



Стопански
факултет

Социално- икономическа анализа

Книга 1/2022 (21)

DOI: 10.54664/PDUC9212

Мария Врачовска*

ДЕТЕРМИНАНТИ НА СИГУРНОСТТА В СДЕЛКИТЕ С ВЕНЧЪРЕН КАПИТАЛ

Maria Vrachovska

DETERMINANTS OF SECURITY IN VENTURE CAPITAL TRANSACTIONS

Abstract: In today's modern, dynamically changing and globalized economy, venture investments as a specific technique for financial and organizational construction of investment ventures have established themselves as a significant segment of the market for economic activity. The thesis presented in this study is that, when being invested, venture capital does not bring a higher degree of uncertainty and risk in comparison to other traditional and alternative sources of capital investment. Venture investments are analyzed through the prism of the theory of information asymmetry, and, on this basis, the parameters ensuring security of the venture investor are identified.

Keywords: venture capital; information asymmetry; uncertainty; risk.

Въведение

В условията на съвременната, динамично променяща се и глобализирана икономика венчърните инвестиции, като специфична техника за финансово и организационно изграждане на инвестиционни начинания, се утвърдиха като значим сегмент на пазара за стопанска активност. Спецификата на философията, върху която се изгражда тази техника, често се изтъква като причина за по-висока степен на неопределеност и риск за вложенията в сравнение с традиционните и алтернативни източници за капиталово осигуряване.

Настоящото изследване поставя въпроса за икономическата мотивация на венчърните инвеститори в контекста на взаимовръзката „сигурност-риск-възвращаемост“. Фокусът на изследването е върху анализа на венчърните вложения през призмата на теорията за информационна асиметрия. Целта е да се идентифицират основните параметри, които предопределят сигурността на венчърните инвеститори и да се докаже, че техните вложения се реализират в относително контролирана среда, където степента на вероятност за отклонение на фактическите от очакваните доходи не е по-висока от тази, за която и да е друга възможна форма за капиталово осигуряване.

* Мария Врачовска – главен асистент, доктор по икономика, катедра „Финанси и счетоводство“, Стопански факултет, ВТУ „Св. св. Кирил и Методий“, e-mail: mvrachovska@ts.uni-vt.bg

Инвестиционните решения в условия на информационна асиметрия

Капиталовият пазар, както всеки друг, има информационен характер. В реалната икономика информацията се разпределя асиметрично между пазарните субекти, което води до определени негативни последици и принуждава участниците на пазара да търсят начини за справяне с тях.

Информационната асиметрия, при която единият от контрагентите в сделката има повече информация за параметрите на сделката от другия генерира негативни ефекти, които имат две основни проявления:

- Ефекти, които се проявяват преди сключване на сделката. Те са свързани с трудността купувачът да определи реалното качество на даден продукт или услуга и водят до т. н. „неблагоприятна селекция“¹.
- Ефекти, които настъпват след приключване на сделката. Те са свързани с предположението, че неинформираната страна няма знание за определени фрагменти от изпълнението на договорената сделка или е лишена от способността да предприеме ответни действия при нарушение на споразумението. В инвестиционен контекст тези ефекти произтичат от т.н. „морален риск“, при който по-информираната страна може да предприеме рисковани действия със знанието, че евентуалните загуби от тях ще се понесат от другата договорно обвързана страна.

Последиците от скритата информация повишават вероятността за увеличаване на дисперсията между очаквани и фактически резултати, отразяват се на пазарната ефективност и оказват влияние на икономическата мотивация на бизнес субектите.

Информационната асиметрия, не е резултат от изкривяване на пазара, причинено от външни фактори, а възниква в рамките на пазара и се дължи на действията на неговите участници. Идентифицирането на факторите, генериращи „нечестното“ поведение на контрагента, който разполага с повече информация, очертава ограниченията и проблемите пред, които са изправени субектите, целящи информационно изравняване. Обзорът на най-често цитираните научни публикации, дело на Акерлоф, Стиглиц, Стигълър, автори с безспорен принос в развитието на теорията за информационната асиметрия, позволява да се идентифицират следните причини за непълнотата на информацията:

- Пазарните субекти не притежават в еднаква степен възможност (достъп) и способност (знания и умения) за подбор и анализиране на постъпващата информация. Сравнителната нефункционалност на едни пазарни субекти дава предимство на други.
- Информацията не винаги е надеждна. Дори информацията, получена днес да е точна, утре тя може да е ненадеждна поради промени в икономическата среда. Следователно за да е възможно да се разчита на нея при вземане на икономически решения тя трябва не само да се осигурява по начин, осигуряващ достоверност, но и да се обновява.
- Получаването на информация е свързано с разходи. Рационалният икономически агент няма да плати за информацията повече от нивото, при което пределните разходи за получаването ѝ надвишават пределния доход от нейното използване.
- Част от наличната информация неизбежно се губи. Икономическите агенти не са в състояние да обработват цялото количество информация, с която разполагат. Те трябва да избират за обработване, съхранение и незабавно използване само най-важната информация.

Пречупено през пазара на венчърни (рискови) капитали наличието на информационна асиметрия предполага, че предприемачът има информационно предимство пред венчъра. Колкото по-силна е асиметрията, толкова по-малка би била увереността на венчърните инвеститори, че информационният компонент на мотивацията им е достатъчен за вземане на финансово ефективни решения. Следователно нараства необходимостта от действия, които могат да изравнят информационната асиметрия, да повишат сигурността и да осигурят относително намаляване на риска спрямо изискуемата и очаквана доходност. Изхождайки от причините за несиметричност на информацията и направлението на негативните проявления от нея, тези действия трябва да

¹ След основополагащата статия на Акерлоф „Пазарът за лимони: несигурност на качеството и пазарен механизъм“ неблагоприятният подбор започва да се разглежда като една от основните причини за пазарен провал.

покриват целия жизнен цикъл на инвестиционния проект, за да противодействат по най-добрия начин както на възможността за неблагоприятна селекция, така и на ситуации, в които решенията на предприемача и/или мениджъра са ущърб на венчъра.

Подходи за информационно изравняване в сделките с венчърен капитал

Венчърният капитал се разполага на три фундаментални оси: *рисковата среда, висока норма на доходност и специфичен (собствен) процес на инвестиране*. От една страна рисковата среда, свързана със липсата на обезпечение, кратка бизнес история (или липса на такава) и индустриален фокус, създава предпоставки за повишаване на информационната асиметрия между рисковите капиталисти и предприемача. От друга страна именно спецификата на техниката за венчърно инвестиране позволява несигурността, породена от несиметричност на информацията да бъде сведена до минимум. В допълнение очакваната висока норма на доходност предполага, че пределните ползи от инвестицията ще компенсират пределните разходи за информационно изравняване. „Венчърните инвеститори работят в среда, където тяхната относителна ефективност при избора и наблюдението на инвестициите и предоставянето на услуги за повишаване на стойността им дава сравнително предимство пред другите инвеститори.“²

Успехът на венчърните инвеститори се дължи на способността им да намаляват информационната асиметрия. За да минимизира риска венчърният инвеститор търси начин да обезпечи сигурността на взетите от него решения на всяка една от фазите на инвестиционния процес – прединвестиционен процес (проучване, структуриране на сделката), инвестиционен (прехвърляне на фондове, пост-инвестиционен мениджмънт) и изход от инвестицията.

На реалния пазар цените се променят постоянно и пълната информация за всички цени в момента не е известна на никого. Участник на пазара, който иска да определи най-добрата цена, трябва да „разпита“ други участници, пише Стигълър в своята класическа статия „Икономика на информацията“.³ Прединвестиционният етап е първата възможност за инвеститорите да се запознаят със спецификата и оценят потенциала на предприемаческата инициатива. Ако на пазара за дългов капитал обезпечението играе ролята на буфер срещу скритата от бенефициента информация, то за венчърните инвеститори необходимо условие за обезпечаване на ефективността е достъпа до информация на етапа на проучването. В тази връзка процедурата за **надлежна проверка на правната, финансовата и организационната добросъвестност на фирмата** (*Due diligence*) е задължителен етап от процеса на венчърното инвестиране. Възможността за предоставяне в кратки срокове на систематизирана информация в документален вид се отчита като положителна характеристика за фирмата, търсеща финансиране. Предпоставки за конструктивен диалог и по-нататъшни инвестиционни действия е наличието на качествена, коректна, достъпна и пълна информация за бизнес начинанието.

Заинтересованият инвеститор, съпроводен от екип специалисти (одитори, юристи, технолози, финансови анализатори), се запознава с бизнес проекта като: проверява достоверността на предоставената информация от законова и технологична гледна точка; търси потвърждение на заложените предположения в бизнес-плана; прави оценка на максимата, че ръководителите на бизнес начинанието са способни да обезпечат достигането на поставените цели. Доказателство за сериозността и прецизността на рисковият инвеститор е обемът и разнообразието от документи за дейността и планове за развитие, които се проверяват и анализират. Те най-общо могат да се разпределят в следните групи:

- *Организационно-правни документи*: уставни и регулационни документи, включително хронология на актуализации, изменения и допълнения; обхват на мениджърските правомощия, дялова собственост в други дружества.

² **Amit, R., J. Brander, C. Zott.** Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 13(6), 1998, p. 452

³ **Stigler, G. J.** The Economics of Information. *The Journal of Political Economy*, Vol. 69, Issues 3, 1961, p. 214

- *Съдебни и арбитражни документи*: искове и претенции, възбудени от и срещу предприемача.
- *Документацията относно вещно правния режим на движимите вещи и недвижимостта на обекта*: инвентаризационен опис на дълготрайните активи (вид, единица за измерване, място на съхранение); документи, потвърждаващи правото за собственост, владение и разпореждане; описание на регистрирани търговски марки, патенти, промишлени образци.
- *Дългови обстоятелства*: договори за кредит (вкл. лизингови⁴); обремененост със залози и ипотечи; уведомления (или др. документи за неизпълнени задължения); договорености, касаещи бъдещи действия с активи на фирмата.
- *Лицензи и разрешения, издадени от държавни и местни органи на управление*: сертификати и лицензи за безопасност и съответствие със социални, екологични и санитарни изисквания; регистрационни документи; преписки с Държавната комисия по ценните книжа и фондовите борси и Централния депозитар.
- *Договори*: търговски, дистрибуторски, патентни, лицензионни консултантски, наемни, трудови съглашения.
- *Финансова и данъчна документация*: отчет за издължени публични вземания; план-сметка за бъдещи данъчни плащания; кореспонденция по въпроси, свързани с данъчно облагателен и данъчно изпълнителен процес; финансови и одиторски отчети; извлечения по банкови сметки; първични счетоводни документи; характеристика на дебиторската и кредиторската задлъжнялост, придружена със списък на доставчици и клиенти.
- *Друга, обща документация*: документация, отразяваща застрахователната политика на фирмата, вкл. застраховки на нает персонал; детайлна информация за мениджърския екип (вкл. професионален опит, размер на възнаграждение, компетенции); обща информация за човешките ресурси (брой, длъжностна характеристика, вид трудов договор, работно време, средна работна заплата); обичайни решения и действия в често повтарящи се ситуации; минали и настоящи бизнес-планове; описание на технологичния процес; политика по отношение управлението на човешките ресурси (методи и начини за осигуряване на персонал, възприета система от материални, морални и социални стимули, развитие и повишаване на квалификацията на персонала, текучество и причини за това); описание на маркетинговата стратегия (структура на продажбите, компетенции на търговския персонал, действия по придвижване на продукцията).

Липсата на документална информация, произтичаща от ранните етапи на бизнес начинанията се компенсира както с оценка на индустриалната среда, пазарната сегментация, потенциала за растеж, така и с проучване за опита и управленските качества на предприемача. За венчър уменията на предприемача са свързани със значителна част от критериите, предопределящи решението за финансиране⁵.

Към изискването за наличието и анализа на толкова разнообразна и подробна документация като доказателство за задълбочеността на подхода към фактора “сигурност” се прибавя и фактът, че венчърните инвеститори не винаги разчитат само на информацията, която им се предоставя от търсещите финансиране. За да се ориентират за силните и слаби страни на проекта те използват различни подходи за оценка, включително неформални контакти и сценарийни методи.

⁴ Според Златанов, „От икономическа (финансова) точка на финансовия лизинг е средство за кредитиране във материална (стокова) форма. Чрез ДогФинЛиз (договор за финансов лизинг, бел. авт.) се предоставя инвестиционен кредит. Именно на тази основа, икономическа плоскост, в доктрината се застъпва и позицията относно същността на финансовия лизинг, според което ДогФинЛиз е особен вид договор за заемане. В крайна сметка, финансовият лизинг по идеята е средство за кредитиране на лизингополучателя.“ (вж. Златанов, Б. Договорът за финансов лизинг. В. Търново: УИ „Св. св. Кирил и Методий“, 2018, с.95)

⁵ Hall, J., C. W. Hofer. Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing*, Vol.8, Issue 1, 1993 p. 27 ; Macmillan, I. C., R. Siegel, P.N. Subba Narasimha. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, Vol.1, Issue 1, 1985, p.126;

С решението да подкрепи бизнес начинанието, рисковият инвеститор се изправя пред проблема с моралния риск. За да се противодейства на неговите аспекти, в договорните споразумения трябва да се предвидят ограничения и рестриктивни условия, които да: (1) изключват нежелано поведение; (2) предписват желано поведение⁶. В тази връзка „има три източника на сила във връзката венчър-предприемач: пари (при липса на алтернативен източник за финансиране обезпечават възможност за определяне на правилата – бел. авт.) официална власт и лични взаимоотношения“⁷.

За да защити интересите си **при структуриране на сделката и изготвяне на контрактните споразумения и условия (term sheet)**, които влизат в сила след положителният изход от предварителните проучвания, венчърният инвеститор договаря:

- условие за ексклузивност (право на първи отказ), което дава възможност на венчърния инвеститор да сключи или откаже сделка, съгласно определени условия, преди предприемачът да има право да сключи тази сделка с трети страни. Условието касае най-вече периода, през който тече надлежната проверка от страна на инвеститора;
- блокиращи права при определени обстоятелства (например при решение за продажба на фирмени дялове, решения за привличане на допълнителни капитали);
- права за придобиване на допълнителни дялове (на цена по-ниска от пазарната), които възстановяват загубите му, ако бъдещата стойност на фирмата се окаже по-ниска от очакваната;
- обвързване на бъдещите трансше на финансирането с текущите финансови достижения, при което портфейлната фирма е длъжна да съблюдава предписани критерии за финансова ефективност;
- предпочитани стратегии за изход от инвестицията, вкл. преимуществено право на обезпечаване спрямо предприемача в случай на ликвидация;
- право на постоянен мониторинг, изразен в достъпа до счетоводната информация, до протоколите от заседанията на мениджърския екип и до възможността да назначава свои представители (със или без изпълнителни функции) в управлението на фирмата.

Въпросът за собствеността, контрола и управлението често е бариера между инвеститор и предприемач и може да предизвика затруднения в отношенията между двете страни. От особена важност за минимизиране на инвестиционната несигурност на венчърните инвеститори е фактът, че ангажираността им не завършва с акта на привеждане на паричните ресурси. За рисковият инвеститор „обезпечението“ на средствата му е пазарното установяване и развитие на предприемаческия бизнес. В този контекст, стремежът за получаване на максимална доходност при оптимално възможна сигурност на вложените капитали се допълва с достъпната за венчъра възможност за **участие в пост-инвестиционния, оперативен мениджмънт**. Посредством **активно сътрудничество и консулт** венчърният инвеститор повишава самостоятелността и жизнеспособността на инвестицията. Реализирането на потенциала за растеж при отчитане принципите на корпоративния мениджмънт и бизнес етика е предпоставка за сигурност и респективно минимизиране на риска. Партньорството на екип от тесни специалисти е насочено към:

- усъвършенстване на маркетинговите изследвания, стратегическото планиране, финансовото управление, вътрешен одит (качествен и финансов);
- привличане на партньори (доставчици, клиенти) и персонал с опит и позиции;
- улесняване достъпа до други видове финансиране;
- подпомагане внедряването на технологични нововъведения и модификации като условие за продуктово развитие;
- помощ за комерсиализацията на продукта и излизане на нови пазари;
- работа в ранните етапи на развойния процес съвместно с фирмата, в която се инвестира. Оценяват се прототипи или демонстрационни проекти, предлагащи изключителни възможности за растеж.

⁶ Мишкин, Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. М.: Вильямс, 2006, с. 230.

⁷ Vance, H. F., R. D. Hisrich. The Venture Capitalist: A Relationship Investor. *California Management Review*, Vol. 37, No. 2, 1995, p. 105.

За реализация на горепосоченото венчърните инвеститори си партнират с утвърдени консултантски организации, които предоставят техническа помощ във всички сфери на бизнес управлението. Не е за пренебрегване и факта, че „името“ на венчъра допълнително допринася за повишаване доверието на доставчици, клиенти и финансови институции.

При „*изхода*“ от инвестицията венчърът е в ролята на продавач. В случай на първична публична продажба, където повечето инвеститори са относително неинформирани, за него може да е трудно да пласира дяловете си на желаната цена. Това е причината за честата алтернативна практика – продажба на информирани инвеститори от индустрията, в която е предприятието или на предприемачите, иницирали бизнес начинанието, финансирано от венчъра (обратно изкупуване)⁸.

Параметри, обезпечаващи сигурността на инвеститорите в сделките с венчърен капитал

„Информацията е обществено благо, в по-широк план, знанието е глобално обществено благо и пазарите сами по себе си обикновено не са ефективни в предоставянето на такива стоки“⁹. Всяка инвестиция е съпроводена с риск, но при инвестирането на венчърни капитали, той винаги е детайлно преценен и в голяма степен е оправдан, защото венчърните инвеститори са намерили начин да „произведат“ необходимата им информация. Обстоятелствата, в подкрепа на горното твърдение са следните:

Първо: Успехът на инвестицията в голяма степен зависи от точната преценка за потенциала на пазарна реализация и ръст. Макар и сравнително млада индустрията на рисковото инвестиране се разширява с бързи темпове и венчърните капитали се влагат във все повече и по-разнородни фирми. Уникалната спецификация на предприемаческите инициативи в продуктово, технологично и пазарно отношение са провокирали специализацията на фондовете за рисков капитал в три основни направления: предпочитани сектори от икономиката; регионални предпочитания; етап на развитие на начинанието, респективно инвестиционен праг.¹⁰ Ясно дефинираните цели и инвестиционните критерии на фондовете за рисков капитал позволяват наличие на експерти, тесни специалисти, в приоритетно разглежданите инвестиционни проекти, което в голяма степен осигурява точност при оценката, сигурност на решенията, а от там и надеждност за положително оценените идеи и фирми.

Второ: Пазарната икономика е много избирателна по своята същност, затова е съвсем естествено не всеки който има нужда от финансиране да го получи. Ако банките трудно отпускат дългосрочни кредити още по-труден е достъпа до ресурс от фондовете за рисков капитал. Не всяка компания, която се нуждае от паричен ресурс, се одобрява за венчърно финансиране. „Високите нива на проверка и отсяване водят до ниска одобряемост – едва 1 до 2% от внесените предложения.“¹¹ Определя се потенциалът, добросъвестността и комерсиализацията на начинанието. Оценките се основават на внимателно проучване и прецизиране на рисковият профил на бизнес проекта. Компонентите, на които се акцентира са:

1. *Продуктов риск.* Развитието на продукт и/или технология, за които се търси пазарно приложение е труден процес. Перспективността на отрасъла, конкурентната позиция, пазарната сегментация и големината на пазара са рамки, без които е невъзможно да се определи стойността на инвестицията. „Конкурентоспособността се отнася до отделната организация и до предлаганите

⁸ **Amit, R., J. Brander, C. Zott.** Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 13(6), 1998, p. 455.

⁹ **Stiglitz, J. E.** The Revolution of Information Economics: The Past and the Future. NBER Working Paper 23780, 2017, p. 4.

¹⁰ Размерът на инвестицията се предопределя от етапа на инвестиране – инвестициите в стартиращи предприятия са значително по-малки по размер в сравнение с тези за окрупняване на бизнеса.

¹¹ **Христова, В., И. Стоянов.** Финансиране на предприемаческите дейности. *Икономически хоризонти* 21 – финансово-счетоводни перспективи. УИ „Св. св. Кирил и Методий“, Том 1, 2019, с. 121.

от нея продукти и услуги“.¹² Тя се предопределя от: диференцираността на продукта (услугата); цикъла на производство и пласмента; възможността за многократна продажба; установеността на дистрибуторски канали и пазарен дял, достатъчен за да реализира висока възвращаемост; асортимента и характеристиките на аналогични производства /услуги/.

Венчърните инвеститори се насочват към бизнес начинания, които растат експоненциално при намаляващи пределни разходи за производство. Ефектът на оперативния ливъридж от това позволява на компаниите да се разрастват по-бързо, а увеличените парични потоци да се реинвестират за нов растеж. Обикновено „рисковите“ инвеститори не разчитат на единствен вид продукция и преценяват възможността за диференцирано производство, за разработване на серия допълващи производства (продукти). Ако продуктът или технологията са нови се търси доказателство за съществуването на реална възможност за създаване на доминиращ пазар - кои са потенциалните клиенти, има ли алтернативни варианти на продукта (услугата) и разработени ли са вече от други, установено ли е правото на собственост на бизнес идеята, защитена ли е технологията или продукта с патенти, промишлени образци и други форми на интелектуална собственост.

2. *Управленски риск.* Дори обещаващо предприятие с разработена бизнес-стратегия се нуждае от квалифициран мениджърски екип, който ще успее да го направи печелившо. Не рядко рисковите инвеститори отделят повече време на хората, изработили бизнес-плана, отколкото на самото предложение¹³. Под внимание се вземат бизнес опита и мениджърските умения на предприемача. В допълнение, тъй като са основен източник на средства, венчърните инвеститори имат възможност за значително влияние върху фирмите, в които инвестират и към входните капиталови ресурси добавят управленски опит и оперативни услуги (уреждане на корпоративни партньорства, достъп до допълнителни капиталови източници, привличане на квалифициран персонал).¹⁴ „Докато нововъзниканалото бизнес формирание се движи през жизнения си цикъл, добавянето на административна компонента към техническото ядро осигурява надграждането, необходимо за дългосрочно оцеляване и растеж.“¹⁵

3. *Финансов риск.* Разчетите за сумата на инвестицията и размера на дяловото участие се базират на очакваната бъдеща стойност на фирмата и нормата на възвращаемост, която венчърният вложител изисква, за да приеме риска, свързан с вложението си. За да определи стойността на начинанието, инвеститорът има достъп до достоверни данни за: необходимите разходи, свързани с проучване на фирмата, изследване на пазара, въвеждане на продукта (технологията); обема на очакваните нетни парични потоци; срокът за изплащане на инвестицията; вероятния начин за излизане от инвестицията. Размерът на инвестицията се предопределя от етапа на развитие на фирмата. Отчитайки риска инвеститорът определя каква част от акциите ще обезпечи желания доход. Венчърните инвеститори оценяват предприятията „консервативно“ и колкото по-ранен е стадият на развойния процес, толкова „по-твърд“ е подходът. Колкото по-млада е фирмата, толкова по-ниска е цената ѝ, по-голямо е дяловото участие в нея с цел максимално обезпечаване на риска.

Трето: „Непълнотата на информацията е неизменен признак на икономическия живот. По-голямата или по-малката непълнота на информацията може да окаже влияние на функционалните условия и характеристики на пазарите, създавайки допълнителни транзакционни разходи за икономическите агенти“¹⁶. Степента на ценовата дисперсия е проява и мярка за невежество на пазара.¹⁷ Както всеки инвеститор така и венчърният търси да вложи средствата там, където по-

¹² **Стефанов, Ц.** *Пазарна стратегия и изграждане на фирмената конкурентоспособност в област Велико Търново*. В. Търново: Фабер, 2018, с. 18.

¹³ **Macmillan, I. C., R. Siegel, P. N. Subba Narasimha.** Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, Vol.1, Issue 1, 1985, p. 128.

¹⁴ **Fried, V. H., R. D. Hisrich.** The Venture Capitalist: A Relationship Investor. *California Management Review*, 37(2), 1995, p. 102.

¹⁵ **Flynn, D. M.** The critical relationship between venture capitalists and entrepreneurs: Planning, decision-making, and control. *Small Business Economics*, Vol.3(3), 1991, Kluwer Academic Publishers, p. 185.

¹⁶ **Akerlof, G.** The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 84, No. 3, 1970, p. 488.

¹⁷ **Stigler, G. J.** The Economics of Information. *The Journal of Political Economy*. Vol 69, Issues 3, 1961.

тенциалната възвращаемост превишава разходите. Безспорно негово предимство е способността му да обезпечи информационната сигурност, да минимизира риска чрез „вложените“ оперативни услуги, имидж, морална подкрепа, бизнес познания, дисциплина. Същевременно това превъзходство, гарантиращо относително висока възвращаемост спрямо вложените ресурси, се дължи на сравнителната нефункционалност на алтернативното традиционно капиталово финансиране. В крайна сметка в основата на формираните отношенията с предприемача е липсата на други жизнеспособни алтернативи.¹⁸ Венчърният инвеститор знае това и се възползва от ситуацията като налага условия, които могат да обезпечат сигурността на неговите решения.

Заклучение

Финансирането с рисков капитал се отъждествява с влягане на значителен по обем паричен ресурс при пълна липса на гаранции и обезпечения. Същевременно венчърният инвеститор се превръща в съсобственик на активите на фирмата, което само по себе си предполага по-особено отношение към факторите несигурност и риск. „Едва ли трябва да се напомня на учените, че информацията е ценен ресурс: знанието е сила“¹⁹. Когато и в практиката значимостта на информацията бъде осъзната, събрана, обработена и взета под внимание, капиталовите ресурси могат да бъдат ефективно разпределени. Основното предимство на венчърното инвестиране е във неговата философията – техниката създава условия за информационно изравняване посредством едновременното осигуряване на значителен по размер дялов капитал, бизнес експертен опит, достъп до клиентски мрежи, добри управленски практики за растежа на бизнеса.

Несъмнено, инвестиционният риск е обвързан с макроикономическата конюнктура и с локализираните микроикономически фактори. Базирано на спецификата и технологията на венчърното инвестиране се налагат два основни извода:

- Систематичният риск, който се предопределя от характеристиките на макросредата, си остава за всички, които оперират на инвестиционните пазари, в това число и за венчърните инвеститори.
- В микроикономически аспект, риск безспорно съществува, но при венчърното инвестиране той е винаги добре преценен и активно управляван посредством възможностите за контролиране на информационните асиметрии като част от стратегията за оптимизиране на параметрите, обезпечаващи инвестиционната сигурност.

ЛИТЕРАТУРА

1. **Златанов, Б.** *Договорът за финансов лизинг*. В. Търново: УИ „Св. св. Кирил и Методий“, 2018. // **Zlatanov, B.** *Dogovor at za finansov lizing*. V. Tarnovo: UI „Sv. sv. Kiril i Metodii“.
2. **Мишкин, Ф.** *Економическа теория на парите, банковото дело и финансовите пазари*. М.: Вилъямс, 2006.
3. **Стефанов, Ц.** *Пазарна стратегия и изграждане на фирмената конкурентоспособност в област Велико Търново*. В. Търново: Фабер, 2018. // **Stefanov, Ts.** *Pazarna strategiya i izgrazhdane na firmenata konkuretnospobnost v oblast Veliko Tarnovo*. V. Tarnovo: Faber, 2018.
4. **Христова, В., И. Стоянов.** Финансиране на предприемаческите дейности. *Икономически хоризонти 21 – финансово-счетоводни перспективи*. УИ „Св. св. Кирил и Методий“, Том 1, 2019, с. 110–123. // **Hristova, V., I. Stoyanov.** *Finansiranje na predpriemacheskata dejnost. Ikonicheski horizonti 21 – finansovoschetovodni perspektivi*. UI „Sv. sv. Kiril i Metodii“, Tom1, 2019, s. 110–123.
5. **Akerlof, G.** The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 1970, pp. 488–500.
6. **Amit, R., Brander, J. & Zott, C.** Why do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence. *Journal of Business Venturing*, 13(6), 1998, pp. 441–467.

¹⁸ **Fried, V. H., R. D. Hisrich.** The Venture Capitalist: A Relationship Investor. *California Management Review*, Vol. 37(2), 1995, p. 102.

¹⁹ **Stigler, G. J.** The Economics of Information. *The Journal of Political Economy* Vol 69, Issues 3, 1961 p. 213.

7. **Macmillan, I. C., Siegel, R., & Subba Narasimha, P. N.** Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 1985, pp. 119–128.
8. **Flynn, D. M.** The Critical Relationship Between Venture Capitalists and Entrepreneurs: Planning, Decision-Making, and Control. *Small Business Economics*, 3(3), 1991, pp. 185–196. Kluwer Academic Publishers.
9. **Fried, V. H., & Hisrich, R. D.** The Venture Capitalist: A Relationship Investor. *California Management Review*, 37(2), 1995, pp. 101–113.
10. **Hall, J., & Hofer, C. W.** Venture Capitalists' Decision Criteria in New Venture Evaluation. *Journal of Business Venturing*, 8(1), 1993, pp. 25–42.
11. **Stigler, G. J.** The Economics of Information. *Journal of Political Economy*, 69(3), 1961, pp. 213–225.
12. **Stiglitz, J. E.** The Revolution of Information Economics: The Past and the Future. NBER Working Paper 23780, 2017.
13. **Vance, H. F., & Hisrich, R. D.** The Venture Capitalist: A Relationship Investor. *California Management Review*, 37(2), 1995, pp. 101–113.