatta. Fogalmi meghatározása folyamatosan változásokon megy keresztül, értelmezését a mai napig általános vita övezi. A fogalom alapjai Schumpeter munkásságához köthetőek, miszerint az innováció mindig valamilyen új megoldást jelent, amely lehet új termék bevezetése, új termelési módszer alkalmazása, új beszerzési források kiaknázása, új szervezeti struktúra kialakítása vagy új piacra való belépés (*Schumpeter, 1980 [1912]*). Az üzleti gazdaságtan fogalmi meghatározása némileg eltér ettől: innováció a fogyasztói igények új, magasabb minőségű szinten való kielégítése (*Chikán [2008]*). Üzleti, befektetői szempontból pedig az tekinthető innovációnak, amely az adott vállalat számára versenyelőnyt biztosít (*Zsembery [2012]*).

Egy sikeres innovációhoz három tényező együttes jelenléte szükséges: az ötlet, a menedzsment és a pénztőke. Ez alapján az innovációs folyamatban legalább három funkció különböztethető meg. Az *ötletgazda* az új gondolat eredeti tulajdonosa (*inventor*), akinél először jelenik meg az ötlet (*Kornai [2011]*). Az ötlet megszületését megelőzheti kutatási folyamat, de akár a hagyományos üzletmenet során is létrejöhet, például amikor a dolgozó a gyártáson „véletlenül” fedezi fel, hogyan lehet javítani a termelési eljárást. Ahhoz, hogy ebből olyan termék szülessen, amely a piacon értékesíthető, *menedzserre (innovátor)* van szükség (*Kornai [2011]*), aki koordinálja a további kutatásokat és fejlesztéseket, gondoskodik a szükséges tőke bevonásáról, a gyártásról és megszervezi a piaci értékesítést stb. A menedzseri funkciót betöltheti egy egyén, egy csoport vagy egy egész vállalat. Egy ötlet megvalósításához külső pénzforrás bevonására lehet szükség, ezért megkülönböztetünk egy harmadik szereplőt, a *finanszírozót*, aki ezt tudja biztosítani. A három funkció élesen is elhatárolódhat különálló személyekben, illetve szervezetekben vagy akár egy nagyvállalatban egymással párhuzamosan is működhetnek. Tipikus példa az ötletgazda és a menedzser együttes megjelenésére, az innovatív kisvállalat, amely számára gyakran a forráshiány a fejlődés gátja. A kockázati tőkés az innovációs folyamatok egyik kiemelt szereplője. Nemcsak finanszírozói szerepkörben jelenik meg, hanem a pénzügyi hozzájáruláson kívül szakmai segítséget (menedzsmentet) is nyújt a vállalatoknak. Az 1. ábrán láthatóak az innovációs folyamat szereplői, valamint a szereplők által betöltött szerepkörök.

1. ábra Az innovációs folyamat feladat- illetve szerepkörei

Forrás: saját szerkesztés



Ha az ötletgazda menedzseri feladatokat is ellát, akkor röviden vállalkozónak nevezzük. Ha a finanszírozó aktívan részt vesz a vállalkozás sikerre vitelében, vagyis a finanszírozás mellett menedzseri feladatokat is ellát, akkor kockázati tőkésnek nevezzük. A vállalkozó és a kockázati tőkés viszonyát az aszimmetrikus informáltság jellemzi, ami számos problémát vet fel.

Az aszimmetrikus informáltság nagysága piaconként változik, egyes esetekben olyan súlyos mértéket ölthet, hogy olyan projekt sem kap finanszírozást, amely értékteremtő lenne (hitelszúke). A dolgozat célja annak vizsgálata, hogy a hazai befektetők milyen problémákat tapasztalnak ezzel kapcsolatban, hogyan kezelik azokat. A hazai piacon kiemelt szerepet töltenek be az állami (vissza nem térítendő) támogatások – különösen a mikro- és kisvállalkozások esetében. Ezért külön foglalkozom azzal a kérdéssel is, hogy hogyan befolyásolja a befektetői döntéshozatalt például az a tény, hogy az adott vállalat korábban állami támogatásban részesült.

Az elemzés elkészítéséhez 2013 tavaszán egy interjúorozatot folytattam hazai kockázati tőkebefektetőkkel. A kutatás során tíz hazai kockázati tőkebefektető társaság igazgatóságának egy-egy tagjával készítettem mélyinterjút. Az interjúban hét ún. „Jeremie-alap” vezetőjét kerestem meg. A „Jeremie-alapok” olyan kockázati tőketársaságok, amelyeket magánbefektetők alapítottak részben állami-, és uniós források bevonásával (50-70%). Az interjúoroztatban résztvevő három befektető tisztán magánforrásból finanszírozott kockázati tőkealap vezetőségének a tagja. Az alábbi táblázatban látható, hogy kik vették részt az interjúoroztatban.

1. táblázat Az interjúsorozatban szereplő befektetők (betűrendben felsorolva)

1	Berecz József	DBH Investment	ügyvezető igazgató
2	Déri Viktor	Prosperitás	vezérigazgató
3	Gaál Csaba	Core Venture	vezérigazgató
4	Gerő Viktor	Central-Fund	partner
5	Hradszki László	3 TS Capital Partners	befektetési igazgató
6	Molnár András	PortfoLion	befektetési igazgató
7	Szilágyi Tímea	Docler Investments	befektetési igazgató
8	Szombati András	Primus Capital	befektetési igazgató
9	Tánczos Péter	Euroventures	igazgatóság elnöke
10	Vitán Gábor	Venturio	igazgatóság elnöke

A kutatás során elsősorban a következő hipotéziseket kívántam elvetni vagy megerősíteni:

- 1. hipotézis:** A vállalkozó jobban informált a projekt megvalósíthatóságáról és a saját képességeiről.
- 2. hipotézis:** A kockázati tőkebefektetők jelentősen megszűrik a projekteket, ami időigényes és kieshetnek jó projektek is.
- 3. hipotézis:** Az állami kiválasztási rendszer megfelelő, az állami támogatás léte pozitív jelzés a kockázati tőkebefektetőknek.

A befektetői interjúk sajátossága az volt, hogy nem csupán az adott kockázati tőkealap hivatalos álláspontját ismertem meg, hanem a befektetők a személyes tapasztalataikat is megosztották velem. Ennek kapcsán többen kérték, hogy egyes vélemények közzétevése során ne jelenjen meg a nevük. Ezért a dolgozat során, minden befektető válaszát egy adott B1, B2..., B10 jellel fogom jelölni és az indexek a betűrendtől eltérő sorrendben kerültek kiosztásra.

A dolgozat további struktúrája a hipotézisek sorrendjét fogja követni, az utolsó fejezetben pedig összegzem az eredményeket.

2. ASZIMMETRIKUS INFORMÁCIÓS HELYZET A VÁLLALKOZÓ ÉS A BEFEKTETŐ KÖZÖTT

Ha minden szereplő azonos információkkal rendelkezik az innováció megvalósíthatóságáról, várható sikerességéről, akkor egyenlően informáltak. Feltételezhető azonban, hogy az innováció elindítója, az ötletgazda vagy a vállalkozó, jobban informált az ötlet jellegéről, annak megvalósíthatóságáról. Ebben az esetben aszimmetrikus információs helyzet alakul ki,

ami jelentősen befolyásolja az innovációk megvalósítását, illetve finanszírozását. Így egy innovatív ötlet megvalósítása (és finanszírozása) gyakran az *Akerlof [1970]* klasszikus tragacspiaci modelljéhez hasonló problémát vet fel (kontraszelekció). A befektetők óvatosak, mert a vállalkozóhoz képest kevésbé ismerik az ötlet technikai megvalósíthatóságát. A kontraszelekció veszélye különösen súlyos lehet a kezdeti szakaszban lévő, innovatív ötlet finanszírozásánál (*Alam - Walton [1995], Hubbard [1998]*).

2.1. A PROJEKT TULAJDONSÁGAI, MINT REJTETT INFORMÁCIÓK

A korai szakaszú, klasszikus innováció esetében két típusú kockázat különböztethető meg. Az egyik a technológia kockázat, amely a fizikai megvalósíthatósággal függ össze, a második a piaci kockázat, ami a pénzügyi megvalósíthatósággal kapcsolatos. A vállalkozó információs előnye az első esetben igaz lehet (*B1*). Egy feltaláló (pl. ha egy fizikusról van szó) meg tudja állapítani, vannak-e technológiai kockázatai az adott találmánynak. Az aszimmetria nagysága ezen belül is több tényező függvénye. Ez a technikai információs előny azonban nagyon könnyen „behozható” a befektető részéről, mert egyrészt vannak tapasztalataik, láttak már ilyet, másrészt vannak szakértőik (*B2*). Befektetői társaságokként is változik, hogy a különböző típusú találmányoknál mennyire tekinthető nagynak az információs aszimmetria. A korábbi befektetések tapasztalatai, vagy az a vállalatcsoport, amihez a társaságnak kötődése van, csökkentő tényezőt jelentenek (*B6, B8, B10*). Ezért a kockázati tőkések általában néhány iparágra specializálódnak (pl. egészségügy, informatika) (*Lerner [2002]*). Vagyis egyes perifériális, újszerű területeken, ahol nincs tapasztalatuk a kockázati tőkéseknek, az információs aszimmetria, így a finanszírozási probléma (hitelszűke) is nagyobb lehet.

Piaci szempontból azonban már nem egyértelmű ez az információs aszimmetria. Egy adott területen jártas befektető tájékozottabb lehet a piaci lehetőségeket illetően, mint a vállalkozó (*B1*). Míg a feltalálók, illetve a vállalkozók több információval rendelkeznek a találmányról magáról, de az üzleti megvalósíthatóságról, az értékesítési lehetőségekről általában jóval kevesebbet tudnak, mint a kockázati tőkés (*B2*). Tehát ha egy olyan feltalálóról van szó, aki a projektet megelőzően ún. laboratóriumi körülmények között dolgozott, piaci szempontból nem rendelkezik információs előnnyel. Sőt, ezekben a dimenziókban a befektető van információs előnyben. Ezzel szemben, amikor egy olyan vállalkozó dolgozik egy innovatív projekt beindításán, aki már sok éve az adott iparágban dolgozik, például alkalmazottként, több piaci információval rendelkezhet a kockázati tőkebefektetőhöz képest (*B10*). Vagy egy több éve működő vállalatnál már lehetnek egyéb rejtett információk. Például az árbevétel nagy hányadát biztosító vevő még nem mondta fel a régóta fennálló üzleti kapcsolatot, de már tervezi, és ezzel a vállalat vezetői tisztában vannak (*B5*). Látni kell azonban, hogy az a tény, hogy bizonyos területeken a kockázati tőkések vannak információs előnyben, nem ellensúlyozza azt, hogy a vállalkozók jobban ismerik a terméküket. A kétoldali információs

aszimmetria nem kioltja egymást, vagyis nem oldja a feszültségeket, hanem növeli, így összességében nehezíti a finanszírozást.

Egy kockázati tőkebefektető számára sokszor maga a termék nem is annyira informatív, mint maga a személy, a befektetési döntés szempontjából a megvalósító személye az érdekesebb (B6). A kockázati tőkebefektető azt keresi, ki az a személy, akinek pénzt tud adni, akiben képes megbízni, és aki képes arra, hogy sikerre vigyen egy nagy kockázatú és nagy jövedelmezőségű projektet (B4). A fő kérdés így a kockázati tőkebefektető számára az, hogy amit a vállalkozó kitalált, azt el tudja-e adni, van-e elég jó üzleti szakember a vállalkozásban. Akár induló vállalkozásról van szó, akár egy nagyobb cégről, mindig a menedzsment minősége a fontos a befektetőnek és emiatt érzékelhető az aszimmetrikus információs helyzet (B1, B5), hiszen ezek olyan információk, amelyet elsősorban a vállalkozó ismer, illetve a vállalat menedzsmentje ismeri a saját képességeit, egy külső szereplő számára ezek rejtett információk.

A hazai piacon ezt a problémát tovább súlyosbítja két tényező. Egyrészt Magyarországon hiányzik a hibázás kezelésének megfelelő tanítása, itthon igyekeznek ezeket titkolni. Ezzel szemben például az USA-ban felnéznek arra, aki beismeri, mert egy ilyen vállalkozó már tudja, hogy mitől lehet elbukni (ismeri azokat a hibákat, amik kudarcot eredményeznek), de az új lépéssel bizonyítja, hogy képes tovább lépni (B7). Másrészt a hazai vállalkozói rétegben még gyakran előfordulnak „megélhetési start-uposok”. Néha önhibáján kívül nem képes valaki egy olyan feladatra, amit egy start-up vezetése kíván, hajlamosak feladni az első akadálnál (B7), de napjainkban mégis sokan start-upot akarnak indítani és ezzel felhívítják a start-up közösséget.

2.2. KÖVETKEZTETÉS

A vállalkozó a projekt technikai megvalósíthatóságáról információs előnnyel rendelkezik. Az innovatív start-up vállalatok a piaci megvalósíthatóságról kevésbé tájékozottak, a rejtett piaci információk inkább a több éve működő vállalatoknál jelenthetnek problémát a finanszírozó számára. De egy kockázati tőkebefektető szempontjából a vállalkozó, illetve a menedzsment képességei és ambíciói a legfontosabb információk, amelyet kevésbé ismernek, mint a vállalkozó. Ez azonban nem kisebbíti az információs aszimmetriából fakadó finanszírozási nehézségeket.

2.3. A REJTETT INFORMÁCIÓK KÖVETKEZMÉNYEI

A megkérdezett kockázati tőkebefektetők véleménye szerint, évente több száz feltaláló, illetve vállalatvezető keresi meg őket, ebből a megkeresésekből azonban csupán pár százalék végződik tőkebefektetéssel és hosszú távú együttműködéssel. Ez a kicsi arány pedig részben épp az aszimmetrikus információs helyzetnek köszönhető, részben pedig a valóban nem megfelelő projektek kiszűrése miatt.

Az aszimmetrikus információs helyzet hatását az információs aszimmetria közgazdaságtannak eszköztárát felhasználva mutatom be. Ehhez *Tirole [2006]* 6. fejezetének modelljét, valamint *Gömöri [2001]* 5. fejezetének modelljét használom fel.

Tegyük fel, hogy a projektgazdák (a vállalkozók) és így a projektek két csoportba sorolhatóak valamely tulajdonságuk alapján. Ez a tulajdonság vonatkozhat a vállalkozóra, például milyenek a menedzseri képességeik, valamint magára a termékre, pl. hogy a vállalkozó várhatóan mekkora sikerességgel kecsegtető ötlettel/termékkel rendelkezik. Minden projektnek kétféle kimenete lehet, vagy sikeresen zárul és akkor $R > 0$ bevételt eredményez, vagy sikertelen és akkor nincs bevétele. Egy projektet jó típusúnak (G) nevezzük, ha p_G valószínűséggel lesz sikeres és a rossz típusúnak, ha (B) p_B valószínűséggel lesz sikeres ($p_G > p_B$).

A projekt tőkeigénye I nagyságú, de egy vállalkozó csak $A < I$ kezdeti vagyonnal rendelkezik, ezért külső finanszírozó bevonására van szüksége, aki most a kockázati tőkebefektető. A vállalkozók különböző nagyságú kezdeti vagyonnal rendelkeznek, azaz egyes vállalkozóknak eltérő mértékű tőkebevonásra van szükségük.

A projektek várható megtérülése a jó típusú esetén pozitív, azaz a várható bevétel csak a jó típusúnál haladja meg a beruházási igényt: $p_G R > I > p_B R$. Ezért gazdasági szempontból csak a jó típusúkat érdemes finanszírozni.

Ha a kockázati tőkés minden információval rendelkezne, amivel a vállalkozó, akkor racionális befektetőket feltételezve minden jó típus kapna finanszírozást és minden rossz típusút elutasítanának. A befektetést megelőzően a vállalkozó és a kockázati tőkés megállapodik a befektetés feltételeiben, ami ebben a modellben azt jelenti, hogy hogyan osztoznak a bevételen. A sikeres projekt R bevételén osztozik a vállalkozó (E) és a kockázati tőkebefektető (VC)

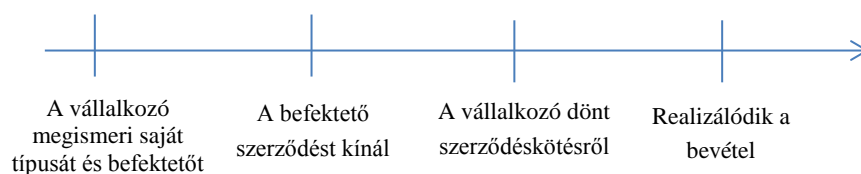
$$R = R_E + R_{VC}. \quad (1)$$

Feltesszük továbbá, hogy mindketten kockázatsemlegesek és eltekintünk a pénz időértékétől, így mindkét fél elvárt hozama 0%.

Az alábbi ábrán látható a projekt időbeli struktúrája, ami mutatja, hogy az egyes szereplők milyen sorrendben hozzák meg a döntéseiket:

2. ábra A befektetési folyamat időbeli struktúrája

Forrás: saját szerkesztés



A kockázati tőkebefektető a szerződés kialakításánál figyelembe veszi, hogy olyan szerződést kell kínálni a vállalkozónak, amit az hajlandó elfogadni, azaz a vállalkozó várható bevétele legyen magasabb, mint a kezdeti befektetése. Ezért ebben az esetben a vállalkozó ún. részvételi korlátja (*Participation Constraint – PC* az alábbi formában írható fel:

$$(PC_E^G) \quad p_G R_E^G = p_G (R - R_{VC}^G) \geq A. \quad (2)$$

A kockázati tőkebefektető olyan szerződést fog kínálni, amely mellett teljesül a vállalkozó részvételi korlátja és maximalizálja a kockázati tőkés várható profitját. A kockázati tőkés profitfüggvénye:

$$\max_{R_E^G} \{p_G R_{VC}^G - (I - A)\} = \{p_G (R - R_E^G) - (I - A)\} \quad (3)$$

Az optimalizálási feladat megoldásából adódik, hogy a kockázati tőkebefektetőnek a következő szerződést kell ajánlania, hogy a jó típusú még éppen elfogadja¹ azt:

$$R_E^G = \frac{A}{p_G}; \quad R_{VC}^G = R - \frac{A}{p_G}. \quad (4)$$

Akkor, ha a kockázati tőkésék ismerik a projektek típusát, csak a jó típusúaknak ajánlanak szerződést és mivel teljesül a részvételi korlátjuk, így megéri nekik elfogadni a szerződést a fenti feltételekkel.

A valójában azonban, a szereplők eltérő informáltsága miatt a kockázati tőkebefektetők nem tudják megfigyelni, hogy milyen a vállalkozó projektje, ezért nem tudnak különbséget tenni a jó és a rossz típusú projektek között. A probléma abból adódik, hogy a rossz típusú projekttel rendelkező vállalkozók hajlamosak jó típusúként feltüntetni magukat a finanszírozási kérelem benyújtása során.

Tegyük fel, hogy noha a kockázati tőkebefektetők nem ismerik a típusokat, de a piaci tapasztalatuk alapján ismerik a típusok eloszlását, azaz azt, hogy milyen valószínűséggel lehet egy projekt jó vagy rossz típusú. Legyen a jó típusúak aránya α , a rosszaké $1 - \alpha$. A kockázati tőkebefektetők szempontjából ezért egy projekt sikerének (előzetes) valószínűségét, azaz azt, hogy milyen valószínűséggel lesz egy ismeretlen típusú projekt sikeres, az alábbi formulával írhatjuk fel:

$$m \equiv \alpha p_G + (1 - \alpha) p_B. \quad (5)$$

A kockázati tőkebefektetők ebben az esetben minden vállalkozó projektjét azonosan kezelik, mert nem tudják megkülönböztetni a jó és a rossz típusúakat. Így minden vállalkozónak

¹ A modell megoldása során most azzal a feltevéssel élek, hogy a vállalkozók piaci kompetitív

azonos bevételi részesedést (R_E) tudnak ajánlani, típustól függetlenül. Ilyen feltételek mellett a kockázati tőkebefektető profitfüggvénye és egy jó típusú vállalkozó részvételi korlátja²:

$$\max_{R_E} \{mR_{VC} - (I - A)\} = \{m(R - R_E^G) - (I - A)\} \quad (6)$$

$$(PC_E^G) \quad p_G R_E = p_G (R - R_{VC}) \geq A. \quad (7)$$

Ahhoz, hogy egy jó típusú vállalkozó elfogadja ezt a szerződést, $R_E = A/p_G$ bevételt kell legalább kínálni. Ekkor azonban nem feltétlenül pozitív a kockázati tőkebefektető profitja. A kockázati tőkebefektető csak akkor hajlandó $R_E = A/p_G$ összeget kínálni, ha ekkor az ő $R_{VC} = R - A/p_G$ bevétele mellett a várható profitja nem negatív. Ezért csak azokat a projekteket finanszírozzák, amelyekre teljesül, hogy:

$$m \left(R - \frac{A}{p_G} \right) \geq (I - A). \quad (8)$$

A kifejezést átrendezve azt kapjuk, hogy a vállalkozóknak A_{min} kezdeti vagyonnal kell rendelkezniük, különben az aszimmetrikus információs helyzet miatt még a jó típusúak sem kapnak finanszírozást:

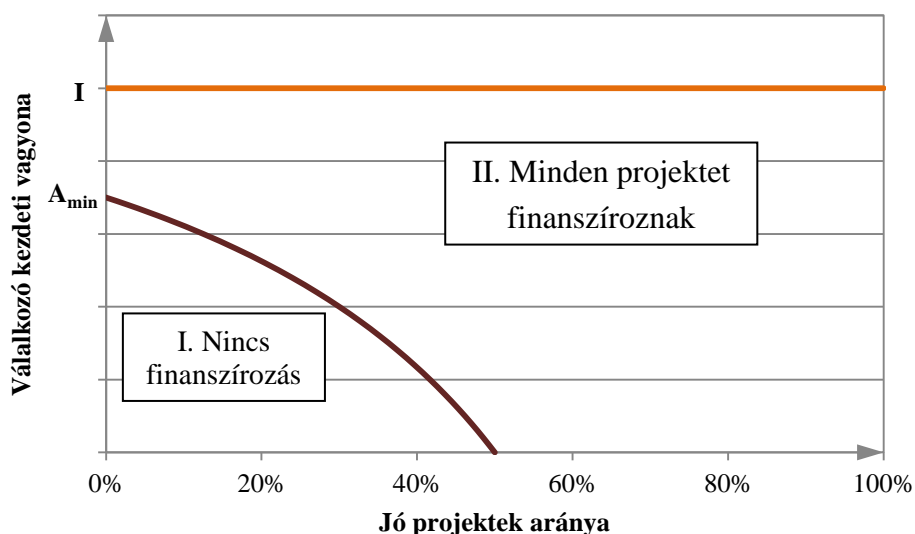
$$A_{min} = \frac{p_G (Rm - I)}{m - p_G}. \quad (9)$$

A következő ábrán látható, hogy a jó projektek arányának függvényében, milyen kezdeti vagyon mellett kaphatnak finanszírozást az egyes projektek

² Mivel csak a jó típusúak az értékteremtő projekt (pozitív NPV), csak ezeknél a projekteknél szükséges a belépési feltétel teljesülése.

**3. ábra Finanszírozás aszimmetrikus információk mellett
(különböző kezdeti vagyoni szintek és a jó projektek aránya függvényében)**

Forrás: saját készítésű ábra



Az I. tartományban akár jó típusú a vállalkozó, akár rossz típusú, nem kap finanszírozást. Ez azzal magyarázható, hogy ebben a tartományban csak akkor lenne pozitív a kockázati tőkebefektető profitja, ha a jó típusúkra vonatkozóan nem teljesülne a részvételi korlát. Ekkor azonban a jó típusúak elutasítanak a szerződéseket és csak a rossz típusúak maradnának bent (kontraszelekció), amelyek várható profitja azonban negatív. Így ebben a tartományban olyan befektetéseket sem valósítanak meg, amelyek értékteremtőek (jó típusúak), azaz pozitív a nettó jelenértékük (piac megszűnés).

A II. tartományban már egyaránt teljesül a jó típusú vállalkozók részvételi korlátja, valamint a kockázati tőkebefektető profitjának nem negativitásának feltétele. Így mindent finanszíroznak, még a rossz típusú projekteket is, amelyek nettó jelenértéke negatív (elveyítő egyensúly).

Az aszimmetrikus informáltság tehát veszteségeket okoz, mert kieshetnek jó típusúak (piac megszűnés), valamint finanszírozásra kerülhetnek a rossz típusúak is (keresztfinanszírozás). Ennek a helyzetnek a kezelésére mind a vállalkozói, mind a befektetői oldalról több eszköz is rendelkezésre áll. A következő fejezetben bemutatom és értékelem a befektető által alkalmazható eszközöket.

3. A BEFEKTETŐ LÉPÉSEI AZ INFORMÁCIÓS HÁTRÁNY CSÖKKENTÉSÉRE

A kockázati tőkések különböző eszközöket alkalmazhatnak az aszimmetrikus információs helyzet kezelésére. Az egyik, hogy *teljesen kiküszöbölik* a technológiai kockázatot és csak akkor hajlandóak egy vállalkozást finanszírozni, ha már van olyan termék, ami konkrét piaci igényt elégít ki és amit már értékesítettek a piacon (*B1*). Ezzel a befektető *túllépi* az

technológiai *információs aszimmetriát*, azaz kivonul a korai innovációk finanszírozásából, megmarad a forrásszűke.

A második stratégia, a *kockázatcsökkentés (B1)*, a termék, a projekt, illetve a menedzsment *előzetes vizsgálatával*. Az előzetes vizsgálat és értékelés különösen fontos a kockázati tőkebefektetéseknél. A kockázati tőkebefektető elvárt hozama magas, hajlandó magas kockázatú projektekbe befektetni, de csak akkor, ha ismerik a lehetséges kockázatokat. A befektetők véleménye szerint nem az összes kockázat kiküszöbölése a cél, hanem annak elérése, hogy ne legyenek rejtett kockázatok, azaz a kockázati tőkés is ismerje meg a termék piacát, versenyhelyezetet... stb. (B3)

A gyakorlat azt mutatja, hogy számos csatorna segíti a potenciális partnerek (vállalkozó és a kockázati tőkés) egymásra találását. A hazai kockázati tőkebefektetők szerint a vállalkozók publikusan meghirdetett felületeken keresztül (pl. email, honlap), formális csatornákon keresztül (pl. konferencia, start-up verseny) vagy informális módon (pl. ismerős) keresik meg őket.

3.1. INFORMÁCIÓS MEMORANDUM ÉS SZEMÉLYES TALÁLKOZÓK

Az ismerkedés első lépéseként a vállalkozók elkészítenek egy *információs memorandumot*, amely kiemelt fontosságú a finanszírozási döntés szempontjából. Az információs memorandum alapján a befektetők a projektek több mint felét kiszűrik, 100-ból átlagosan 30 projekt az, amivel tovább foglalkoznak. A projektek nagy száma miatt ezekre a döntésekre kevés időt fordítanak. Ebben a szakaszban jellemzően 1-1 beadott anyaggal csak a kockázati tőketársaság 1-1 tagja foglalkozik és az ő döntése alapján kerülhet a kockázati társaság többi tagja elé (B8). A döntés meghozatalában objektív és szubjektív tényezők egyaránt közrejártsanak. Az információs anyag elkészítése során nincs értelme a vállalkozónak titkolóznia, fontos, hogy az fókuszált legyen (B7). Már az információs memorandumok esetében is beszélhetünk minimum követelményekről: ha a vállalkozó nem tud magáról elküldeni egy információs anyagot, ehelyett csak tapogatózik, akkor befektetői szempontból olyan vállalkozónak tűnik, aki nem képes egy üzleti és egy pénzügyi tervet letenni az asztalra, ezért nem érdemes foglalkozni vele (B3). Személyes találkozóra csak akkor kerülhet sor, ha elkészül ez az anyag (B6) és az megfelel az előzetes követelményeknek. Az információs memorandum kapcsán fontos kérdés, hogy beleillik-e az adott projekt a kockázati tőketársaság profiljába, a meghirdetett stratégiájába (B2). Egy Jeremie tőkealpnál a feltételek között szerepel az is, hogy mik a Jeremie program belépési feltételei³ (B3). Vannak olyan üzletágak, amelyekbe a kockázati tőketársaság nem szeret befektetni, például a kiskereskedelembe, ahol nincs hozzáadott érték (B9), vagy az építőiparba, ahol nem lehet átütő sikerű projektet megvalósítani (B10). A kockázati tőketársaság elemzői ezt követően

³ A Jeremie program belépési feltételei például Lovas – Rába [2013] tanulmányban olvashatóak.

azon dolgoznak, hogy piaci versenyhelyeztetel teszteljék az információs memorandumot (B9). Tehát már az első követelmények teljesítése, illetve nem teljesítése azt eredményezi, hogy nagyon sok projekt kiesik a finanszírozói körből, akár jó projektek is (hitelszűke). Például az egyik start-up konferencián bemutatásra került annak ötlete (és a projekt üzleti terve), hogy a téli időszakban egy teljes fedett teniszpálya felfűtése helyett, infralámpákat kellene használni, ami követi a játékosokat. A befektetők ebben nem látták elsöre a lehetőséget, de valójában egy másik területre átvinni és ott továbbfejleszteni, lehet nagy profittal kecsegtetne (B3).

A következő kritikus pont, az *első találkozó*. Ha a memorandumból az látszik, hogy az üzlet érdekes lehet, a személyes találkozó segít annak validálásában és jobb megértésében, valamint a vállalkozó megismerésében. A kockázati tőkés azt vizsgálja, hogy elképzelhető-e, hogy vele együtt tudnak-e dolgozni 6-8 évig, „működik-e a kémia”, például az irodája hogyan van berendezve, hogyan öltözködik, hogyan viselkedik, hogyan kommunikál (B10). Mivel a kockázati tőkebefektetés hosszú távú befektetést jelent, ami folyamatos együttműködést igényel, nagyon fontos, hogy a felek megfelelően tudjanak kooperálni. A befektető számára fontos, hogy a feltaláló „ne legyen teljesen örült”, ne csak mikroszkóp alatt tudjon dolgozni, hanem képes legyen végrehajtani is azt, amit kigondol (B2). Ezért a kockázati tőkés csak akkor fektet be, ha a vállalkozó már a piacot is ismeri.

Ha a vállalkozó tapasztalt vagy legalább szimpatikus, akkor eldöntik, hogyan haladjanak tovább még ígéretek nélkül. Elindul az *egyeztetési folyamat* egy olyan üzleti terv elkészítése céljából, amiben közösen meg tudnak állapodni (B3). A befektetéshez vezető folyamat e része, az egyeztetések és a beszélgetések célja egyrészt az, hogy a felek jobban megismerjék egymást, másrészt, hogy teszteljék és közösen átdolgozzák az üzleti tervet. A folyamat során elsődlegesen a vállalkozó az érdekes, a piac csak másodrendű kérdés (B2). A befektetők azt nézik, mire képesek a vállalkozók, nehéz szituációkban hogyan viselkedtek, a kollégáikkal hogyan kezelték a konfliktusokat (B1).

Amit a kockázati tőkebefektető a vállalkozó anyagaiban, illetve a találkozók során lát, azt elkezd megismerni (B4). A befektető számára erre az egyik legjobb információforrás manapság az internet (B2). Emellett a befektetők ebben a szakaszban a vállalkozótól várják az információkat, ő pedig ezt úgy közvetíti, ahogy a kockázati tőkebefektető szeretné látni (B4). Ilyenkor a vállalkozók gyakran megkérdezik a befektetőtől, hogy mit szeretnének. De a befektető igazából nem szeretne semmit, nem ő akarja kitalálni, hogyan használja a vállalkozó a pénzt (B4). A befektető elmondja, mi a legfontosabb az üzleti tervvel kapcsolatban, de soha nem készíti el azt (B1). Ha a befektető azt érzékeli, hogy a projektben van valami érdekes és új, valamint a partnerben van valami lehetőség, akkor orientálja, hogy mit képzel el az üzletről és hogyan szeretné csinálni. Hiszen nem a befektetőnek kell utána megvalósítani az innovációt, hanem a vállalkozónak, ezért neki kell a projekttel, az üzleti tervvel azonosulni (B4). Ezt az információszerzést jellemzően saját házon belül végzik el a befektetők, csak akkor kérnek fel külső szakértőt, ha speciális technikai kérdéstről van szó (B3).

3.2. A BEFEKTETÉSI AJÁNLAT ÉS AZ ÁTVILÁGÍTÁS

Az egyeztetési folyamat az ún. *term sheet*ben, befektetési ajánlatban csúcsosodik ki (B9), ami a befektetés fő kondícióit tartalmazza, nevezetesen azt, hogy mekkora pénzüsszeget és milyen feltételekkel fektet be a kockázati tőkebefektető (B5). A term sheet aláírása szintén egy jelentős döntési pont, a bejövő projektek kb. 10 százalékának ajánlják fel (B10). Ennek kiadása előtt a befektetők általában meghatározott időre kizárólagosságot kérnek, azaz csak azokkal írják alá, akik elkötelezik magukat, hogy nem tárgyalnak más kockázati tőkebefektetőkkel (B6).

A term sheet aláírását követően folytatódik a korábbi egyeztetési folyamat, de a befektetők már nemcsak ellenőrzik a vállalkozót, hanem azon dolgoznak, hogy előkészítsék a közös együttműködést (B5). A term sheet időszakában indítják a befektetők a hivatalos átvilágítást, az ún. *due diligencet*. Az átvilágítás nélkülözhetetlen, ezt megelőzően jellemzően csak az internetről, ismerősöktől, valamint a vállalkozótól kapott információk alapján tájékozódik a befektető. Az átvilágításnál szinte mindig egy külső csapat támogatja a munkát (B3), külső szakértők végzik el a *jogi, pénzügyi, üzleti, adózási* területen az alapos átvilágítást. Ennek kiegészítése gyakran az ún. *menedzsment audit*, amelynek során a menedzsment képességeit és technikáit vizsgálják meg (B5). De ezen felül, olyan országokban, ahol kevésbé tudják a vállalkozókat megvizsgálni, ott ún. „*háttérellenőrzést*” (background check) végeznek (például mennyire tisztességes, voltak-e sötét dolgok a múltjában). Egy ilyen vizsgálat Magyarországon könnyen elvégezhető (pl. facebook, google), de pl. Bulgáriában nem, és erre fel kell kérni egy erre specializálódott céget⁴ (B5).

A term sheet kiadása és annak aláírása a hivatalos átvilágításon kívül azért is fontos mérföldkő, mert megváltozik a vállalkozónak és a kockázati tőkebefektetőnek a befektetési tárgyalásokon betöltött szerepe. A folyamat elején, azaz a bemutatkozásnál és a kezdeti egyezkedéseknél a vállalkozó ismerteti a projektjét és szeretné meggyőzni a befektetőt. Míg a term sheet kiadásával a kockázati tőkés ismerteti a finanszírozási csomagot és szeretné elérni, hogy a vállalkozó elfogadja az abban foglalt feltételeket (B9). A folyamat ezt megelőző szakaszában kevés vállalkozó kérdez vissza, kevés vállalkozó érdeklődik a befektetési struktúra mikéntjéről, emiatt a term sheet kiadásával megtántorodás érezhető a vállalkozók részéről (B9). Itt szembesülnek azzal, mit is jelent, ha kockázati tőkebefektető finanszírozza a vállalkozást, milyen kööttséget kell vállalni és milyen szigorú szankciók lehetnek, ha nem megfelelően teljesít a projekt (B4). Több esetben is előfordult, hogy a term sheet kiadását követően a vállalkozó hátrált meg, 10 kiadott term sheet-ből átlagosan csak hét befektetési szerződés jön létre (B9).

⁴ Pl.: Control Risks Group (<http://www.controlrisks.com/>)

Ha a befektető és a vállalkozó közötti kapcsolatfelvételi idők 1-2 naposak lennének, azaz a vállalkozók 2 napos válaszidővel dolgoznának, majd 2 nap múlva kapnának visszajelzést és feladatot, akkor a teljes befektetést megelőző folyamat kb. 3 hónapot venne igénybe. Ezeknek a lépéseknek az időigénye azonban jellemzően inkább 2 hét, így igen ritka, hogy 6 hónapon belül lezárul az átvilágítás (B2). A hosszú időszakra azért is szükség van, hogy jobban megismerjék egymást a felek, hiszen a kockázati tőkebefektetés „egy olyan házasság, ahol az ember tudja, hogy lesz közös gyerek és azt is tudják a felek, hogy el fognak válni” (B1). A befektetőknek sem kell így pár nap alatt dönteni, így felfedhető az információk jelentős része (B9). Egy korái fázisú (seed) befektetés esetén, ez az időszak rövidebb lehet (3-4 hónap), mert a cégnek nincs múltja vagy egészen rövid, így az átvilágítás kevesebb időt vesz igénybe és nem is minden területen szükséges külső szolgáltató igénybevétele (B5, B7).

3.3. KÖVETKEZTETÉS

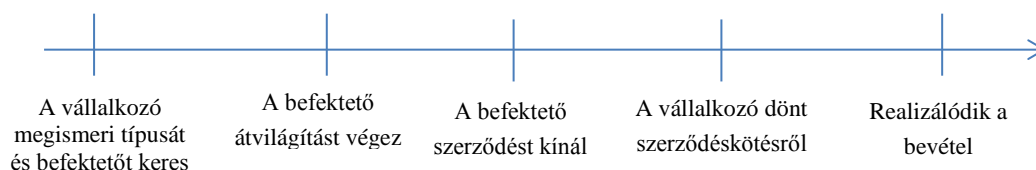
A kockázati tőkebefektetők szigorú soft és hard követelményeket alkalmaznak, és jelentős erőfeszítést fordítanak a vállalatok átvilágítására. A folyamat hosszadalmas és a projektek jelentős része nem kap finanszírozást.

3.4. AZ ALAPOS ÁTVIZSGÁLÁS KÖVETKEZMÉNYEI

Az előző, 2. fejezet végén bemutatott modellt most kibővíttem azzal, hogy a kockázati tőkebefektetők a szerződés megkötése előtt alaposan átvizsgálják a vállalkozókat, aminek költsége legyen c . Tegyük fel, hogy az átvilágítás eredményeként teljesen megismerik a befektetők a vállalkozót, valamint a projektet, így el tudják dönteni, hogy jó típusú-e és így érdemes-e finanszírozni. A projekt előkészítése így hosszabb lesz, a projekt módosított időbeli struktúrája az alábbi ábrán látható.

4. ábra A projekt időbeli struktúrája

Forrás: saját szerkesztés



A vállalkozó részvételi korlátja, azaz a $p_G R_E \geq A$ változatlan, de a kockázati tőkebefektető profitfüggvénye változik:

$$\max_{R_E} \{mR_{VC} - (I - A) - c\} = \{m(R - R_E^G) - (I - A) - c\} \quad (10)$$

$$(PC_E^G) \quad p_G R_E = p_G (R - R_{VC}) \geq A. \quad (11)$$

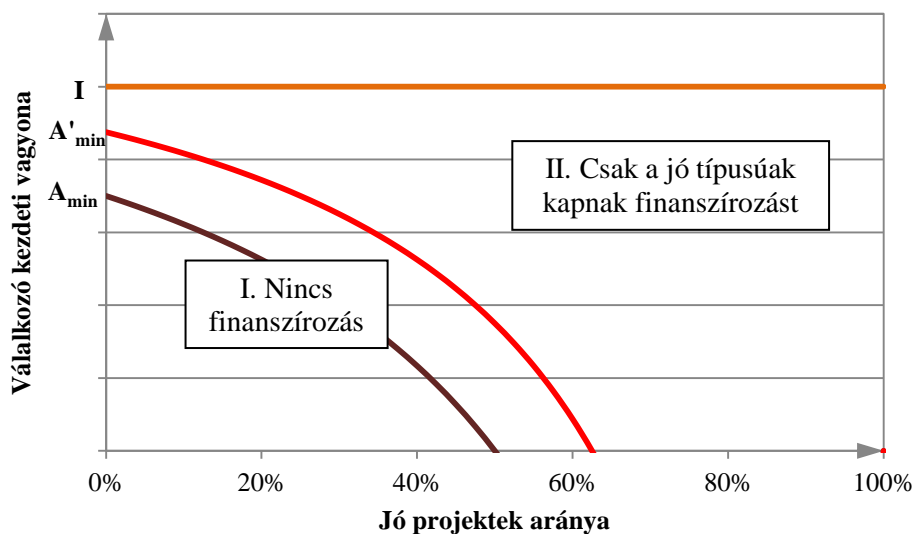
Magasabb bevétel szükséges a tőkebefektetés ($I - A$) és az átvizsgálás költségének (c) fedezésére. Emiatt a vállalkozóknak magasabb kezdeti vagyonnal kell rendelkezni ahhoz, hogy lehetőségük legyen finanszírozást kapni:

$$\hat{A}_{min} = \frac{p_G(Rm - I - c)}{m - p_G} \quad (12)$$

A következő ábrán látható, hogy az átvizsgálás költségét figyelembe véve milyen kezdeti vagyon mellett kaphatnak finanszírozást a jó típusúak.

5. ábra Finanszírozás aszimmetrikus információk mellett
(különböző kezdeti vagyoni szintek és a jó projektek aránya függvényében)⁵

Forrás: saját szerkesztés



Az előző esettel (2. fejezet) ellentétben a II. tartományban már nincs keresztfinanszírozás, mert csak a jó típusúakat választják ki. De az I. tartomány területe nagyobb lett. Ide tartoznak rossz projektek is, de előfordulhat, hogy az átvizsgálás költsége miatt egyes jó típusúakra vonatkozóan a kockázati tőkebefektető várható profitja már negatív lenne, így azokat sem valósítja meg.

4. AZ ÁLLAMI BEAVATKOZÁS ÉRTÉKÉLÉSE BEFEKTETŐI SZEMMEL

A kutatási, fejlesztési és innovációs folyamatok állami támogatása hazai és nemzetközi szinten nagy figyelmet kap. Országonként és programonként eltérő pályázati, illetve finanszírozási lehetőségek jelentek meg, számos forrásszerzési lehetőséget biztosítva ezzel

⁵ Az átvizsgálás költsége iparág és projektfüggő, illetve nagyban függ attól, hogy a kockázati tőketársaság milyen külső cégek szolgáltatásait veszi igénybe. Szélsőséges esetben ez a költség a beruházás nagyságának 8-10%-át is kiteheti (az ábrán a 10%-os arány szerepel), átlagosan néhány százalékot jelent.

a fejlődő vállalatoknak. A hazai piacon, pontosabban a hazai vállalatok életében domináns szerepet töltenek be a vissza nem térítendő állami és uniós források: a 2008 és 2011 közötti időszakban innovációt megvalósító vállalkozások közel 50 százaléka kapott támogatást, valamint 2011-ben a vállalatvezetők kétharmada tervezte, hogy pályázatot ad be (*Bánfi – Boros – Lovas [2013]*).

A pályázatok meghatározó jelenléte miatt egy kockázati tőkebefektető jó eséllyel olyan vállalatvezetővel találkozik, aki korábban pályázott már, illetve kapott vissza nem térítendő támogatást. A kutatás során ezért hangsúlyt helyeztem arra, hogy megismerjem a kockázati tőkebefektetők véleményét egy olyan vállalkozóról, aki kapott már támogatást.

A befektetők többsége szerint, amíg nem ismerik a pontos konkrétumokat, addig semleges hatása van a döntéseikre annak, hogy kapott-e az adott vállalkozó támogatást, vagy nem. Azért is tekinthető semlegesnek, mert az állami szervezetnél más szempontok alapján értékelik a pályázatokat (*B1*), sokszor nem egyeznek meg a pályázati feltételek és a magánbefektető befektetési céljai sem (*B3*), például a cél lehet a prototípusból a tömegtermelés elérése, vagy az, hogy egy kutatóhelyen 15 kutató kapjon munkát, vagy az, hogy egy szociális szempontból hátrányos területen munkahelyet teremtsenek (*B1*). A célvállalatok gyakran azért sem esnek be egybe, mert a pályázati követelmények ellentétesek a befektetési politikával (pl. egy Jeremie kockázati tőkealap nem fektethet 5 évnél idősebb cégbe, míg a pályázat szerint legalább 2 lezárt üzleti évnek kell lennie) (*B3*).

4.1. AZ ÁLLAMI TÁMOGATÁS, MINT POZITÍV JEL

Az állami támogatás léte azt jelzi a befektetőnek, hogy a vállalkozó meg tudta nyerni a pályázatot (*B2*). Ez abból a szempontból pozitívum, hogy a pályázatnál is meg kell fogalmazni, hogy mire akarják használni a pénzt. Azaz egyszer egy kiválasztási folyamaton megfelelt, a vállalat csapata már valakit meggyőzött arról, hogy az a dolog jó (*B4*). A támogatás ezért megkönnyíti a kockázati tőkebefektető elemzési munkáját, mert akkor nem nekik kell teljesen nulláról kezdeni (*B4*). De egyszerűen azért is pozitív, mert a támogatás léte azt jelenti, hogy össze tudott hozni egy jó pályázati anyagot (*B6*) és ügyes a menedzsment a pályázatok kezelésében, illetve a pályázatok írásában (*B5, B6, B7*).

A támogatások, jellemzően vissza nem térítendőek, ezért olcsó forrást jelentenek (*B3, B9*). Ezt a pénzt, ha a vállalat hasznos projektekre használja, akkor pozitív (*B6*). Az olcsó forrás kedvező a befektető szempontjából azért is, hiszen tőkeáttételt képez (saját forrásokra nézve magasabb hozam realizálható, mint támogatás nélkül) (*B9*), nem kell visszafizetni, valamint ha egybe esik a cég fejlesztési céljaival (ami egyébként a kockázati tőkebefektető követelménye is), ez nagyon kedvező. Például az egyes társaságoknál követelmény is, hogy a cégek derítsék fel a lehetséges forrásokat, a lehetséges pályázati lehetőségeket (*B6*). De ha egy projektben még nincs, csak be van tervezve, addig azt egyelőre nem számolja bele a befektető a projektbe. Ha mégsem kapná meg a vállalkozó a támogatást, és befektetési

folyamat alatt emiatt fogyna el a pénz, akkor a befektetőnek az az egyik legrosszabb kimenet. Így a támogatás nélkül terveznek, és ha mégis jönne többlet, az nagyon jó hír a befektetés szempontjából (B2).

A kockázati tőkések gyakran csak akkor hajlandóak befektetni (kikerülve a technológiai kockázatot), ha már befejeződött a fejlesztési folyamat vagy már a piacon is teljesített a vállalkozó, azaz már történt a termékből értékesítés. A pályázatok pedig gyakran azt segítik elő, hogy egy projekt eljusson ebbe a fázisba. Így az állami támogatás pozitív jel, mert azt jelzi, hogy előrehaladott állapotban van a projekt (B10). Sőt, ehhez kapcsolódóan meg kell említenünk a tisztán állami kockázati tőkealapokat (pl. Széchenyi Tőkealap-Kezelő), valamint vállalatfejlesztési szervezeteket (pl. Regionális Fejlesztési Holding). A magyar kockázati tőke-ágazat kezdeti szakaszában többségében kormányzati forrásokból történtek befektetések (Karsai [2002]), a 2000-es évek elejéig jellemzően csak nagy befektetésre szakosodott alapok voltak. A kormány 1998-ban alapította a Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Zrt-t és a 2003-ra 65 kezdeti szakaszú, kis összegű befektetésük volt, amivel a kockázati tőkebefektetések piacán piacvezetőnek számítottak (de nem nevezték tőkealapnak) (B2). A korai fázisú befektetéseknél napjainkban is érezhető az állam kiemelt szerepe, a korai fázisú befektetések közel 40 százalékát állami tulajdonú társaságok valósítják meg (Karsai [2012]). Ezért az állam, mint korábbi finanszírozó jelenléte kedvező a kockázati tőkebefektető számára, hiszen ez azt jelentheti, hogy a korai fázisú fejlesztéseket már befejezte a vállalat.

4.2. AZ ÁLLAMI TÁMOGATÁS, MINT NEGATÍV JEL

Önmagában az állami támogatás léte kockázatokat is hordoz magában. A pályázatok elnyerésének feltétele a különböző kötelezettségvállalások, amelyek nem mindig felelnek meg az optimális működési politikának. Például legalább 10 embert foglalkoztatni kell egy olyan vállalatban, amely optimálisan 4 fővel tudna hatékonyan működni (B2) vagy a kezdeti szakaszban olyan árbevétel növekedést kell elérni, amely nem teljesíthető a kutatási, fejlesztési, illetve megvalósítási szakaszban (B6).

A vállalkozói kultúrára negatív hatású lehet, ha magas volt a támogatás aránya az árbevételben, gyanúra adhat okot, ha valakinek korábban szinte csak állami, uniós bevételei voltak (B9). A támogatásoknak az a furcsa hatása van a cégekre, hogy emiatt részben virtuális valóságban élnek. A benne dolgozó embereknek ez jó (kényelmes), de ez a vállalatot eltávolítja az adott szektortól, az adott piaci környezettől, nem biztos, hogy piaci környezetben is meg tud élni (B9). Ezért riasztó jel, hogy ha van a vállalkozásban állami támogatás: ha beépült függőség van (B3), ha a pályázati forrásokból él meg a vállalkozó (B7), ha nem a piaci igények kielégítéséhez szokott, hanem a munkahelyek fenntartásához vagy a tudás disszeminációjához (B1). Egy hazai vállalkozó egészen szélsőséges véleményt fogalmazott meg ezzel kapcsolatban: „A bármilyen okos szempontok alapján osztogatott

közpénzek is ártanak a vállalkozásoknak” (Bojár [2013]). Az állam másképp viselkedik, mint egy piaci szereplő. Deformálja a vállalati kultúrát, az értékesítési stratégiát és ezen keresztül mindent, egészen a gyártásig bezárólag. A piac tud adni hosszú távú visszaigazolást, de az állami támogatások miatt így elzárkózik tőle (B1). Amikor egy kockázati tőkebefektető beszáll egy vállalkozásba, az az elvárás, hogy nemzetközi viszonylatban is meg kell különböztetni magukat, képesnek kell lenniük külföldön értékesíteni, a legjobb piaci pozíciókat elérni. De ha a céges kultúrán „átcsöpög”, hogy nem piaci pénzből, hanem pályázati pénzből él meg, akkor ezekre nem képes a vállalat (B3).

4.3. KÖVETKEZTETÉS

A befektetők véleménye szerint az állami támogatások megítélése több tényezőtől függ, összességében 10-ből 2-en negatív jelzésértékűnek, 3-an pozitívnak, 5-en semlegesnek ítélték, de fenntartásokkal. A hazai piacon kialakult egy jellemzően negatív eredménye az állami támogatásoknak, mert eltorzíthatja a vállalkozói kultúrát és így a vállalkozó nem képes piaci körülmények között tevékenykedni. Ezért az állami támogatás léte további elemzést igényel a kockázati tőkebefektető részéről, hogy megvizsgálja, mennyire volt domináns a támogatás aránya, valamint ennek volt-e és milyen hatása a vállalkozóra.

4.4. AZ ÁLLAMI TÁMOGATÁS, MINT JELZÉS KÖVETKEZMÉNYEI

Az aszimmetrikus informáltság miatt azért jelentkezik veszteség, mert egyes jó projekteket nem finanszíroznak (I. tartomány: nincs finanszírozás), valamint rossz projektekre is befektetnek, annak ellenére, hogy azok nettó jelenértéke negatív (II. tartomány: keresztfinanszírozás).

Ha az állami támogatás egyértelmű jelzéssel szolgál (pozitív vagy negatív), akkor az állami támogatás léte javítja a kockázati tőkebefektető információs helyzetét.

Tegyük fel, hogy az *állami támogatás pozitív jelzés* (azaz csak a jó típusúak kapnak támogatást). Ha egy befektető azt látja, hogy egy adott vállalat kapott támogatást, akkor ő is befektet. Azok a vállalatok, akik nem kaptak támogatást, egyaránt lehetnek jó és a rossz típusúak (lehet nem minden jó típusú pályázott), de nagyobb annak az esélye, hogy rossz típusúak. Ezért csökkent az aszimmetrikus informáltság miatti veszteség. Egyrészt azért, mert a vállalatok azon részével szemben, akik kaptak támogatást, a kockázati tőkésnek nincs bizonytalansága. Másrészt azért, mert a vállalatok másik részével szemben is javult a kockázati tőkés információs helyzete, hiszen nagyobb a rossz típusú befektetések aránya.

5. ÖSSZEGZÉS

Az innováció-finanszírozás számos olyan jellemzővel rendelkezik egy hagyományos üzleti projekt finanszírozásához képest, amelyek megnehezítik, sőt gyakran megghiúsítják az innovációk megvalósítását. Az egyik fő probléma a vállalkozó és a kockázati tőkebefektető közötti aszimmetrikus információs helyzet. A kutatás során ez a kérdéskör került fókuszba, amelynek eredményei a következők.

Az 1. hipotézis részben megerősítésre került, azaz a vállalkozók információs előnyben vannak. De az az információs előny inkább a technikai megvalósíthatóságra vonatkozik és a piaci megvalósíthatóság esetén akár fordított helyzet is lehet. Egyértelmű információs aszimmetria a vállalkozó képességeivel, valamint a vállalat menedzsmentjével kapcsolatban állhat elő.

A 2. hipotézis megerősítésére került. A kockázati tőkebefektetők saját erőforrásokat használnak fel, valamint külső szakértőket is bevonnak arra, hogy alaposan megismerjék és átvizsgálják a vállalkozókat, valamint a projekteket. Több hónapos folyamat szükséges ahhoz, hogy a kockázati tőkebefektető befektetési döntést hozzon.

A 3. hipotézis részben elvetésre került. Egyrészt az állami pályázati feltételek gyakran nem esnek egybe a piaci befektetési feltételekkel, másrészt az állami támogatások számos esetben torzítják a vállalati kultúrát, így az állami támogatás léte akár negatív jelnek is bizonyulhat. Pozitív is lehet az állami támogatás hatása, hiszen azt is jelentheti, hogy jó pályázatot tudott összeállítani a menedzsment és olcsó pénz került a vállalatba.

Bemutattam, hogy az aszimmetrikus információs helyzet veszteségeket okoz a piacon, mert kiszorulnak a piacról jó típusúak, illetve rossz típusúak finanszírozásra kerülhetnek. Az alapos átvizsgálás javítja ezt a helyzetet abból a szempontból, hogy kevesebb rossz projekt kerül finanszírozásra, de közben nő az elutasított jó projektek száma is. Az állami támogatás, ha egyértelmű jelzésnek tekinthető, javítja a kockázati tőkebefektetők információs helyzetét, így kisebb lesz azon vállalatok száma, amelyek típusa ismeretlen a kockázati tőkebefektető számára.

6. HIVATKOZÁSOK

Akerlof, George A. [1970]: „The Market for 'Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (Aug.), pp. 488-500.

Alam, Pervaiz, – Walton, Karen Schuele [1995]: Information Asymmetry and Valuation Effects of Debt Financing, *Financial Review*, Vol. 30, No. 2 (May.), pp. 289-311.

Bánfi Tamás – Boros Áron – Lovas Anita [2012]: Vállalati vezetők innovációs érzékenysége, szemlélete és szándékaik – egy felmérés tapasztalatai, *Vezetéstudomány*, 43. k., 2. - 18. o.

Bojár Gábor [2013]: Az Állam és az Innováció – rossz párosítás? Online, Napi.hu, http://www.napi.hu/allaspont/bojar_gabor_az_allam_es_az_innovacio_%E2%88%92_rossz_parositas.547297.html, letöltve: 2013. június 24.

Chikán Attila [2008]: Vállalatgazdaságtan, Aula Kiadó, Budapest

Gömöri András [2001]: Információ és interakció. Bevezetés az információs aszimmetria közgazdasági elméletébe, Typotex, Budapest

Hubbard, R. Glenn [1998]: Capital-Market Imperfections and Investment, *Journal of Economic Literature*, Vol. 36, No. 1 (Mar.), pp. 193-225.

Karsai Judit [2002]: Mit keres az állam a kockázati tőke-piacon?, *Közgazdasági Szemle*, XLIX. évf. (november) 928–942. o.

Karsai Judit [2012]: A kapitalizmus új királyai, *Közgazdasági Szemle*, Budapest

Kornai János [2011]: Gondolatok a kapitalizmusról, Akadémiai Kiadó, Budapest

Lerner, Josh [2002]: When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes, *The Economic Journal*, Vol. 112, No. 477 (Feb.), pp. F73-F84

Lovas Anita – Rába Viktória [2013]: Állami szerepvállalás a start-up vállalatok finanszírozásában - A Jeremie-program áttekintése, *Hitelintézeti Szemle*, megjelenés alatt

Rothschild, Michael - Stiglitz, Joseph [1976]: Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90, No. 4 (Nov.), pp. 629-649.

Schumpeter, Joseph A. [1980]: A gazdasági fejlődés elmélete, *Közgazdasági és Jogi Kiadó*, Budapest

Stiglitz, Joseph E. [1977]: Monopoly, Non-Linear Pricing and Imperfect Information: The Insurance Market, *The Review of Economic Studies*, Vol. 44, No. 3 (Oct.), pp. 407-430.

Tirole, Jean [2006]: The Theory of Corporate Finance, Princeton University Press, Princeton, New Jersey

Wilson, Charles [1977]: A Model of Insurance Markets with Incomplete Information, *Journal of Economic Theory*, Vol. 16, No. 2 (Dec.), pp. 167–207.

Zsembery Levente [2012]: A kockázati tőke piac, valamint az innováció kapcsolata, HVCA: Az innováció finanszírozása konferencia, 2012.szeptember 6.