

## A KONTRASZELEKCIÓ VESZÉLYE ÉS KEZELÉSE A KOCKÁZATI TŐKEBEFEKTETÉSEK FOLYAMATÁBAN

### *A hazai befektetők tapasztalatai*

*Lovas Anita<sup>1</sup>*

A kockázati tőkésétek tekinthetők a fiatal, magas kockázatú vállalatok finanszírozóinak, mert a magas növekedési potenciállal rendelkező befektetéseket keresik, és a tőkebefektetésen felül szakmai támogatást is nyújtanak. A tanulmány célja a kockázati tőkés és vállalkozó közötti aszimmetrikus információs helyzet, különös tekintettel a kontraszelekció problémájának elemzésére. Az empirikus kutatás során tíz kockázati tőkebefektetővel készítettem mélyinterjút. A kutatás célja annak a megválaszolása volt, hogyan vélekednek az aszimmetrikus információs helyzetről, hogyan kezelik a kontraszelekció miatti problémákat és milyen lépéseket tesznek ezek kezelésére a befektetés folyamatában. Az interjú során arra is kitértünk, hogy a befektetők hogyan értékelik az állami beavatkozást, illetve véleményük szerint hogyan befolyásolja a vállalatvezetőket az állami támogatás.

*JEL-kódok:* G24, D81, D83

*Kulcsszavak:* kockázati tőke, döntési folyamat, innováció, kontraszelekció

### 1. BEVEZETÉS

Az innováció napjaink egyik sokat emlegetett fogalma, széles körben elterjedt a használata, azonban nem mindenki ugyanazt érti alatta. Fogalmi meghatározása folyamatosan változik, értelmezését a mai napig általános vita övezi. A fogalom alapjai *Schumpeter* munkásságához köthetők, amely szerint az innováció mindig valamilyen új megoldást jelent: 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).

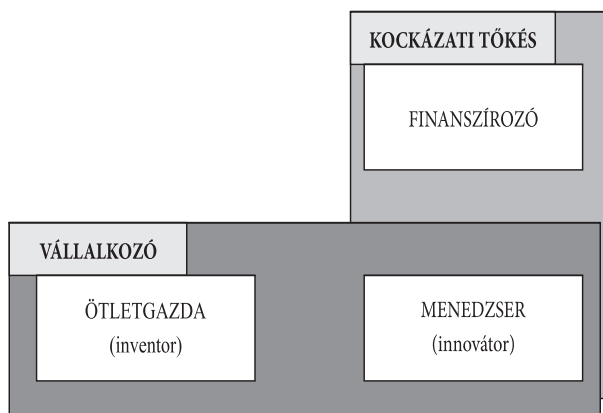
Egy sikeres innovációhoz három tényező együttes jelenléte szükséges: az ötlet, a menedzsment és a pénztőke. Ennek az alapján az innovációs folyamatban leg-

<sup>1</sup> A szerző köszönettel tartozik *Berlinger Edinának* és *Karsai Juditnak* a tanulmány korábbi változataihoz fűzött, értékes javaslataikért.

alább 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 gyártósoron „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 esetében 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 nevezem. Ha a finanszírozó aktívan részt vesz a vállalkozás sikerre vitelében, vagyis

a finanszírozás mellett menedzseri feladatokat is ellát, akkor kockázati tőkésnek nevezem. 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 (hitel-szűke), amely értékteremtő lenne (Tirole, 2006). A kontraszelekción és a kettős erkölcsi kockázat veszélye is megjelenik a kockázati tőkés finanszírozás során. A tanulmányban most a kontraszelekción problémájával foglalkozom, és azt vizsgálom, hogy a hazai befektetők milyen problémákat tapasztalnak ezzel kapcsolatban a döntési folyamatban, és hogyan kezelik azokat a befektetési döntések meghozatala előtt. A hazai piacon kiemelt szerepet töltenek be az állami (vissza nem térítendő) támogatások – különösen a mikro- és kisvállalkozások esetében (Bánfi–Boros–Lovas, 2012). Ezért külön foglalkozom azzal a kérdéssel is, hogyan befolyásolja a befektetői döntéshozatalt például az a tény, hogy az adott vállalat korábban állami támogatásban részesült.

Az elemzés elkészítéséhez egy interjúsorozatot vettem fel hazai kockázatitőke-befektetőkkel. A kutatás során tíz hazai kockázatitőke-befektető társaság igazgatóságának egy-egy tagjával készítettem mélyinterjút. Az interjúban hét ún. „JEREMIE-alap” vezetője és három befektető tisztán magánforrásból finanszírozott kockázatitőke-alap vezetésének a tagja vett részt. A 1. táblázatban látható, hogy mely befektetők véleményeit tükrözi az interjúsorozat eredménye.

### 1. táblázat

#### Az interjúsorozatban részt vevő befektetők (betűrendben)

Név	Tőketársaság neve	Pozíció
Berecz József	DBH Investment	ügyvezető igazgató
Déri Viktor	Prosperitás	vezérigazgató
Gaál Csaba	Core Venture	vezérigazgató
Gerő Viktor	Central-Fund	partner
Hradszki László	3 TS Capital Partners	befektetési igazgató
Molnár András	PortfoLion	befektetési igazgató
Szilágyi Tímea	Docler Investments	befektetési igazgató
Szombati András	Primus Capital	befektetési igazgató
Tánczos Péter	Euroventures	igazgatóság elnöke
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 kockázatitőke-befektetők 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 kockázatitőke-befektetőknek.

A befektetői interjúk sajátossága az volt, hogy nem csupán az adott kockázatitőke-alap hivatalos álláspontját ismertem meg, hanem a befektetők személyes tapasztalataikat is megosztották velem. Ennek kapcsán többen kérték, hogy az egyes vélemények közlése során ne jelenjen meg a nevük, ezért együttesen, név nélkül mutatom be a befektetői véleményeket.

## 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 innováció 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). A kockázatitőke-befektetések során azonban kétoldalú információs aszimmetria is lehet. Nem csupán a portfólióvállalat menedzsmenete rendelkezik információs előnnyel, hanem a kockázati befektetők is. Egy piaci területen régóta tevékenykedő kockázatitőke-befektető jobb információkkal rendelkezhet a piaci lehetőségekről (*Strausz*, 2009).

### 2.1. A projekt tulajdonságai mint rejtett információk

A korai szakaszú, klasszikus innováció esetében két típusú kockázat különböztethető meg. Az egyik a technológiai kockázat, amely a fizikai megvalósíthatósággal függ össze, a második a piaci kockázat, amely a pénzügyi megvalósíthatósággal

kapcsolatos. A befektetők egyetértenek abban, hogy a vállalkozó információs előnye az első esetben igaz lehet. Egy feltaláló (pl. ha egy fizikusról van szó) meg tudja állapítani, vannak-e technológiai kockázatai az adott találmánynak, de az aszimmetria nagysága ezen belül is több tényező függvénye. Ez a technikai információs előny például nagyon könnyen „behozható” a befektetők részéről, mert egyrészt vannak tapasztalataik, hiszen foglalkozhattak más hasonlóval, másrészt vannak szakértőik. Befektetői társaságokként is változik, hogy a különböző típusú találmányoknál mennyire tekinthető nagynek az információs aszimmetria. A korábbi befektetések tapasztalatai vagy az a vállalatcsoport, amelyikhez a társaság kötődik, csökkentő tényezőt jelentenek.

Ezért a kockázati tőkések általában néhány iparágra specializálódnak, például az egészségügyre, informatikára (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. Míg a feltalálók, illetve a vállalkozók több információval rendelkeznek a találmányról magáról, addig az üzleti megvalósíthatóságról, az értékesítési lehetőségekről általában jóval kevesebbet tudnak, mint a kockázati tőkés. Tehát ha egy olyan feltalálóról van szó, aki a projektet megelőzően „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 munkálkodik egy innovatív projekt beindításán, aki már sok éve az adott iparágban dolgozik, például alkalmazottként, ő több piaci információval rendelkezhet a kockázati tőkebefektetőhöz képest. Vagy egy több éve működő vállalatnál már lehetnek egyébj 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. Bizonyos területeken azonban a kockázati tőkések vannak információs előnyben, amit nem ellensúlyoz az, hogy a vállalkozók jobban ismerik a terméküket. A kétoldali információs aszimmetria nem oltja ki 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. 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. 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, hiszen ezek olyan információk, amelyekkel elsősorban a vállalkozó rendelkezik, illetve a vállalat menedzsmentje ismeri a saját képességeit, egy külső szereplő számára ezek rejtett információk.

A nemzetközi kutatások eredményei megerősítik ezt: a kockázati tőkések értékelési szempontjai között kiemelkedő helyet foglal a vállalkozó, illetve a menedzsment megítélése (Firgi, 2014).

A magyar piacon azonban a kontraszelekció problémáját tovább súlyosbítja két tényező. Egyrészt Magyarországon hiányzik a hibázás kezelésének megfelelő tanítása, itthon igyekeznek ezeket titkolni. Ezzel szemben például Amerikában felnéznek arra, aki beismeri a korábbi sikertelen próbálkozásait, mert egy ilyen vállalkozó már tudja, hogy mitől lehet elbukni (ismeri azokat a hibákat, amelyek kudarchoz vezetnek), de az új lépéssel bizonyítja, hogy képes továbblépni. Másrészt a hazai vállalkozói rétegben még gyakran előfordulnak „megélhetési startuposok”. Néha önhibáján kívül nem képes valaki egy olyan feladatra, amelyet egy startup vezetése kíván, hajlamosak feladni az első akadálnál; de napjainkban mégis sokan startuptot akarnak indítani, és ezzel felhívítják a startup közösséget.

## 2.2. Következtetés

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

## 3. A BEFEKTETŐ LÉPÉSEI AZ INFORMÁCIÓS HÁTRÁNY CSÖKKENTÉSÉRE

A befektetők döntési folyamatának, valamint a befektetések döntési kritériumainak elemzése már több mint 40 évre nyúlik vissza a szakirodalomban (l. Wells, 1974; Hoban, 1976; MacMillan et al., 1985; Hall-Hofer, 1993; Fried-Hisrich, 1994;

Petty–Gruber, 2011<sup>2</sup>). A magyar szakirodalomban Ludányi (2001a; 2001b) vizsgálta a tőkeerő és a befektetői háttér hatását a befektetői döntésre.

A szakirodalom egyetért abban, hogy ez egy többlépcsős folyamat, hónapokat (akár éveket) vesz igénybe, és a beérkezett ajánlatoknak csupán kis hányada kap finanszírozást (Cumming–Johan, 2009).

A kockázati tőkések különböző eszközöket alkalmazhatnak az aszimmetrikus információk helyzet kezelésére. Az egyik, hogy *teljesen kiküszöbölik* a technológiai kockázatot, és csak akkor hajlandóak egy vállalkozást finanszírozni, ha már van olyan termék, amely konkrét piaci igényt elégít ki, és amelyet már értékesítettek a piacon. Ezzel a befektető *túllépi* a technológiai *információs aszimmetriát*, azaz kivonul a korai innovációk finanszírozásából, megmarad a forrásszűke.

A második stratégia a *kockázatsökkentés* a termék, a projekt, illetve a menedzsment *előzetes vizsgálatával*. Az előzetes vizsgálat és értékelés különösen fontos a kockázattőke-befektetéseknel. A kockázattőke-befektető 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 az, hogy ne legyenek rejtett kockázatok, azaz a kockázati tőkés is ismerje meg a termék piacát, versenyhelyzetét stb.

A döntési folyamat első lépése – amikor a kockázati tőkéshez eljutnak a potenciális ajánlatok – a keresés. Ez Tyebjee és Bruno szerint három módon lehetséges: a) vállalkozók közvetlenül (ún. cold call technikával) keresik meg a befektetőket, b) egy partner (kockázati befektető, bank) ajánlja a projektet a befektetőnek, c) a befektető aktív keresési stratégiát folytat (Tyebjee–Bruno, 1984).

Ludányi (2001b) úgy véli, hogy nem különíthető el egyértelműen a befektetők szempontjából az aktív (a befektetési lehetőségek effektív keresése) és a passzív (várakozás a megfelelő ajánlat beérkezésére) *keresési folyamat*, általában vegyes stratégiát folytatnak a befektetők. A lehetőségek felkutatásának módja függ a befektető vállalat aktuális életszakaszától. Induláskor – a kevésbé kiterjedt kapcsolati háló miatt – az aktívabb keresés jellemző, később ez egyre inkább passzív irányba tolódik. Fried és Hisrich (1994) szerint is a vállalatok egy része maga keresi fel a befektetőket ajánlatával, míg vannak olyan lehetőségek, amelyekről ajánlás útján szereznek tudomást. Ez utóbbi esetben megfigyelhető, hogy kisebb a visszautasítás aránya, mint az elsőben.

A megkérdezett befektetők véleménye szerint ma már számos csatorna segíti a potenciális partnerek (vállalkozó és a kockázati tőkés) egymásra találását. A hazai kockázattőke-befektetők szerint a vállalkozók publikusan meghirdetett felületeken keresztül (pl. e-mail, honlap), formális csatornákon keresztül (pl. konfe-

2 A témával foglalkozó, 40 évet felölélő nemzetközi szakirodalom áttekintése: PETTY–GRUBER (2011).

rencia, startup verseny) vagy informális módon (pl. ismerős) keresik meg őket. Az interjúink eredménye szerint így a hazai piacon továbbra is az aktív és a passzív keresés vegyes stratégiája jellemző.

### 3.1. Információs memorandum és személyes találkozók

Az interjúk szerint 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, amellyel tovább foglalkoznak. A projektek nagy száma miatt ezekre a döntésekre kevés időt fordítanak, ebben a szakaszban jellemzően egy-egy beadott anyaggal csak a kockázatitőke-társaság egy-egy tagja foglalkozik, és az ő döntése alapján kerülhet a kockázati társaság többi tagja elé. A döntés meghozatalában objektív és szubjektív tényezők egyaránt közrejátszanak. Személyes találkozóra csak akkor kerülhet sor, ha elkészül ez az anyag, és megfelel az előzetes követelményeknek. Az információs memorandum kapcsán fontos kérdés, hogy beleillik-e az adott projekt a kockázati tőketársaság profiljába, a meghirdetett stratégiájába. Egy JEREMIE-tőkealapnál a feltételek között szerepel az is, hogy mik a JEREMIE-program belépési feltételei.<sup>3</sup> Vannak olyan üzletágak, amelyekbe a kockázati tőketársaság nem szeret befektetni, például a kiskereskedelembe, ahol nincs hozzáadott érték, vagy az építőiparba, ahol nem lehet átütő sikerű projektet megvalósítani.

Ezt nevezhetjük az *előminősítés szakaszának*; a szakirodalom is megerősíti, hogy ilyenkor az alapvető jellemzők kiszűrése történik meg, mint a méret, földrajzi elhelyezkedés és a finanszírozás szintje, amit a befektető elvár a portfólióvállalatoktól (Tyebjee–Bruno, 1984). Ebben a szakaszban azonban még csak a vállalat vizsgálata történik meg, magát az ajánlatot nem értékelik. Ebben a szakaszban jellemzően csak felületesen tekintenek rá az üzleti tervre (Fried–Hisrich, 1994).

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, elképzelhető-e, hogy együtt tudnak dolgozni 6-8 évig. „működik-e a kémia”, például az irodája hogyan van berendezve, hogyan öltözködik, hogyan viselkedik, hogyan kommunikál. Mivel a kockázatitőke-befektetés hosszú távú befektetést jelent, ami folyamatos együttműködést igényel, nagyon fontos, hogy a felek megfelelően tudjanak kooperálni.

Ha a vállalkozó tapasztalt vagy legalább rokonszenves, akkor eldöntik, hogyan haladjanak tovább, még ígéretnek nélkül. Elindul az *egyeztetési folyamat* egy olyan

3 A JEREMIE-program belépési feltételei például LOVAS–RÁBA (2013) tanulmányban olvashatók.



üzleti terv elkészítése céljából, amelyben közösen meg tudnak állapodni. Ezt a szakaszt a szakirodalom az *előzetes vizsgálat* szakaszának tekinti (Zacharakis-Shepherd, 2001). A befektetéshez vezető folyamat e részének, az egyeztetéseknek és a beszélgetéseknek egyrészt az a célja, 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. A befektetők azt nézik, mire képesek a vállalkozók, nehéz helyzetekben hogyan viselkednek, a kollégáikkal hogyan kezelik a konfliktusokat.

Amit a kockázatitőke-befektető a vállalkozó anyagaiban, illetve a találkozók során lát, azt elkezdi megismerni. A befektető számára erre az egyik legjobb forrás manapság az internet. Emellett a befektetők ebben a szakaszban a vállalkozótól várják az információkat. Ezt az információszerzést jellemzően házon belül végzik el a befektetők, csak akkor kérnek fel külső szakértőt, ha speciális technikai kérdésről van szó.

### 3.2. A befektetési ajánlat és az átvilágítás

Az egyeztetési folyamat, jellemzően a befektetői bizottság, illetve igazgatóság döntése alapján, a szándéknyilatkozatban (*term sheet*) csúcsosodik ki, amely a befektetés fő kondícióit tartalmazza, azaz hogy mekkora pénzüsszeget és milyen feltételekkel fektet be a kockázatitőke-befektető. A term sheet aláírása szintén egy jelentős döntési pont, a bejövő projektek körülbelül 10 százalékának ajánlják fel. Ennek kiadása előtt a befektetők általában meghatározott időre kizárólagosságot kérnek, azaz csak azokkal írják alá, akik elkötelezik magukat, hogy nem tárgyalnak más kockázatitőke-befektetőikkel.

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. A term sheet időszakában indítják a befektetők a hivatalos átvilágítást, az ún. *due diligence*-t. 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, külső szakértők végzik el *jogi, pénzügyi, üzleti, adózási* területen az alapos átvilágítást. Ennek kiegészítése gyakran az ún. *menedzsmentaudit*, amelynek során a menedzsment képességeit és technikáit vizsgálják meg. 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 például Bulgáriában nem, és erre fel kell kérni egy erre specializálódott céget.<sup>4</sup>

---

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

A term sheet kiadása és annak aláírása a hivatalos átvilágításon kívül azért is fontos mérföldkő, mert megváltozik a vállalkozónak és a kockázatitőke-befektetőnek 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. A folyamat ezt megelőző szakaszában kevés vállalkozó kérdez vissza, kevés vállalkozó érdeklődik a befektetési struktúra mikéntjéről, emiatt a term sheet kiadásával megtántorodás érzékelhető a vállalkozók részéről. Itt szembesülnek azzal, mit is jelent, ha kockázatitőke-befektető finanszírozza a vállalkozást, milyen kööttséget kell vállalni és milyen szigorú szankciók következhetnek, ha nem megfelelően teljesít a projekt. Több esetben is előfordult, hogy a term sheet kiadását követően a vállalkozó hátrált meg, 10 kiadott term sheetből átlagosan csak 7 befektetési szerződés jön létre.

Ha a befektető és a vállalkozó közötti kapcsolatfelvételi idők 1-2 naposak lennének, azaz a vállalkozók 2 napos válaszüddel 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 lezáruljon az átvilágítás. A hosszú időszakra azért is szükség van, hogy jobban megismerjék egymást a felek, hiszen a kockázatitőke-befektetés az egyik interjúalanyunk szerint „*egy olyan házasság, ahol az ember tudja, hogy lesz közös gyerek, és azt is tudják a felek, hogy el fognak válni*”. A befektetőknak sem kell így pár nap alatt dönteni, így felfedhető az információk jelentős része. Egy korai fázisú (seed) befektetés esetén ez az időszak rövidebb lehet (3-4 hónap), mert a cégnek nincs vagy egészen rövid múltja van, így az átvilágítás kevesebb időt vesz igénybe, és nem is minden területen szükséges külső szolgáltató igénybevétele.

### 3.3. Következtetés

A kockázatitőke-befektetők szigorú objektív és szubjektív követelményeket alkalmaznak, és jelentős erőfeszítést fordítanak a vállalatok átvilágítására. A folyamat hosszadalmas, és a projektek jelentős része nem kap finanszírozást.

## 4. AZ ÁLLAMI BEAVATKOZÁS ÉRTÉKÉLÉSE BEFEKTETŐI SZEMMEL

A kutatási, fejlesztési és innovációs folyamatok állami támogatása hazai és nemzetközi szinten is nagy figyelmet kap. Országokként és programokként eltérő pályázati, illetve finanszírozási lehetőségek jelentek meg, számos forrásszerzési le-

hetőségeket biztosítva ezzel a fejlődő vállalatoknak (Walter, 2014). A hazai piacon, pontosabban a hazai vállalatok életében domináns szerepet töltenek be a vissza nem térítendő állami és uniós források, például 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 kockázatitőke-befektető 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 kockázatitőke-befektetők véleményét egy olyan vállalkozóról, aki kapott már támogatást.

Az állami támogatások, illetve az állami beavatkozás hatásának vizsgálata már számos kutatás alapjául szolgált, de kevesen vizsgálták a témát aszimmetrikus információ szerinti megközelítésben (Karsai, 2012). Szerződéselméleti szempontból például Takalo és Tanayama (2010) foglalkozott a témával, akik megmutatták, hogy az állami támogatás megléte pozitívum, mert csökkenti a vállalkozó finanszírozási hiányát, és még pozitív jelként is szolgál. A szerzőpáros skandináv területen tevékenykedik, és feltehetőleg az ottani piaci tapasztalatokat modellezte. A kérdés az, hogyan vélekednek az állami támogatás meglétéről a magyar piacon; ez a befektetési döntés megerősítéséhez, vagy éppen annak elvetéséhez járul hozzá.

A befektetők többsége szerint, amíg nem ismerik a konkrétumokat, addig semleges hatása van a döntéseikre annak, hogy kapott-e az adott vállalkozó támogatást, vagy sem. Azért is tekinthető semlegesnek, mert az állami szervezetenél más szempontok alapján értékelik a pályázatokat, sokszor nem egyeznek meg a pályázati feltételek és a magánbefektető befektetési céljai sem. Például az állami 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. 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).

#### **4.1. Az állami támogatás mint pozitív jel**

Az állami támogatás léte egyrészt azt jelzi a befektetőnek, hogy a vállalkozó megtudta nyerni a pályázatot. Ez abból a szempontból pozitívum, hogy a pályázatnál is meg kell fogalmazni, mire akarják használni a pénzt. Azaz egyszer egy kiválasztási folyamaton megfelelték, a vállalat csapata már valakit meggyőzött arról, hogy az a dolog jó. A támogatás ezért megkönnyíti a kockázatitőke-befektető elemzési munkáját, mert így nem nekik kell teljesen előlről kezdeni az értéke-

lést és az üzleti terv összeállítását. De a támogatás megléte azt is jelenti, hogy a menedzsment össze tudott hozni egy jó pályázati anyagot, és ügyes a pályázatok kezelésében, illetve a pályázatok írásában.

A támogatások jellemzően vissza nem térítendőek, ezért olcsó forrást jelentenek. Ha a vállalat ezt a pénzt hasznos projektekre használja, akkor az pozitívum. Az olcsó forrás kedvező a befektető szempontjából azért is, mivel tőkeáttételt képez (saját forrásokra nézve magasabb hozam realizálható, mint támogatás nélkül), nem kell visszafizetni, valamint ha egybeesik a cég fejlesztési céljaival (ami egyébként a kockázatitőke-befektető követelménye is), ez nagyon kedvező. Például az egyes társaságoknál követelmény is, hogy a cégek derítsék fel a lehetséges forrásokat, a lehetséges pályázati lehetőségeket. De ha egy projektben még nincs ilyen forrás, csak be van tervezve, azt egyelőre a befektető nem számolja bele a projektbe. Ha mégsem kapná meg a vállalkozó a támogatást, és a befektetési folyamat alatt emiatt fogyna el a pénz, a befektetőnek az az egyik legrosszabb kimenetel. Így a támogatás nélkül terveznek, és ha mégis jönne többlet, az nagyon jó hír a befektetés szempontjából (de nem számít bele a döntési szempontokba).

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. Sőt, ehhez kapcsolódóan meg kell említenünk a tisztán állami kockázati tőkealapokat (pl. Széchenyi Tőkealap-kezelő), valamint a vállalatfejlesztési szervezeteket (pl. Regionális Fejlesztési Holding). A magyar kockázatitőke-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 2003-ra 65 kezdeti szakaszú, kis összegű befektetésük volt, amivel a kockázatitőke-befektetések piacán piacvezetőnek számítottak (de nem nevezték tőkealapnak). A korai fázisú befektetéseknél napjainkban is érezhető az állam kiemelt szerepe, a korai fázisú befektetések közel 40 százalékát állami tulajdonú társaságok valósítják meg (Karsai, 2002). Ezért az állam mint korábbi finanszírozó jelenléte kedvező a kockázatitőke-befektető 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 megléte kockázatokat is hordoz magában. A pályázatok elnyerésének feltételei a különböző kötelezettségvállalások, amelyek nem mindig felelnek meg az optimális működési politikának. Például leg-

alább 10 embert foglalkoztatni kell egy olyan vállalatban, amely optimálisan 4 fővel tudna hatékonyan működni, vagy a kezdeti szakaszban olyan árbevétel-növekedést kell elérni, amely nem teljesíthető a kutatási, fejlesztési, illetve megvalósítási szakaszban.

A vállalkozói kultúrára is negatív hatású lehet, ha magas volt a támogatás aránya az árbevételben. Gyanúra adhat okot, ha valakinek korábban szinte csak állami, uniós bevételei voltak. 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. Ezért riasztó jel, ha van a vállalkozásban állami támogatás: ha beépült, függőségről beszélhetünk, ha a pályázati forrásokból él meg a vállalkozó, ha nem a piaci igények kielégítéséhez szokott, hanem a munkahelyek fenntartásához vagy a tudás disszeminációjához. 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. A piac képes hosszú távon visszaigazolást adni, de így a vállalkozó az állami támogatások miatt elzárkózik tőle. Amikor egy kockázatitőke-befektető beszáll egy vállalkozásba, az az elvárása, hogy annak nemzetközi viszonylatban is meg kell különböztetnie magát, képesnek kell lennie külföldön értékesíteni, a legjobb piaci pozíciókat elérni. De ha a céges kultúrán „átsöpög”, hogy nem piaci pénzből, hanem pályázati pénzből él meg, akkor ezekre nem képes a vállalat.

### 4.3. Következtetés

A befektetők véleménye szerint az állami támogatások megítélése több tényezőtől függ; összességében 10-ből 2-en negatív jelzésértékűnek, 3-an pozitívnek, 5-en semlegesnek ítélték, de fenntartásokkal. A hazai piacon kialakult egy jellemzően negatív eredménye az állami támogatásoknak, mert eltorzíthatják a vállalkozói kultúrát, és így a vállalkozó nem képes piaci körülmények között tevékenykedni. Az állami támogatásról kialakított vélemény azonban nemcsak a kontraszelekcióra, hanem már az erkölcsi kockázatra vonatkozó hatásokat is tükrözik. Míg kontraszelekció esetén a rejtett információ (a projekt és a vállalat tulajdonságai, valamint a vállalkozó és a menedzsment képességei) jelenti a problémát, addig az erkölcsi kockázat esetén a rejtett cselekvés (nem figyelhető meg és nem ellenőrizhető teljesen a vállalkozó, menedzsment munkája). Az állami támogatások miatti viselkedési torzulások így az erkölcsi kockázat problémáját erősíthetik.

## 5. ÖSSZEGZÉS

Az innovációfinanszírozás 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 tőke-befektető közötti aszimmetrikus információs helyzet. A kutatás során ez a kérdéskör került fókuszba, az eredmények a következők.

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

A 2. *hipotézis* megerősítésre 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 tőke-befektető 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.

## IRODALOMJEGYZÉK

- AKERLOF, G. A. (1970): The Market for 'Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3) Aug., pp. 488–500.
- ALAM, P. – WALTON, K. S. (1995): Information Asymmetry and Valuation Effects of Debt Financing. *Financial Review* 30 (2) May, pp. 289–311.
- BÁNYI TAMÁS – BOROS ÁRON – LOVAS ANITA (2012): Vállalati vezetők innovációs érzékenysége, szemlélete és szándékaik – egy felmérés tapasztalatai *Vezetéstudomány*, 43(3), pp. 2–18.
- BOJÁR GÁBOR (2013): Az Állam és az Innováció – rossz párosítás? *Napi.hu*, [http://www.napi.hu/allaspont/bojar\\_gabor\\_az\\_allam\\_es\\_az\\_innovacio\\_%E2%88%92\\_rossz\\_parositas.547297.html](http://www.napi.hu/allaspont/bojar_gabor_az_allam_es_az_innovacio_%E2%88%92_rossz_parositas.547297.html) (letöltve: 2013. 06. 24).
- CHIKÁN ATTILA (2008): *Vállalatgazdaságtan*. Budapest, Aula Kiadó
- CUMMING, D. J. – JOHAN, S. A. [2009]: *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*. Oxford, Academic Press.
- FIRGI, RENÁTA (2014): A kockázati tőkések döntési folyamata. Szakdolgozat, Budapesti Corvinus Egyetem.

- FRIED, V. H. – HISRICH, R. H. (1994): Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management* 23 (3), pp. 28–37.
- HALL, J., HOFER, C. W. (1993): Venture Capitalists' Decision Criteria in New Venture Evaluation. *Journal of Business Venturing* 8 (1), pp. 25–42.
- HOBAN, J. P. JR. (1976): Characteristics of Venture Capital Investments. Unpublished doctoral dissertation, Utah, The University of Utah.
- HUBBARD, R. G. (1998): Capital-Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature* 36 (1) Mar., pp. 193–225.
- KARSAI JUDIT (2002): Mit keres az állam a kockázati tőke-piacon? *Közgazdasági Szemle* XLIX, November, pp. 928–942.
- KARSAI JUDIT (2012): *A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban*. Budapest, *Közgazdasági Szemle* Alapítvány.
- KORNAI JÁNOS (2011): *Gondolatok a kapitalizmusról*. Budapest, Akadémiai Kiadó.
- LERNER, J. (2002): When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes. *The Economic Journal* 112 (477) Feb., pp. F73–F84
- LOVAS ANITA – RÁBA VIKTÓRIA (2013): Állami szerepvállalás a startup vállalatok finanszírozásában. *Hitelintézet Szemle* 12 (5), pp. 353–370.
- LUDÁNYI, ARNOLD (2001a): A tőkeerő és az alapítói háttér hatása a kockázati tőke-szervezetek befektetési magatartására – I., *Közgazdasági Szemle* XLVIII (7), pp. 659–672.
- LUDÁNYI, ARNOLD (2001b): A tőkeerő és az alapítói háttér hatása a kockázati tőke-szervezetek befektetési magatartására – II., *Közgazdasági Szemle*, XLVIII (8), pp. 779–797.
- MACMILLAN, I. C. – SIEGEL, R. – SUBBA NARASIMHA, P. N. (1985): Criteria used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals, *Journal of Business Venturing* 1 (1), pp. 119–128.
- PETTY J.S. – GRUBER M. (2011): "In Pursuit of the Real Deal" – A Longitudinal Study of VC Decision Making. *Journal of Business Venturing* 26 (2), pp. 172–188.
- SCHUMPETER, J. A. (1980): *A gazdasági fejlődés elmélete*. Budapest, *Közgazdasági és Jogi Kiadó*.
- STRAUSZ, R. (2009): Entrepreneurial Financing, Advice, and Agency Costs. *Journal of Economics & Management Strategy* 18 (3) Sep., pp. 845–870.
- TAKALO, T. – TANAYAMA, T. (2010): Adverse Selection and Financing of Innovation: Is there a Need for R&D Subsidies? *The Journal of Technology Transfer* 35 (1), pp. 16–41.
- TIROLE, J. (2006): *The Theory of Corporate Finance*, New Jersey, Princeton: Princeton University Press.
- TYEBJEE, T. T. – BRUNO, A. V. (1984): A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science* 30 (9), pp. 1051–1066.
- WALTER, GYÖRGY (2014): Az állami támogatások. Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban. In: Walter, György (szerk.) *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban: lehetőségek és döntések a magyar piacon*. Budapest: Alinea, pp. 211–224.
- WELLS, W. A. (1974): Venture Capital Decision-Making. Unpublished doctoral dissertation. Pennsylvania, Carnegie Mellon University.
- WILSON, C. (1977): A Model of Insurance Markets with Incomplete Information. *Journal of Economic Theory* 16 (2) Dec., pp. 167–207.
- ZACHARAKIS, A. L. – SHEPHERD, D. L. (2001): The Nature of Information and Overconfidence on Venture Capitalists' Decision Making. *Journal of Business Venturing* 16 (4), pp. 311–332.
- ZSEMBERY LEVENTE (2012): A kockázati tőke-piac, valamint az innováció kapcsolata. HVCA: Az innováció finanszírozása – konferencia (6. Szeptember 2012).