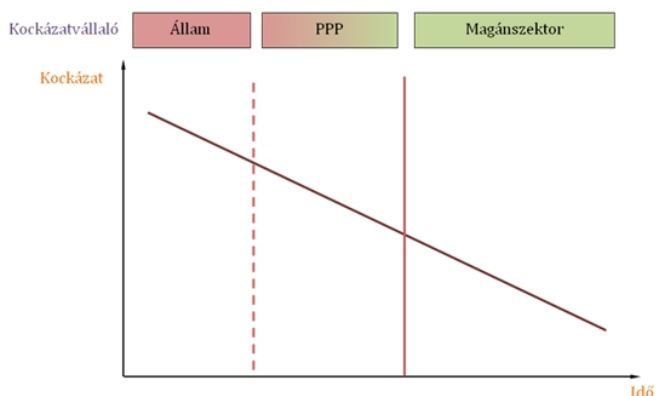




VI./1. fejezet: Az innovációs folyamat finanszírozása

Az innovációs folyamatokban a finanszírozás nemcsak azért kulcskérdés, mert ezek a folyamatok sok pénzt igényelnek, hanem azért is, mert a finanszírozás sajátos módjai olyan szereplők megjelenéséhez is vezethetnek, akik a folyamatok irányát számottevően befolyásolhatják. Míg egy klasszikusnak mondható bankhitel esetében a finanszírozott ügylet megvalósításába a pénzügyintézet legtöbbször nem kíván beleszólni, addig egy kockázatitőke-befektető gyakorta szab más irányt a találmány hasznosításának, mint azt a feltalálók korábban elképzelték.

Az 1. ábrán egy képzeletbeli projekt kockázatait ábrázoltuk az idő függvényében. Az idő előrehaladtával, azaz a kutató-fejlesztő munka kiteljesedésével, a projekt kockázatai mindinkább csökkennek, hiszen ha útközben nem szembesülünk elháríthatatlan akadállyal, akkor minél közelebb kerülünk a végcélhoz, annál nagyobb lesz a megvalósulás esélye. A kockázatok csökkenése időben nem feltétlenül lineáris, és a függvény meredeksége sem általánosan ugyanaz, de a modellünk az alapvető folyamat szemléltetésére alkalmas.



1. ábra: Innovatív projektek finanszírozási szakaszai

Egy projekt életciklusában mindig megtalálható az, az ábrán folytonos függőleges vonallal jelzett kockázat, aminél csak alacsonyabbat hajlandó a magánszektor önállóan finanszírozni. Az ennél magasabb kockázatú szegmensekben már az állami szerepvállalás különböző módzatai kerülnek előtérbe. A folytonos és a szaggatott vonal közti részben a magántőke tud szerepet vállalni, de csak akkor, ha ezt állami kockázatvállalás egészíti ki. Ebben a közös kockázati mezőben jöhetnek létre a PPP (public private partnership) programok, amelyeknek az innovációs folyamatok szempontjából szép példája volt a kooperációs kutatási központok részben pályázati támogatással történt létrehozása. A szaggatott vonaltól balra lévő részen, a projekt nagyon kora fázisában a kockázatok már olyan mértékűek, hogy azokat a magánszektor nem vállalja, így itt tisztán állami szerepvállalásra kell hagyatkoznunk.

A tisztán állami szerepvállalású (közfinanszírozási) pályázati programok bemutatását a VI.2. alfejezet tartalmazza, így ebben a részben ezzel nem foglalkozunk.

VI./1.1.: Finanszírozási alternatívák



Milyen módon valósulhat meg a projekt vállalkozássá formálása, illetve a vállalkozás működtetésének finanszírozása, ha egy innovatív projekt a finanszírozási igényét belső forrásokból nem tudja fedezni?



Mi a lényege az előzetes információs aszimmetriának?

Amennyiben egy innovatív projekt a finanszírozási igényét belső forrásokból nem tudja fedezni, és így külső forrásokra van szüksége, akkor a projekt vállalkozássá formálása, illetve a vállalkozás működtetésének finanszírozása kétféle módon valósulhat meg: *piaci* és *nem piaci* alapon.

A ***nem piaci alapú*** finanszírozási módokhoz tartoznak – a fentebb már említett és a következő fejezetben részletesen is tárgyalt állami (pályázati) támogatásokon túl – a saját családi kasszából, családtagoktól, barátoktól vagy a közeli ismerősöktől szerzett források. Ezek az esetek legnagyobb részében kamatoktól mentesek, és nem kell, hogy bármilyen tőkepiaci szabályoknak megfeleljenek. Amennyiben azonban a finanszírozás *piaci alapon* történik, akkor – a finanszírozás jellegétől függően – szigorú írott és íratlan szabályok lépnek életbe. Két alapvető külső finanszírozási módot különböztethetünk meg a forrás fajtája szerint:

A) a *hitellel történő finanszírozást*, amelynek során a forrást nyújtó intézmény (esetleg személy) előre rögzített kamatfeltételek és futamidő mellett tőke- és kamattörlesztésre jogosult a vállalkozással szemben. Ennek eredményeként hitelezői viszony jön létre a finanszírozó és a finanszírozott között. A finanszírozó számos követelményhez köti ugyan a hitel folyósítását, de – speciális esetektől eltekintve – a finanszírozott vállalkozásban tulajdonjogot nem szerez, és így a vállalkozás működtetésébe sincs beleszólása. A hitelfinanszírozás lényege, hogy a hitelezőt a vállalkozás hitelképessége érdekli, és a vállalat üzletmenetének sikerétől függetlenül tart igényt az előre rögzített hitel- és kamattörlesztésekre, azaz a vállalkozás sikeres működésében közvetlenül nem érdekelt.

B) a *részesedés-finanszírozást*, amikor is a forrás ellenértéke a vállalat tulajdonrésze. Ez esetben a finanszírozó tulajdonosi jogokra tarthat igényt, ide értve az ezeknek megfelelő formájú és mértékű beleszólást a működésbe. A finanszírozó a korábbi tulajdonosokkal kockázatközösségbe kerül, és kifejezetten érdekelt a vállalkozás nyereséges működésében.

A hitel- és a részesedés-finanszírozás közti választást számos tényező befolyásolhatja. Talán a legfontosabb ezek közül az ***előzetes információs aszimmetria***, aminek lényege, hogy a vállalkozásnak mindig kedvezőbb a helyzete a saját kockázatai megítélésében, mint egy külső finanszírozónak. Ebből következően, a külső finanszírozók számára kedvezőtlenebb eredménnyel járhat tulajdonosi típusú tőkét kínálni, mint hitelt. A nem túl nagy piaci potenciállal rendelkező cégek ugyanis könnyebben egyeznek bele a ma még nem ismert profit megosztásába, míg a jó kilátásokkal rendelkező társaságok inkább választják a fix összegű törlesztést és kamatfizetést, megtartva maguknak az extra nyereséget.

A következő fontos faktort a ***tranzakciós költségek*** alkotják. Mivel részesedés-finanszírozás esetén a befektető a vállalkozás értékének növekedésében érdekelt, rendszeresen meg kell győződnie arról, hogy valójában mennyi jövedelmet termelt a cég. Ez viszont egy bonyolultabb és költségesebb feladat, mint egy hitelfeltevő szerződésének teljesítését ellenőrizni. Mint ahogy arra Myers munkái alapján Kosztopoulosz (2007) rámutatott, az aszimmetrikus információk és a tranzakciós költségek nem csupán a tőkepiaci kínálatot, hanem a

vállalatok finanszírozási preferenciáit is befolyásolhatják.

A *finanszírozás hierarchiaelmélete* szerint a cégek egy rangsort állítanak fel – írja Kosztópulosz – a forrásbevonás során: előnyben részesítik a belső finanszírozást (ez elsősorban a visszaforgatott nyereséget jelenti), majd, ha ez nem elegendő, akkor a lehetséges külső források közül a hitelt preferálják. A belső és a családtagoktól, barátoktól, ismerősöktől származó források nagy előnye, hogy a finanszírozás tranzakciós költségei alacsonyak, és a szereplők információs bázisa közel azonos, azaz az információs aszimmetria elhanyagolható. A részesedés-finanszírozás a preferencia-sorrend végén szerepel, mert az új tulajdonosi tőke – az információs aszimmetria okozta alulárzás és a magas tranzakciós költségek miatt – meglehetősen drága forrás. Új befektető bevonásakor a vállalkozás eredeti tulajdonosai attól is tarthatnak, hogy az új tulajdonos veszélyezteti a döntési szabadságot, a társaság irányításának elképzelt irányait. Az új tulajdonostárs megjelenése viszont a befektetett tőkén kívül értékes szakértelemmel, tapasztalatokkal és hasznos kapcsolatokkal is gazdagíthatja a vállalkozást.