

SZEGEDI TUDOMÁNYEGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR

KÖZGAZDASÁGTANI DOKTORI PROGRAM

Az üzleti angyalok szerepe a fiatal, növekedésorientált
kisvállalkozások finanszírozásában és fejlesztésében

Doktori értekezés

Kosztópulosz Andreász

Szeged, 2005.

PÉNZÜGYEK ÉS NEMZETKÖZI GAZDASÁGI
KAPCSOLATOK INTÉZETE

TÉMAVEZETŐ:

PROF. DR. BOTOS KATALIN

EGYETEMI TANÁR

Tartalomjegyzék

Tartalomjegyzék	1
Táblázatok jegyzéke	3
Ábrák jegyzéke	4
Köszönetnyilvánítás	5
Bevezető	6
1. A növekedés motorjai: a növekedésorientált kisvállalkozások gazdasági jelentősége	10
1.1 Előtérbe kerül a vállalkozás és a kisvállalat	10
1.2 A kisvállalkozások összetett szerepe a gazdaságban	13
1.3 A kisvállalkozások szerepe a munkahelyteremtésben	15
1.4 Minden kisvállalkozás teremt új munkahelyeket?	19
1.5 A növekedés motorjai	23
1.6 Növekedésorientált vállalkozások Magyarországon	31
1.7 Következtetések a kisvállalkozás-fejlesztés számára	34
2. A fiatal, növekedésorientált kisvállalkozások forrásszerzési nehézségei	37
2.1 Aszimmetrikus információk és tranzakciós költségek	40
2.2 Finanszírozási korlátok a hitelpiacon	43
2.3 Hitel versus részesedésfinanszírozás	50
2.4 Az intézményes kockázati tőke finanszírozói szerepe és korlátai	54
3. Az üzleti angyalok szerepe a tőkerés áthidalásában	62
3.1 Befektetők vagy angyalok? Az informális kockázatitőke-befektetők és az üzleti angyalok fogalma	63
3.2 Az informális kockázatitőke-befektetés szerepe az információs és a tranzakciós költségekkel összefüggő problémák kezelésben és a tőkerés áthidalásában	67
3.3 Az üzleti angyalok szerepe a kockázati tőke társadalmi szinten hatékonyabb allokációjában információs szempontból tökéletlen piacon (Chan modelljének kiterjesztése)	79
3.3.1 Chan modellje a pénzügyi közvetítés elméletének kontextusában	80
3.3.2 Chan modelljének építőkockái: vállalkozók, befektetők, optimális befektetési stratégia	82
3.3.3 Az egyensúlyi helyzetet leíró feltételek Chan modelljében	86
3.3.4 Chan következtetései a modell alapján	88
3.3.5 Az üzleti angyalokat is integráló, továbbfejlesztett modell következtetései	89
3.3.6 Az üzleti angyalokat is integráló, továbbfejlesztett modell üzenetei	96
3.3.7 A modell korlátai	98
3.4 Az intézményesült és az informális kockázatitőke-piac komplementaritása	100
3.5 Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázatitőke-piac élénkítésében	105
3.5.1 A hálózatok működése: szolgáltatások és ügyfelek	107
3.5.2 Az üzleti angyal hálózatok finanszírozása	109
3.5.3 A hálózatok tipizálása	112
3.6 Néhány megjegyzés a vállalati angyalokról	116
4. Üzleti angyalok Magyarországon	123
4.1 Néhány becslés az informális kockázatitőke-piac méretéről	125
4.2 Az üzleti angyal-piac fejletlenségének lehetséges okai	126
4.3 A felmérés célja és menete	129
4.4 Demográfiai jellemzők	131
4.5 A befektetések indítékai	134

4.6 A befektetési lehetőségekről szerzett információ forrásai	135
4.7 A befektetési döntés szempontjai	138
4.8 A közreműködés és a vállalkozásfejlesztő tevékenység formái	139
4.9 A befektetés tevékenység egyéb jellemzői	141
4.10 Egy sikeres vállalati angyal Magyarországon	143
4.10.1 A Videoton mint sokoldalú partner	143
4.10.2 Egy sikeres befektetés: a Rhinolight Kft.	147
4.10.3 A siker lehetséges tényezői.....	149
5. Az informális kockázatitőke-piac fejlesztésének lehetőségei.....	150
5.1 Beavatkozási lehetőségek az informális kockázatitőke-piac kínálati oldalán	154
5.1.1 Ösztönző befektetési környezet kialakítása	154
5.1.2 Az üzleti angyalok képzése.....	157
5.1.3 Az adórendszeren keresztül érvényesített ösztönzési lehetőségek	158
5.1.4 A befektetések ösztönzése tőkegarancia-rendszerek bevezetésével.....	161
5.2 Beavatkozási lehetőségek az informális kockázatitőke-piac keresleti oldalán.....	163
5.2.1 A vállalkozói kultúra fejlesztése.....	164
5.2.2 Felkészítés a befektetések fogadására.....	166
5.3 Az informális kockázatitőke-piac hatékonyságának növelését célzó beavatkozások: közvetítő intézmények működtetése	175
5.3.1 Az üzleti angyal hálózatok mint a piacfejlesztés kulcsintézményei	175
5.3.2 Egy üzleti angyal hálózat felállításánál felmerülő kulcskérdések	180
5.4 A hazai informális kockázatitőke-piac fejlesztését célzó javaslatok	182
Összefoglalás	184
Felhasznált irodalom.....	189
Melléklet	209
1. számú Melléklet.....	210

Táblázatok jegyzéke

1.1 táblázat Az összes foglalkoztatott százalékos megoszlása méretkategóriánként a versenyszférában (1994-2003).....	18
1.2. táblázat A kumulált munkaerőmozgás megoszlása méretkategóriánként a versenyszférában (1994-2003, ezer fő).....	19
1.3 táblázat A vállalkozások megoszlása létszám-kategóriánként 1996-ban és 1999-ben	23
1.4 táblázat A növekvő és zsugorodó vállalkozások részesedése az erőforrásokból, a teljesítményekből és a jövedelmekből 1996-ban és 1999-ben (százalék)	32
1. 5 táblázat A vállalkozások növekedése létszám-kategóriák szerint 2003-ban.....	33
2.1 táblázat A magyar mikro-, kis-, középvállalkozások valamint a nagyvállalatok bankhitelállománya (1999-2004, Mrd Ft).....	49
2.2 táblázat A befektetések értékének megoszlása a finanszírozott vállalkozás fejlettségi szintje szerint az EVCA tagországaiban (1997-2004, százalék).....	58
2.3 táblázat A kockázati-tőke-befektetések belső megtérülési rátái (IRR) a finanszírozott vállalkozás életciklusa szerint Európában (2004. december 31.).....	60
3.1 táblázat Különbségek az üzleti angyalok és a kockázati-tőke-alapok menedzserei között a befektetés előtti átvilágítás (due diligence) tekintetében	71
3.2 táblázat Az informális befektetők és a kockázati-tőke-alapok által elért hozamok a kiszállások százalékában.....	75
3.3 táblázat A finn üzleti angyalok által elért hozamok eloszlása.....	75
3.4 táblázat A hagyományos intézményi és az informális kockázati-tőke-befektetések értéke a GDP százalékában, valamint a két érték relatív nagysága	78
3.5 táblázat Néhány üzleti angyal hálózat bevételeinek megoszlása 2003-ban	110
3.6 táblázat Az üzleti angyal hálózatok számának alakulása az európai országokban (1999 – 2004 közepe)	115
3.7 táblázat: A kockázati-tőke-befektetések megoszlása befektető típusonként a finanszírozott vállalkozások életciklusa szerint 2001-ben és 2000-ben	117
3.8 táblázat A vállalkozási fejlesztőtőke-befektetés előnyei a befektető vállalat számára.....	121
4.1. táblázat Az üzleti angyalok néhány jellemzője nemzetközi összehasonlításban	133
4.2 táblázat A befektetések motivációi a magyar, német és amerikai üzleti angyalok körében.....	135
4.3 táblázat A befektetési lehetőségről szerzett információ forrásai.....	137
4.4 táblázat A vállalkozásban jellemzően megszerzett részesedés nagysága.....	142
5.1 táblázat Európa új tőzsdéi és a NASDAQ.....	156
5.2 táblázat Az egyes tényezők hatása az üzleti angyalok befektetési döntéseire	160
5.3 táblázat Néhány európai tőkegarancia-rendszer jellemzői	162
5.4 táblázat A befektetések jellemzői a különféle típusú hálózatoknál (1993-94).....	177

Ábrák jegyzéke

1.1 ábra	Kirchhoff (1996) vállalkozás rendszertana	27
3.1 ábra	A pénzügyi közvetítés szerepe és működési csatornái.....	81
3.2 ábra	Az üzleti angyalok hatása az egyensúlyi allokációra	96
3.3 ábra	Az üzleti angyalok keresési költségének csökkenése javítja az egyensúlyi allokációt.....	98
3.4 ábra	A vállalkozás fejlődési szakaszai és a tipikus részesedésfinanszírozási módok	102
3.5 ábra	Az Amazon.com finanszírozásának kronológiája (1994-1999).....	103
3.6 ábra	A közvetítés általános folyamata.....	108
3.7 ábra	Az üzleti angyal hálózatok működtetésének „reputációs modellje”	112
3.8 ábra	A definíciók közötti kapcsolatok.....	119
4.1 ábra	A befektetési lehetőségről szerzett információ forrásai	136
4.2 ábra	A befektetés kiválasztásának kritériumai	138
4.3 ábra	Az üzleti angyalok értékteremtő közreműködésének formái	140
4.4 ábra	A vállalati fejlődés preferált életszakaszai (az említések százalékában)	143
4.5 ábra	Videoton – egy sokoldalú partner	144
5.1 ábra	Az informális kockázatitőke-piac szerepe, ösztönzésének lehetőségei	153
5.2 ábra	A befektetés fogadására felkészítő program ötlépcsős modellje	172
5.3 ábra	Az informális kockázatitőke-piac fejlesztésében érdekelt intézmények.....	179

Köszönetnyilvánítás

Köszönöm Botos Katalin témavezetőmnek azt a szakmai és erkölcsi támogatást, amit a disszertáció elkészítéséhez nyújtott.

Köszönettel tartozom Makra Zsolt szerzőtársamnak, akinek szakmai és baráti segítségével az értekezés nem készülhetett volna el. Köszönöm Imreh Csanádnak a dolgozat matematikai vonatkozásaival kapcsolatos észrevételeit és a biztatást.

Szeged, 2005. december

Bevezető

A kis- és középvállalatok túlnyomó többsége finanszírozási igényeit saját, illetve a családtól, barátoktól származó forrásokból elégíti ki, és ha szükséges, emellett még bankkölcsönt valamint folyószámlahitelt vesz igénybe. Mindazonáltal a kisvállalkozások egy **szűk csoportja** számára ezek a források nem alkalmasak vagy nem elégségesek, és a kockázati tőke valamilyen formájára van szükségük. Ebbe a kategóriába a cégek két típusa sorolható, melyeket összefoglalóan **fiatal, növekedésorientált kisvállalkozásoknak** nevezünk. Az első típusba az olyan jelentős növekedést ígérő lehetőségek kiaknázására törekvő új vállalkozások tartoznak, amelyek nem minden esetben, de rendszerint valamilyen innováció megvalósításában látják a tartós versenyelőnyök forrását. Ezen vállalkozások esetén a nyereségtermelés beindulása csak több év után várható. Nem képesek belső forrásokból finanszírozni a növekedést, nem tudnak pozitív cash flow-t felmutatni egy bankhitel megszerzéséhez, és túl kicsik ahhoz, hogy megjelenjenek a nyilvános tőkepiacokon. A második típusba fiatal, gyorsan növekvő cégek tartoznak, amelyek negatív cash flow-val néznek szembe amiatt, hogy kutatás-fejlesztésbe, termékfejlesztésbe és -tesztelésbe kell fektetniük, épületeket, gépeket, berendezéseket, nyers- és segédanyagokat kell vásárolniuk, menedzsereket és értékesítőket kell toborozniuk, növelniük kell a készletszintet. Ezek a vállalkozások nem rendelkeznek sem személyi, sem a megfelelő tárgyi biztosítékokkal a hitelfelvételhez, mivel gyakran előfordul, hogy eszközeik immateriális formát öltő szabadalmakban védjegyekben vagy éppen humán tőkében testesülnek meg. Minél gyorsabban növekszik egy cég, annál mohóbb az étvágya a készpénzre.

Annak ellenére, hogy a kis- és középvállalati szektoron belül a növekedésorientált kisvállalkozások viszonylag csekély számban vannak jelen, gazdasági jelentőségük a **foglalkoztatás, az innováció és a versenyképesség** szempontjából ezen messze túlmutat. A gazdaságpolitika számára éppen ezért a vállalkozásfejlesztés kitüntetett célcsoportját alkotják.

A **kockázattőke-befektetők** képesek megbízhatóan kiszűrni a jó kilátásokkal rendelkező növekedésorientált vállalkozásokat és ismerik a finanszírozásukban rejlő kockázatokat. Rendelkeznek a szükséges vállalatértékelési szaktudással, és szerződés-kötési jártasságukkal képesek az esetleges veszteséget minimalizálni. A

befektetést követően többféle módon is közreműködnek a vállalkozás fejlesztésében a közös sikert szem előtt tartva: felkészítik és stratégiai tanácsokkal látják el a vállalkozót, a menedzsereket; segítenek további források bevonásában valamint új vezető alkalmazottak verbuválásában; a vállalkozás rendelkezésére bocsátják a szállítók, a vevők és a tanácsadók körében kiépített kapcsolataikat. A befektetést tulajdonosi részesedés ellenében nyújtják, ami a kockázat egy részének átvállalásáért cserébe a felfutó vállalkozás sikerében való osztozás lehetőségét biztosítja. A növekedésorientált kisvállalkozások számára bevonható kockázati tőkének két fő forrása van: a pénzügyi közvetítőként tevékenykedő **kockázati tőke-intézmények** valamint **az üzleti angyalok** befektetései.

A kockázati tőke iránt érdeklődő honi közönség előtt *Osman Péter* (1998) könyve nyomán vált szélesebb körben ismertté az üzleti angyalok fogalma, vállalkozásfinanszírozó és -fejlesztő szerepe. Ez mindaddig az egyetlen hazai „alpmű” a témában, annak ellenére, hogy a nemzetközi szakirodalom nemcsak, hogy gazdaggá, hanem szinte áttekinthetetlenül bőséggé és szerteágazóvá vált az utóbbi években, évtizedekben. Az üzleti angyalok finanszírozó és fejlesztő szerepének feltárása az Egyesült Államokban immár két és fél évtizedes múltat tekint vissza, de a kilencvenes évektől számos más országban is egy viszonylag önálló kutatási programmá nőtte ki magát. Az empirikus eredmények egyre szaporodnak, a szakirodalom hatalmasra duzzadt, és a téma az elmúlt évtized második felétől a gazdaságpolitikusok figyelmét is felkeltette az Egyesült Államokban, Japánban és az Európai Unióban egyaránt. A felhalmozott óriási információ-tömegből a hazai tudományos és szakmai közéletbe mindaddig csupán morzsák kerültek át. Ugyanakkor a hazai kockázati tőke-piacca foglalkozó szakértőktől és kutatóktól egyre gyakrabban hangzik el, hogy a fiatal, növekedésorientált kisvállalkozások tőkéhez és tudáshoz juttatásában hiánypótló szerepet tölthetnének be az üzleti angyalok, akiknek tevékenységéről **átfogó adatgyűjtésre Magyarországon mindaddig nem került sor.**

A Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Karán ezt az űrt szeretnénk kitölteni, és ennek jegyében zajlik több éve intenzív kutatómunka az informális kockázati tőke témájában. A kutatás sikereihez egyenrangú társként *Makra Zsolt* is alkotó módon hozzájárult. **A dolgozat alapvető célja, hogy az üzletiangyal-kutatás eddig elért és több elismert tudományos folyóiratban publikált eredményeit rendszerezze és összegezze.**

Az értekezés az üzleti angyalok tevékenységét és szerepét a középpontba állítva alapvetően arra a kérdésre keresi a választ, hogy **értelmes lenne-e a gazdaságpolitika szintjén felkarolni hazánkban is a kockázatitőke-piac ezen sajátos szereplőit.**

Az 1. fejezetben a vállalkozások és a gazdaságpolitika irányából közelítve a **növekedésorientált kisvállalkozások szerepét és jellemzőit** igyekszünk áttekinteni, rendszerezve a róluk felhalmozódott tudásunkat.

A 2. fejezetben feltárjuk, hogy **milyen nehézségekkel néznek szembe a növekedéshez szükséges források megszerzése terén**, és megvizsgáljuk ezen problémák elméleti gyökereit a vonatkozó szakirodalom eredményeinek felhasználásával.

A 3. fejezetben amellet sorakoztatunk fel érveket, hogy **az üzleti angyalok hiánypótló szerepet tölthetnek be** a tőkepiac elégtelen működésének korrekciójában. *Yuk-Shee Chan* (1983) alapvetőnek tekinthető kockázatitőke-piaci alokációs modelljének továbbfejlesztésével a társadalmi jólét vonatkoztatási rendszerében is kimutatjuk az üzleti angyalok pozitív szerepét. A továbbfejlesztett modellben ugyanis bebizonyítjuk, hogy **az üzleti angyalok tevékenysége javítja a piac alokációs hatékonyságát azáltal, hogy bekapcsolódásuk révén emelkedni fog az egyensúlyi helyzetben finanszírozott projektek minőségének általános színvonala.** Ennek igazolása egyben a dolgozat egyik legfontosabb önálló eredménye is. A modellnek ugyanakkor **további három üzenete** is van. Egyrészt sugallja, hogy az üzleti angyalok és az intézményi kockázatitőke-befektetők egymáshoz való viszonyát nem elsősorban a verseny, hanem sokkal inkább a **komplementaritás** jellemzi. A második üzenet a modell azon következtetése alapján fogalmazható meg, hogy az üzleti angyalok hatékonyságnövelő szerepe éppen a minőségfeltárásban, a szűrésben és a jobb minőségű projektek kikényszerítésében rejlik. A fiatal, növekedésorientált kisvállalkozásokat ösztönző célzott beavatkozás egyik korlátja, hogy a politikai döntéshozók számára szinte megoldhatatlan feladatot jelent a célcsoporthoz tartozó vállalkozások megbízható kiszűrése, illetve hatékony elérése. **Az üzleti angyalok a befektetésre érdemes vállalkozások kiválasztásán, majd fejlesztésén keresztül képesek lehetnek hozzájárulni egy ilyen politika céljainak sikeres megvalósulásához.** A harmadik fontos üzenet azzal a megállapítással függ össze, hogy minél kisebb az üzleti angyalok keresési költsége, annál nagyobb mértékű lesz a kedvező irányú elmozdulás a kiinduló egyensúlyi alokációhoz képest. Mindebből viszont következik, hogy **társadalmi**

szinten hatékonyabbá tehető az allokáció azáltal, ha sikerül csökkenteni az üzleti angyalok keresési költségeit. Ennek egy lehetséges intézményi formáját az üzleti angyalok és a tőkét kereső kisvállalkozások között egyfajta kommunikációs csatornaként funkcionáló információközvetítő szervezetek, úgynevezett „üzleti angyal hálózatok” működtetése jelentheti.

A 4. fejezetben ismertetjük, és nemzetközi összehasonlításban elemezzük az **első (kis mintás) empirikus felmérés eredményeit** a hazai üzleti angyalok jellemzőiről. A magyar informális kockázatitőke-piacról megrajzolt tablót egy vállalati angyal tevékenységének esettanulmányyszerű bemutatásával színesítjük.

A 5. fejezetben az első négy fejezet gondolatmenetét összegezve levonjuk azt a következtetést, **hogy a hazai informális kockázatitőke-piacot érdemes lenne fejleszteni,** és a feldolgozott nemzetközi gyakorlat alapján bemutatjuk **a piacfejlesztés lehetséges módzatait.** Az eszközök között a keresleti oldalon tapasztalható problémák kezelését illetve a piac hatékonyságának növelését tartjuk a legfontosabbnak. A piac fejlettségének jelenlegi szintjén ugyanakkor fontosnak látszik a kínálati oldal ösztönzése is.

1. A növekedés motorjai: a növekedésorientált kisvállalkozások gazdasági jelentősége

Miért fontosak (vagy: kellene, hogy fontosak legyenek) a KKV-szektor egy „törpe minoritását” alkotó növekedésorientált kisvállalkozások¹ a gazdaságpolitika számára? Miért érdemelnek kitüntetett figyelmet a vállalkozásfejlesztés részéről? Ezen kérdések megválaszolása jelenti azt az alapot, amelyre támaszkodva az üzleti angyalok finanszírozó és fejlesztő szerepvállalásának jelentősége is felismerhető. Ugyanakkor ebből a felismerésből eredeztethető a motiváció arra, hogy keressük az ösztönző beavatkozás lehetőségeit ezen vállalkozások sikere érdekében. Az első fejezet célja, hogy a vállalkozások oldaláról közelítve alátámasszuk választott témánk jelentőségét.

1.1 Előtérbe kerül a vállalkozás és a kisvállalat

Napjainkra széles körben elfogadottá vált, hogy a kisvállalkozások fontos és összetett szerepet töltenek be a modern gazdaságban, és a kis- és nagyvállalatokat a gazdasági tevékenység **egyformán jelentős** pilléreinek tekintjük. Annak ellenére, hogy a közgazdasági gondolkodás gyökerei után kutató elmélettörténészek a vállalkozás fogalmának megjelenését a közgazdaságtanban *Cantillon*² (1680-1734) munkásságára

¹ Vállalkozás és kisvállalat nem tekinthető szinonim fogalmaknak. A vállalkozás egy magatartásforma, amely elsősorban a lehetőségek felismerésére és kiaknázására koncentrál, és felbukkanhat kis- és nagyméretű szervezetekben egyaránt (Timmons-Spinelli 2003: 47). A kisvállalat pedig kis méretű gazdasági szervezetet jelent, és közöttük igen nagy számban találunk olyanokat is, amelyeknél a schumpeteri értelemben vett vállalkozói motívum nem igazán jellemző. Dolgozatunkban többnyire a két fogalom: vállalkozás és kisvállalat metszetében elhelyezkedő gazdasági szereplőkre fogunk koncentrálni, és amennyire lehetséges, igyekszünk kerülni a nem igazán szerencsés kis- és középvállalkozás (KKV) kifejezést.

² *Cantillon* megkülönbözteti az önálló funkcióval rendelkező gazdasági szereplők három fő csoportját: a földtulajdonnal rendelkezőkét, a bér munkásokét és a vállalkozóké. A vállalkozót a piaci verseny (ami nála tulajdonképpen a vevőkért való rivalizálást jelenti) olyan kulcsszereplőjének tekinti, aki a kockázatot tudatosan vállalva vág üzleti tevékenységbe a profitszerzés reményében. A vállalkozás lényegi eleme *Cantillon* szerint, hogy nem lehetséges a tökéletes előrelátás. „A vállalkozók soha nem ismerhetik előre városukban a fogyasztás nagyságát, és azt sem, meddig fognak még a vevők vásárolni tőlük, látva, hogy a versenytársaik mindent megtesznek azért, hogy megszerezzék előlük az üzleteket: mindez olyan sok bizonytalanságot jelent a vállalkozók számára, hogy nap mint nap szemtanúi vagyunk a bukásaiknak” (idézi Ekelund-Hébert 1990: 81). *Cantillon* a vállalkozás folyamatát a piac integráns részének tekinti: a vállalkozás alapja a verseny, és a verseny alapja a vállalkozás.

hivatkozva több száz évre, egészen a XVIII. század elejére vezetik vissza, a vállalkozás- és kisvállalat-kutatás³ mégis csak az 1970-es évektől vált összekapcsolódó, fejlődő és mind elismertebb kutatási területté (Román 2002b).

A második világháborút követő évtizedekben a közgazdaságtanban még egyértelműen háttérbe szorult a kisvállalati kutatás, többek között annak következtében, hogy a **neoklasszikus közgazdaságtani paradigma** egyeduralkodó szerephez jutott. A neoklasszikus modellben: a termelési függvény, a racionális döntések és a tökéletes informáltság világában nem jutott hely az aktív szerepet játszó vállalkozó számára. A formalizált, matematikai alapokra helyezett neoklasszikus egyensúlyelmélet valójában egzakt módon definiált problémák optimumának megtalálására szolgál. A megoldáshoz nincs szükség vállalkozóra.

A kisméretű gazdasági szervezetek megítélése ebben a kontextusban gyakran egyenesen **negatív színezetet** kapott, amikor „elsöprő erejű bizonyítékok” láttak napvilágot a nagyobb üzemméret szerepéről a gazdaság hatékonyság javításában. A kisvállalatok ugyanis rendszerint a kibocsátás olyan szintjén működnek, amely túl kicsi a méretgazdaságosságban rejlő előnyök kiaknázásához. Ezek a szervezetek szuboptimális méretűnek tekinthetők abban az értelemben, hogy magasabb átlagköltség mellett termelnek, mint nagyobb üzemméretű versenytársaik.⁴ A következtetés egyértelmű: a jövő a nagyvállalatok kezében van, és kisebb méretű versenytársaik el fognak tűnni, a saját nem hatékony működésük áldozatául esnek.⁵ Jól példázza az 1950-es és 1960-as években az USA-ban uralkodó közfelfogást a gyakran használt frázis: „ami jó a General Motorsnak, az jó az USA-nak is”. Egészen az 1970-es évekig a nagyvállalatokat tartották a növekedés motorjának.

Az 1970-es évektől kezdődően mélyreható változások zajlottak le a gazdasági tevékenység szerkezetében, mely átalakulás egyik következményeként egyre

³ Román (2002) szerint a diszciplináris keretekről folyó vita jelenlegi állása azzal jellemezhető, hogy a mértékadó kutatók egyelőre nem vállalják egy ilyen önálló tudományág körvonalainak megrajzolását, ehelyett inkább nagyon fontos és széles kutatási területről, az ennek tárgyát képező rendkívül gazdag jelenségvilágról, valamint az erre felkészítő sajátos oktatási-képzési feladatról, és ezek egybefonódásáról beszélnek.

⁴ Weiss (aki a fenti megközelítés egy prominens képviselőjének tekinthető) 1960-as és 1970-es évekből származó elemzései szerint egy tipikus iparágban a cégek 5-10 százaléka működött hatékonyan tekinthető üzemméret mellett (Audretsch 2002).

⁵ Ezt a víziót olyan nagy hatású közgazdász gondolkodók neve fémjelzi, mint Schumpeter és Galbraith.

jelentősebb szerephez jutottak a gazdaságban a kisvállalkozások.⁶ 1970-ben az 500 legnagyobb cég az USA-ban még a foglalkoztatás egyötödét adta, ez a részarány 1996-ra 8,5 százalékra zsugorodott (Thurik-Wennekers 2001), de a nyugati világ más országaiban is hasonló folyamatok mentek végbe. Az OECD országokban 1972-ben 29 millióan rendelkeztek vállalkozással, ez a szám 1998-ra 48 millióra nőtt (EC 2003a). Ezzel a hangsúlyeltolódással párhuzamosan jól érzékelhetően szaporodni kezdtek a vállalkozással, a kisvállalatokkal kapcsolatos kutatási programok. *Wennekers és Thurik* (1999) rendkívül részletesen áttekintik a vállalkozásnak a gazdaság fejlődésében betöltött szerepével foglalkozó szakirodalmat. Ennek nyomán egyenesen mellett érvelnek, hogy a neoklasszikus paradigma mellett, mely a gazdaság érettebb szektorainak leírására alkalmas, elterjedőben van egy új paradigma, melyet vállalkozói paradigmának (entrepreneurial paradigm) neveznek el, és amely az előbbinél alkalmasabbnak tűnik például az újonnan létrejött, technológia által vezérelt iparágak leírására.⁷

⁶ Sokan sokféle módon igyekeznek magyarázni azokat az alapvető változásokat, melyek a kisvállalatok előtérbe kerüléséhez vezettek. Olyan okokat említenek, mint a globális verseny erősödése, a bizonytalanság fokozódása, az egyre töredezettebbé váló piacok illetve a rugalmas automatizálást lehetővé tevő technológiai változások (Carlsson 1992). *Brock és Evans* (1989) a munkakínálat növekedését, az oktatás szerepének növekedését és a belépési korlátok gyengülését hangsúlyozza. *Loveman és Sengenberger* (1991) a struktúraváltás két trendjét: a decentralizációt és a vertikális dezintegrációt hívja magyarázatul, amit a tranzakciós költségek csökkenése gyorsított fel, és olyan jelenségek rohamos terjedésében öltött testet, mint például a kiszervezések (outsourcing). *Storey* (1994) a folyamatok mögött keresletoldali tényezőket is azonosít, mint például a szolgáltatások iránti kereslet felívelése, a piaci rések (niches) szaporodása a rugalmas specializáció iránti igény növekedésével párhuzamosan, valamint a munkanélküliség szélesedése. *Lengyel* (2003) a sort az üzleti szolgáltatások szerepének felértékelődésével egészíti ki. *Audretsch* (2002) a tudásalapú gazdaság kialakulásában látja a változások fő hajtóerejét.

⁷ A szerzők szerint a neoklasszikus paradigma olyan alapfogalmakra épül, mint a homo economicus, a technokrácia, a racionalitás, a célközpontúság, a tökéletes informáltság, az egyensúly, az optimalizáció és az árverseny. Ezzel szemben a vállalkozói paradigma jellemzői a homo ludens, az esztétikai kíváncsiság, a kreativitás, a nyitott gondolkozásmód, az improvizálás, a bizonytalanság, a sokféleség, a kiválasztódás, az elgondolások versenye (Wennekers-Thurik 1999: 44). Az új paradigma térhódítását európai uniós dokumentumokban a menedzselt (managed economy) és a vállalkozói (entrepreneurial economy) gazdaság elhatárolásán keresztül igyekezzenek megragadni (EC 2003b). Ebben a megközelítésben a menedzselt gazdaságot az olyan termelési tényezők dominanciája jellemzi, mint a tőke és a (képzetlen) munkaerő, amelyek egyben a versenyelőnyök legfontosabb forrásait is jelentik. Ebben a gazdaságban a minél nagyobb üzemméret elérése adja a fő hajtóerőt. Ezzel szemben a vállalkozói gazdaságban a tudás, a vállalkozói tőke és aktivitás számítanak a versenyelőny forrását jelentő legfontosabb tényezőknek.

1.2 A kisvállalkozások összetett szerepe a gazdaságban

A kisvállalatok három tekintetben alapvetően különböznek a nagyvállalatoktól, ez a három dimenzió: a bizonytalanság, az innováció és a szervezeti fejlődés (Storey 1994).

A **bizonytalanságnak** több forrása is van. A kisvállalatok jellemzően árelfogadó piaci szereplők, mert csekély a piaci részesedésük; korlátozott a termékbázisuk és a vevőkörük; és az is tipikusnak tekinthető, hogy a szervezeti célokra nagyobb befolyást gyakorol a szűkebb és a céghez közelebb álló tulajdonosi kör⁸, mint a nagyvállalatok esetén. Kiszolgáltatottabbak tehát az őket körülvevő külső környezetben rejlő bizonytalanságnak, és ezt tovább erősíti a nagyobb függés a tulajdonosi motivációktól.

Gyökeresen más a kisvállalatok **innovációs folyamatban betöltött szerepe**: ez részben a piaci fülkékhez kötődő jelenlétükkel függ össze. Rátermettebbek ugyanis a nagyobb cégeknél arra, hogy egy kicsit mást nyújtsanak: megkülönböztessék a termékeiket és szolgáltatásaikat az olyan standardizált termékektől, amelyekkel a nagyvállalatok árasztják el a piacot. Emellett azonban az is valószínűsíthető, hogy gyakrabban vezetnek be radikális újdonságot jelentő innovációkat, mint a nagyobb cégek.⁹ Ezt azzal magyarázhatjuk, hogy kevésbé vannak elköteleződve a már létező megoldások és termékek mellett.

A harmadik alapvető különbséget az jelenti, hogy a kisvállalatot nagyobb valószínűséggel találjuk a **szervezeti átalakulás, fejlődés** állapotában, mint nagyobb méretű versenytársaikat. Mindezen okok miatt nem tekinthetjük a kisvállalatot a nagyvállalat kicsinyített másának.

A kisvállalkozásoknak **fontos és összetett szerepük van** a gazdaságban és a társadalomban. Az emellett szóló érvrendszer talán legátfogóbb összefoglalását *Kállay és Imreh* (2004) adta, akik az alábbi 11 pontban sorolták fel ezen szerepkör elemeit a kis- és középvállalkozói politikákkal kapcsolatos dokumentumok feldolgozása után:

⁸ Igen gyakori kisvállalati jellegzetesség, hogy a vállalkozó egyaránt tulajdonos és menedzser is.

⁹ Az USA-ban kimutatták, hogy a második világháború óta kisvállalkozásoknak köszönhető az innovációk fele és a radikális újdonságot jelentő innovációk 95 százaléka (Timmons-Spinelli 2003: 10).

1. **Verseny:** a kisvállalkozások egyik legfontosabb szerepe a gazdasági verseny fenntartásában és erősítésében fedezhető fel.
2. **Gyorsabb gazdasági növekedés:** a kisvállalkozások teljesítménye fontos része a jövedelemtermelés növelésének.
3. **Munkahelyteremtés:** a kis- és középvállalkozásoknak a vállalati szektoron belül magas (általában 40-60%-os) részesedésük van a foglalkoztatásból. Az új munkahelyek nagy részét a kisvállalkozások hozzák létre.
4. **Innováció:** az innovációs folyamathoz (a nagyvállalatok gyakran meghatározó szerepe mellett) a kisvállalkozások is hozzájárulnak.
5. **Strukturális átalakulás:** a kisvállalkozások létrejötte, működése, átalakulása, növekedése és megszűnése a gazdaság folyamatos szerkezeti alkalmazkodásának része.
6. **Regionális és helyi fejlődés:** a kisvállalkozások különösen jól látható szerepet játszanak a helyi és regionális gazdaságok fejlődésében olyan területeken is, ahol a nagyvállalatok nem telepednek meg.
7. **A globalizáció** lehetőségeinek kihasználása, hátrányainak enyhítése.
8. **Társadalmi kohézió:** általában a helyi piacra termelnek és helyi munkaerőt foglalkoztatnak, egész kapcsolatrendszerük ahhoz a kisközösséghez köti őket, ahol működnek. Más szóval: erősebb a beágyazottságuk, ezért a kisvállalkozások fontos szerepet játszhatnak a társadalmi kohézió, az összetartozás érzésének megteremtésében és erősítésében.
9. **Hátrányos helyzetű etnikai kisebbségek felzárkóztatása:** az erre irányuló programokban egyre nagyobb szerepet kap az önálló jövedelemtermelő képesség megteremtése, aminek egyik lehetséges eszköze az önálló vállalkozás indítása és sikeres működtetése.
10. **A nők és fiatalok számára perspektívát jelenthet a vállalkozás,** ugyanis a gazdasági önállóság elérésén keresztül javulhatnak emancipációs esélyeik.
11. **Küzdelem a szegénység ellen:** a gazdaságilag aktív szegények önálló, fenntartható jövedelemtermelése kiutat jelenthet a nyomorból.

Más érvekkel is találkozunk a témával foglalkozó irodalomban. *Mugler* a fentiekén kívül olyan megfontolásokra is kitér, mint például **az áru- és szolgáltatáskínálat gazdagítása, a szakképzés elősegítése, az életminőség javítása és a plurális**

társadalom stabilizálása (idézi Szerb 2000). *Futó* (1998) felhívja a figyelmet arra is, hogy a kisvállalkozások horizontális és vertikális kooperációjuk révén alvállalkozói, beszállítói és értékesítói kínálatot teremtenek, ezzel **lehetővé teszik a vállalkozói termelési kapcsolatok rugalmas módosítását, valamint biztosítják az innovációk, tapasztalatok térbeli elterjedését**. *Csaba* (1998) hangsúlyozza, hogy az átalakuló országokban, így hazánkban is, a kisvállalkozások **képesek voltak visszaintegrálni** azokat a rétegeket, amelyek tömegesen szorultak ki a gazdaság vérkeringéséből a szocialista nagyipar, a nagyüzemi mezőgazdaság széthulló területéről. Az európai KKV-k helyzetével foglalkozó 2003-as uniós jelentés (EC 2003c) szerint a kis- és középvállalkozások a gazdasági növekedéshez háromféle módon járulnak hozzá: **a tudás szétterjedésének** (knowledge spillover) eszközét jelentik; **erősítik a versenyt az erőforrások piacán** (ez különösen az új ötletek és a humán tőke vonatkozásában fontos); valamint **növelik a változatosságot**, ami pedig javítja a növekedési potenciált egy adott térségen belül. *Storey* (1994) szerint az sem hagyható figyelmen kívül, hogy a foglalkoztatottak többségének munkahelyet biztosító kis- és középvállalkozói kör **politikai szempontból fontos szavazóbázist jelent**.

A továbbiakban a fenti gazdag, sokszínű szerepkörből egyetlen nagyon fontos elemet ragadunk ki, mely a nagy gazdasági világválság óta az egyik elsődleges gazdaságpolitikai cél: **a munkahelyteremtést**, és részletesebben is megvizsgáljuk a kisvállalkozások szerepét ezen a területen.

1.3 A kisvállalkozások szerepe a munkahelyteremtésben

Az információs technológiák terén lezajlott forradalom egyik (nem mellékes) mellékhatása az 1970-es években az volt, hogy létrejöttek olyan számítógépek segítségével feldolgozott és egyedi vállalati információkat tartalmazó adatállományok, melyek használatával lehetőség nyílt elemezni a vállalatok pénzügyi és foglalkoztatási adatainak időbeli alakulását. Az USA-ban az olyan hitelminősítő cégek, mint a Dun and Bradstreet hatalmas tömegű vállalati információt halmozott fel azzal a céllal, hogy értékelhesse a vállalatok hitelképességét. Ezen adatbázis egyik attribútuma a foglalkoztatottak száma volt. Az első kutató, aki felhasználta ezeket az adatokat a foglalkoztatásban bekövetkező változások elemzésére, *David Birch* volt (*Storey* 1994).

Birch 1979-ben publikálta mérföldkőnek számító tanulmányát a kisvállalkozások foglalkoztatási szerepéről „*A munkahelyteremtés folyamata*” címmel. Egy olyan adatállomány alapján, amely az Egyesült Államok gazdaságának minden iparágát lefedő, 5,6 millió üzleti egységre vonatkozóan tartalmazott információkat, azt az eredményt közölte, hogy a kisvállalkozások jelentik a munkahelyteremtés fő forrását. **1969 és 1976 között ugyanis a nettó értelemben vett új munkahelyek kétharmadát 20 főnél kevesebb alkalmazottat foglalkoztató kisvállalatok hozták létre az USA-ban.**¹⁰ (A nettó értelemben vett új munkahelyek számát az időszakban létrejött és megszűnt munkahelyek számának különbségeként definiálta.) Mivel a foglalkoztatás bővülése a gazdaság növekedésének is fontos mérőszáma, *Birch* eredményei úgy is megfogalmazhatók, hogy a kisvállalkozások járultak hozzá leginkább a gazdasági növekedéshez a vizsgált időszakban.

Birch megállapításai nyomán **élénk és hosszan tartó vita** bontakozott ki a kisvállalkozások munkahelyteremtésben betöltött szerepéről, számos kutató tárt fel bizonyítékokat pro és kontra. Voltak, akik úgy vélték, hogy *Birch* eredményei ugyan valószínűleg túlzóak, de azt a megállapítást alapvetően nem vitatták, miszerint a kisvállalkozások valóban fontos munkahelyteremtők lennének. A *Birch* állításait megkérdőjelező tanulmányok főként módszertani kifogásokat emeltek, például felhívták a figyelmet az adatbázisban rejlő torzító hatásokra. Ezek hatására *Birch* munkája nyomán az USA Kisvállalati Hivatala¹¹ újra elvégezte az elemzést, és ez alapján már jóval megbízhatóbb képet rajzoltak fel a munkahelyteremtés összefüggéseiről a cégek mérete szerinti bontásban 1976 és 1988 között az USA-ban. Megállapították, hogy az összes foglalkoztatott 19,4 százalékának munkahelyet biztosító kisvállalatok (20 főnél kevesebb alkalmazott) hozták létre a nettó értelemben vett új munkahelyek 37 százalékát. Ez lényegesen alacsonyabb érték a *Birch* által közölt eredményénél. Azonban ebből is látható az, hogy az időszak során a kisvállalkozások foglalkoztatási részarányuknál nagyobb mértékben járultak hozzá az új munkahelyek létrejöttéhez az USA-ban.

Hasonló elemzések számos más országban is készültek különféle időszakokat alapul véve, melyek lényegében hasonló következtetést fogalmaznak meg: a nettó

¹⁰ *Kirchhoff* (1996) interpretációjában: a 100 főnél kevesebb alkalmazottat foglalkoztató kis cégek hozták létre a nettó új munkahelyek 81 százalékát az Egyesült Államokban 1969 és 1976 között.

¹¹ US Small Business Administration (SBA).

munkahelyteremtési ráta¹² általában magasabb a kisvállalatok körében (OECD 1997: 14). Az Európai Unió 2003 elején „Vállalkozás Európában” címmel vitára bocsátott Zöld Könyv elnevezésű dokumentumában úgy fogalmaz, hogy a nagyvállalatok helyett egyre inkább az új és kisvállalkozások jelentik az új munkahelyek fő forrását (EC 2003a: 6). A vizsgálatok módszertani apparátusa a kritikák nyomán¹³ sokat fejlődött, és mind gyakrabban találkozhatunk **vállalatdemográfia** néven önálló és témájában kibővült kutatási területként is az efféle vizsgálódásokkal (Román 2003).

Az OECD (2002) legutóbbi tanulmányában a 20 vagy annál több alkalmazottat foglalkoztató vállalkozásokra vonatkozóan közölt több országra kiterjedő¹⁴ összefoglaló elemzést. Az eredmények szerint a nettó munkahelyteremtési ráta általában csökken a cég növekedésével, azaz **a kisebb méretkategóriákhoz tartozó cégek több** (nettó értelemben vett) **új munkahelyet hoznak létre**, mint a nagyobbak. A viszonylag magas nettó munkahelyteremtési ráta és a teljes foglalkoztatásból vállalat magasabb részarány együttes hatásaként a kisebb méretkategóriákhoz tartozó cég jelentős mértékben járulnak hozzá a létrejövő új munkahelyek számához, és viszonylag kisebb mértékben csökkentik összességében a munkahelyek számát.¹⁵ Arra is rámutatnak, hogy a nettó munkahelyteremtési ráta mellett a foglalkoztatási folyamatok bruttó szemléletű

¹² A munkahelyteremtés nagyságának megítélése egy időszakban függ attól is, hogy az időszak elején mekkora volt az adott méretkategóriához köthető foglalkoztatás. Ezért a munkahelyteremtés nagyságát az induló foglalkoztatás arányában szokás kifejezni és értékelni: ezt mutatja a nettó munkahelyteremtési ráta.

¹³ Számos tanulmány gyenge pontja például, hogy az elemzés olyan keresztmetszeti adatokra épül, amelyek nem mutatják a vállalkozások méretkategóriák közötti mozgását. Egy másik probléma az ún. regressziós torzítás (regression fallacy), melyre elsőként Davis és szerzőtársai (1996) hívták fel a figyelmet. A regressziós torzítás akkor léphet fel, ha foglalkoztatásban egy időszakban bekövetkező változást a vizsgált időszak eleji mérethez kapcsoljuk. Ugyanis, ha egy vállalkozás a méretkategóriák között mozog véletlenszerűen, minden foglalkoztatás csökkenést a nagyobb méretkategóriához fogunk rendelni, viszont minden munkahelyteremtést a kisebb méretkategóriához. A szerzők szerint helyesebb az időszaki átlaghoz viszonyítani. Haltiwanger az utóbbi módszert választva elemezte 1973 és 1988 között a foglalkoztatás változását az USA-ban működő ipari vállalatok körében, és nem talált kapcsolatot a méret és a nettó munkahelyteremtési ráta között (OECD 1996).

¹⁴ A nyolc résztvevő: Franciaország, Quebec tartomány (Kanada), Görögország, Németország, Olaszország, Hollandia, Spanyolország és Svédország volt.

¹⁵ Ez a kapcsolat azonban nem feltétlenül lineáris. A nettó munkahelyteremtési ráta például Franciaországban az 500-1999 alkalmazotti létszám közötti méretkategóriában volt a legnagyobb, és a legkisebb és legnagyobb cégek egyaránt munkaerőt építettek le. Ezzel ellentétben például Németországban a nettó munkahelyteremtési ráta a legkisebb és a legnagyobb mérettartományhoz tartozó cégek körében volt a legmagasabb, tehát itt egy U-alakú görbe mentén helyezkedik el a ráta értéke. Másrészről, a negatív irányú kapcsolatban a munkahelyteremtés és a cég mérete között lehet, hogy egyéb cégjellemzők tükröződnek, amelyek részben vagy teljes mértékben korrelálnak a mérettel, és lehet, hogy ezt a hatást mutatja a jelen elemzés. Az egyik ilyen potenciális változó a kor lehet, mivel majdnem minden fiatal cég kis méretű, és a legtöbb nagy céget régebben alapították. A kort és a méretet egyszerre kellene vizsgálni, mint a cég növekedésére ható tényezőket. Azok a tanulmányok, amelyek kalkuláltak ezzel, rendszerint arról számolnak be, hogy a méret és a kor független és jelentős hatást gyakorol a cég növekedésére (OECD 2002).

megközelítése is érdekes és hasznos, ugyanis a munkahelyek párhuzamos létrejötte és megszűnése **a munkaerő-piac pezsgését** mutatja. Ez a pezsgés pedig fontos részét képezi a verseny és a vállalkozás folyamatának.

A kisvállalkozásoknak az új munkahelyek teremtésében betöltött szerepét elemző, hosszabb távú, longitudinális vizsgálatokra épülő vállalatdemográfiai kutatások nálunk még igencsak gyerekcipőben járnak: csupán egy-két a nemzetközi módszertant alkalmazó panelfelmérés készült (Román 2003). A legtöbb elemzés a létező foglalkoztatás statikus arányait hasonlítja össze az egyes méretkategóriákban. Ezek alapján egyértelműen megállapítható **a kis- és középvállalkozások jelentős szerepe a hazai foglalkoztatásban**: 2003-ban a 2 871 ezres foglalkoztatotti létszám közel 75 százalékának biztosított a versenyszférában munkalehetőséget a szektor (1.1 táblázat). Az 1.2 táblázat alapján jól látható, hogy 1994 és 2003 között a kis- és középvállalati szféra létszámbővülése szinte teljes egészében megegyezett a nagyvállalatok körében tapasztalt létszámleépítés mértékével, ami jól mutatja a KKV-k részvételének dinamikáját a foglalkoztatás terén.

1.1 táblázat Az összes foglalkoztatott százalékos megoszlása méretkategóriánként a versenyszférában (1994-2003)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Mikro	30,4	34,6	34,7	35,5	36,3	36,4	36,7	41,3	42,9	42,0
Kis	12,4	13,1	13,1	14,2	14,7	14,7	16,9	16,1	16,5	16,9
Közép	19,4	19,0	18,5	18,9	19,1	19,1	16,8	15,5	15,2	15,3
Nagy	37,9	33,2	33,7	31,4	29,8	29,8	29,6	27,0	25,5	25,8
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Forrás: a szerző saját összeállítása Szerb (2004: 549) valamint Kállay és szerzőtársai (2005: 132) alapján

1.2. táblázat A kumulált munkaerőmozgás megoszlása méretkategóriánként a versenyszférában (1994-2003, ezer fő)

	94/95	94/96	94/97	94/98	94/99	94/00	94/01	94/02	94/03
Mikro	86	118	138	187	206	166	384	440	335
Kis	8	17	48	74	64	123	132	149	129
Közép	-30	-27	-19	1	-10	-79	-85	-91	-115
Nagy	-168	-127	-193	-219	-138	-250	-266	-306	-345
Összesen	-104	-19	-26	43	122	-40	165	192	4

Forrás: a szerző saját számítása Szerb (2004: 549) valamint Kállay és szerzőtársai (2005: 132) alapján

1.4 Minden kisvállalkozás teremt új munkahelyeket?

Magyarországon 2003-ban a 882 503 működő vállalat között majdnem 330 000 olyan viszonylag kisebb méretű (250-nél kevesebb alkalmazottal rendelkező) vállalatot találunk, amely túllépve a szorosan vett önfoglalkoztatás szintjén legalább egy alkalmazottat foglalkoztat (KSH 2004: 286). Első (és nagyon durva) közelítésben ennyi azon létező vállalkozások száma, amelyekből az önfoglalkoztatáson felül munkahelyteremtést várhatunk. A regisztrált munkanélküliek száma 2003. végén 360 000 fő volt (KSH 2004: 85). Ha tehát minden foglalkoztatási potenciállal rendelkező kis- és közepes méretű vállalat egyetlen fővel növelné az alkalmazottai létszámát, a munkanélküliség mint tömeges probléma gyakorlatilag megszűnne.¹⁶ (Körülbelül 30.000 munkanélküli maradna.)

Természetesen azonban valószínűleg nem lenne helyes ezen okfejtésre gazdaságpolitikai programot építeni. Többek között azért sem, mert a kisvállalkozások munkahelyteremtése egyáltalán nem ilyen mintát követ a megfigyelések szerint.

¹⁶ Természetesen a regisztrált munkanélküliek számát jelentős mértékben meghaladhatja a munkanélküliek valóságos létszáma. (Viszont: egyáltalán nem kizárt, hogy az önfoglalkoztató vállalkozások népes táborában is találnák szép számmal olyanokat, amelyek nem zárkoznak el eleve a bővülés lehetőségétől, és adott körülmények között képesek is lennének erre.)

A kisvállalati kategóriát kizárólag a kis vállalati méret és az ebből fakadó közös jellemzők kötik össze, más attribútumok tekintetében **nagyon sokszínű közösséget alkotnak**, melybe egy molekulákat értékesítő biotechnológiai spin-off vállalkozás¹⁷ éppúgy beletartozhat, mint a sarki kulcsmásoló üzlet. Ez a heterogenitás a munkahelyteremtési képesség vonatkozásában megfigyelhető. Világjelenség ugyanis, hogy a kisvállalkozások túlnyomó többsége sohasem lép túl a mikrovállalkozás¹⁸ kategóriáján. Az ilyen vállalkozások az alapító(k)nak és esetleg még egy maroknyi további munkatársnak (akik gyakran a családhoz tartoznak) biztosítanak munkalehetőséget, és igazából nem is szándékoznak (és többnyire nem is képesek) növekedni. Az ilyen vállalkozások egy része az egy vagy néhány tulajdonosnak anyagi szempontból viszonylag kényelmes életvitelt alapoz meg, ugyanakkor a többi a gazdaságosság határán működve csupán minimális pénzügyi jövedelmezőséget nyújt, és gyakran előfordul, hogy egy vagy két évnél tovább nem is tud megmaradni. Ebből az is következik, hogy a kisvállalkozásoknak egy viszonylag kis hányada – őket nevezi *Birch* (1987) „gazelláknak” – hozza létre az új munkahelyek többségét: *Storey* (1994) észak-angliai vizsgálatai szerint a mintában szereplő kisvállalatok közül **a leggyorsabban növekvő 4 százalék teremtette a mintában szereplő kisvállalatok által létrehozott összes új munkahely felét.**¹⁹

Storey eredménye arra hívja fel a figyelmet, hogy **az új vállalkozások valószínűleg nem egyformán járulnak hozzá a munkahelyteremtéshez.** A gyorsan növekvő vállalkozások nagyobb munkahelyteremtő potenciálját más tanulmányokban is megerősítették: egyre többen fejtették ki azt a véleményt, hogy nem általában a kis cégek, hanem sokkal inkább a gyorsan növekvő vállalkozások azok, amelyek az új munkahelyek legnagyobb többségét létrehozzák.²⁰ Egy az USA-ból származó jelentés szerint (NCOE 2001) az 1991-ben már létező cégek között mindössze 4,7 százalékot képviseltek azok, amelyek képesek voltak foglalkoztatottaik számát évente legalább 15 százalékkal gyarapítani (azaz: minimum megduplázták a létszámot 5 év alatt, 1992 és

¹⁷ A spin-off vállalkozások az egyetemekről, felsőoktatási intézményekből, közfinanszírozású kutatóhelyekről kiváló technológia-intenzív cégek, melyek általában a kutatóhelyek szellemi eredményeinek felhasználásával alakulnak – képletes kifejezéssel szólva: anyaintézményükből kiperdülnek, kiröppenek, kirajzanak (Kleinheitz 2001). Ismerünk természetesen vállalati spin-off cégeket is.

¹⁸ Mikrovállalkozás alatt itt a 10 főnél kevesebb alkalmazottat foglalkoztató cégekre gondolunk, melyek között a legnépesebb csoportot az önfoglalkoztatók jelentik.

¹⁹ *Reynolds* állítása ennél is erősebb: úgy ítéli meg, hogy a vállalkozások mindössze 3-5 százaléka teremti az új munkahelyek közel 80 százalékát (idézi Szerb és szerzőtársai 2004: 693).

²⁰ Az összefüggés annál jobban érvényesül, minél hosszabb időszakot választunk elemzésre.

1997 között). Ennél is kisebb arányt (az összes induló vállalkozás 4,5 százalékát) képviseltek azok, amelyek 1996 végére el tudták érni a legalább 20 fős alkalmazotti létszámot. Ez pedig azt jelenti, hogy az összes USA-ban működő vállalkozás kevesebb mint 5 százaléka tekinthető nagy munkahelyteremtőnek. Ezek a gyorsan növekvő vállalkozások azonban az új munkahelyek kétharmadát hozták létre 1993 és 1996 között.

A téma fontosságát az is jól mutatja, hogy az OECD (2002) önálló átfogó tanulmányban foglalkozott a gyorsan növekvő KKV-k foglalkoztatási hatásaival, megállapítva, hogy a **gyors növekedésű vállalkozások²¹ részarányuknál jelentősebb mértékben vesznek részt a munkahelyteremtésben**. A gyors növekedésű cégek körében (melyek között gyakrabban bukkanunk fiatalabb cégekre) a kisebb vállalkozások munkahelyteremtési rátái meghaladják a nagyobbakét.

Vannak azonban **ellentétes vélemények** is. *Davidsson* (1995) szerint a foglalkoztatásban bekövetkező kis egyedi változások, ha azok nagy számú üzleti egységben zajlanak le, összességében jelentős foglalkoztatási hatást idézhetnek elő. A kutató kimutatta, hogy a leggyorsabban növekvő cégek felső decilise Svédországban csupán szerény mértékben járult hozzá a foglalkoztatás növekedéséhez az 1990-es évek elején.

Mindezidáig **kevés hazai eredmény** vált ismertté a gyorsan növekvő vállalkozások foglalkoztatási hatásaival összefüggésben. *Szerb és Ulbert* (2002) megállapítja, hogy Magyarországon az 1990-es évek második felében a vállalatok számbeli gyarapodásában érzékelhető expanzió megtorpan, és elkezdődött a vállalatfejlődés második, intenzív szakasza. A szerzők szerint erre az időszakra tehető a vállalati szerkezet dualitásának kialakulása, egyfelől a többnyire vegetáló kényszervállalatok megkapaszkodása, másfelől a magasabb növekedési potenciállal rendelkező cégek megerősödése. *Czakó és szerzőtársai* (1995) a készpénztartalékok felhasználását alapul

²¹ A gyors növekedésű vállalkozások a *Mustar-féle* növekedési index szerinti növekedés élenjáró 10 százalékát jelenti. A *Mustar-féle* növekedési index az abszolút és a relatív növekedés kombinált mutatója:

$$m = \left(x_{t_1} - x_{t_0} \right) \frac{x_{t_1}}{x_{t_0}},$$

ahol x_{t_1} és x_{t_0} a foglalkoztatottak száma a vizsgált periódus végén illetve az elején. Azért választották a kombinált mutatót, hogy a lehetséges torzító hatások egymás ellen dolgozzanak: a növekedés abszolút mutatója ugyanis a nagyobb cégeknek kedvez, a relatív mutató pedig a kisebbeknek. A mutató értékeinek meghatározása után gyorsan növekvőnek azokat a cégeket tekintették, amelyeknél az m értéke a legmagasabb volt.

véve aszerint csoportosították a kisvállalkozásokat, hogy milyen mértékben válik el a vállalkozás gazdálkodása a háztartástól. Adataik szerint a kisvállalkozók 29 százaléka a vállalkozást részesíti előnyben a készpénztartalékai felhasználása során, és ebben a körben a foglalkoztatottak létszámnövekedése látványosan nagyobb az átlagosnál.

Laky (1998) az ellenkező irányból közelítve a kisvállalkozások növekedési korlátait elemzi. Véleménye szerint illúzió abban reménykedni, hogy a mikrovállalkozások tömegesen kis- és középvállalatokká növekszenek, megoldva a munkanélküliség és a gazdasági növekedés problémáit. Az önfoglalkoztatók többsége ugyanis még kedvező gazdasági kilátások esetén is csak annyiban kívánja üzletét fejleszteni, amennyiben a háztartás vagyonát, jövedelmét gyarapítja, hiszen az üzleti tevékenység alapvető célja a család megélhetésének biztosítása, lehetőleg minél jobb színvonalon. Az ilyen vállalkozások nem növekedésre, hanem fogyasztásra orientáltak, mivel a középpontban nem a vállalkozás, hanem a család áll.²² *Vajda* (1999) is megerősíti, hogy a mikrovállalkozások alapvetően nem növekedésorientáltak, és nem várható tőlük a foglalkoztatás lényeges növelése. *Kuczi és Makó* (2000) a család mozgósítható munkakapacitását²³ és a hagyományokon alapuló kultúra-értékekben, magatartásmintákban látja azokat a tényezőket, amelyek behatárolják az önfoglalkoztató vállalkozások növekedési lehetőségeit és elképzeléseit.

Kőhegyi (2001) ugyanakkor megvizsgálta a vállalkozások létszámkategória szerinti változásait 1996 és 1999 között (1.3 táblázat). Megállapítja, hogy mind a növekedés, mind a zsugorodás átfogta a változások lehetséges teljes spektrumát: meglehetősen ritkán ugyan, de előfordult, hogy alkalmazott nélküli vállalkozások nagyvállalatokká fejlődtek (az összes vizsgált vállalkozás 0,09 százaléka), és az is, hogy nagyvállalatok alkalmazott nélküli vállalkozásokká zsugorodtak össze (az összes vizsgált vállalkozás 0,05 százaléka). Eszerint a legalább egy kategóriával feljebb lépő vállalkozások aránya 20,7 százalék, a legalább kettővel feljebb lépőké 2,9 százalék, az ennél is nagyobb létszámnövekedést felmutatók aránya pedig 0,8 százalék.

²² Azonban míg *Gábor* (1994) az önfoglalkoztatók sokaságát gazdasági zsákutcának tekinti, mert fejlődésre, növekedésre képtelenek, addig *Laky* (1998: 36) szerint társadalmilag igen biztató eredmény, hogy egy összeomló gazdaságban munkahelyek tömeges megszűnése közepette százezrek vették kezükbe sorsukat és vállalták, hogy megszervezik megélhetésüket, még akkor is, ha tudjuk: innen nincs igazán továbblépés a klasszikusan értelmezett fejlődés, növekedés irányába, legfeljebb kevesek számára.

²³ Érdekes, hogy a vállalkozások túlélési esélyeire irányuló vizsgálatok során azt találták, hogy más változók hatását kiszűrve a családtagok bevonása valójában nem növeli szignifikánsan a cég fennmaradásának esélyeit (*Scharle* 2000: 254).

1.3 táblázat A vállalkozások megoszlása létszám-kategóriánként 1996-ban és 1999-ben

Létszám-kategória 1996-ban	Létszám-kategória 1999-ben (az összes %-ában)					
	alkalmazott nélküli	mikro	kis	közepes	nagy	Összesen
Alkalmazott nélküli	11,19	11,41	1,31	0,56	0,09	24,56
Mikro	5,17	42,24	4,49	0,76	0,10	52,74
Kis	0,44	2,57	9,58	1,55	0,05	14,18
Közepes	0,18	0,25	0,76	4,95	0,39	6,51
Nagy	0,05	0,19	0,10	0,33	1,34	2,00
Összesen	17,02	56,65	16,23	8,14	1,96	100,00

Megjegyzés: A vastagon szedett értékek a nagyobb létszám-kategóriában átlépő vállalatok arányszámait emelik ki.

Forrás: a szerző saját számítása *Kőhegyi* (2001: 325) alapján.

1.5 A növekedés motorjai

A téma most nem abban a kontextusban vetődik fel, hogy a nagy- vagy a kisvállalatok tekinthetők-e a növekedés motorjának, már csak azért sem, mert – mint azt a dolgozat elején is leszögeztük – véleményünk szerint **mindkét vállalati kör a gazdasági tevékenység egyformán fontos pillérét jelenti**. A kérdés most az, hogy a heterogén kisvállalati körön belül hogyan azonosíthatjuk a „növekedés motorjait”, másként fogalmazva: hogyan próbálták a témával foglalkozó kutatók tipizálni ebből a megközelítésből kiindulva a kisvállalatokat, vállalkozásokat.

A foglalkoztatás bővülése ugyanis csupán egyetlen vetülete a növekedésnek. *Van Osnabrugge* és *Robinson* (2000) az **árbevétel gyors növekedésére** helyezi a hangsúlyt, és ebből a szempontból az induló cégek három kategóriáját különböztetik meg. Az USA-ban évente útjára induló egymillió vállalkozás közül legalább 90 százalékot képviselnek az úgynevezett **életvitel cégek** (lifestyle firms), melyeknek az a törekvésük, hogy a tulajdonosok számára elfogadható életvitelt biztosítsanak, nagyobb kockázatok és valódi növekedési kilátások nélkül. A második kategóriához tartozó **vállalkozó**

cégeket²⁴ (entrepreneurial firms) az előbbi csoporttól nem a méretük, hanem sokkal inkább a növekedési potenciáljuk határozza el. Előreláthatólag (és üzleti tervük ezt alá is támasztja) 50 vagy ennél is több alkalmazottat foglalkoztató jelentős üzleti vállalkozássá válhatnak öt-tíz éven belül, melynek során árbevételük elérheti a 10 millió dollárt, és legalább 20 százalékos éves növekedési ütemet képesek produkálni. Az összes induló vállalkozás legfeljebb 10 százalékát teszik ki az ilyen cégek. A spektrum másik szélén a **kiugró növekedési potenciállal rendelkező cégek** (high-potential firms) helyezkednek el, amelyek az induló vállalkozások kevesebb mint 1 százalékát reprezentálják. Az éves növekedési ütemük előreláthatólag meghaladja az 50 százalékot, és öt éven belül éves bevételük várhatóan átlépi a 25 (néhánykor akár az 50) millió dolláros küszöböt.

Az OECD (2004a) nem az árbevétel növekedése, hanem egy jóval általánosabb jellemző: a **kockázatvállalásra való hajlandóság** felől közelíti meg a növekedésorientált vállalkozásokat, és ez alapján négy csoportjukat különbözteti meg. Az első – és egyben a legnépesebb – csoporthoz a **reménybeli vagy leendő** (aspiring or would-be entrepreneurs), azaz a kiforratlan vállalkozók tartoznak, akik az átlagembernél jobban túriuk a bizonytalanságot, habár közülük csak kevés jut el odáig, hogy valóban megtegye az első lépéseket egy vállalkozás elindításához. Ők jelentik a potenciális vállalkozók hátszágát. Becslések szerint a legtöbb fejlett országban a munkaképes korú lakosság 25 százaléka tartozik ebbe a csoportba. A következő csoportot itt is az **életvitel vállalkozók** (lifestyle entrepreneurs) jelentik. Viszonylag alacsony kockázatvállalási hajlandóság jellemzi őket, és nem igazán érdekeltek abban, hogy a vállalkozásukat egy viszonylag kicsi, könnyen kezelhető méreten túl fejlesszék. Legtöbbször valaki más ötletét „másolják” le, másutt megismételve – kis módosítással – ugyanazt. A már létező vállalkozások legnagyobbbrészt ehhez a kategóriához tartoznak: becslések szerint az összes vállalkozás háromnegyedét teszi ki ez a kategória. A harmadik csoportot a

²⁴ Wetzel (1996) – aki egyébként magasabb árbevétel küszöböket húz meg saját osztályozásában – közepes növekedést felmutató cégeknek (middle market firms) nevezi ezt a csoportot. Ezen vállalkozások teljesítménye már a külső tőkebefektetők számára is vonzóan tűnhet. Más csoportosítások a határok vonatkozásában még a *Van Osnabrugge* és *Robinson* által alkalmazottnál is jóval engedékenyebbek. *Birch* például gazelláknak azokat az induló cégeket tekintette, amelyek legalább 100 000 dolláros árbevétellel rendelkeztek az első évben, és évente legalább 20 százalékkal növelték forgalmukat. Felmérése szerint az USA-ban az 1991-95 időszakban az induló vállalkozások 3 százaléka tartozott ebbe a kategóriába, és az ilyen vállalkozások minden gazdasági ágazatban felbukkantak (OECD 1997). *Autio és szerzőtársai* (2000) ugyanakkor a finn gazellák után kutatva az első évi árbevételre 50 000 ECU-t és évente legalább 50 százalékos növekedést követeltek meg 1994 és 1997 között. A mintájukba az összes finn cég 0,2 százaléka került.

növekedésorientált vállalkozók (growth oriented entrepreneurs) alkotják. Nem riadnak vissza a kockázattól, és keresik a minél jelentősebb növekedés lehetőségét. Habár a vállalt kockázat magas, ugyanakkor elég jól ismerik a természetét. Körülbelül az összes vállalkozás 25 százaléka tekinthető növekedésorientáltnak. A negyedik és meglehetősen szűk csoportba a „**hősök**” („heroes”) tartoznak. Ők valóban az ismeretlenbe lépnek. Erős növekedési vágy hajtja őket, és igen magas a kockázatvállalási hajlandóságuk. Ez a csoport a növekedésorientált vállalkozások részhalmazát jelenti, és úgy becsülhető, hogy az összes vállalkozás legfeljebb 5 százaléka tartozik közéjük.

Thurik és Wennekers (2001) szerint a vállalkozás és a gazdasági növekedés között az **innováció** az egyik legfontosabb összekötő kapocs. Egyértelműen megfigyelhető az a tendencia, hogy az elmúlt évtizedekben az innovatív kisvállalkozások szerepe jelentősen megnőtt az új tudás, új ismeretek kifejlesztésében és elterjesztésében²⁵ (Inzelt 2003). Ameddig az innovációt az input oldaláról: a kutatásra és fejlesztésre (K+F) fordított kiadások felől közelítették meg, egyértelműnek látszott a nagyobb méretű vállalatok előnye ezen a területen. Az innováció output oldalának megfigyelése a szabadalmak számának mérésével a végső konklúziót ugyan nem befolyásolta, azonban az nyilvánvalóvá vált, hogy a kis cégek jobban bekapcsolódnak a szabadalmaztatásba, mint a K+F-be. Amikor azonban output oldalon a piacra bevezetett új termékek és eljárások számán keresztül mérték meg az innovációs tevékenység intenzitását, arra az eredményre jutottak, hogy az egy alkalmazottra jutó jelentős újítást hozó innovációk számának tekintetében a kisvállalatok megelőzték a nagyokat²⁶ (Audretsch 2002). Bizonyos ágazatokban a kisvállalkozások egyértelműen előnyben vannak az innováció terén a nagyokkal szemben.

Nem meglepő ezek után, hogy a tipizálások egy csoportja a vállalkozás innovativitását is bevonja a növekedési képesség vizsgálatába. *Baldwin és szerzőtársai* (idézi OECD 1997) Kanadából származó eredményei azt mutatják, hogy a gyors növekedésű új

²⁵ A KSH 1999-2001 időszakra vonatkozó adatai szerint hazai vállalataink minden méretkategóriájában határozottan alacsonyabb intenzitású az innovációs tevékenység, mint az EU 15-ben, és az innovációk különösen ritkák kisvállalkozások körében. (Az innovációs tevékenység alapvető mutatója az új vagy jelentősen korszerűsített terméket, technológiát, szolgáltatást bevezető cégek száma volt, de azt is figyelembe vették, hogy volt-e innovációra törekvés, ami a vizsgált időszak végéig még nem fejeződött be, vagy meghíúsult.) A felmérés további adatai szerint a vállalati K+F-et figyelembe véve a kisvállalatoknak egyharmada törekszik folyamatosan innovációra, de több mint 40 százalékuk egyáltalán nem innovatív (Román 2002a).

²⁶ Ez az összefüggés hazánkra is érvényes: ha nem egy vállalatra, hanem egy főre vetítve vizsgáljuk az innovációk számát, a kisvállalkozások innovációs készsége és teljesítménye mutatkozik magasabbnak (Román 2002a).

vállalkozásoknál az innováció és a fejlődés lehetőségeinek keresése voltak a siker kulcstényezői. *Sheikh és Oberholzner* (2001) az innovatív KKV-k munkahelyteremtését vizsgáló átfogó tanulmányukban arra a végkövetkeztetésre jutottak, hogy az innováció általában pozitívan hat a foglalkoztatásra, és ez a pozitív hatás kifejezettebb formában érvényesül a kis- és középvállalkozások körében. Megállapítják továbbá, hogy az innovatív kisvállalkozások többféle növekedési pályán mozoghatnak: néhányuk nagyon gyorsan növekszik, míg a többiek jóval lassabb növekedési ütemet produkálnak, sőt, zsugorodók is vannak köztük szép számmal. Az innováció tehát nem jelent garanciát a sikerre.

A növekedés és az innováció komplex kapcsolatán alapul *Kirchhoff* (1996) osztályozása, melyben a vállalkozásokat az **innovativitás mértéke és a növekedési ütem dimenziói mentén** tipizálja (1.1 ábra). A mátrix a vállalkozások négy típusát különbözteti meg: a gazdaság magjához tartozókat; azokat, amelyeknél a növekedés korlátokba ütközik; a bámulatos és végül a nagyratörő vállalkozásokat. Ez a besorolás természetesen leegyszerűsíti a valóságot, mivel nem képes a szélsőséges kategóriák közti átmenetek megjelenítésére, holott a legtöbb vállalkozás átmenetet képvisel.

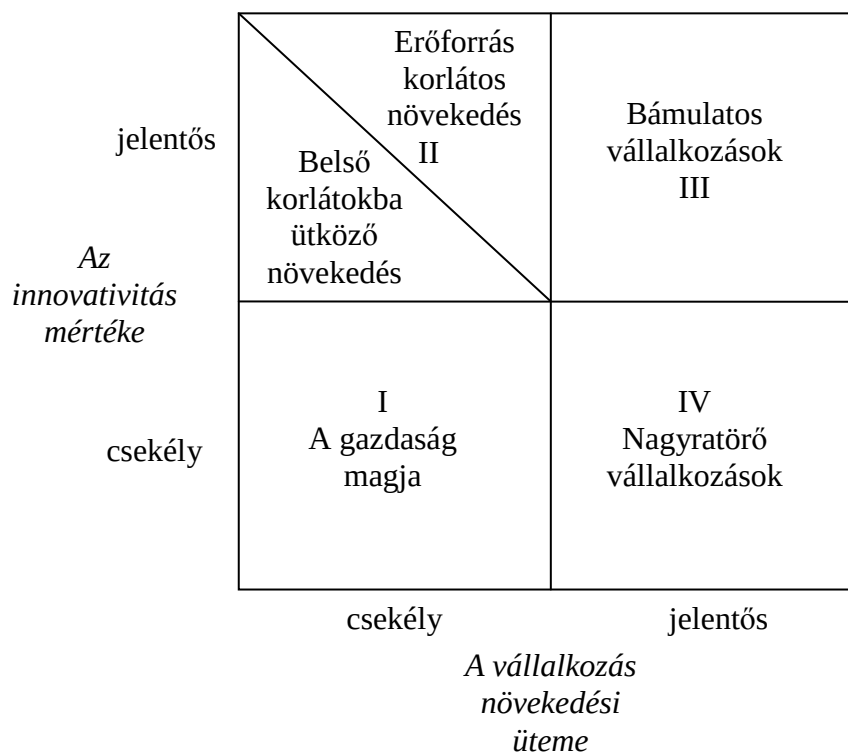
A **gazdaság magjához tartozó cégek** (economic core) vannak jelen a legnagyobb számban. A legtöbbjük képes a tulajdonos(ok) elvárásainak megfelelően viszonylag sikeresen működni hosszabb időn keresztül, és betölti piaci funkcióját anélkül, hogy jelentős növekedést mutatna fel. A gazdasági maghoz olyan cégek is hozzátartoznak, amelyek csak egy ideig maradnak kicsik. A gazdasági mag sűrűje *Kirchhoff* szerint olyan nagyratörő vállalkozásokat is rejt, akik később sikereik folytán növekedni kezdenek, és átlépnek a nagyratörő cégek birodalmába. Kívülről szemlélve azonban ezek a vállalkozások éppúgy a gazdaság magjához tartoznak, mint a többiek.

A **nagyratörő vállalkozások** (ambitious) jelentős növekedési ütemet produkálnak úgy, hogy egyetlen vagy csupán néhány innovációt vezetnek be induláskor. Egyetlen új termék vagy szolgáltatás több éven keresztül biztosíthatja a növekedést,²⁷ ami ebben az esetben annak az eredménye, hogy az innovatív termék vagy szolgáltatás piaci részesedést hódít el régebbi, már működő versenytársaktól. Tekintélyes növekedést el lehet érni viszonylag kevés innovációt bevezetve is, mindazonáltal a vállalkozás terjeszkedése valószínűleg végül meg fog torpanni, amennyiben nem áll elő újabb

²⁷ Különösen egy olyan óriási piacon, mint az USA-é.

innovációval, hiszen a piacot az állandó változás jellemzi. Új vállalkozók fognak megjelenni új termékekkel vagy szolgáltatásokkal, és a hajdani nagyratörő cég egy idő után szembesülni fog a saját piaci részesedésének sorvadásával.

1.1 ábra Kirchhoff (1996) vállalkozás rendszertana



Forrás: Kirchhoff (1996: 463)

Jelentős növekedési ütemet hosszabb távon csak innovációk egész sorával lehet megvalósítani, ezt az utat követik a **bámulatos vállalkozások** (glamorous). Ezen cégek sikere gyakran valamilyen teljesen új technológiára épülő termékben, szolgáltatásban gyökerezik, amit folyamatosan fejlesztenek, és ami újabb és újabb innovációkat szül.

Számos vállalkozás csak azt követően mutat fel bámulatos fejlődést, miután túljutott a növekedése útjában álló korlátokon. Az ilyen cégeket két csoportba sorolhatjuk. Az első csoportba azok tartoznak, amelyek valójában **saját döntéseikkel korlátozzák** a növekedést (internally constrained growth), a másodikba pedig azok, amelyek a növekedést választják, azonban nem képesek megszerezni az ehhez szükséges erőforrásokat (resource-constrained growth). Az első csoporthoz tartozó vállalkozók gyakran fel sem ismerik, hogy a saját döntéseik miatt ütközik korlátokba a növekedés.

Ehelyett váltig állítják: a növekedést az korlátozza, hogy a vállalkozás nem jut hozzá a szükséges erőforrásokhoz.²⁸ Ezzel szemben a második csoporthoz tartozó vállalkozók nem képesek megtalálni vagy megszerezni a vállalkozás növekedését biztosító tőkét vagy munkaerőt, holott ennek minden belső feltétele adott. Őket tekinthetjük a valóban **erőforráskorlátokba ütköző vállalkozásoknak**.²⁹

Az innovatív vállalkozások önálló csoportjaként szoktuk említeni a **high tech cégeket**³⁰, melyekhez általában nagy növekedési képességet társítunk. Az empirikus eredmények azonban azt mutatják, hogy bár általában véve jobb teljesítményt nyújtanak a többi céghez viszonyítva a növekedés és a foglalkoztatás³¹ tekintetében, csupán egy kis hányaduk tekinthető gyorsan növekvőnek (EC 2002b). Jelentőségük azonban túlmutat a gazdaság teljesítményéhez vagy a foglalkoztatáshoz való közvetlen hozzájáruláson: nagyon fontos szerepet töltenek be a tudás gazdaságilag hasznos ismeretté alakításában³² és elterjesztésében.

²⁸ Valójában azonban az ilyen vállalkozók maguk állítják fel a korlátokat azzal, hogy nem képesek együttműködni az erőforrások gazdáival. Az az újító, aki nem hajlandó a cégéből 10 százaléknál nagyobb részesedést átengedni, annak fejében, hogy egymillió dollárhoz jusson, a tőkehiányt fogja okolni. Az a vállalkozó, aki egy kulcspozíciót betöltő menedzsernek nem kínálja fel komolyabb részesedés lehetőségét a cégben, hogy biztosítsa annak elköteleződését, szintén korlátozza a saját cége növekedését.

²⁹ Az ilyen erőforráskorlátos vállalkozások megmaradását különösen veszélyezteti, hogy az innovációk (különösen a szabadalommal védettek) könnyen áldozatul esnek az erőforrásokkal jobban ellátott versenytársaknak. Azok a kiugróan innovatív cégek pedig, amelyek nem törekszenek jelentős növekedésre, viszonylag gyorsan tapasztalni fogják, hogy az innovációjukat lemásolták, és a piacot felfalták a mohón részesedést szerezni igyekvő versenytársak. Az újítók sokszor azt hiszik, hogy a szabadalom meg fogja védeni őket, de általában tévednek. A megadott szabadalom éppen hogy felfedi a technológiát az összes versenytárs előtt. Jogsértés esetén a bírósági eljárás lefolytatása meglehetősen költséges, a bizonyítás pedig sokszor nagyon bonyolult és kétséges kimenetelű. Még ha elmarasztaló is lesz az ítélet, a bíróság ritkán kötelezi a jogsértőt arra, hogy vonja ki termékét a piacról, és adja fel piaci részesedését. Ehelyett bírságot ró ki és licenst ad a szabadalomhoz, így aztán maradhat a termék és a piaci részesedés. A feltalálóé a szabadalom, a versenytársé a piac.

³⁰ A high tech vállalkozás kategóriáját kiterjesztő értelemben használjuk a nagyon innovatív és/vagy K+F-re intenzíven támaszkodó és/vagy szofisztikált, komplex technológiát alkalmazó vállalatokra. A leginnovatívabb vállalkozások megnevezésére nincs egységesen használt terminológia, olyan többé-kevésbé szinonim kifejezésekkel találkozunk a témával foglalkozó szakirodalomban, mint „technológia alapú induló vállalatok” (new technology based firms), „innovatív kkv-k” (innovative SMEs), „intenzív K+F-et folytató vállalatok” (R&D intensive firms) „tudásalapú cégek” (knowledge-based firms) vagy „új gazdaság” (new economy).

³¹ A high tech cégek foglalkoztatás bővítése elsősorban néhány szolgáltató csúcstechnológiai ágazatban (számítástechnikai szolgáltatások, telekommunikáció) működő vállalkozások körében koncentrálódik (EC 2002b).

³² Ezt hívjuk tudásfilternek, amiben fontos szerep juthat az újonnan alapuló innovatív kisvállalkozásoknak. Egyes vélemények szerint a tudásfilter lehet az a hiányzó kapocs, amit a tudás és a gazdasági növekedés között keresünk (Szerb 2004).

A **Global Entrepreneurship Monitor** (GEM) kutatás³³ is kiemelten foglalkozik a növekedésorientált vállalkozásokkal. A kutatás 2001-től különbséget tesz a lehetőség motiválta vállalkozók és a kényszervállalkozók között. Az első csoporthoz tartozó vállalkozók vállalatalapítási döntései mögött konkrét üzleti lehetőség rejlik, míg a kényszervállalkozók a vállalatalapítás mellett pusztán egy ennél kedvezőbb munkalehetőség hiánya miatt döntenek. Első közelítésben a lehetőség motiválta vállalkozások körében kell keresnünk a növekedésorientált vállalkozásokat (Bedőné 2005). Ezt Ács és Varga (2005) megállapítása is alátámasztja, miszerint a kényszervállalkozók technológiai újítást, innovációt csekély valószínűséggel valósítanak meg. A 2002-es GEM felmérés már módot adott arra, hogy külön is mérhessék a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat. A nagy növekedési potenciált nem pusztán a foglalkoztatás növelése alapján, hanem komplexebben, további három tényezőt figyelembe véve operacionalizálták. A következő négy kritériumnak kellett egyidejűleg megfelelni az ex ante növekedési szándékok³⁴ alapján:

- **a foglalkoztatás növelésére irányuló potenciál:** a vállalkozás 5 éven belül legalább 20 fős alkalmazotti létszámot tervez elérni;
- **piacteremtés:** újdonságnak számító termékkel vagy szolgáltatással lép a vállalkozás a piacra;
- **export:** a vállalkozás vevőinek legalább negyede külföldi;
- **új technológia alkalmazása:** az alkalmazott technológia egy évvel korábban nem volt még széles körben hozzáférhető.

A vizsgálat azt az eredményt hozta, hogy a gyorsan növekvő vállalkozások pozitív szerepe nem korlátozódik a munkahelyteremtésre. Wong és szerzőtársai (2005) a 2002-es GEM felvétel adatai alapján azt a következtetést fogalmazták meg, hogy **a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások aránya és a gazdasági növekedés üteme között szignifikáns egyirányú kapcsolat áll fenn.** (Hasonlóan egyértelmű pozitív kapcsolat nem volt kimutatható sem általában a vállalkozások, sem pedig a lehetőség motiválta vállalkozások száma és a gazdasági növekedés között.)

³³ A GEM a Babson College és a London Business School közös kutatása, mely 1997 szeptemberében indult. Az egységes módszertan alapján készülő nemzetközi felméréshez 2004-ben 34 ország csatlakozott. Hazánk 2001-ben, 2002-ben és 2004-ben vett részt az adatgyűjtésben.

³⁴ A nagy növekedési képességet a vizsgálatban az új vállalkozások növekedési szándékain keresztül ragadták meg, nem pedig az ex post lemérhető teljesítményt vették alapul. Természetesen a növekedési ambíció még nem feltétlenül garancia a sikeres növekedésre, a növekedési szándék hiányában azonban ennek elérése nagyon valószínűtlen (Autio és szerzőtársai 2003).

A legújabb GEM jelentés kifejezetten a „**nagyreményű vállalkozásokkal**” (high-expectation entrepreneurship) foglalkozik, melyek azokat a születő és fiatal³⁵ vállalkozásokat jelentik, amelyek legalább 20 fős foglalkoztatotti létszám elérését tervezik 5 éven belül (Autio 2005). A felmérés eredményei szerint, annak ellenére, hogy a nagyreményű vállalkozások a születő és fiatal vállalkozásoknak csak igen kis hányadát képezik (a résztvevő országokban az arányuk 3 és 17 százalék között mozgott), az általuk létrehozni tervezett munkahelyek száma az összes vállalkozástól várható foglalkoztatásbővítés 80 százalékát teszi ki. A felnőtt népességen belül a nagyreményű vállalkozások aránya az angolszász országokban a legmagasabb, ahol ez az érték eléri 1-1,6 százalékot. Ennél jóval kisebb: 0,5 százalék körüli a nagyreményű vállalkozások európai országokban mért előfordulási aránya.

A hazai tipizálások közül talán a legismertebb Vecsenyi (1999) csoportosítása, aki alkalmazott tipológiájában két (dinamikus) dimenziót használ a szervezetek csoportosításához: a **vállalkozási és változási képesség** az egyik, **az üzleti tapasztalat és háttér** a másik. A vállalkozási és változási képesség azt mutatja, hogy mennyire tud és akar a szervezet alkalmazkodni a változó környezethez új üzleti lehetőségek kihasználásával, működésének átalakításával. Az üzleti tapasztalat és háttér dimenzió arra utal, hogy az adott szervezet milyen hosszú szervezeti múltra tekint vissza és milyen üzleti háttérre: szervezeti és tőketámogatásra támaszkodhat. A vállalkozási és változási képesség erőssége többé-kevésbé a növekedés, bővülés dinamikájával és a belső szándékok hajtóerejével írható le. Az üzleti tapasztalat tekintetében Vecsenyi szerint 15 évben jelölhetjük ki a kategóriákat elválasztó határt.³⁶

A két dimenziót együtt szemlélve a vállalkozások négy csoportja különböztethető meg, melyek jellemzésére a szerző állatmetaforákat használ. A **hangyák** hagyományos kisvállalkozások, alacsony változási, vállalkozási képességgel és kevés üzleti tapasztalattal. A **gazellák** a gyorsan növekvő fiatal vállalkozások. A **tigrisek** a dinamikus, vállalkozó és tapasztalt nagyvállalatok. A hagyományos nagyvállalatokra a **dinoszaurusz** metaforát használja. Témánk szempontjából a gazellák a fontosak, melyeket Vecsenyi szerint az jellemez, hogy növekedésük gyors, legalább az iparági növekedés duplája

³⁵ A „fiatal vállalkozások” három évnél nem régebben keletkezett új vállalkozásokat jelentenek a GEM terminológiájában.

³⁶ Vecsenyi arra a nemzetközi tapasztalatra hivatkozik, hogy az induló dinamikus növekvő vállalkozásokról nagyjából ennyi idő után derül ki, képesek-e megkapaszkodni a nagyok között vagy sem. Mások szerint ez az időszak nem feltétlenül ilyen hosszú, és 10 évben jelölik meg az érett életszakasz eléréséhez szükséges időt (Storey 1994).

(Vecsenyi 2003), éves árbevételük meghaladja az 1 millió dollárt, legalább 10 alkalmazottat foglalkoztatnak, exporttevékenységük jelentős és termékük vagy szolgáltatásuk újdonságnak számít a piacon (Vecsenyi 1999).

Lengyel a kis- és középvállalatokat a célpiacok és jövedelemforrások szempontjából csoportosítja (Buzás és szerzőtársai 2003). A **tradeable (traded) szektorhoz** a régió kívüli keresletet kielégítő, több esetben exportra termelő cégek tartoznak, míg a **helyi (non-tradeable, nontraded) szektorhoz** tartozó KKV-k elsősorban régió belüli keresletet elégítenek ki. Mivel az utóbbi szektor növekedésének határt szab a helyi fizetőképes kereslet nagysága, erőteljes növekedésre (pótlólagos, régió kívüli jövedelmek bevonása révén) a globális igényeket kielégítő KKV-k képesek.

1.6 Növekedésorientált vállalkozások Magyarországon

Mit tudunk a hazai növekedésorientált kisvállalkozásokról? Mindezidáig sajnos **kevés olyan tanulmány született**, amely kifejezetten ezen vállalkozások sajátosságainak, gazdasági szerepének feltárását célozná.

Kőhegyi (2001) az 1996 és 1999 közötti időszakban vizsgálta a növekvő illetve zsugorodó vállalkozások³⁷ jellemzőit és gazdasági szerepét (1.4 táblázat). Megállapítja, hogy 1996-ban a zsugorodó vállalkozáscsoport részesedése a legtöbb mutatóból nagyobb volt, mint a növekvőké, de 1999-re a növekvő vállalkozások részesedése minden mutató tekintetében meghaladta a zsugorodókét. (Mindazonáltal a zsugorodó vállalkozások gazdasági súlya 1999-ben is igen jelentős volt, a gazdaság ötödét-harmadát jelenítette meg – az export kivételével, amelyben a legkisebb volt a részesedésük.) A szerző adatokkal támasztja alá, hogy 1996 és 1999 között a nemzetgazdasági átlagot meghaladóan a közepes és nagyvállalatok teljesítménye nőtt (melyen belül a külföldi tőke szerepe meghatározó volt), míg a mikrovállalkozások teljesítménye stagnált, a kisvállalkozásoké pedig a nemzetgazdasági átlagnál kevésbé nőtt. Ugyanebben az időszakban az alkalmazott nélküli vállalkozások teljesítménye

³⁷ *Kőhegyi* (2001) az erőforrások oldalán a saját tőke (reál)növekedése szerint, a teljesítmény oldalán a bruttó hozzáadott érték alapján rendezte sorba a vállalkozásokat. Növekvőnek akkor számított egy vállalkozás, ha mind input-, mind outputoldalon növekvő volt, zsugorodónak pedig akkor, ha mind input-, mind outputoldalon zsugorodó volt 1996 és 1999 között.

felére esett vissza. *Kőhegyi* a vállalkozások méret- és növekedési kategóriák közti kapcsolatát úgy jellemzi, hogy **a növekvők kategóriájában gyakrabban találkozunk mikro-, kis-, és közepes vállalkozásokkal, a zsugorodók között pedig gyakoribbak a nagyvállalatok.**

1.4 táblázat A növekvő és zsugorodó vállalkozások részesedése az erőforrásokból, a teljesítményekből és a jövedelmekből 1996-ban és 1999-ben (százalék)

Megnevezés	1996			1999		
	Növekvő	Zsugorodó	Összesen	Növekvő	Zsugorodó	Összesen
Alkalmazottak	26	45	100	36	33	100
Saját tőke	17	45	100	37	29	100
Bruttó hozzáadott érték	28	40	100	47	21	100
Árbevétel	30	36	100	46	21	100
Export	38	32	100	58	13	100

Forrás: Kőhegyi (2001: 326)

A Magyar Gazdaságelemző Intézet (korábban a Kisvállalkozás-fejlesztési Intézet) évente végez a kis- és középvállalkozások körében reprezentatív mintán alapuló kérdőíves konjunktúra vizsgálatot, mely lehetővé teszi a növekedési elképzelések feltérképezését is (*Stratégia...* 2004). A 2003. év végén végzett kérdőíves felmérés alapján a vállalkozások három kategóriáját különítették el a beruházásra és a létszámbővítésre való hajlandóságuk alapján (1.5 táblázat). **Növekvők** voltak azok a vállalkozások, amelyek méretükhöz képest jelentős beruházást, valamint foglalkoztatás bővítést is terveztek. Az ebben az értelemben vett növekvő vállalkozások a minta 6,1 százalékát tették ki. Az **inkább növekvők** kategóriájához a vagy létszámbővítést, vagy jelentősebb beruházást tervező vállalkozások tartoztak. A mintában szereplő KKV-k 43,4 százaléka tartozott ehhez a kategóriához. Végül, a **nem növekvők** közé a sem létszámbővítést, sem beruházást nem tervező vállalkozások kerültek. Ebbe a csoportba a KKV-k 50,6 százaléka sorolható. A kisebb vállalkozásoktól a nagyobbak felé haladva nő a növekvő és csökken a nem növekvő vállalkozások aránya, kivéve a

középvállalkozások körét, itt alacsonyabb a növekvők aránya, mint a kisvállalkozások körében.³⁸

1. 5 táblázat A vállalkozások növekedése létszám-kategóriák szerint 2003-ban

	Alkalmazott nélküli	Mikro- vállalkozás	Kis- vállalkozás	Közép- vállalkozás	Összesen
Növekvő	1,3	4,2	21,5	14,5	6,1
Inkább növekvő	29,9	46,0	47,3	58,2	43,4
Nem növekvő	68,8	49,8	31,2	27,3	50,6
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Forrás: Stratégia... (2004: 63)

A konjunktúravizsgálat 2003-as adataiból és a korábbi felmérések eredményeiből a magyar KKV-k három markánsan elkülönülő csoportja rajzolódik ki (Kállay és szerzőtársai 2005). Az első csoportba az összes KKV mintegy 15 százalékát kitevő, **stabil növekedési pályán mozgó** kis- és középvállalkozások tartoznak. A második csoportba a **romló helyzetű** KKV-k tartoznak, amelyeknek aránya 16-20 százalék. A harmadik csoportba tartozik az összes többi KKV, amelyek **helyzete stabilnak vagy mérsékelten növekvőnek** minősíthető. Ezek a vállalkozások 65-70 százalékos arányt képviselnek a kis- és középvállalati körben.

Inzelt (2003) az innováció felől közelíti meg a vállalkozások növekedését, és a kisvállalkozásokat az alábbi módon tipizálja: dinamikusan növekedő, átalakulva növekedő, megszüntetve megőrző, szinten maradó (tartós fennmaradásra képes, innovációra csak alkalmilag vagy külső kezdeményezést követve törekvő vállalkozás), hanyatló vagy kiszoruló. Mindegyik típusra van hazai példa. Érdekes mellékterméke egyébként az idézett tanulmánynak, hogy megerősíti: **hazánkban is léteznek igen dinamikusan növekvő kisvállalkozások**. A felmérés alapjául szolgáló 106 kisvállalkozást tartalmazó mintában a 2000. évi nettó árbevétel alapján volt egy olyan vállalkozás, amely átlépte az 1 milliárd forintos küszöböt, és 4 olyan, amelyik túllendült az 500 millió forintos határon. Egy hajdani mikrovállalkozás pedig középvállalkozássá

³⁸ A jelenség hátterében talán a Major (2002) által a magyar középvállalati szektorral kapcsolatosan elemzett nem hatékony üzemnagyság problematikája húzódhat.

nőtt. A dinamikusan növekvő vállalkozások aránya eszerint hozzávetőlegesen 6 százalékot tett ki.³⁹

A már említett **GEM felmérések** is gazdagították tudásunkat a hazai növekedésorientált vállalkozásokról. A vállalkozói aktivitás folyamatos és meredek csökkenése figyelhető meg 2001-től kezdődően: 2004-ben a vállalkozások aránya a felnőtt lakosságon belül 4,3 százalék, ami alacsonyabb az EU országok 5,4 százalékos átlagánál. A lehetőség motiválta vállalkozások aránya meglehetősen stabil, a felnőtt lakosságon belül 2004-ben 2,75 százalékot képviselt. (Ez a vállalkozások közel 64 százalékát jelenti.) A munkahelyteremtési szándékok tekintetében megállapítható, hogy a hazai vállalkozások 78,5 százaléka csupán igen szerény bővülést tervez az elkövetkező 5 évben. Ez az arány jelentősen meghaladja az átlagosnak tekinthető 60 százalékot. Ugyanakkor a viszonylag nagyobb foglalkoztatási potenciállal⁴⁰ jellemezhető vállalkozások 10 százalék körüli aránya nemzetközi összehasonlításban magasnak mondható (Bedőné 2004).

A 2002-es GEM felmérésből megállapítható a hazai nagy növekedési potenciállal rendelkező új vállalkozások aránya is a felnőtt népességen belül (Wong és szerzőtársai 2005: 346). Ez az érték 0,76 százalék, **az összes vállalkozáson belül a nagy növekedési potenciállal rendelkező új vállalkozások arányára pedig 11 százalék adódik.** Mindkét mutató tekintetében hazánk a középmezőnyben foglal helyet.

1.7 Következtetések a kisvállalkozás-fejlesztés számára

Milyen következtetés fogalmazható meg a kutatási eredmények alapján a gazdaságpolitika számára? Amennyiben a gazdasági növekedés és a munkahelyteremtés elsősorban nagyon nagy számú induló kisvállalkozás létrehozásának és fokozatos növekedésének eredménye, akkor egy általános (átfogó) vállalkozásösztönző politikának érdemes prioritást adni. Ha elsősorban a gyorsan növekvő kisvállalkozások

³⁹ Ez a minta természetesen semmiféleképpen sem tekinthető reprezentatívnak, mivel mind a 6 vállalkozás innovációs és K+F támogatásban részesülő kisvállalkozások közül került ki, akik a teljes mintán belül túlreprezentáltak, 41,5 százalékos arányt képviseltek. Az általunk számított 6 százalék ennél fogva nyilvánvalóan túlbecsüli a dinamikusan növekvő kisvállalkozások arányát.

⁴⁰ Az ilyen vállalkozások több mint 10 új munkahely létesítését tervezik ötéves távlatban.

szűk csoportja gyakorol érdemi hatást a növekedésre és a foglalkoztatás bővülésére, akkor egy célzott versenyképesség-növelő beavatkozás⁴¹ hatékonyabb lehet.

Nem kívánjuk (és nem is tudjuk) a „**gazellák versus egerek**”⁴² vitát eldönteni, véleményünk szerint **a kétféle szemléletmódra épülő ösztönző politika nem helyesíti, hanem ki kell, hogy egészítse egymást.** Ugyanakkor természetesen a gazdaságpolitikai célok mellett a **társadalompolitikai szempontokról** sem szabad megfeledkezni (Botos-Halmosi 2004). Mindazonáltal a hazai vállalkozásfejlesztési és KKV-politikai gyakorlatban kevés nyoma van olyan kezdeményezéseknek, melyek kifejezetten a növekedésorientált kisvállalkozásokra fókuszálnának.⁴³ Talán az is visszarettenti a politikai döntéshozókat a célzott versenyképesség-növelő beavatkozás szemléletének érvényesítésétől, hogy roppant nehéz (ha nem egyenesen lehetetlen) azonosítani azokat a vállalkozásokat, amelyek a legnagyobb mértékben fognak hozzájárulni a gazdasági növekedéshez és a munkahelyteremtéshez.⁴⁴ A célcsoportok hatékony elérése egyébként is meglehetősen gyenge pontja a kormányzati beavatkozások gyakorlatának (Kállay 2002). Ezen nehézségek ellenére az OECD 2004. júniusi isztambuli KKV-konferenciáján mégis úgy fogalmaztak, hogy a kormányzatoknak lehetőségük van elősegíteni a foglalkoztatás bővülését, amennyiben bátorítják vagy megkönnyítik a növekedésorientált vállalkozók számára az expanziót. A konferencia háttéranyagában azt is javasolják a gazdaságpolitikuskok számára, hogy olyan kisvállalkozás-fejlesztési programokat dolgozzanak ki, amelyek más és más eszközök alkalmazásával célzott módon próbálják ösztönözni a heterogén KKV körön belül kiválasztott célcsoportokat (OECD 2004a).

Egy ilyen szelektív politika **egy lehetséges célcsoportját a növekedésorientált kisvállalkozások** jelenthetik. Ebbe a körbe azok a kisvállalkozások tartoznak, amelyeket elsődleges célként a minél jelentősebb növekedés elérése motivál. Amennyiben a növekedésorientált kisvállalkozások érdemleges hatást fejtenek ki a

⁴¹ A KKV-fejlesztésben a célzott ösztönző beavatkozás politikáját (angolul: „pick the winners”, azaz „válogasd ki a nyerteseket”) eredetileg Storey (1994) javasolta és fejtette ki részletesen.

⁴² A fenti állatmetaforák *Birchtől* erednek: a „gazella” kifejezést a gyorsan növekvő, az „egér” metaforát pedig a lassan növekvő induló kisvállalkozásokra alkalmazta. Magyarul Vecsenyi (1999) nyomán inkább a „hangya” metafora van terjedőben (az egér helyett).

⁴³ A kis- és középvállalkozás fejlesztés legutóbb nyilvánosságra hozott hosszú távú stratégiájában már jóval hangsúlyosabban jelenik meg az a megközelítés (Stratégia... 2005).

⁴⁴ Ez természetesen nemcsak nálunk okoz gondot (OECD 1996). Az utóbbi időben tettek kísérleteket a gyorsan növekvő kisvállalkozások jellegzetességeinek feltárására (OECD 2002, Autio és szerzőtársai 2000, 2003, Wong és szerzőtársai 2005, Autio 2005).

gazdaságpolitika választott célváltozójára, például a foglalkoztatásra, akkor megfontolandó lehet a beavatkozás olyan formáit választani, amelyek ezen vállalkozások növekedését segíthetik, illetve, amelyek a növekedésük útjában álló akadályok felszámolására irányulnak. Ezen a téren nemcsak hazánkban, hanem az EU-ban is van még tennivaló: az unió versenyképességbeli lemaradásáért az USA mögött részben a vállalkozói dinamizmus alacsonyabb szintje okolható (EC 2003a).⁴⁵

A növekedésorientált vállalkozások ösztönzése prioritásként jelenik meg az Európai Unió terveiben is. A „Zöld könyv” alapján megfogalmazott, 2004. februárjában született vállalkozói akciótervben (EC 2004) a felsorolt öt stratégiai beavatkozási terület egyike azt fogalmazza meg, hogy több vállalkozót kell ösztönözni növekedésre, és a 2006-tól végrehajtani tervezett öt intézkedés egyike kifejezetten a gyorsan növekvő vállalkozások ösztönzését célozza.

A következő fejezetben a növekedésorientált kisvállalkozásokkal és növekedésük korlátaival foglalkozunk, kiemelt figyelmet fordítva a növekedéshez elengedhetetlen források megszerzése terén tapasztalható nehézségekre.

⁴⁵ A Zöld Könyvben ennek illusztrálására az alábbi adatokat közlik (EC 2003a). Az USA-ban 1960-ban 20 év kellett ahhoz, hogy a Fortune magazin 500-as listáján a vállalatok egyharmada kicserélődjön, ehhez 1998-ban már csak négy évre volt szükség. Ugyanakkor minden 1998-ban nagynak számító európai vállalat nagy volt már 1960-ban is. Egy OECD tanulmányban pedig megállapították, hogy az USA-ban a piacra belépő új cégek mérete viszonylag kisebb és termelékenységük átlag alatti, azonban amennyiben túlélnek az indulás időszakát, jóval dinamikusabban növekszenek mint a nagyobb induló méretű európai versenytársaik (Scarpetta és szerzőtársai 2002).

2. A fiatal, növekedésorientált kisvállalkozások forrásszerzési nehézségei

Egy 2002-ben készített, 19 uniós ország 8 000 KKV-jára kiterjedő felmérés megállapította, hogy az európai vállalkozók 29 százalékának célja a növekedés⁴⁶ (EC 2002a). Ezt az értéket akár öröndetesen magasnak is vélhetnénk, azonban figyelembe kell venni, hogy ennél jóval kisebb azon vállalkozások aránya, amelyek valóban meg is valósítják elképzeléseiket és növekedési pályára lépnek. Ennek a legfőbb oka, hogy a motiváció hiányán túl számos **külső akadály** gátolhatja a vállalkozások növekedését: ilyenek lehet például a piaci kereslet hiánya, a szükséges erőforrások (pl. munkaerő, tőke, információ) megszerzésénél tapasztalható nehézségek, az infrastrukturális feltételek, az vagy a szerteágazó adminisztratív előírások.

A kis- és középvállalkozások kisebb szervezeti létszáma, termelésük és piaci tranzakcióik **kisebb volumene** hátrányos pozíciót eredményez a nagyvállalatokkal szemben. Sem a magasabb fokú belső specializációból, sem a méretgazdaságosságból származó előnyöket nem képesek a nagyvállalatokhoz hasonló módon kihasználni, ráadásul gyakran kevésbé tapasztaltak, rendszereik és folyamataik pedig kiforratlanabbak. Növekvő kihívást jelent a kis- és középvállalkozások számára a döntéshozatalhoz megszerzendő **információk összegyűjtése**. A kisebb cégek sokkal gyakrabban hoznak rosszabb döntéseket, mivel nincsenek meg az optimális döntéshozatal feltételei. Nem tudnak a piaci lehetőségekről, nincsenek meg a megfelelő kapcsolataik, gyakran a döntéseket meghozó személyek sem elég felkészültek. Minthogy az érdekérvényesítő képességük is gyengébb, jobbra **elfogadó, alkalmazkodó magatartást** tudnak csak követni, ami növeli kiszolgáltatottságukat a külső környezettel szemben (Kállay-Imreh 2004, Bajmócy és szerőtársai 2005).

A **források elérhetősége és költsége** is egy azon sűrűn emlegetett tényezők közül, amelyek befolyásolják a kisvállalkozások növekedési képességét. Az, hogy a cég versenyképes és elfogadható feltételek mellett forráshoz tud jutni, önmagában nem

⁴⁶ A megkérdezettek 9 százaléka a több profitot helyezte előtérbe, további 7-7 százalékuk pedig innovatívabb illetve jobb minőségű szeretett volna lenni. A vállalkozások 20 százaléka egyelőre a túlélésért küzdött, 21 százalékuk pedig abban reménykedett, hogy sikerül talpra állnia (EC 2002a).

jelenti, hogy növekedni is fog, azonban ha képtelen vagy csak nagyon nehezen tud forráshoz jutni, az minden valószínűség szerint lehetetlenné teszi a növekedést.

Számos felmérés eredményei tanúskodnak arról, hogy a **kisvállalkozások indítását és működését akadályozó tényezők** közül talán a leghangsúlyosabbak a külső finanszírozási források megszerzése terén tapasztalható nehézségek. A 2004. áprilisi vállalkozói Flash Eurobarometer felmérés⁴⁷ szerint (az említések gyakorisága alapján) a vállalkozásindítás legfőbb akadálya az EU-ban is és az USA-ban is a megszerezhető pénzügyi források hiánya. Az unióban a megkérdezettek 72 százaléka, az USA-ban pedig 69 százalékuk érezte úgy, hogy a forráshiány miatt nehéz vállalkozást indítani, habár ez az arány szinte mindenütt csökkenő tendenciát mutat.⁴⁸ Ráadásul a válaszadók túlnyomó többsége (ez az arány az EU-ban 76 százalék, az USA-ban pedig 84 százalék volt) gondolta úgy, hogy a vállalkozásindítás során a legfontosabb mérlegelendő tényező a pénzügyi források elérhetősége.⁴⁹

A finanszírozási nehézségek nemcsak a vállalkozásindítást, hanem a már működő vállalkozások fejlődését is akadályozzák. Egy 2003-as, az uniós KKV-k körében elvégzett felmérésben a vállalkozás fejlődését akadályozó legfontosabb tényezőket vizsgálták méretkategóriák szerint (EC 2003d). Nem meglepő, hogy a **kereslet** (a fogyasztók vásárlóereje) minden méretkategóriában magasan vezeti a rangsort, ami a kedvezőtlen gazdasági klíma közvetlen következményeként értékelhető. A második helyen szintén minden méretkategóriában a **képzett munkaerő hiánya** szerepel, bár a középvállalatok körében viszonylag gyakrabban fordul elő legfontosabb akadályozó tényezőként. A harmadik helyen a **pénzügyi források elérhetősége** áll, és a három méretkategória közül legtöbbször a 10 főnél több alkalmazottal működő kisvállalatok említették. A kisvállalati körben a pénzügyi források fontossága az említések gyakorisága alapján nagyon megközelíti a képzett munkaerő szükségességét. Ha figyelembe vesszük azt a tényt, hogy növekedésorientált kisvállalkozásokkal

⁴⁷ A Flash Eurobarometer az Európai Bizottság megrendelésére speciális témákban készített közvélemény-kutatás, mely egy kisebb mintát lekérdezve kiegészíti a minden év tavaszán és őszén elvégzett standard Eurobarometer vizsgálatokat. Az idézett felmérés (amely a 160-as számot viseli) 21 051 fő telefonos megkérdezésén alapul, akik főként az Európai Unió lakosai voltak, de a vizsgálat az Egyesült Államokban, Izlandon, Norvégiában és Liechtensteinben élő személyekre is kiterjedt.

⁴⁸ 2000-ben az unió megkérdezett polgárainak 80 százaléka, az USA-ban pedig a megkérdezettek 84 százaléka értett egyet azzal, hogy a pénzügyi források hiánya akadályozza vállalkozásindítást.

⁴⁹ Ezt a kérdést csak azoknak tették fel, akik korábban úgy nyilatkoztak, hogy vagy indítottak vállalkozást, vagy tettek lépéseket ennek érdekében. A legfontosabb tényező egyébként az EU-ban és az USA-ban is a jó üzleti ötlet megléte volt, habár a magyar válaszadók legtöbb európai társuktól eltérően a pénzügyi források elérhetőségét tartották a legfontosabb mérlegelendő tényezőnek.

gyakrabban találkozunk a kisvállalatok körében, mint a mikrók között (mivel az utóbbi kategóriában relatíve nagyobb arányt képviselnek az életvitel vállalkozások), azt mondhatjuk, hogy **a növekedésorientált vállalkozások számára az átlagnál is fontosabb a pénzügyi források elérhetősége**. Ezt az állítást alátámasztja az a Storey (1994) által közölt kutatás, melyben külön vizsgálták a gyorsan növekvő illetve a stabil vagy hanyatló kisvállalkozások körében a növekedés útjában álló tényezőket. Azt tapasztalták, hogy az utóbbiaknál a növekedéshez szükséges források elérhetőségét és költségét maga mögé utasította a piaci kereslet mint akadályozó tényező, azonban a gyorsan növekvő kisvállalkozásokat már egyértelműen a finanszírozási nehézségek akadályozzák a leginkább.

A növekedésorientált kisvállalkozások körén belül **különösen nehéz helyzetben vannak a forrásszerzés terén** az induló és szárnypróbálgató fiatal vállalkozások (HM Treasury 2003), illetve azok, amelyek új, innovatív üzleti elképzeléseikhez keresnek finanszírozót (OECD 2004).

A hazai szakértők megkérdezésével végzett GEM felmérések arról tanúskodnak, hogy **a magyar vállalkozások növekedését is akadályozzák** a forrásszerzés terén tapasztalható nehézségek (Ulbert 2004). A fejlődés útjában álló problémák fontosságának megítélésében évek óta nagyjából hasonló a sorrend: a magas adó- és társadalombiztosítási járulék terhek, a belső kereslet hiánya, az állami szabályozás kiszámíthatatlansága és a finanszírozási források hiánya jelentik a legfőbb akadályokat.⁵⁰ Ulbert (2004: 101) az eredmények alapján úgy összegzi a hazai helyzetet, hogy **a hazai új és növekvő vállalkozások számára még mindig nem áll elegendő forrás rendelkezésre**.

A továbbiakban a növekedésorientált kisvállalkozások finanszírozási alternatíváit elemezzük elméleti szempontból, összevetve a hitel- és a részesedésfinanszírozás lehetőségeit és természetét. Ennek során nem az a célunk, hogy minden részletre

⁵⁰ Ezzel lényegében egybevágunk a korábban a Kisvállalkozás-fejlesztési Intézet és jelenleg a Gazdasági és Közlekedési Minisztérium által végzett konjunktúravizsgálatok eredményei is. A felmérések arról tanúskodnak, hogy a vállalkozók a közterhek magas szintjét és az adminisztrációs kötelezettségeket tekintik a növekedés legfontosabb akadályozó tényezőinek. A második helyen a piaci környezet elemeivel találkozunk (nincs elég megrendelés, erős és tisztességtelen verseny) – ezek elsősorban a gyenge versenyképességre utalnak. A finanszírozás (tőke- és hitelhiány) a harmadik helyen szerepel (Kállay és szerzőtársai 2005). Érdekes eltérés a hasonló típusú uniós felmérésekhez képest, hogy a hazai KKV-k szinte egyáltalán nem érzik úgy, hogy munkaerővel kapcsolatos problémák akadályoznák a növekedésüket.

kiterjedő leírását és rendszerezését adjuk meg a rendelkezésre álló finanszírozási eszköztárnak.⁵¹ Ehelyett inkább azt szeretnénk feltárni, miért okoz nehézséget a kisvállalkozások egy részének a növekedés korai szakaszainak finanszírozásához szükséges források megszerzése.

2.1 Aszimmetrikus információk és tranzakciós költségek

A kisvállalkozások finanszírozási sajátosságait vizsgáló kutatások szinte egyöntetűen a **tőkepiaci tökéletlenségek** (financial market imperfections) létrehozásához helyezik a hangsúlyt annak a sokak által sokféle formában tapasztalt jelenségcsoportnak a magyarázata során, mely a kisvállalkozások finanszírozási nehézségeiről árulkodik. Az üzleti tevékenységüket éppen elkezdő induló vállalkozások és az átlagosnál nagyobb kockázatot hordozó innováció-orientált vállalkozások különösen nehezen jutnak hozzá a növekedési elképzeléseik megvalósításához szükséges tőkéhez. A **finanszírozási korlátok** (financial constraints) kialakulását és sajátosságait a kutatók a tranzakciós költségek (transaction costs) természetével és az aszimmetrikus információkkal (asymmetric information, information asymmetries) igyekeznek magyarázni.

A **tranzakciós költségek** természetével összefüggő méretgazdaságosság létezése jelentős mértékben befolyásolja a kisvállalkozások forrásbevonási lehetőségeit. Kállay (2005) levezetésében a kisvállalkozások finanszírozásával kapcsolatos problémák részben abból származnak, hogy a fix tranzakciós költségek létével összefüggő méretgazdaságossági okok miatt túl magas a bevonni kívánt források megszerzésének relatív (a bevont forrás volumenének arányában kifejezett) tranzakciós költsége. Ennek két következménye lehet. Amennyiben a finanszírozók áthárítják a költségeket a vállalatra, akkor a viszonylag kis összegű forrásokat kereső vállalkozások **költséghátrányba kerülnek**. Azonban az is elképzelhető, hogy a finanszírozók a források adagolása mellett döntenek, és meghatározzák a tranzakció minimális összegét, ami másik oldalról azt jelenti, hogy a kis összegű forrásokat kereső vállalkozások **egyáltalán nem jutnak forrásokhoz**. A kisvállalati finanszírozásban emiatt az olyan

⁵¹ Csubák (2004) a német üzemgazdasági megközelítésre támaszkodó leíró finanszírozási elméletet alkalmazva részletesen bemutatja a kis- és középvállalkozások finanszírozási alternatíváit, Osman (2004) pedig jó áttekintést nyújt a tőkepiaci források bevonásának lehetőségeiről.

konstrukciók bizonyulhatnak hatékonyak, amelyek **képesek alacsonyan tartani a tranzakciókkal összefüggő fix (a tranzakció volumenétől független) költségeket.**

A gazdaságban a szűkös erőforrásoknak a legjövödelmezőbb felhasználási területekre való allokálása tökéletes piacokat feltételez. A hatékony tőkepiacok modellje – többek között – arra az alapfeltevésre épül, hogy az információk minden piaci szereplő számára azonnal és költségmentesen elérhetők. A valóságban azonban a vállalat jobban informált, mint a kívülállók vagy a piac, mivel belső információkkal is rendelkezik. Ez az információs előny a nagyobb méretű, különösen a tőzsdére bevezetett vállalatoknál csupán jóval kisebb mértékben érvényesülhet, mivel sokan érzik érdekeltnek magukat abban, hogy információkat gyűjtsenek az adott vállalatról. A kisvállalkozásokról azonban a piac összehasonlíthatatlanul kevesebb információval rendelkezik. (Hatványozottan igaz ez például egy induló vállalkozásra, amelynek még nincs értékelhető, elemezhető múltja, előélete a piacon.⁵²) A nagyobb cégektől eltérően ugyanis a kisvállalatok által kötött szerződések nem kapnak publicitást; jellemzően nem bocsátanak ki a nyilvános kereskedésbe kerülő, a piac által folyamatosan árazott értékpapírokat; pénzügyi beszámolóik nehezebben hozzáférhetőek és általában nincsenek auditálva. *Berger és Udell* (1998) szerint ez az **információs „homályosság”** (informational opacity) alapvetően befolyásolja a kisvállalkozások finanszírozási helyzetét.

Az információs aszimmetriák azt eredményezhetik, hogy olyan projektek, amelyek egyébként finanszírozásra érdemesek volnának, egyáltalán nem, vagy csak elfogadhatatlan feltételekkel jutnának forráshoz, és emiatt nem valósulhatnak meg. Makrogazdasági szempontból ez azt jelenti, hogy az **optimálisnál kevesebb beruházást hajtanak végre**, ami jóléti veszteséggel jár (Hubbard 1998).

Az információs aszimmetriák és lehetséges következményeik két aspektusból is vizsgálhatók: a szerződéskötést megelőzően (vagyis **ex ante**) illetve a források rendelkezésre bocsátása után (azaz **ex post**).

⁵² Az persze nagyon is elképzelhető, hogy a tapasztalatlan vállalkozó várható sikerét a piacot, az üzletet kiválóan ismerő kívülállók esetleg mégis megbízhatóbban tudják megítélni, mint maga a vállalkozó. Ebből a szempontból a vállalkozót saját vállalkozása szempontjából akár alulinformáltabbnak is tarthatjuk a piacnál vagy egyes kívülállóknál.

Az *ex ante* információs aszimmetria azt jelenti, hogy a vállalkozó többet tud a vállalkozásról, saját motivációjáról, a tervezett projekt minőségéről és kilátásairól, mint a finanszírozó. Ez viszont azzal a következménnyel jár, hogy a kívülálló finanszírozó nem tudja megítélni a projekt valódi minőségét, emiatt a piaci értékben a cégek átlagos minősége fog tükröződni. Ennek eredményeként minden cég átlagos feltételekkel tud csak forrásokhoz jutni, és ezért a vállalkozók leginkább a kedvezőtlenebb projekteket igyekeznek majd rásózni a piacra. Ez pedig a jó minőségű projektek gazdáit arra fogja késztetni, hogy tartózkodjanak a külső források bevonásától, melyekhez az alacsony átlagos piaci minőség miatt csak meglehetősen magas áron lehet hozzájutni, és tegyenek le a beruházási terveikről. A piacon tehát túlnyomórészt átlagos vagy átlag alatti projektekhez fognak finanszírozót keresni, vagyis azt tapasztaljuk, hogy ilyen körülmények között a **piac kontraszelektál**⁵³ (Leland-Pyle 1977). A kontraszelekció elkerülése érdekében a finanszírozóknak valamilyen módon meg kell szűrniük (screening) a befektetési lehetőségeket. Az átvilágítás (due diligence) azonban többletköltségek felmerüléséhez vezet.

A vállalkozások külső forrasszerzési tevékenysége során a szerződéskötést követően egy **megbízó-ügynök** (principal-agent) típusú kapcsolat alakul ki a finanszírozó és a vállalkozó között.⁵⁴ Jó okunk van feltételezni, hogy amennyiben a kapcsolatban résztvevő felek mindegyike haszonmaximalizáló, akkor érdekütközések alakulhatnak ki az ügynök és a megbízó között, mivel az ügynök céljai nem feltétlenül esnek egybe a megbízóéival. Az egymással összhangban nem álló célok és az aszimmetrikus információk *ex post* következménye a **morális kockázat** (*moral hazard*) lehet. Előfordulhat ugyanis, hogy a szerződés megkötése után a vállalkozó nem az eredeti megegyezésnek megfelelően tevékenykedik: érdekelt lehet túlzott kockázatok felvállalásában, lényeges információk visszatartásában (esetleg elferdítésében), vagy visszafoghatja a siker érdekében tett erőfeszítéseit. A megbízó felléphet az ügynök nem

⁵³ Ez lényegében Akerlof (1970) klasszikus „tragacs-piac” modelljének egy lehetséges adaptációja az információs aszimmetria által sújtott tőkepiac működésének leírására. Akerlof példájában a tragacsok kiszorítják a jobb minőségű autót a használtautó piacról, aminek következtében a piac elszorvad.

⁵⁴ A megbízó-ügynök sajátos kapcsolatának problémakörével foglalkozik az új intézményi közgazdaságtan áramlatába tartozó ügynök- vagy érdekképviselési elmélet (agency theory). Az elmélet leggyakrabban idézett szerzőpárosa, Jensen és Meckling (1976: 5) meghatározása szerint „a megbízó-ügynök kapcsolat egy olyan szerződés, melyben egy vagy több személy (a megbízó(k)) arra szerződött egy másik személyt (az ügynököt), hogy végezzen bizonyos tevékenységet az ő érdekében, és egyúttal bizonyos döntési jogokat is átruház az ügynökre”. Az ügynökelmélet arra az általános kérdésre keresi a választ, hogy milyen típusú szerződés kialakításával lehet a leghatékonyabban kezelni a megbízó-ügynök kapcsolatban felmerülő problémákat, illetve hogyan lehet ezeket a szerződéseket betartatni.

kívánatos tevékenységének korlátozása érdekében: megfelelő ösztönzési rendszer kialakításával illetve az ügynök tevékenységének ellenőrzésével (monitoring). Mindez azonban óhatatlanul költségekkel jár. Ha tehát a finanszírozók számítanak erre, úgy emelkedni fog a források költsége.⁵⁵

A fenti információs eredetű problémák nem korlátozódnak a kisvállalkozásokra, azonban esetükben jóval meghatározóbbak lehetnek, figyelembe véve az információgyűjtés magasabb várható költségét (Binks-Ennew 1996). Információs aszimmetriák létezése mellett a vállalat és a finanszírozó között létrejövő pénzügyi szerződés ezért szükségképpen jelenti források mellett **ellenőrzési jogok** átengedését is. Ilyen körülmények között lényegessé válik, hogy milyen módon hat a választott pénzügyi szerződés típusa (tulajdonosi vagy hitelszerződés) és alkalmazott eszközei (pl. fedezet) azokra az információs eredetű problémákra, amelyek a külső finanszírozással összefüggésben merülnek fel.

2.2 Finanszírozási korlátok a hitelpiacon

A hitelezők a vállalkozók kockázatos fizetési ígéreteinek vásárlói. Tökéletes informáltság mellett a forrásokért folytatott versenyben a kockázatosabb projektek magasabb, a kevésbé kockázatos projektek alacsonyabb áron jutnak hitelhez, mivel a hitelező „beárazza” az információgyűjtés és az ellenőrzés költségeit valamint a kockázatot. *Stiglitz és Weiss* (1981) rámutatott azonban, hogy információs aszimmetria fennállása esetén a kamatlábak általános megemlése kontraszelekcióhoz vezet (adverse selection). Magasabb kamatláb mellett ugyanis csak a kockázatosabb hitelfelvevők maradnak a piacon, ennél fogva a hitelkihelyezések minősége jelentős mértékben romlik, csökkentve a hitelező várható hozamát. Ugyanakkor nő az erkölcsi kockázat is, mivel magasabb kamat mellett a vállalkozók kockázatosabb projektekkel fogják helyettesíteni a kevésbé kockázatosakat. A hitelezők ennek elkerülése érdekében nem a kamatlábak emelésén keresztül teremtik meg a piaci egyensúlyt a kereslet és kínálat között, hanem **hiteladagolást** alkalmaznak (credit rationing). Ez pedig azt jelenti, hogy

⁵⁵ A problémát nem kizárólag az opportunisták magatartásának lehetősége jelenti, hanem ezzel összefüggésben az is, hogy a jó kilátásokkal jellemezhető projektekre forrást kereső és/vagy nem opportunisták vállalkozóknak erőforrásokat kell áldozni arra, hogy meggyőzzék a piacot valódi értékeikről.

hasznló vállalkozások közül néhány hitelhez jut, mások meg nem, még akkor sem, ha magasabb kamatot is készek lennének megfizetni.⁵⁶

Az információs eredetű problémák enyhítésére viszonylag **széles eszköztár** áll a hitelezők rendelkezésére: biztosítékot kérhetnek a hitel mögé, a hitelszerződésben különféle kötelezettségek teljesítését követelhetik meg a hitelfelvevőtől (covenants), a lejárat megválasztásán keresztül ellenőrzést gyakorolhatnak a hitelfelvevő magatartása felett vagy „étlap-árazást” alkalmazhatnak (Berger-Udell 2003). Ezen kívül építhetnek a vállalkozó humán tőkéjét megtestesítő jó hírnevére vagy a hitelező és a vállalkozó között fennálló hosszú távú kapcsolat „tőkéjére” (Scholtens 1999, Berger-Udell 2003). A vállalkozás olyan jellemzői, mint a kora, a tőkeszerkezete vagy üzleti tevékenységének jellege befolyásolják a fenti eszközök alkalmazhatóságát.⁵⁷ Ezen eszközök közül a valószínűleg leggyakrabban alkalmazottal, a fedezettel foglalkozunk részletesebben.

A hitelező alapvető érdeke, hogy sikerüljön azokat a vállalkozásokat kiválasztania, amelyeknél alacsony a nem szerződésszerű teljesítés kockázata illetve a hitel bedőléséből származó veszteség, és a külső forrást kereső vállalkozás is igyekszik valamilyen módon meggyőzni a potenciális hitelezőket arról, hogy mindent el fog követni vállalt kötelezettségeinek pontos teljesítése érdekében. A különböző típusú biztosítékokat⁵⁸ igen széles körben alkalmazzák⁵⁹ a kisvállalati hitelezésben, mivel mindkét cél szempontjából eredményesnek bizonyulhatnak.

⁵⁶ Ugyanakkor *De Meza és Webb* (1987) modelljében (idézi Storey 1994) a hitelező és a vállalkozó között fennálló információs aszimmetria következménye nem a hiteladagolás, hanem éppen a hitel túlkínálat lesz.

⁵⁷ Ennek illusztrálására az alábbi három példa szolgálhat. 1. A súlyosabb információs aszimmetriával (is) magyarázható például a kisvállalati hitelek jellemzően rövidebb futamideje 2. Egy induló vagy fiatal vállalkozás esetén az utóbb említett reputációra illetve a kapcsolati tőkére nyilvánvalóan nem lehet építeni. 3. A gyorsan változó környezetben működő fiatal high tech cégek számára pedig különösen fontos lehet, hogy a beruházások rövid idő alatt valósuljanak meg, így nincs idő a hitelezővel való szoros és hosszú távú kapcsolat kiépítésére.

⁵⁸ A felajánlható biztosítékok két nagy csoportját szoktuk megkülönböztetni: beszélhetünk tárgyi és személyi biztosítékokról. A fenti elemzés elsősorban a tárgyi fedezetekre érvényes, de könnyen kiterjeszthető a személyi biztosítékokra is, melyeknek lényegében hasonló a működési mechanizmusuk. *Berger és Udell* (2003) a tárgyi fedezeteken belül elhatárolja a külső és belső fedezeteket. Külső fedezet alatt olyan eszközöket értenek, amelyek nem képezik a cég tulajdonát. Ilyenről rendszerint akkor beszélünk, ha a vállalkozó valamilyen személyes vagyoneszközét (pl. házat) ajánlja fel biztosítékként a vállalkozás hitele mögé. Ezzel szemben belső fedezet esetén egy a cég tulajdonát képező vagyoneszköz (pl. követelés, készlet, berendezés) jelenti a hitel biztosítékát. Míg a külső fedezetek a kisebb és fiatalabb cégek esetén jutnak fontos szerephez, a belső fedezetek feltehetően nélkülözhetetlenné válnak egy bizonyos méret felett (pl. több tulajdonos esetén). A fenti gondolatmenet elsősorban a külső fedezetekre érvényes, a belső fedezeteknek némileg más a működési mechanizmusuk.

1. A fedezet alkalmas arra, hogy mérsékelje a **kontraszelekcióval** összefüggő problémákat, ugyanis nyilván azok a vállalkozók fogják felvállalni, hogy saját vagyontárgyaikat is kockára tegyék, akik bíznak a vállalkozásuk sikerében. Ebben az értelemben tehát a fedezet felajánlása jelzés a piac számára a projekt minőségét illetően.

2. A fedezet ugyanakkor enyhíti az **erkölcsi kockázattal** összefüggő problémákat is. Ezek a problémák abból erednek, hogy a vállalkozó a vállalkozás minél nagyobb nyereségében (azaz a vállalkozás értékének növekedésében) érdekelt, a bank viszont a visszafizetésben, minthogy nem részesedik a nyereségből. Ez arra ösztönzi a vállalkozót, hogy igyekezzon növelni a siker esetén elérhető nyereséget, akár többletkockázat vállalása árán is, ami másfelől – amennyiben a hitel mögött nem áll fedezet – csökkenti a hitelező várható hozamát.⁶⁰ Ugyanezen okfejtés alapján pénzügyi nehézségek felmerülése esetén pedig a vállalkozó ösztönzést érezhet a tőkekivonásra, például magasabb díjazás formájában. További problémát jelent, hogy a hitelező számára (tetemes) költségekkel járhat annak megállapítása is, vajon megtesz-e mindent a vállalkozó a hitel visszafizetése érdekében. A fedezet elvesztésének lehetősége csökkenti a csábítást a kockázatvállalásra, ráadásul ösztönző erőt jelent a vállalkozó számára, hogy kövessen el minden tőle telhetőt a projekt sikere (és a hiteltörlesztés) érdekében.

3. Végül, de nem utolsósorban, a fedezet védi a hitelezőt a projekt kudarca esetén, mivel a fedezetül szolgáló eszköz értékével **mérsékelheti a veszteségeit**. A hitelezők a fedezeteket konzervatív módon értékelik: a lehető legrosszabb esetre készülnek fel, az ehhez tartozó úgynevezett menekülési értéket veszik alapul.

Habár a fedezetalapú hitelezésbe vetett bizalom a hitelező szemszögéből természetesen érthető, ennek az a hatása, hogy kiszorulnak a hitelpiacról a fedezetet felajánlani nem vagy csak korlátozott mértékben képes (de egyébként jó kilátásokkal jellemezhető) szereplők.⁶¹ A fedezeteket megkövetelő hitelezési gyakorlat **fokozottabban sújtja** a növekedésorientált kisvállalkozásokat. Tapasztalatok szerint ugyanis a nagyobb

⁵⁹ Cressy és Toivanen (2001) arról számol be, hogy Németországban a hitelek 80 százaléka, az Egyesült Királyságban 60 százaléka mögött fedezet áll. Ez az arány az USA-ban is 70 százalék (Carpenter-Petersen 2002).

⁶⁰ Ez az ösztönzés annál erősebb lehet, minél nagyobb a vállalkozás tőkeáttétele.

⁶¹ Egy 2002-ben végzett uniós felmérés arról számolt be, hogy a bankok leggyakrabban az elégtelen fedezetekre hivatkozva utasították el a KKV-k hitelkérelmeit: a 10-49 főt foglalkoztató hitelt nem kapó vállalkozások 34 százalékánál szerepelt ez az indok, ezzel szemben a nem megfelelő üzleti teljesítmény csupán 4 százalékuknál magyarázta az elutasítást (EC 2003b).

növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásoknak **számottevőbb a forrásigényük**, mint a kisebb növekedési potenciált felmutatóké (Lumme és szerzőtársai 1998). Az természetesen egyáltalán nem lehetetlen, hogy egy kisvállalkozás önerőből, kreatív finanszírozási módszerekre támaszkodva⁶² teremtsen elő a növekedés pénzügyi forrásait oly módon, hogy közben ne legyen ráutalva jelentős összegű külső forrásbevonásra. Azonban jóval gyakrabban fordul elő, hogy a növekedés során gyorsan kimerül mind a vállalkozást alapító személy (vagy csoport) személyes pénzügyi tartaléka, mind pedig a vállalkozás hitelfelvevő képessége. A növekvő kisvállalkozások a forrásigény szempontjából három problémával kerülnek szembe. Az első, hogy minél kisebb a cég, arányát tekintve annál több tőkére van szükség a nagyobb kereslet kielégítéséhez.⁶³ A második annak a következménye, hogy a cég termékei vagy szolgáltatásai iránti kereslet növekedése, különösen a piacra való betörés kezdetén, ritkán zajlik szép fokozatosan. Valószínűbb, hogy a kereslet a forgalom aktuális szintjéhez képest időről időre megugrik, és ennek megfelelően a finanszírozásban is egy-egy nagyobb tőkeinjekció iránt mutatkozik igény. A harmadik, hogy mivel a termelés költségeinek felmerülésével nem egy időben jelentkeznek az értékesítés bevételei, hanem csak késleltetve, ezért a növekedésnek megvan a maga forgótőkeigénye is: minél gyorsabb a növekedés, annál nagyobb összegű forgótőkére van szükség a termelés és értékesítés közti időszak áthidalására. Empirikus vizsgálódásaik eredményeire támaszkodva *Binks és Ennew* (1996) amellett érvelnek, hogy **minél nagyobb a vállalkozás növekedési üteme, annál nagyobb a valószínűsége, hogy a fedezetre épülő értékelés következtében nehézségei támadnak a hitelfelvétel során.**⁶⁴

⁶² Ezekre a tőkepiacot mellőző módszerekre az angol nyelvű szakirodalomban összefoglalóan a „financial bootstrapping” vagy a „bootstrap finance” kifejezést használják, melyek a forrásszerzés olyan kreatív módzatait jelentik, melyek alkalmazásával elkerülhető a hagyományos forrásokból származó kölcsönfelvétel és tőkeemelés (Freear és szerzőtársai 1995). Általában olyan módszereket sorolnak ide, mint az ügyes készpénzgazdálkodás, a kiszervezés, a lízing, különböző pályázati pénzek és támogatások megszerzése, de ide tartoznak az olyan költségcsökkentő megoldások is, melyek külső szereplők, a tulajdonos/vállalkozó valamint a családtagok erőforrásainak felhasználásán alapulnak. Több empirikus kutatás is kimutatta, hogy ezek a meglehetősen széles körben alkalmazott módszerek rendkívül fontos szerepet töltenek be a kisvállalkozások finanszírozásában (Freear és szerzőtársai 1995, Winborg-Landström 2001, Harrison és szerzőtársai 2004). *Winborg és Landström* (2001) svéd kisvállalkozások menedzsereinek önerős finanszírozási stratégiáit elemezte, és 32 különféle bootstrap technika használata alapján ötféle alaptípust azonosított: a késleltető, a saját forrásokra támaszkodó, a minimalizáló, a kapcsolatorientált és a támogatásorientált stratégiákat.

⁶³ Ez viszont magas tőkeáttételt implikál, amennyiben a szükséges forrást hitelből teremti elő a vállalkozás.

⁶⁴ A fedezethiányból eredő problémákat enyhíthetik a hitelgarancia-rendszerek, melyeknek két alapvető típusát a közhitelgarancia-rendszerek illetve a garanciaszövetkezetek jelentik. Magyarországon a garantált hitelek állománya 10 százalék alatt van (Kállay és szerzőtársai 2005).

Mint azt az 1.5 alfejezetben részletesen kifejtettük, a növekedésorientált vállalkozások sikere gyakran valamilyen jelentősebb innovációnak vagy innovációk sorozatának köszönhető. Az innováció magas kockázata azonban nehezen illeszthető a hitelfinanszírozás kockázatkerülő természetéhez: **a hitelezőnek nem a legnagyobb nyertesek megtalálása, hanem a vesztesek kiszűrése az alapvető érdeke.**⁶⁵ A pénzügyi kockázatok specialistájának számító hitelező számára ugyanakkor nehézséget okozhat az innovatív termék vagy szolgáltatás mögött álló bonyolult technológia megértése, a várható kereslet és a piaci kockázat helyes felmérése is.⁶⁶ Ugyanakkor a **fedezet alapú értékelés sem kedvez** ezen vállalkozásoknak, mivel vagyoniuk – különösen a korai életszakaszban – jórészt különböző immateriális eszközökhöz (pl. szellemi tulajdonjogok, a munkatársak tudása és tapasztalata) kapcsolódó növekedési opciókban testesül meg, ezek pedig nem fogadhatók el fedezetként.

Ezen kívül az is korlátozza a bevonható hitelek nagyságát, hogy esetükben a **pénzügyi nehézségek** várható költsége igen meredeken emelkedik a tőkeáttétel növekedésével, mivel ezen cégek eszközei cégspecifikusak illetve immateriálisak, és ha a pénzügyi nehézségek valóban felmerülnek, jelentős mértékben erodálódik az értékük (Brealey-Myers 2005: 539).⁶⁷ A fiatal high-tech cégek piaci értékének nagy része a jövőbeli növekedési lehetőségeken alapul, ezek gyorsan elértéktelenednek pénzügyi nehézségek felmerülésekor (Carpenter-Petersen 2002). A bajt tetézheti a kulcsfeladatokat ellátó jól képzett alkalmazottak elvesztése.

Az is gondot okoz, hogy az innováció megszületése gyakorta összetett és viszonylag hosszú folyamatot jelent az első termékötlettől kezdve a prototípus kifejlesztésén és a termelés beindításán át a termék piacra dobásáig. Egy új technológián alapuló termék fejlesztése és piacra dobása akár 10-20-szor akkora összeget is felemésztethet, mint amennyi a kezdő K+F kiadás nagysága. A biotechnológiában pedig a gesztáció hossza a fenntartható jövedelmezőség eléréséig 10-15 évet is igénybe vehet, ami meghaladja a hitelezők által még elfogadható időtávot (Bank of England 2001). Ennek a folyamatnak

⁶⁵ Ahogy Osman (2004: 22) fogalmaz, a kereskedelmi bankokra többszörösen is kötelező az óvatosság: pénzügyi közvetítő, tehát mások pénzével dolgozik, másrészt rendkívül érzékeny a bizalomra a pénzügyi iparág működése.

⁶⁶ Osman (2004) a vállalkozás fejlesztésével összefüggő speciális kockázatok tekintetében megkülönbözteti a műszaki, a piaci és a rendszerkockázati tényezőket. A hitelezők információs előnye egyedül a rendszerkockázat megítélésben tapintható ki.

⁶⁷ Brealey és Myers (2005) szerint ez lehet az oka annak, hogy alacsony az idegen források aránya a gyógyszeriparban, illetve a magas nyereségű, növekvő vállalatok tőkeszerkezetében.

a finanszírozása⁶⁸ **tőkeinjekciók sorozatát** igényli, és bármelyik szakasz finanszírozási kudarca a vállalkozás (és a teljes folyamat) bukását okozhatja. Ez önmagában is megnöveli a finanszírozó kockázatát.

Az értékelhető üzleti, piaci múlttal, banki előélettel és jó hírnévvel még nem rendelkező **induló és fiatal kisvállalkozások** hitelezési helyzetét további problémák súlyosbítják. Esetükben ugyanis fokozottabban érvényesül az információs aszimmetria, amit egyelőre nem képesek (belső) hitelfedezetek felajánlásával enyhíteni. Ugyanakkor az életciklusukkal összefüggő cashflow profil sem kedvez hitelképességüknek, és a pénzügyi rugalmasság megőrzése érdekében többnyire maguk is igyekeznek elkerülni a fix adósságszolgálat terheit.

A fenti problémák ellenére a kisvállalkozások számára szinte mindenütt a különféle hitelek jelentik a **legelterjedtebb** külsőforrás-típust (Berger-Udell 2003, EC 2003b, Kállay és szerzőtársai 2005). A bankhitelek elérhetősége az elmúlt években Európaszerte és hazánkban is javult. Annak ellenére azonban, hogy 1999 és 2004 között 460 milliárd forintról 2200 milliárd fölé nőtt a magyar kis- és középvállalkozások hitelállománya⁶⁹ (amely közel ötszörös növekedést jelent), nálunk a fejlettebb országokhoz viszonyítva még mindig lényegesen magasabb azon kis- és középvállalkozások aránya (70 százalék), amelyek bankhitel nélkül gazdálkodnak (2.1 táblázat).

A hazai kutatások mindemellett a magyar KKV-k **alultőkésítettségéről** számolnak be megállapítva, hogy az 50 főnél kevesebb alkalmazottal működő kisvállalkozások átlagos saját tőkéje értékét és a forrásszerkezeten belüli arányát tekintve is alacsony⁷⁰

⁶⁸ Osman (2004: 30) az innovációs fejlesztést az alábbi fő stádiumokra osztja: alap kutatás – az alkalmazott kutatás-fejlesztés stádiuma – a K+F és a fejlesztési eredmények hasznosításának piacközel stádiuma – a hasznosítás piaci stádiuma.

⁶⁹ Bethlendi és Bodnár (2005) a bankok közötti erősödő versennyel magyarázza a kockázattal szembeni növekvő banki toleranciát. A hitelképességi standardok enyhítése a KKV ügyfélkörön belül a szerzők szerint arra utal, hogy a bankok olyan kisvállalkozásokat is hitelképesnek tekintenek, akiket eddig nem céloztak meg. Kállay és szerzőtársai (2005) szerint a kiélezettebbé váló versenyen mellett két további tényező is szükséges volt a KKV-hitelállomány dinamikus növekedéshez. Egyrészt a kereskedelmi bankok fejlesztették a szolgáltatásaikat, ami csökkentette az információs aszimmetria enyhítésének (hitelbírálat, kockázatkezelés) költségeit. Ezt elősegítette a jelzálogjog 2001-es módosítása is, mely erősítette a hitelezők jogvédelmét. Másrészt nőtt a hitelképes vállalkozások száma, illetve javult a cégek hitelfelvevő képessége. Mindez arra is magyarázatul szolgál, hogy a gyors ütemű bővülés ellenére alig romlott a kihelyezett hitelek minősége.

⁷⁰ Tisztább képet kapnánk, ha a saját tőke értékéhez hozzáadnánk a tagi kölcsönöket is, mivel „rugalmassága” miatt a kisebb vállalkozások gyakran ilyen formában biztosítják a vállalkozás

(Szórádiné 2004, Szerb-Rappai 2004, Kállay és szerzőtársai 2005). Szerb és Rappai (2004) a hazai GEM adatbázisra támaszkodó vizsgálata a tőkeszegénység hátterében a „majdnem-belső források” elégtelen kínálatát mutatta ki: a családtagok, barátok által biztosított tőke átlagos nagysága nemzetközi összehasonlításban rendkívül alacsony.⁷¹ Ez az alultőkésítettség lelassítja, és könnyen meg is akadályozhatja a vállalkozások növekedését, ráadásul jelentős mértékben korlátozza a hitelfelvételi képességüket is.

2.1 táblázat A magyar mikro-, kis-, középvállalkozások valamint a nagyvállalatok bankhitelállománya (1999-2004, Mrd Ft)

	1999. 12.31	2000. 12.31	2001. 12.31	2002. 12.31	2003. 12.31	2004. 12.31
Mikrovállalkozások	112,7	210,7	416,8	525,8	668,3	747,3
Kisvállalkozások	110,6	264,9	300,5	266,9	353,6	456,5
Középvállalkozások	237,7	428,5	563,3	609,6	709,8	1 021,6
KKV összesen	461,0	904,1	1 280,7	1 402,4	1 731,4	2 225,5
Nagyvállalatok	1 934,0	2 171,4*	1 953,1	1 881,8	2 299,2	2 388,3
Nem pénzügyi vállalkozások összesen	2 395,0	3 075,5*	3 233,8	3 284,2	4 030,6	4 613,8

*2002-ben néhány nagy volumenű vállalkozói besorolású hitel átkerült az állammal szemben fennálló hitelek közé, a visszamenőleges korrekció nem volt teljes. A korrekció előtt a vállalkozói hitelállomány 2002 végén 3 677,9 milliárd forintot tett ki.

Forrás: Kállay és szerzőtársai (2005: 165)

működtetéséhez szükséges tőke egy részét. Valószínűleg azonban ez a pontosítás nem érintené az alultőkésítettséggel összefüggésben tett megállapításunk érvényességét.

⁷¹ Szerb és Rappai (2004) kiszámította, hogy egy kezdő vállalkozásnak átlagosan közel 3,32 millió forint volt a finanszírozási szükséglete 2004-ben, amelynek nagyjából kétharmadát szándékoztak a vállalkozók saját forrásaikból a cég rendelkezésére bocsátani. A hiányzó több mint 1,2 millió forintnak azonban csupán a 67 százaléka számíthattak a család és a barátok megtakarításaiból.

2.3 Hitel versus részesedésfinanszírozás⁷²

Az aszimmetrikus információk befolyásolják a tulajdonosi típusú külső tőkeforrások elérhetőségét is. Az **ex ante információs aszimmetria** tekintetében szelekciós szempontból a külső finanszírozók számára kedvezőtlenebb eredménnyel járhat tulajdonosi típusú tőkét kínálni, mint hitelt. A szerényebb kilátásokkal rendelkező cégek ugyanis könnyebben egyezhetnek bele a várható profit megosztásába, míg a jó kilátásokkal rendelkező cégek inkább választják a fix összegű törlesztést és kamatfizetést, ami lehetővé teszi számukra, hogy megtartsák az extra nyereség egészét.⁷³ A **morális kockázat** szempontjából ugyanakkor összetettebb a kép. Egyrészt, részesedésfinanszírozás esetén a befektető a vállalkozás értékének növekedésében érdekelt. Emiatt pedig rendszeresen meg kell győződnie arról, hogy valójában mennyi jövedelmet termelt a cég, ami viszont bonyolultabb és költségesebb, mint egy hitelfelvevő szerződészerű teljesítését ellenőrizni (Townsend 1978). Másrészt viszont a többletkockázat a hitelezőkre áthárítható, a tulajdonositőke-befektetőkre azonban nem. Harmadrészt *Jensen és Meckling* (1976) megközelítésében az új tulajdonosi tőke bevonásának hátrányos ösztönzési hatásai is lehetnek: a menedzserek elkényelmesedéséhez vezethet.⁷⁴ Kisvállalkozások esetén azonban a vállalkozó rendszerint jelentős tulajdonosi érdekeltséggel is rendelkezik,⁷⁵ tehát valószínűleg kellőképpen ösztönözve van a maximális teljesítmény kifejtésére.

Az aszimmetrikus információk és a tranzakciós költségek nem csupán a tőkepiaci kínálatot, hanem a vállalatok finanszírozási preferenciáit is befolyásolhatják. A **finanszírozás hierarchiaelmélete** (pecking order theory) szerint a cégek egy rangsort állítanak fel a forrásbevonás során: előnyben részesítik a belső finanszírozást (ez elsősorban a vállalkozó személyes forrásait és a visszaforgatott nyereséget jelenti), majd

⁷² Az angol nyelvű szakirodalom az „equity finance” kifejezést használja a tulajdonosi tőke típusú külső finanszírozás megjelölésére. Magyarul talán a „részesedésfinanszírozás” a legegyszerűbb és legpontosabb megfogalmazás, azonban ha el akarjuk kerülni a „finanszírozás” szó használatát, kifogyunk a szinonimákból. Ezért – amennyiben ez nem értelemzavaró az adott helyen – egyszerűen a „tőke” szót fogjuk használni az ezen a módon megszerzett források megjelölésére (amely tehát ilyenkor nem jelent „hiteltőkét”).

⁷³ *Osman* (1998: 24) megfogalmazásában a sikertelen vállalkozás számára a tulajdonosi tőke rendkívül olcsó, a sikeresnek viszont számottevően drágább lehet, mint a hitel.

⁷⁴ Ösztönzést érezhetnek pazarló kiadások (pl. fényűző irodaházak fenntartása) felvállalására, amelyeknek előnyeit elsősorban ők élvezik, mivel ezek terhet csak kisebb részben viselik.

⁷⁵ Sőt, a vállalkozás érdekében gyakran magánvagyonát (vagy annak egy jelentős hányadát) is kockára teszi.

ha ez nem elegendő, és külső finanszírozás mellett döntenek, akkor a hitelt preferálják a tulajdonosi tőkével szemben⁷⁶ (Myers 1984, Myers-Majluf 1984). A belső és „majdnem belső” (családtagoktól, barátoktól, ismerősöktől származó) források nagy előnye, hogy a finanszírozás tranzakciós költségei alacsonyak, és az aszimmetrikus információkkal összefüggő problémák egyáltalán nem vagy csupán mérsékelt intenzitással jelentkeznek. Ennél a finanszírozási módnál csorbul a legkevésbé a vállalkozó döntési szabadsága, ennél kell a legkevesebb ellenőrzési jogot átengednie a vállalkozás felett.⁷⁷ A jelentős növekedés eléréséhez azonban a legkritikább esetben elegendőek a belső és „majdnem-belső” források, ezért a vállalkozó nem kerülheti, hogy alávesse a tőkepiac szigorú értékítéletének üzleti elképzeléseit. A részesedésfinanszírozás a preferencia rangsor végén szerepel több okból is. Egyrészt azért, mert **az új tulajdonosi tőke meglehetősen drága forrás:** az információs aszimmetria miatt ugyanis általában csak jelentősen alulárázva képesek részesedést eladni⁷⁸, és a tranzakciós költségek is tetemes összegre rúgnak⁷⁹. Másrészt a vállalkozó attól tart, hogy az új tulajdonos bevonása

⁷⁶ A hierarchiaelmélet eredetileg a nagy, tőzsdén jegyzett vállalatok tőkeszerkezetével kapcsolatos döntéseket modellezi, amelyeknek de facto egyaránt lehetőségük van kötvény- és részvénykibocsátására. A kialakult rangsor mindazonáltal érzékeny a kezdeti feltételek megválasztására. A finanszírozó ugyanis nem feltétlenül van minden téren információs hátrányban: noha a vállalkozó valószínűleg többet tud a projekt bizonyos jellegzetességeiről (pl. technológiai megvalósíthatóság), a befektető esetleg jobban meg tudja ítélni a piacképességet illetve az operatív megvalósítás várható sikerét. *Garmaise* (2001) megmutatja, hogy amennyiben azt feltételezzük, hogy a finanszírozó összességében jobban informált a vállalkozónál, a hitel és a tulajdonosi tőke sorrendje megfordulhat. *Bolton és Frexias* (2000) törekvése pedig, hogy összhangba hozzák tőkeszerkezetre vonatkozó döntések elméleteit az információra és ösztönzésre épülő tőkepiaci egyensúllyal, egy olyan modellt eredményezett, amelyben egyensúlyi helyzetben a legkockázatosabb cégek (pl. az induló vállalkozások) nem jutnak hitelhez, de lehetséges számukra új tulajdonosi tőke formájában a forrásbevonás.

⁷⁷ *Berggren és szerzőtársai* (2000) a forrásbevonással összefüggésben a vállalkozók külső ellenőrzéstől való ódzkodását (control aversion) befolyásoló tényezőket vizsgálták 281 svéd KKV körében. Azt találták, hogy a technológiai fejlődéssel összefüggő beruházási igény, a növekedési kényszer, az alkalmazottak számában tükröződő méret és az eladósodottság növeli a vállalkozó hajlandóságát arra, hogy külső finanszírozó(k)hoz forduljon.

⁷⁸ *Brealey és Myers* (2005) két magyarázatot is kínál az alulárázás jelenségére, amit másként bővítésként (lemon premium) vagy felhígulásnak (dilution) is szokás nevezni. Az első szerint, mind a kibocsátást szervező befektetési bankoknak (aláírók), mind a kibocsátónak tulajdonképpen érdeke az alulárázás: az aláíróknak azért, mert így csökkenthetik annak kockázatát, hogy rajtuk ragadnak a részvények, ráadásul népszerűvé teszi őket az ügyfelek körében, a kibocsátó vállalatnak pedig azért, mert azt reméli, hogy a markánsabb árfolyam-emelkedés később segítségére lesz az újabb tőkebevonásnál. A másik magyarázatot a „győztes átkától” való befektetői félelemben látják. A „győztes átk” azt jelenti, hogy az árverés megnyerése arra is utalhat, hogy túl sokat fizettünk a képért. Ha a befektetők tartanak ettől, akkor minden bizonnyal lefelé fogják korrigálni az ajánlataikat. (Természetesen léteznek ellenpéldák is: egy internetes böngészőt kínáló cég, a Netscape tőzsdei bevezetésekor a részvényárfolyam a tervezett 12-14 dollárról 71 dollárra ugrott egyetlen nap alatt.)

⁷⁹ Egy nyilvános részvénykibocsátásnál ilyen költségek többek között az aláírók jutaléka, a különböző adminisztrációs költségek, nyomdaköltség, hirdetési díjak, tanácsadói díjak stb. Az ilyen költségek a kibocsátás méretétől függően a kibocsátás értékének 10-13 százalékára is rúghatnak (*Carpenter-Petersen* 2002). A kibocsátás sikeres lebonyolítását követően a transzparencia biztosítása érdekében további költségek rendszeres felmerülését vonja maga után a tőzsdén való jelenlét: számolni kell az auditálás, az információs kötelezettségek teljesítésének költségeivel, valamint a tőzsdei tagsággal összefüggő díjakkal.

veszélyezteti a döntési szabadságát és fél, hogy kicsúszik a kezéből az irányítás. Cressy és Olofsson (1997b) szerint az új tulajdonosi tőke bevonását ez a keresletoldali idegenkedés korlátozza a leginkább.⁸⁰ A vállalkozók tisztában vannak azzal, hogy valamekkora tulajdonosi befolyást átengedve javíthatnának a teljesítményükön. Ugyan szeretnének gyorsabban növekedni, egy részük mégis inkább lemond erről, mert úgy ítéli meg, hogy az ezzel járó előnyök nem ellensúlyozzák az önállóság elvesztését.⁸¹ Az új tulajdonostárs bevonásától való ódzkodás a kisebb vállalkozásokra jellemzőbb, mint a nagyobbakra.

Az új tulajdonostárs megjelenése azonban a tőkén kívül értékes szakértelemmel, tudással, tapasztalattal és kapcsolatokkal is gazdagíthatja a vállalkozást, ráadásul a friss tőke javítja a hitelkapacitást is. Cressy és Olofsson (1997b) kutatásából az is kiderül, hogy a vállalkozók egy része számára ezek az előnyök fontosak, és minden harmadik aktívan kutat külső befektetők után. **A vállalkozások tőkeszerkezete tehát nemcsak a tőkepiac tökéletlenségeit, hanem a finanszírozási preferenciáikat is tükrözi.**

Jól látható tehát, hogy a hitellel kapcsolatos problémák akkor válnak különösen akuttá, amikor a külsőforrás-igény magas a felajánlható biztosítékok fedezeti értékéhez képest és súlyosak az információs problémák, így az átlagosnál kockázatosabb projektet kell finanszírozni. Mindez elvezet ahhoz a következtetéshez, hogy **a nagy növekedési képességű kisvállalkozások számára, különösen életük korai szakaszában a fejlődéshez a külső tulajdonosítőke-bevonás a megfelelő finanszírozási mód** (Berger-Udell 1998, Bank of England 2001, OECD 2004b). Keresleti oldalon ugyanakkor a növekedésorientált kisvállalkozások egy része motivációjánál, szemléleténél fogva maga is **nyitott** a külső finanszírozók irányában, és főként akkor,

A kockázatitőke-bevonás közvetett (azaz a befektető által elvárt hozam feletti költségei) is igen jelentősek lehetnek. Carpentier és Suret (2005) kanadai vizsgálatukban megpróbálták számszerűsíteni a kockázatitőke-bevonás közvetett költségeit, melyek a felkészülés, a partnerkeresés, az átvilágítás, a szellemi tulajdon védelme, az elemzés, a tárgyalás és a lezárás fázisaihoz kötődnek, és főként az információs aszimmetria enyhítését célozzák. A befektetési folyamat sikeres lezárását követően ezen egyszeri költségeken túlmenően visszatérő kiadások is felmerülnek, például az ellenőrzési folyamattal összefüggésben, vagy a részvényesi szerződés mechanizmusaihoz kapcsolódóan. A szerzők megállapítják, hogy 500 000 kanadai dollár alatti tőkebevonás esetén a közvetlen költségek átlagosan a megszerzett forrás összegének 36 százalékát is eléri.

⁸⁰ A vizsgált mintában szereplő 258 vállalkozó közel fele inkább kész lett volna eladni a céget, ahelyett, hogy új tulajdonostársat vonjon be (Cressy-Olofsson 1997a).

⁸¹ Cressy és Olofsson (1997a) ezt a jelenséget a felírt gyógyszer példáján keresztül igyekszik szemléletesebbé tenni. „A betegnek az orvos egy gyógyszert ír fel. A beteg, noha tisztában van vele, hogy az orvosság javítana az állapotán, jobban aggódik a mellékhatások miatt, és emiatt nem váltja ki.”

ha a pénzügyi források biztosításán túl szellemi tőkéjükkel (tudásukkal, tapasztalataikkal, kapcsolataikkal) is hozzájárulnak a vállalkozás sikeréhez.

Mindebből az is következik, hogy **a bankokra épülő finanszírozási rendszerek, amelyek uralkodóak a kontinentális Európában, kevésbé hatékonyak a gyors növekedésű iparágak fejlesztésében és az innováció ösztönzésében a tőkepiacra épülő angolszász rendszerekhez képest**⁸² (Bank of England 2001, Scarpetta és szerzőtársai 2002). Egy felmérés szerint az Egyesült Királyságban a vállalkozásoknak csupán a 2 százaléka tekinti a külső tulajdonosi tőke hiányát a hosszú távú növekedési tervek legfőbb akadályának, ezzel szemben Németországban 19 százalékuk⁸³ (EC 2003e). A bankközpontú rendszerekben konzervatívabb megközelítés az uralkodó, a vállalkozói buzgalom jellemzően szerényebb társadalmi és pénzügyi ösztönzésben, a kudarc pedig rendszerint kíméletlenebb büntetésben részesül⁸⁴ (Engeln és szerzőtársai 1997, Black-Gilson 1998). A pénzügyi rendszer fenti sajátosságaival összefüggő problémák – az újonnan kiépülő intézményrendszer viszonylagos fejletlensége által felerősítve – a magyar növekedésorientált kisvállalkozások fejlődését is megnehezítik.

Honnan szerezhetik meg a fejlődéshez nélkülözhetetlen külső, tulajdonosi típusú tőkét a növekedési pályára lépő kisvállalkozások? Láttuk, hogy a szervezett és nyilvános értékpapírpiac, **a tőzsde csupán elméleti alternatívát** jelent a számukra: a nyilvános részvénykibocsátás magas fix tranzakciós költségei és az alulárazás mechanizmusa, valamint a tőzsdei tagsággal együtt járó jogszabályi és jelentési kötelezettségeknek való folyamatos megfelelés ráfordításigénye gazdaságtalanná teszik a kisebb összegű tőkebevonást. Így valójában egyetlen lehetőségük marad a külső tulajdonosi tőke megszerzésére: a **kockázatitőke-piac**.⁸⁵

Kockázati tőkéhez két forrásból juthatnak a vállalkozások: kockázatitőke-befektetésre szakosodott pénzügyi közvetítőktől, illetve olyan befektetőktől, akik a saját forrásaik

⁸² A helyzeten az sem javít sokat, hogy kontinentális sajátosságként az európai bankok közvetett formában, kockázatitőke-befektetésekre szakosodott leányvállalataikon keresztül viszonylag aktív szerepet játszanak a tőkepiacon, mivel ezekre az intézményekre igen jellemző, hogy igyekeznek kerülni a korai stádiumú vállalkozásokba történő befektetéseket (Botazzi és szerzőtársai 2004).

⁸³ Ráadásul az ilyen típusú felméréseknek az a hibájuk, hogy a sikeresség irányába torzíthatják az eredményeket, hiszen azok a cégek, amelyek el sem tudtak indulni, vagy éppen gyorsan elbuktak a finanszírozási források hiánya miatt, nincsenek reprezentálva bennük.

⁸⁴ A német külügyminiszter egyik felszólalásában megjegyezte: „ha Bill Gates német lenne, nem létezne a Microsoft”.

⁸⁵ Itt csak a piaci lehetőségekre koncentrálunk, az állam által biztosított vissza nem fizetendő forrásoktól egyelőre eltekintünk.

felhasználásával közvetlenül szereznek részesedést tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokban. A pénzügyi közvetítők által működtetett piaci szegmenst **intézményes kockázatitőke-piacnak**, a pénzügyi közvetítés nélkül működő szegmenst pedig **informális kockázatitőke-piacnak** nevezzük. Annak ellenére, hogy kockázatitőke-befektetésben a vállalkozásoknak csupán egy kicsiny töredéke részesül a világ minden táján, a fentiek miatt mégis egyedülállóan fontos forrásbevonási lehetőséget jelent a fiatal és innovatív, növekedésorientált vállalkozások számára, és a **fejlődés útján a kockázati tőke pótolhatatlan finanszírozói szerepet tölthet be**. Ezt a megállapítást *Davila és szerzőtársai* (2003) empirikus eredményei is alátámasztják, akik azt vizsgálták, hogy a jelentős növekedés elérése vajon a kockázatitőke-befektetés következménye, avagy a kockázati tőkések csak „kicsemegézik” a jelentős növekedési képességű induló vállalkozásokat. A kutatók arra az eredményre jutottak, hogy az adatok az első megállapítást támasztják alá, vagyis a kockázati tőke jelenléte vezet a növekedéshez!⁸⁶

2.4 Az intézményes kockázati tőke finanszírozói szerepe és korlátai

A kockázatitőke-befektetésekre szakosodott pénzügyi közvetítők, a kockázatitőke-szervezetek megoldást kínálnak az információs eredetű problémákra az **átvilágítás, a szerződéskötés és a monitoring** tevékenységének felvállalásával (Berger-Udell 1998). Ezek a közvetítők egy egész eszköztárat fejlesztettek ki azzal a céllal, hogy a pénztulajdonosok által rendkívül magasan megszabott hozamelvárás teljesítése érdekében a részesedésfinanszírozással felvállalt, átlagost meghaladó kockázatot az ellenőrzésük alatt tarthassák⁸⁷ (Gompers-Lerner 2001). **Először** is, tüzetesen átvizsgálják (due diligence) a vállalkozások üzleti terveit: ezek elemzésében és megítélésben nagy szakértelemmel rendelkeznek. Az értékelés során a technológia ígéretességét éppúgy képesek felmérni, mint a vállalatvezetők tapasztalatát és hozzáértését, vagy a megszerezhető piac nagyságát. **Másodszor**, olyan szerződéseket

⁸⁶ Erre a „tyúk vagy tojás” kérdésre választ kereső olasz longitudinális felmérés is azt az eredményt hozta, hogy a kockázati tőke „van előbb”, azaz a kockázati tőke jelenléte ad lendületet a növekedésnek (Bertoni és szerzőtársai 2005).

⁸⁷ Ugyanis a magas hozamigény – mint láttuk – önmagában nagy valószínűséggel kontraszelekcióhoz vezetne.

kötnek, amelyek lehetővé teszik a kockázati tőké számára a cash flow-val, a szavazatokkal, az igazgatótanácsban, vezetőségben való részvétellel és a likvidálással összefüggő jogok szeparált allokálását. A szerződésbe különféle korlátokat építhetnek be, melyekkel ellenőrzésük alatt tarthatják a vállalkozó tevékenységét (covenants), illetve az érdekeltségek rendszerének kialakításával nagyobb erő kifejtésre ösztönözhetik a vállalkozót és a kulcsfeladatokat ellátó vezetőket. **Harmadszor**, gyakran nem egy összegben biztosítják a tőkét, hanem ütemezve hajtják végre a befektetést (staging). Ez lehetővé teszi számukra, hogy befektetési döntésüket a projekt előre haladásának, jövedelmezőségének függvényében időről időre felülvizsgálhassák. **Negyedszer**, a kockázat csökkentése érdekében a kockázati tőkések szindikálhatják is a befektetést. Ezáltal lehetőségük nyílik a több ügyletben való részvétellel egy diverzifikáltabb portfólió fenntartására, másrészt a befektetési döntést megalapozottabbá teheti más befektetők véleményének megismerése. **Ötödször**, a befektetést követően is szoros kapcsolatot tartanak fent a vállalkozással, folyamatosan ellenőrzik és aktív közreműködésükkel, tanácsaikkal segítik is a vállalkozás működését. Mindezen alaposság és fortélyok ellenére a befektetési ügylet legvalószínűbb kimenetele a kudarc, csupán néhány kiugróan sikeres befektetésnek köszönhető, hogy a portfólió egésze képes teljesíteni a magas hozamelvárást.

A kockázati tőke a legdinamikusabb vállalkozások fejlesztésén keresztül jelentékenyen járul hozzá a gazdasági növekedéshez, a foglalkoztatás bővüléséhez és az innovációhoz.

A kockázati tőke jelenléte és az **új munkahelyek teremtése** közötti kapcsolat alátámasztására több empirikus felmérés is készült. Az egyik ilyen felmérés szerint (EVCA 1996) az 1991 és 1995 közötti időszakban a kockázati tőkével működő cégek körében éves szinten 15 százalékkal bővült az alkalmazotti létszám szemben az európai TOP 500 szerény 2 százalékos növekedésével. Hasonló eredmények születtek egy, az 1996/97-2002-es időszakra kiterjedő, brit felmérésben is: a kockázati tőke-befektetésben részesülő cégek éves létszámbővülése 23 százalék volt, szemben az 1,5 százalékos országos átlaggal. A magánszektorban foglalkoztatott munkavállalók 16 százalékát (mintegy 2,9 millió főt) kockázati tőke-befektetésben részesült vállalkozások alkalmazták (BVCA 2002). A foglalkoztatottság és a kockázati tőke közötti kapcsolatról árnyaltabb képet ad egy belgiumi, az 1988 és 1995 közötti időszakot felölelő, 187 cégre kiterjedő felmérés, amely rámutat, hogy a kockázati tőke által támogatott cégek közül

csak az induló vállalkozások generálnak az átlagosnál nagyobb foglalkoztatottságot, ráadásul ez a jelenség csak működésük harmadik-negyedik éve után válik érzékelhetővé (Van Sebroeck 2000). A legpesszimistább eredményekről egy 2002-ben publikált kutatás számolt be: több mint 500, a belga Euro.nm tőzsdén jegyzett cég jelentései alapján kijelenthető, hogy a kockázatitőke-befektetésben részesült cégek nem növekedtek gyorsabban, és nem teremtettek több munkahelyet, mint azok, amelyek mögött nem álltak kockázatitőke-befektetők (Bottazzi-Da Rin 2002).⁸⁸

A kutatások megerősítették, hogy a kockázatitőke-befektetések és az **innovációk megvalósulása** között is egyértelműen pozitív kapcsolat áll fenn. *Hellmann és Puri* (2000) egy 149 vállalkozásból álló minta alapján úgy találta, hogy a kockázati tőke jelenléte ösztönzi az innovációt. *Kortum és Lerner* (2000) eredményei szerint az USA-ban 1983 és 1992 között a vállalati kutatás-fejlesztési kiadások 3 százalékanak megfelelő összegű kockázati tőke az ipari innovációk ennél jóval nagyobb, 8 százalékos arányát eredményezte. A már idézett *Botazzi és Da Rin* (2002) által végzett európai felmérés is pozitív kapcsolatról számolt be, kijelentve, hogy a kockázati tőke jelenléte segítséget jelent az európai innovatív cégeknek azáltal, hogy biztosítja a megszületésükhöz és a fejlődésükhöz nélkülözhetetlen tőkét. *Romain és Pottelsberghe* (2004) 16 OECD ország 1990-2001 időszakból származó adatait elemezve megállapították, hogy a kockázatitőke-akkumuláció jelentős mértékben hozzájárult a termelékenység növekedéséhez.

Habár a kockázatitőke-befektetések céljára a pénzügyi közvetítők által összegyűjtött tőke összege világszerte rohamos ütemben növekedett az elmúlt évtizedben, a globálisan évente befektetett 100-200 milliárd dollár még így is csupán a vállalkozások egy elenyészően kis töredékének képes forrást biztosítani (Karsai 2004a). A kockázatitőke-iparág erőteljes területi koncentrációja is hátrányos helyzetbe hozza a fő pénzügyi centrumoktól távolabb elhelyezkedő vállalkozásokat (Lumme és szerzőtársai 1998). Ráadásul ezen tőke nagyobb része valójában nem a magvető és induló szakaszban lévő kisvállalkozásokat finanszírozza, hanem a **későbbi életszakaszok felé orientálódik**.⁸⁹ Ez a tendencia az Egyesült Államok kockázatitőke-piacára is jellemző

⁸⁸ Ezt a megállapítást mindazonáltal *Audretsch és Lehmann* (2003) hasonló módszertanra épülő kutatásának eredményei cáfolni látszanak.

⁸⁹ A kockázatitőke-befektetések két nagy csoportra oszthatók aszerint, hogy milyen életszakaszban lévő vállalatokba irányulnak. A korai fázisú befektetések (early stage) a vállalkozások fejlődésének legkorábbi magvető, induló és a korai növekedési szakaszait finanszírozzák. A magvető szakasz (seed stage) az ötlet

(Sohl 1999, 2003), az európai kockázatitőke-befektetések pedig az adatok tanúsága szerint még inkább eltolódnak az érettebb vállalkozások irányába: 1997 és 2004 között az EVCA⁹⁰ tagországokban a befektetések értékének mindössze 12,2 százaléka irányult a korai szakasz finanszírozására (2.2 táblázat). A hazai intézményes kockázatitőke-piac szereplői a befektetési politika szintjén ugyan nem zárkoznak el a magvető és induló szakaszok finanszírozásától (Ludányi 2001), az adatok azonban nálunk is arról tanúskodnak, hogy a kilencvenes évek közepétől az expanzív és kivásárlási szakaszban tartó vállalkozások kapták a legtöbb befektetést (Karsai 2004a).⁹¹ A Magyarországon befektető alapok 1989 és 2004 között tőkéjük 10 százalékát fektették fejlődésük korai fázisában tartó cégekbe, az ügylet méretét is figyelembe véve pedig az 1 millió dollár alatti befektetést kapó korai fázisú cégek az összes finanszírozás mindössze 3 százalékát kapták (Karsai-Baranyai 2005).

Rendkívül fontos szerepe ellenére tehát az intézményes kockázatitőke-piac nem képes az új és innovatív, növekedésorientált kisvállalkozások széles köre számára elérhető finanszírozási alternatívát adni. Ezen elégtelenség megnevezésére használatos a témával foglalkozó szakirodalomban a **tőkerés** (equity gap) kifejezés. **A tőkerés jellemzően a belső és majdnem-belső források felső határa és az intézményi kockázatitőke-források alsó határa között alakul ki, és a korai fázis finanszírozását érinti.**⁹² A tőkerés jelensége többféle okkal magyarázható.

felmerülésétől a kutatási fázison át a prototípus megszületéséig tart, kulcskihívása: az ötlet. A vállalkozás szervezetiileg nem létezik, a munkatársak toborzása ekkor indul. Az induló szakaszban (start up stage) folytatódik a termékfejlesztés (elsősorban a nagybani gyártás előkészítése céljából) illetve elkezdődik a marketingtevékenység, de kereskedelmi értékesítés még nem zajlik. Ennek a szakasznak kétségkívül a legkritikusabb része a vállalkozás szervezeti kereteinek hatékony megszervezése, azaz a kulcskihívás: a szervezet. A következő fordulópontot a termék piaci értékesítésének megkezdése jelenti, mellyel kezdetét veszi a korai növekedés szakasza (early growth stage vagy other early stage), melynek kulcskihívása: az értékesítés. Ebben a szakaszban jelentős nagyságú erőforrásokat emészt fel a marketingtevékenység, és a felfutó termeléshez a szükséges forgótőke biztosítása. A kockázatitőke-befektetések második nagy csoportja olyan, már érettebb szakaszban tartó cégeket finanszíroz, amelyek expanzióra, tulajdonosi körük megváltoztatására vagy pályamódosításra készülnek. Ide olyan műveletek tartoznak, mint a terjeszkedés finanszírozása, az áthidaló finanszírozás, a menedzseri kivásárlás, a menedzsmentbe való bevásárlás, a tőke kiváltás, a megfordítás finanszírozása vagy a tőzsdei kivezetés (Osman 2004).

⁹⁰ European Private Equity and Venture Capital Association (Európai Magán- és Kockázati Tőke Egyesület).

⁹¹ A kilencvenes évek végén a dot.com lázzal összefüggésben Magyarországon is bővültek a befektetések az életciklusuk korai fázisában lévő cégekbe. Az internet boom kifulladásával a befektetési kedv lelohadt, és a befektetők tevékenységének súlypontja a kivásárlási ügyletekre tevődött át a nyugat-európai trendeknek megfelelően. 2004 az expanziós ügyletek éve volt (Karsai-Baranyai 2005). 2003-tól a korábbi évektől eltérő tendenciaként jelentkezett a hazai kockázatitőke-piacon az állami szerepvállalás felerősödése a korai fázisban tartó vállalkozások kockázatitőke-szerű finanszírozása terén (Karsai 2004a).

⁹² A '90-es évek utolsó évei folyamatainak eredményeként Sohl (1999) az USA kockázatitőke-piacán már egy az úgynevezett „második tőkerés” kialakulására hívja fel a figyelmet, amely a korai növekedés fázisában lévő vállalkozásokat sújtja a 1-3 millió dolláros finanszírozási tartományban. A második

2.2 táblázat A befektetések értékének megoszlása a finanszírozott vállalkozás fejlettségi szintje szerint az EVCA tagországaiban (1997-2004, százalék)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Átlag
Magvetés	0,9	1,2	1,9	2,3	2,2	1,8	1,0	0,4	1,5
Indulás	6,5	10,2	11,0	16,7	15,0	12,9	7,0	6,0	10,7
Terjeszkedés	35,0	30,0	29,6	37,1	32,9	31,3	21,0	21,4	29,8
Tőkekiváltás	7,6	7,5	4,7	2,7	4,9	4,2	8,0	2,5	5,3
Kivásárlás	50,0	51,5	52,8	41,2	45,0	49,7	63,0	69,7	52,9

Megjegyzés: Tőkekiváltásnak vagy helyettesítésnek (replacement) nevezik, ha egy kockázati tőke-befektető egy másik kockázati tőkéstől vagy egy részvényestől vásárolja meg egy vállalat üzletrészét, mert a cégbe való beszállásban fantáziát lát.

Forrás: Osman (2001: 150) és EVCA (2002-2005) alapján a szerző saját összeállítása

Az eltolódás egyik magyarázata a magvető és induló szakasz **alacsonyabb tőkeigényében** rejlik. A kockázati tőke kínálatának gyors növekedése⁹³, valamint az átvilágítással, értékeléssel és a befektetést követő ellenőrzéssel, közreműködéssel összefüggő magas fix tranzakciós költségek méretgazdaságossági okokból automatikusan a nagyobb volumenű ügyletek felé terelték a megvalósuló befektetéseket. A problémát Murray (1999) a „**22-es csapdájához**” hasonlítja. Kutatási eredmények ugyanis igazolják, hogy szinte kizárólag a kisméretű kockázati tőke-alapok hajtanak végre kisösszegű befektetéseket, ahhoz tehát, hogy a kisvállalkozások már legfiatalabb életszakaszukban intézményi kockázati tőkéhez jussanak, viszonylag kisebb méretű, specializált tevékenységet végző szervezetek működése szükséges. A kis befektetési alapok azonban a jelentős fix működési költségek miatt nem életképesek. (A felmerülő költségek ráadásul még magasabbak is lehetnek egy fiatal vállalkozásokból álló portfólió esetén, mivel rendszerint kevésbé tapasztalt vállalkozóval, menedzsmenttel kell együttműködniük az alap munkatársainak, és ez az intenzívebb részvétel több időt

tőkerés a harmadik évezred elején tovább szélesedett, és immár a 2-5 millió dolláros sávban is jelentkezik (Sohl 2003).

⁹³ Paradox módon éppen a rendelkezésre álló, befektethető tőke mennyiségének felduzzadása tehető – legalábbis részben – felelőssé a korai életszakaszban tartó vállalkozások háttérbe szorulásáért. Annak érdekében, hogy az alap élettartama alatt ezt a rendelkezésre álló nagyobb tőkét befektessék, a menedzsereknek, akiknek létszáma a befektetésre váró alap méretének növekedésével párhuzamosan nem gyarapodott, jelentős mértékben meg kellett emelniük a befektetések átlagos nagyságát (Mason-Harrison 2004a).

és energiát emészt fel.) Egy kockázatitőke-alap kezelésének standard éves díja (annual fee) a tulajdonosok által rendelkezésre bocsátott források 2-2,5 százaléka körül mozog, és az allokált tőke összegét csökkenti. Ezt kiegészíthetné ugyan a sikeres befektetések hozamából származó jövedelem (carried interest), erre azonban csak több év után lehet számítani. Az évek során a felszámított kezelési díjak egységessé és „ragadóssá” váltak: a befektetők nem szívesen fektetnek olyan alapba, ahol az allokált tőke viszonylag számottevőbb hányadát „nyelik el” a működési költségek és a menedzsment díja. Mindez együttvéve viszont nehéz helyzetbe hozza a kisméretű, korai szakaszra specializálódott alapokat, ahol a fix költségeket egy összességében kisebb méretű alapnak kell fedeznie: a csapda bezárul.⁹⁴ További problémát jelent az ilyen alapok számára, hogy a későbbiek során valószínűleg újabb tőkeinjekcióra is szüksége lesz a finanszírozott vállalkozásnak a fejlődéshez. Ezt a következő befektetést azonban csak egy nagyobb tőkealappal dolgozó befektető lesz képes felvállalni. A társbefektető-bevonási kényszer viszont rendkívül rossz alkupozícióba hozza a magvető vagy induló befektetést végrehajtó alapot, amely kénytelen lesz elfogadni a részesedésének jelentős felhígulását, vagy ha a kiszállás mellett dönt, a leértékelődését.

Az eltolódás másik oka, hogy **a befektetők kockázatosabbnak érzik a magvető, induló és a korai növekedési szakaszban lévő vállalkozásokat**, mivel a menedzserek rendszerint tapasztalatlanok, hiányozhatnak fontos kompetenciák és a termék vagy szolgáltatás várható piaci fogadtatását nehéz helyesen felmérni. Ezek a bizonytalanságok fokozottan érvényesülnek, ha a cég valamilyen innovatív technológiára építi üzleti modelljét. Ráadásul az egyébként is magasabb kockázatot hordozó, hosszabb kifutású, korai fázisú befektetések historikusan **alacsonyabb és nagyobb ingadozást mutató hozamokat produkálnak**, mint a gyorsabb megtérülésű, kisebb üzleti kockázatú, későbbi életszakaszokat finanszírozók, így természetesen kevesbé vonzóak a befektetők számára (2.3 táblázat). A legutóbbi európai felmérés szerint összességében a korai fázisú befektetések hozamai minden vizsgált időtávon veszteségekről tanúskodnak. (Kizárólag a legjobb teljesítményt felmutató befektetők körében, és egyedül az utolsó, 2004-es évre vetítve tapasztalhatjuk, hogy a korai életszakaszt finanszírozó befektetések hozama meghaladta a hasonló kvalitású, kivásárlási ügyletekre fókuszáló befektetők hozamát. Hosszabb időtávon azonban a

⁹⁴ A probléma lényegében egy sajátos megnyilvánulási formája a tranzakciók Kállay (2005) által elemzett méretgazdaságosságának.

legeredményesebb befektetők körében is jövedelmezőbbek voltak a kivásárlási ügyletek.) **A vállalkozások korai életszakaszát finanszírozó intézményi befektetők tehát többletkockázatot vállalnak, ráadásul úgy tűnik, hogy ezért a többletkockázatért nem is számíthatnak hozamkompenzációra!** Ez a körülmény rendkívüli módon megnehezíti a fiatal vállalkozásokat előnyben részesítő alapkezelők számára a pénzügyi intézményektől és egyéb befektetőktől való forrásbevonást.

Nem kedvez a korai fázisú befektetésnek az a tendencia sem, hogy az intézményi befektetők az első körös finanszírozás rovására egyre gyakrabban hajtanak végre kockázatmentesítési céllal újabb tőkebefektetéseket a már finanszírozott cégekbe **a portfólió védelme érdekében**⁹⁵ (Nagy 2004).

2.3 táblázat A kockázati tőke-befektetések belső megtérülési rátái (IRR) a finanszírozott vállalkozás életciklusa szerint Európában (2004. december 31.)

		A minta elem- száma (db)	Visszatekintő IRR (%)			
			1 évre	3 évre	5 évre	10 évre
Összes befektető	Korai szakasz	252	-1,0	-8,8	-5,5	-0,6
	Kivásárlás	307	22,8	2,6	5,7	12,5
Felső kvartilis	Korai szakasz	65	42,8	-1,1	7,4	15,5
	Kivásárlás	84	35,7	12,3	18,1	34,8

Megjegyzés: A mintában az 1980 és 2004 között létrehozott intézmények szerepelnek. A felső kvartilis sorai a legjobb teljesítményt felmutató szervezetek eredményeit összesítik.

Forrás: EVCA (2005b) alapján a szerző saját összeállítása

Mindemellett a **keresleti oldal elégtelenségei** is tükröződhetnek az intézményi kockázati tőke-befektetők tartózkodását mutató statisztikákban (Harding 2002). Elképzelhető, hogy nincs elegendő finanszírozásra érett, jól kidolgozott és életképes üzleti elképzelés. Lehetséges, hogy az induló vállalkozók nincsenek is tisztában azzal, hogy a kockázati tőke alkalmas finanszírozási eszköz a növekedéshez, vagy irreális

⁹⁵ Ez a folyamat elsősorban az USA kockázati tőke piacára jellemző. Egy felmérésben megállapították, hogy az Egyesült Államokban a kockázati tőke-befektetések mindössze 20 százaléka került olyan vállalkozásokhoz, amelyek első ízben fogadtak ilyen típusú befektetést, 80 százalékban a befektetés a finanszírozási folyamat egy következő szakaszát jelentette ugyanazon vállalkozásnál. Ezzel szemben az EU-ban a befektetések háromnegyedénél olyan vállalkozások jutottak tőkéhez, melyeknek korábban nem volt kapcsolatuk kockázati tőke-befektető intézményekkel (EC 2003f).

elvárásokat támasztanak a befektetővel szemben. Az is közrejátszhat, hogy nem akarják elveszíteni a függetlenségüket, és attól tartanak, hogy a befektetők előnytelen feltételeket kényszerítenének rájuk. Mindezek a tényezők elégtelen keresletet eredményezhetnek a magvető és induló tőke iránt.

A fenti körülmények együttesen azt eredményezik, hogy az intézményi kockázatitőke-befektetők csak a legkiugróbb növekedéssel kecsegtető vállalkozások igen **szűk elitjének** a finanszírozását és fejlesztését vállalják fel.

A viszonylag kisebb forrásigényű, magvető- és indulótőke-befektetések piacán kialakuló tőkerés áthidalásában az informális kockázati tőke és a piaci elégtelenség korrekciójának feladatát felvállaló állami beavatkozás juthat szerephez. Az intézményes kockázatitőke-piacon követendő állami szerepvállalás filozófiájáról és eszközrendszeréről több kiváló tanulmány (Karsai 2002, 2004b és Osman 2005) is született az utóbbi években. A dolgozatban a másik aspektusból: **az informális kockázati tőkében rejlő lehetőségek oldaláról közelítjük meg a problémát.** Az állami ösztönzés eszközrendszerével is csak az informális kockázatitőke-piaccal összefüggésben foglalkozunk.

3. Az üzleti angyalok szerepe a tőkerés áthidalásában

Egy, az Európai Unió Bizottsága számára készített jelentés megállapítja, hogy az Unióban az induló és működésük kezdeti szakaszában lévő vállalkozások számára a tőke kínálata egyre inkább az üzleti angyalok tevékenységétől függ, akik nemcsak finanszírozási forrást biztosítanak, hanem vállalkozói tapasztalataikat, vezetői tudásukat és kapcsolataikat is csatasorba állítják a vállalkozás sikere érdekében, és ez javítja az induló kisvállalkozások esélyeit a dinamikus növekedésre (EC 2003e). A magyarországi kockázatitőke-befektetésekkel foglalkozó tanulmányok szerzői is egyre gyakrabban utalnak arra, hogy részben az informális kockázatitőke-piac fejletlensége okolható a növekedni képes kisvállalkozások finanszírozási kudarcaiért. De kik is ezek az üzleti angyalok?⁹⁶

⁹⁶ A kockázati tőke iránt érdeklődő honi közönség előtt *Osman Péter* (1998) könyve nyomán vált szélesebb körben ismertté az üzleti angyalok fogalma és vállalkozásfinanszírozó és -fejlesztő szerepe. Ez mindeddig az egyetlen hazai „alapmű” a témában, annak ellenére, hogy a nemzetközi szakirodalom nemcsak, hogy gazdag, hanem szinte áttekinthetetlenül bőséges és szerteágazóvá vált két és fél évtized kutatásai nyomán. Két és fél évtizedet írtunk, holott – ismereteink szerint – első ízben 1958-ban egy, a FED által készített jelentésben foglalkoztak a befektetést aktív részvétellel párosító gazdag magánszemélyekkel mint a kockázati tőke legfontosabb forrásaival az USA-ban. 1964-ben *Gordon Baty* elvégezte az első célzott kutatást a témában, melyben másokat megelőzve egyebek mellett azt is feltárta, hogy a befektetőket nem kizárólag a pénzügyi hozam realizálásának lehetősége motiválja (*Baty* 1964). Ezek a kutatások azonban visszhang nélkül maradtak, és nem találtak követőre másfél évtizedig, ugyanis az igazán intenzív érdeklődés kialakulásához szükség volt egy újabb lökésre: a vállalkozással (*entrepreneurship*) foglalkozó kutatási programok előtérbe kerülésére. Így aztán az igazi fordulópontot *William Wetzel* 1981-ben megjelent cikke jelenti, melyben empirikus módszert alkalmazva feltárta az üzleti angyalok finanszírozó tevékenységét az Egyesült Államok New England nevű régiójában. Tanulmányában megrajzolta az üzleti angyalok részletes befektetői profilját, meghatározta jellemző vonásaikat, befektetési aktivitásukat, preferenciáikat, kockázatra, hozamra és a befektetésből való kiszállásra vonatkozó elvárásaikat, illetve a befektetési lehetőségről való tudomásszerzésük információforrásait (*Wetzel* 1981). *Wetzel* az informális kockázatitőke-piac szervezésében is aktív szerepet vállalt: ő alapította 1984-ben a „*Venture Capital Network*” nevű üzleti angyal hálózatot (*Wetzel-Freear* 1996). *Wetzel* munkája nyomán önálló kutatási programként bontakozott ki az üzletiangyal-kutatás, melynek öt tartják az egyik úttörőjének azóta is. A téma neves kutatói között két személy nevét kell még feltétlenül kiemelnünk: *Colin Mason* és *Richard Harrison* professzorokét, akik publikációikkal és szervező munkájukkal rendkívül sokat tettek az üzleti angyalok tevékenységével kapcsolatos ismereteink gazdagodásáért és a kutatási program széles körű elismertetéséért. Ők az alapító-főszerkesztői a „*Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance: An international journal of entrepreneurial finance*”-nak, a téma egyik legmértékesebb szakfolyóiratának.

3.1 Befektetők vagy angyalok? Az informális kockázatitőke-befektetők és az üzleti angyalok fogalma

Valójában az angyal elnevezést eredetileg a századfordulón használták a Broadway produkciói mögött álló gazdag csendestársak megjelölésére⁹⁷, akik hajlandóak voltak a színházi darabok bukásának kockázatát felvállalva a finanszírozásba beszállni (Benjamin-Margulis 1996). Sokféle definíció és (általában szinonim módon használt) elnevezés⁹⁸ bukkant fel a téma kutatása szempontjából releváns, elmúlt, immár közel negyedszázadban az 1981-es Wetzel-tanulmány óta. A használt definíciók több közös elemet tartalmaznak változó hangsúlyokkal.

Magánszemélyek saját forrásaik⁹⁹ felhasználásával töltenek be finanszírozói szerepkört. Ismertek olyan tanulmányok, amelyek szerzői (főleg egy empirikus kutatás operacionalizálása céljából) a magánszemélyek körét is tovább részletezik, hiszen némely esetben előfordulhat, hogy a magánszemély saját cégén keresztül végzi a befektetéseket, vagy több üzleti angyal szindikátust alkotva finanszíroz (Sullivan-Miller 1990). Tágabb értelemben a definíció kiterjeszthető a magánszemélyeken túl a termelő és szolgáltató (de nem pénzügyi közvetítő tevékenységet végző) vállalatok kockázatitőke-típusú közvetlen befektetéseire, ezeket a befektetőket hívjuk **vállalati angyaloknak¹⁰⁰** (Coveney-Moore 1998: 9).

Az üzleti angyalok általában tapasztalt vállalkozók, menedzserek, akik aktív közreműködésükkel szellemi tőkét is fektetnek a vállalkozásba. Vannak szerzők, akik eleve azzal a feltételezéssel élnek, hogy a magánbefektetők a múltban rendszerint

⁹⁷ Hazánkban a „gazdag nagybácsi”, illetve a „pénzember” kifejezések élnek a köztudatban. A tőkéstárs vagy csendestárs elnevezések pedig arra utalnak, hogy ez a finanszírozási mód 1945 előtt Magyarországon sem lehetett ismeretlen (Osman 1998).

⁹⁸ A teljesség igénye nélkül a következő angol elnevezések a legelterjedtebbek a befektetőre a *business angel* mellett: *informal investor*, *independent investor*, *individual investor*, a tőke megjelölésére pedig *informal venture capital*, *informal risk capital*, *angel capital* használatos. Magyar nyelven az üzleti angyal és az informális kockázati tőke, informális befektető elnevezésekkel találkozhatunk.

⁹⁹ Egy izlandi felmérés szerint gyakran előfordul, hogy az informális befektetők tőkeáttétellel finanszíroznak, azaz hitelfelvétellel teremtik elő a befektetéshez szükséges forrásokat. Ez elsősorban az olyan befektetőkre jellemző, akik családi, baráti, munkatársi kapcsolatban állnak a vállalkozóval, és lényegesen ritkábban fordul elő az olyan befektetők körében, akik a befektetést megelőzően nem ismerték a vállalkozót (Saemundsson-Sigurðardóttir 2004).

¹⁰⁰ Már Baty (1964: 24) is ezt a megközelítést alkalmazza tanulmányában, amikor az üzleti angyalok körében említi a kockázatitőke-befektetéseket végző ipari vállalatokat. Osman (2000) egy kicsit szélesebb tartalommal vezeti be a „vállalkozói fejlesztőtőke-befektetés” fogalmát, mely másik oldalról a „corporate venturing” gyűjtőfogalom része.

már útjára indították saját sikeres vállalkozásukat, és most olyan vállalkozások után kutatnak, amelyekbe pénzük egy részét és megszerzett tudásukat befektethetnék (Wetzel 1981, Van Osnabrugge-Robinson 2000, EC 2003e). Mások csupán az üzleti angyalokon belül, a tipizálása során különböztetik a befektető magánszemélyek azon csoportját, akik rendelkeznek ilyen tapasztalatokkal, és hajlandók is aktívan bekapcsolódni a vállalkozás működésébe (Gaston 1989, Coveney-Moore 1998, Sørheim-Landström 2001).

Némely definíció megköveteli, hogy ezek a magánszemélyek „vagyonosak” legyenek. Osman (1998: 13) szerint az üzleti angyalok „általában gazdagok, de legalább is határozottan tehetősek”. Más kutatók ennél precízebb, számszerűsített kritériumot használnak: a megkövetelt nettó magánvagyon alsó határa rendszerint 1 000 000 USD, az éves jövedelem minimálisan szükséges nagysága 200 000 USD (Wetzel-Freear 1996, MIT 2000).¹⁰¹ Gyakrabban találkozunk azonban olyan definíciókkal, amelyek nem fogalmaznak meg kikötést a befektető vagyonosságát illetően, reflektálva arra a trendre, mely szerint a középosztályba tartozó rétegek körében is egyre népszerűbbé válik ez a befektetési forma (Van Osnabrugge-Robinson 2000).

A finanszírozás részesedés átengedése ellenében történő tulajdonosítói befektetés formájában történik, azaz a befektető tőkeemeléssel szerez részesedést a vállalkozásban, és egyidejűleg a tulajdonos részesedése csökken. A vállalkozás tehát úgy jut friss tőkéhez, hogy működését nem terheli kamatfizetési és tőketörlesztési kötelezettség, ám ezzel párhuzamosan a vállalkozó cég feletti befolyása gyengül. Ez a követelmény – noha rendkívül elterjedt –, mégsem tekinthető kizárólagosnak. A leggyakrabban persze a részesedésfinanszírozásra (esetleg még néhány átmeneti formára: warrant, átváltható kötvény, részvényvásárlási opció) szűkítik le a definíciót (Wetzel 1983, Harrison-Mason 1996a); vannak szerzők azonban, akik nem zárják ki a hitelszerű forrásokat sem (Aram 1989, Sullivan-Miller 1990, Mason-Harrison 2000a). A legmegengedőbb meghatározást a Global Entrepreneurship Monitor felmérések során alkalmazzák, amikor is befektetés alatt (tág értelemben) a személyesen nyújtott

¹⁰¹ A számértékek alapjául a *Securities and Exchange Commission* (SEC) 501-es szabálya szolgál, mely meghatározza a befektetők akkreditációs követelményeit. A szabály alapján ahhoz, hogy egy magánszemély akkreditált befektetőnek legyen minősíthető, szükséges, hogy a nettó vagyona meghaladja az 1 millió dollárt, illetve a befektetést megelőző két évben az éves jövedelme több legyen, mint 200 000 dollár. Lásd bővebben: <http://www.law.uc.edu/CCL/33ActRls/rule501.html>.

pénzügyi forrásokat értik¹⁰² (Ács és szerzőtársai 2001, Bygrave és szerzőtársai 2003, Cowling és szerzőtársai 2003).

A finanszírozás nem pénzügyi közvetítő intézmények bevonásával, hanem közvetlen és személyes formában történik. Az, hogy a pénz nem az intézményi csatornák közvetítésével (tehát nem professzionális kockázatitőke-alapokon, befektetési vállalkozásokon keresztül) érkezik, hanem közvetlen formában, szinte kivétel nélkül minden definíció részét képezi; aki explicit formában nem említi, az is hallgatólagosan – valószínűleg – beleérti ezt a kitélt a meghatározásba (Van Osnabrugge-Robinson 2000, EC 2003e). (Természetesen olyan szervezetek bevonása megengedett, melyek nem pénzügyi közvetítést, hanem csupán információ-közvetítést végeznek.) A személyes forma kikötése a nyilvános és szervezett piacokon (azaz a tőzsdéken) történő értékpapírtulajdonosi zárlat ki.¹⁰³ Ez sokszor olyan módon jut érvényre, hogy a vállalkozás oldaláról követelik meg, hogy részvényei a tőzsdén ne legyenek jegyezve (Wetzel 1981, Shorter 1996, Osman 1998, Mason-Harrison 2000a).

Az üzleti angyalok befektetései rendszerint olyan új és növekvő kisvállalkozásokat finanszíroznak, melyek alapítóival a befektetést megelőzően nem volt kapcsolatuk. A finanszírozott vállalkozásra nézve megfogalmazott kritériumok heterogén jelleget viselnek a témát kutató szakirodalomban. Gyakori az „új és növekvő” vagy „növekedni képes” (with growth potential) kritérium (Gaston 1989, Harrison-Mason 1996a, EC 2003e), amely kifejezi, hogy a „tőke fogadói” életük korai szakaszában lévő, növekedésorientált, az innovációt vagy annak „magját” magukban hordozó kisvállalkozások, amelyek kockázatosságuk miatt egyébként is a klasszikus kockázatitőke-befektetések célpontjai. Néhány szerző a nagy növekedési potenciált szűkítő értelemben használva csupán a vállalkozások leggyorsabban növekvő elitjét, az 1.5 alfejezetben már említett „vállalkozó cégeket” (entrepreneurial firms) érti bele a finanszírozható körbe (Wetzel-Freear 1996, Van Osnabrugge-Robinson 2000), mások csupán a nem növekvő (Harding 2002) illetve a kényszervállalkozásokat (Ács és szerzőtársai 2001, Bygrave és szerzőtársai 2003) tartják üzletiangel-finanszírozásra alkalmatlanoknak. A befektető és a vállalkozás kapcsolatára vonatkozó kritérium

¹⁰² Ez talán összefüggésbe hozható azzal, hogy a GEM felmérésekben a családtagokat, rokonokat és barátokat is az informális befektetők közé sorolják, mivel ebben a körben – véleményünk szerint – leggyakrabban valamilyen kölcsön konstrukciójában ölt formát a vállalkozásindításhoz nyújtott anyagi segítség. Az ismeretségi körön kívül azonban felerősödik az információs aszimmetria, csökken a bizalmi szint, így ezek a legtöbbször fedezet nélkül nyújtott kölcsönök nem igazán szolgálják a befektető érdekeit.

¹⁰³ Tehát a private equity (magántőke) körébe tartozó tevékenységről van szó.

megfogalmazásával több tanulmányban használt definíció kizárja a barátokat és a családtagokat (Wetzel 1981, Harrison-Mason 1996a, MIT 2000), mások ezeket a „majdnem-belső” forrásokat nyújtó személyeket is beleértik az informális finanszírozók csoportjába¹⁰⁴ (Ács és szerzőtársai 2001, Cowling és szerzőtársai 2003, Bygrave-Hunt 2004, Szerb-Rappai 2005).

A legáltalánosabb használt definíció elemek vizsgálatából az a végkövetkeztetés szűrhető le, hogy az üzleti angyalokat illetően **nem létezik egyetlen általános meghatározás**: a definíció határainak meghúzása jelentős mértékben függ az elemzés céljától, illetve empirikus vizsgálódások esetén a kutatás operacionalizásától.

A szakirodalom az informális kockázatitőke-befektető és az üzleti angyal elnevezést általában **szinonimaként** használja (Osman 1998), különbség legfeljebb a jelentésárnyalatokban fedezhető fel (Kosztópulosz-Makra 2004). Az „**üzleti angyal**” (business angel) megfogalmazás egyfelől azt sugallhatja, hogy a befektetők pénzügyi elvárásaik mellett más tényezőket (altruista vagy hedonista szempontokat) is figyelembe vesznek befektetési döntéseik meghozatalakor. Másfelől, a kifejezés használatával utalhatunk arra a jellegzetességre is, hogy a befektető a finanszírozói szereptől elválaszthatatlanul vállalkozásfejlesztő szerepet is felvállal, azaz nemcsak finanszírozási forrást biztosít, hanem vállalkozói, vezetői tapasztalatait, kapcsolatrendszerét is a vállalkozás rendelkezésére bocsátja, és ezzel jelentős mértékben növeli az induló vállalkozások piaci túlélési esélyeit. Az „**informális befektető**” (informal investor) kifejezés pedig a kockázatitőke-befektetés azon motívumát hangsúlyozza ki, hogy a befektetést közvetlenül és nem a nyilvános, szervezett piacokon (tőzsdéken keresztül), saját (nem pedig közvetített) forrásokból hajtják végre „anonim” piaci szereplők, a statisztika és a kutatók számára gyakran „láthatatlanul”, ezért az üzletkötéskor a bizalom, az emberi kapcsolatok kiemelkedő jelentőséghez jutnak. Véleményünk szerint szinonim értelmezés helyett sok esetben termékenyebb lehet az a megközelítés, mely szerint az üzleti angyalok tulajdonképpen az **informális kockázatitőke-befektetők elitjének** tekinthetők, azaz megadható a fogalom egy szűkebb és egy tágabb (megengedőbb) változata egyaránt (Makra-Kosztópulosz 2004b). **Szűkebb értelemben** az üzleti angyalok olyan (általában vagyonos és vállalkozói, cégvezetői tapasztalatokkal

¹⁰⁴ A belső és majdnem-belső források befektetőire gyakran használják a 3F rövidítést az angol nyelvű szakirodalomban, mely az alapítóra (founder), a családra (family) és a barátokra (friends) utal. Előfordul, hogy az angyalokat a negyedik „F”-ként (fools) emlegetik.

rendelkező) magánszemélyek, akik közvetlen módon nyújtanak részesedésfinanszírozást és szellemi tőkét új és növekvő, tőzsdén nem jegyzett vállalkozásoknak, amelyekkel a befektetést megelőzően nem álltak családi vagy baráti kapcsolatban. A szűkebb megközelítéshez tehát (a kifejezés jelentésárnyalata miatt) az üzleti angyal elnevezés illik leginkább. Ezzel szemben a **„megengedőbb” meghatározás szerint** – amelyhez az informális befektető elnevezéshez áll közelebb – az informális kockázati tőkések olyan nem intézményi befektetők, akik pénzügyi forrásokat nyújtanak tőzsdén nem jegyzett vállalkozások számára.¹⁰⁵

A dolgozat fókuszában elsősorban a szűkebb értelemben vett üzleti angyalok állnak¹⁰⁶, de a fejezet végén kitérünk a termelő és szolgáltató tevékenységet (de nem pénzügyi közvetítést) végző vállalati befektetőkre, az úgynevezett vállalati angyalokra is, mivel nekik szintúgy fontos szerep juthat a tőkerés áthidalásában, és alapvető karaktere szempontjából sok hasonlóságot mutat az általuk felvállalt finanszírozó és fejlesztő közreműködés.

3.2 Az informális kockázati tőke-befektetés szerepe az információs és a tranzakciós költségekkel összefüggő problémák kezelésben és a tőkerés áthidalásában

A 2. fejezetben bemutattuk, hogy a tőkerés kialakulása elsősorban a növekedésorientált kisvállalkozásokat sújtja, különösen magvető és induló életszakaszaikban. Az informális kockázati tőke-befektetések azért kulcsfontosságúak, mert áthidalhatják a család és a barátok „kéznél levő” forrásai és az intézményi kockázati tőke közötti tátongó szakadékot. Ez a hiánypótló szerep az üzleti angyal-befektetések **két fő sajátosságára** vezethető vissza. Az első, hogy az üzleti angyalok hajlandók¹⁰⁷ és eredményesen

¹⁰⁵ A GEM kutatás fogalomhasználatában szintén rész-egész viszony áll fenn az üzleti angyalok és az informális befektetők között. Az üzleti angyalok olyan informális befektetők, akiknek a befektetést megelőzően nem volt kapcsolatuk a vállalkozóval. Az informális befektetők körébe viszont beleértik a pénzügyi forrásokat nyújtó családtagokat, barátokat, ismerősöket is (Ács és szerzőtársai 2001, Cowling és szerzőtársai 2003, Bygrave-Hunt 2004, Szerb-Rappai 2005).

¹⁰⁶ Az „informális befektető” kifejezést azonban a szűkebb értelemben vett üzleti angyal fogalom szinonimájaként továbbra is használatban tartjuk.

¹⁰⁷ Az üzleti angyalok befektethető tőkéjének nagyságrendje az esetek túlnyomó többségében determinálja, hogy ebben a piaci szegmensben kutassanak igéretes befektetési célpontot jelentő

képesek is az olyan vállalkozásokat finanszírozni, amelyek viszonylag alacsony tőkeigénnyel jellemezhetők és fejlődésük korai szakaszában vannak. A második az, hogy az informális kockázatitőke-piac finanszírozási kapacitása többszöröse a formális piacénak. Mindkét sajátosságot érdemes részletesebben is megvizsgálni.

1. Mint láttuk, kisvállalati környezetben a kontraszelekció veszélyéből és a morális kockázatból eredő költségek meghatározóak lehetnek, ezért az a finanszírozási mód alkalmazható sikeresen, amely képes valamilyen módon leszorítani az ezzel összefüggő többletráfordításokat (Makra-Kosztópulosz 2005). Az információs eredetű problémák kezelésének **két teljesen különböző megközelítése tükröződik** az üzleti angyalok illetve az intézményes kockázatitőke-befektetők által követett befektetési folyamat jegyeiben. Az eltérések jól elemezhetők az **ügynökelmélet kontextusában**.

A kockázatitőke-szervezetek menedzserei és az üzleti angyalok között a befektetési szemléletben és gyakorlatban megfigyelhető különbségek nagy része arra a tényre vezethető vissza, hogy az **intézményes kockázatitőke-befektetők pénzügyi közvetítőként** funkcionálnak: forrásaik túlnyomó részét nagy pénzügyi intézményektől kapják (nyugdíjalapoktól, bankoktól, biztosító intézetektől), és kötelesek szem előtt tartani a pénztulajdonosok érdekeit az általuk kezelt tőke befektetése során. Ezzel szemben az üzleti angyalok jóval szabadabbak annak köszönhetően, hogy nem tartoznak másnak elszámolással, felelősséggel, minthogy a saját vagyonukból fektetnek be (Osman 1998). Az üzleti angyalok tehát a befektetés során **megbízóként, és nem ügynökként vagy alkalmazottként viselkednek**. Ezzel szemben a kockázatitőke-cégeket, -alapokat köti a saját működési szabályzatuk és a befektetési kényszer, hogy tulajdonosaik részére minél nagyobb hozamot érjenek el: maguk is ügynökök egy megbízó-ügynök kapcsolatban.¹⁰⁸

Részint ezzel a különbséggel magyarázható a **befektetés alapvető motivációinak eltérése** is. A pénzügyi közvetítő intézmények mások pénzét fektetik be, emiatt befektetési döntéseik kizárólag pénzügyi megfontolásokon alapulnak, alapulhatnak. Az

vállalkozások után, azzal együtt, hogy ún. üzletiangyal-szindikátusok létrehozásával akár nagyobb volumenű ügyleteket is le tudnak bonyolítani.

¹⁰⁸ Benjamin és Margulis (1996: 216) nagyon plasztikusan fogalmazza meg ezt az eltérést: „A hivatásos kockázati tőkések lényegében portfólió menedzserek, akiket a kényszerűségek egy sajátos rendszere tart nyomás alatt. Újabb és újabb alapokat kell felállítaniuk, be kell fektetniük a kezelésük alá tartozó tőkét, beszámolással tartoznak a felügyelő-bizottságaiknak. Ezen kényszerek közül egy sem érinti az üzleti angyalokat.”

üzleti angyalok ezzel szemben saját pénzüket használják, így saját magukon kívül nem felelősek senki másnak azért, hogy hogyan és milyen okokból fektetnek be. Ezért lehetséges, hogy bár az üzleti angyalok számára is a befektetés pénzben mérhető hozama jelenti a legfőbb indítékot, azonban több felmérés tanúsága szerint ez nem tekinthető kizárólagosnak (Osman 1998, Kosztópulosz 2004a). Már az első kutatások változatos motívumokat tártak fel a befektetés hátterében: *Baty* (1964) a pénzügyi hozamon kívül olyan „**emocionális**” **okokat** azonosított, mint a részvétel szándéka új és növekvő vállalkozásokban, a társadalom irányában érzett felelősség, a befektetésben rejlő öröm és izgalom átélésének vágya. *Wetzel* (1983) is felhívta a figyelmet arra, hogy a tisztán pénzügyi jellegű megfontolásokon, ösztönzőkön túlmenően léteznek olyan egyéb tényezők is, amelyek befolyásolják az informális kockázatitőke-befektetők döntését. Az általa végzett felmérés mintájában szereplő informális befektetők közül többen kifejezték azirányú hajlandóságukat, hogy segítsenek vállalkozóknak, támogassák új vállalkozások létrejöttét, ily módon hozzájárulva a foglalkoztatottság növekedéséhez, vagy éppen egy társadalmi szempontból hasznosnak vélt új termék mellé álljanak oda. *Sullivan és Miller* (1996) a befektetés hátterében az anyagi megfontolásokon túl **hedonista** és **altruista** motívumokat is feltárt.¹⁰⁹ *Osman* (1998: 41-42) szerint sok üzleti angyal számára a pénzen kívül fontos hajtóerő lehet, hogy a befektetés révén élményekre szeretnének szert tenni, újra át akarják élni a csata izgalmát és a győzelem örömét, értelmesen és tartalmasan szeretnék idejüket eltölteni, illetve sajátos indítékul szolgálhat befektetéseiknél a szociális érzékenység is.

A mozgatórugók mellett a befektetés elfogadható időtávja is lényeges szempont a döntésnél. E tekintetben a fentihez hasonló érveléssel magyarázható, hogy miért is lehetnek **türelmesebb befektetők** az üzleti angyalok az intézményi kockázati tőkésekénél. Ugyanezen okok miatt tapasztalható az a sajátosság is, hogy az üzleti angyalok döntésénél kisebb súllyal esnek latba a jövőbeli kiszállás lehetőségei a

¹⁰⁹ *Sullivan és Miller* (1996) kutatásában az „anyagias befektetőket” (a mintában 47,2 százalékot képviseltek) olyan indítékok vezérlik, mint: a minél nagyobb megtérülés, a jelenbeli és jövőbeli jövedelmek és adóelőnyök elérésének lehetősége. A „hedonista” befektetők (arányuk 30,8 százalék volt) a befektetés élvezeti oldalára helyeznek viszonylag nagy hangsúlyt, olyan célokkal, mint: befolyást gyakorolni egy befektetésen keresztül, élvezni a vállalkozói szerepet, átélni egy izgalmas befektetés örömét. Az „altruista” befektetőket (arányuk 22 százalék volt) olyan motivációk jellemezték, mint: segíteni egy barátinak vagy családtagnak, gyámolítani új vállalkozásokat, támogatni egy társadalmilag hasznos terméket.

hivatásos befektetőkhez képest, akiknél – érthető módon – ez az egyik legfontosabb kérdés¹¹⁰ (Van Osnabrugge 2000, Mason-Harrison 2002a).

Annak ellenére, hogy a kockázatitőke-szervezetek menedzsereinek lényegesen nagyobb a befektetési jártasságuk, mivel jóval több ügyletet bonyolítanak le, mint egy-egy angyal, az utóbbiak előnyben lehetnek abból a szempontból, hogy rendszerint otthonosabban mozognak a vállalkozás világában. A menedzserek befektetői szemlélettel, az angyalok ezen túlmenően többnyire **vállalkozói attitűddel** is jellemezhetők: közelebb állnak a vállalkozóhoz, és adott esetben jobban meg tudják érteni a vállalkozó gondolkodását, érvelését, és személyesebb a köztük levő kapcsolat (Landström 1998, Lindsay 2004).

Minthogy a kockázatitőke-intézmények menedzserei olyan forrásokat mozgósítanak, amelyeket pénzügyi intézmények bocsátottak rendelkezésükre, alapvető kötelességük a gondos és a rendkívül körültekintő befektetési döntés. Az üzleti angyalok ezzel szemben kevesebbet aggodalmaskodnak a pénzügyi tervek miatt, és ritkábban alapozzák a befektetési döntést a megtérülési ráta pontos kiszámítására. Kevésbé aprólékosan vizsgálják át a befektetési javaslatot, kevesebb alkalommal kérnek személyes találkozót a vállalkozótól, kevésbé valószínű, hogy referenciákat gyűjtenek be, és kevésbé építenek a külső szakértőkkel folytatott konzultációkra a döntés megalapozása érdekében (3.1 táblázat). Ehelyett más kritériumrendszerre támaszkodnak a szűrés során: az informális befektetők jóval nagyobb mértékben hagyatkoznak az **üzleti megérzéseikre**. Ez abban is tetten érhető, hogy hajlamosabbak – például saját felkészültségüktől függően – rugalmasabban, elnézőbben kezelni az üzleti terv hiányosságait, sőt, előfordulhat, hogy maguk is segédkeznek az elkészítésében (Osman 1998).¹¹¹ Gyakran a vállalkozóról alkotott **személyes benyomásaik** alapján hozzák meg a befektetési döntést, azaz „**a lovasra fogadnak, nem a lóra**” (Harrison–Mason 2002a). Minthogy rendelkeznek a szükséges tapasztalatokkal, tudással, készségekkel és

¹¹⁰ Ez annak ellenére is így van, hogy az üzleti angyalok részesedését éppúgy fenyegeti az újabb tőkeinjekciók igénye miatt a felhígulás veszélye, mint a kisebb méretű kockázatitőke-alapokat (ahogy ezt a *Murray-féle „22”-es csapdájának* leírásának megmutattuk), mivel az informális befektetőknel is ritkán fordul elő, hogy képesek lennének egy következő finanszírozási kör tőkeszükségletét is biztosítani. Másrészt találkozhatunk olyan esetekkel is, amikor az üzleti angyal befektetésének mozgatórugója, hogy folyó jövedelmet szerezzen (például osztalék, közreműködési díj formájában) a vállalkozás eredményes működtetése révén. Ilyen esetben a befektetőt értelemszerűen kevésbé aggasztja, hogy miként tudja majd a részesedését nyereséggel értékesíteni.

¹¹¹ Az üzleti terv természetesen kulcsszerepet játszik az üzleti angyalok döntésében is, de nem kizárólag az üzleti terv alapján fektetnek be (Mason-Harrison 1996b).

emberismerettel a vállalkozásban és a vállalkozóban rejlő kockázatok felbecsüléséhez, **képesek lehetnek alacsonyan tartani a szerződés előtti átvilágítás és szűrés költségeit.**¹¹² Jellemző az is, hogy a vállalkozóval folytatott tárgyalások hamarabb lezajlanak, mindebből viszont következik, hogy az üzleti angyalok jellemzően **gyorsabban jutnak elhatározásra**, és ez fontos tényező lehet a tőkét kereső vállalkozás számára.¹¹³

3.1 táblázat Különbségek az üzleti angyalok és a kockázatitőke-alapok menedzserei között a befektetés előtti átvilágítás (due diligence) tekintetében

	Üzleti angyalok	Kockázatitőke-alapok menedzserei
A vállalkozóval lebonyolított találkozók száma a befektetést megelőzően	5,4	9,5
Az iparág vonatkozásában lefolytatott információgyűjtés terjedelme	minimális	számottevő
A vállalkozóról gyűjtött független referenciák száma	0,96	4,2
A befektetést megelőzően számol-e megtérülési rátát	32% igen	90% igen
A befektetési döntést megelőzően hány személlyel folytat konzultációt	3	4,4

Megjegyzés: Minden eltérés statisztikailag szignifikánsnak tekinthető. Az adatok 143 angyal és 119 menedzser megkérdezésén alapulnak, melynek során legutóbbi, fiatal vállalkozásokba történő befektetéseikről számoltak be.

Forrás: Van Osnabrugge (2000: 104)

Amennyiben szerződéskötésre kerül a sor, az üzleti angyalok befektetéseinél általában nem egy mindenre kiterjedő, igen részletes és aprólékosan kimunkált megállapodás jelenti a kockázatmérséklés egyik alapvető eszközét (ahogyan ez a kockázatitőke-befektető intézmények esetén jellemző), hanem hangsúlyosabb szerephez jutnak a

¹¹² Van Osnabrugge (2000) felmérése szerint a befektetés előtti átvilágítás költsége a befektetett összeg százalékában kifejezve az üzleti angyaloknál átlagosan 0,67 százalék volt, míg a kockázatitőke-intézményeknél ennek közel kétszerese.

¹¹³ Az üzleti angyalok esetén a befektetési folyamat időigénye tipikusan 3 hónapnál rövidebb, az intézményi befektetők számára a döntés jellemzően hosszabb időt vesz igénybe (Mason-Harrison 1996b, Carpentier-Suret 2005, Ludányi 2001). Természetesen azt is figyelembe kell venni, hogy mennyi a potenciális finanszírozó felkutatásának időszükséglete!

bizalmi struktúrák¹¹⁴ (Harrison és szerzőtársai 1997). Ez persze nem azt jelenti, hogy egyáltalán nem formalizálnák és fektetnék le írásban a létrejött megállapodást.¹¹⁵ Ez a dokumentum azonban elsősorban az ügylet legfontosabb paramétereit rögzíti, és kevésbé célja az erkölcsi kockázat jogi eszközökkel történő csökkentése.¹¹⁶ Ennek az a magyarázata, hogy az üzleti angyalok az erkölcsi kockázat mérséklésének legjobb módját a vállalkozásban való **aktív közreműködésben** látják, amelyen keresztül lehetőség nyílik az ellenőrzésre és az üzletmenet irányának befolyásolására (Van Osnabrugge 2000). Ez a bekapcsolódás **intenzívebb** a hivatásos befektetők részvételéhez viszonyítva, amire többféle magyarázat is kínálkozik. Az első visszautal a befektetési motivációk terén tapasztalható különbségekre: az üzleti angyalok többek között azért is döntenek a befektetés mellett, mivel be akarnak kapcsolódni a vállalkozás működésébe (Lumme és szerzőtársai 1998). Ezen kívül az is szerepet játszhat, hogy az üzleti angyalok több időt képesek egy-egy érdekeltségükre fordítani. A rendelkezésre álló idejük magas alternatív költsége ugyanis arra ösztönzi menedzsereket, hogy szorosan gazdálkodjanak az egy vállalkozásra fordított idővel annak érdekében, hogy újabb és újabb befektetési lehetőségeket kutathassanak fel és értékelhessenek. Velük ellentétben az üzleti angyalok több figyelmet szentelhetnek a vállalkozásoknak, melyekbe befektettek, mivel nem olyan „drága” az idejük, ráadásul a tapasztalatok szerint kicsiny portfóliót kezelnek (Mason-Harrison 2002a).

A befektetési szemléletben tapasztalható különbségek tehát akképpen összegezhetők, hogy **az üzleti angyalok hisznek a vállalkozásban, a kockázati tőkések ezzel szemben aggódnak miattuk** (Harrison-Mason 1992).

Az aktív közreműködés azonban nem pusztán az ellenőrzés szempontjából előnyös, hanem amiatt is, hogy ennek során a befektető a tőkén kívül gyakran a kapcsolatait,

¹¹⁴ A bizalom ebben az összefüggésben úgy értelmezhető, mint a döntéshozatal és tárgyalások felgyorsításának eszköze, mivel csökkenti az ügynöki költségeket. A bizalom semmi esetre sem helyettesíti a szerződést, hanem, mint a kockázat csökkentésének eszköze, kiegészíti azt (Landström és szerzőtársai 1998).

¹¹⁵ Mason és Harrison (1996b) felmérésében az esetek 30 (!) százalékában a felek nem írtak formális befektetési megállapodást.

¹¹⁶ Kelly és Hay (2000) öt olyan tipikus szerződéses kikötést tárt fel, amit az informális befektetők szinte minden esetben érvényesítenek a biztonságuk garantálása érdekében. Ezek a következők: i) a befektető vétőjogot gyakorol a felvásárlási/kiszállási döntéseknél; ii.) a befektetővel előzetesen jóvá kell hagyatni a stratégiai terveket és a költségvetést; iii.) a befektetőnek lehetősége van megakadályozni a menedzsmentet részvényopciók kiírásában; iv.) a vállalkozónak köteleznie kell magát, hogy nem kezd hasonló tevékenységbe, ha kilép a vállalkozásból v.) a befektető megakadályozhatja a hitelfelvételt és újabb tulajdonosi tőke bevonását.

addig felhalmozott tudását és tapasztalatait is a vállalat rendelkezésére bocsátja.¹¹⁷ Az üzleti angyalok a közös siker érdekében több területen is segédkezhetnek: részt vehetnek a stratégia kialakításában, a menedzsment összeállításában, a működés és a pénzügyi folyamatok ellenőrzésében, segíthetnek a kapcsolatépítésben és saját környezetükben illetve kapcsolatrendszerükön keresztül propagálhatják a vállalkozást (Harrison-Mason 1992, Erlich és szerzőtársai 1994, Mason-Harrison 1996, Lumme és szerzőtársai 1998, Van Osnabrugge-Robinson 2000, MIT 2000, Madill és szerzőtársai 2005). A kisvállalkozásokra pedig – különösen az induláskor és növekedésük korai szakaszában – általában igencsak ráfér az effajta segítség. A „beszállás” után a befektető tevékenysége nyomán keletkező hozzáadott érték gyakran a pénzügyi segítségnél is többet jelent a kezdő és tapasztalatlan vállalkozó számára, és hozzájárul a vállalkozás túléléséhez és gyorsabb növekedéséhez. Ez a **vállalkozásfejlesztő, -segítő közreműködés a kockázatkezelés egyéni megnyilvánulásaként is értelmezhető**: a külső befektető saját tevékenységével és erőforrásaival igyekszik az üzleti és pénzügyi kockázatokat csökkenteni, és ezzel egyidejűleg a fellépő információs aszimmetriák által okozott problémákat személyes jelenlétével orvosolni. (Makra-Kosztópulosz 2004b). Az üzleti angyal-befektetők tehát személyesen és anyagilag érdekeltek abban, hogy bekapcsolódásukkal hozzájáruljanak a vállalkozás sikeréhez. **Az üzleti angyalok talán legfontosabb gazdasági szerepe éppen ebben a segítő és értékteremtő közreműködésben ragadható meg.**

Az üzleti angyal a befektetett anyagi és a közreműködésével biztosított humán tőkén kívül azzal is hozzájárul a vállalkozás sikeréhez, hogy bekapcsolódásával **pozitív jelzést** közvetíthet a vállalkozásról a piac többi szereplője (bankok, kockázatitőke-szervezetek, szállítók stb.) felé (Erlich és szerzőtársai 1994, Cressy-Olofsson 1997a, Osman 1998, Cowling és szerzőtársai 2003, Madill és szerzőtársai 2005). Azzal, hogy a vállalkozás mellé áll, hitelessé teszi a piacon – ennek elérése az üzleti angyal segítségével nélkül hosszabb időt venne igénybe.

Több kutatás is kimutatta, hogy a növekedésorientált kisvállalkozások egy része kifejezetten igényli azt az értékes közreműködést, amit számára az üzleti angyal nyújthat (Mason-Harrison 1996c). Az ebből származó előnyök számukra ellensúlyozzák

¹¹⁷ Az aktív közreműködés kevésbé értékes (esetenként kifejezetten káros is lehet), amennyiben a befektető nem rendelkezik a vállalkozás által igényelt tudással, képességekkel. Ez a fajta közreműködés nem értékteremtő, sokkal inkább tekinthetjük „kotnyeleskedésnek” (Van Osnabrugge-Robinson 2000).

a függetlenség elvesztését (Cressy-Olofsson 1997b). Egy svéd kutatás arról számolt be, hogy a fiatal és innovatív vállalkozások az üzleti angyalok közreműködését minden vizsgált területen értékesebbnek ítélték, mint a kockázatitőke-szervezetekét (Lindström-Olofsson 2001). Ez is jelentős mértékben hozzájárul ahhoz, hogy a fiatal növekedésorientált vállalkozások finanszírozási preferenciarendszerében az üzleti angyaloktól származó források megítélése általában kedvezőbb, mint azt a hierarchiaelmélet alapján várnánk. A **hierarchiaelmélet összefüggésrendszerében** egyszerűen belátható, hogy a külső tulajdonosítóke-bevonási lehetőségek csoportján belül az üzleti angyaloktól származó tőke prioritást élvez. Először is, nem terhelik magas díjak az igénybevételét (Harrison-Mason 1991). Másodszor, az üzleti angyalok ajánlatának feltételei a legkevésbé megterhelőek a vállalkozó számára, mivel nekik kevésbé erős az alkupozíciójuk a szerződéses feltételek kialakítása során (Mason-Harrison 2002a). Ez utóbbi megállapítás érvényét emprikus adatok is erősítik. *Mason és Harrison* (1996a) felmérésében mind a befektetők, mind pedig a vállalkozók kétharmada ítélte úgy meg, hogy a létrejött befektetési megállapodás egyformán kedvező mindkét fél számára.

Végezetül, mindezek után a kérdés az, hogy a fenti megközelítést alkalmazva vajon képesek-e az üzleti angyalok hatékony módon kezelni a fiatal növekedésorientált kisvállalkozások finanszírozásának kihívásait? A kérdésre egy lehetséges válasz az üzletiangyal- és az intézményes kockázatitőke-befektetésekből származó hozamok összehasonlításával adható meg. *Mason és Harrison* (2002a) kutatása azt az eredményt hozta, hogy az üzleti angyaloknak szignifikánsan kevesebb olyan befektetésük van, amely veszteséget generál, és a befektetéseik jelentős része eredményez fedezetet vagy szerény megtérülést (3.2 táblázat). Hasonló hozameloszlásról számolnak be *Lumme és szerzőtársai* (1998) is egy finn befektetők körében végzett vizsgálat alapján (3.3 táblázat). A 3.2 táblázatból ugyanakkor az is látható, hogy az üzleti angyalok is képesek kiugróan jövedelmező befektetéseket végrehajtani. Az adatokból azt a következtetést vonhatjuk le, hogy **az üzleti angyalok befektetési szemlélete és technikája nem kevésbé eredményes¹¹⁸ a kockázatok kezelésében, mint az a megközelítés, amit az intézményi-befektetők követnek.**¹¹⁹

¹¹⁸ Egy friss, az üzleti angyalok körében 414 exitre kiterjedő felmérés az USA-ban azt az eredményt hozta, hogy elért hozamaiknak eloszlása rendkívül hasonló az intézményi kockázatitőke-befektetők 3.2 táblázatban bemutatott eredményeihez (Wiltbank 2005). A fenti állítást tehát ez a kutatás is alátámasztja.

3.2 táblázat Az informális befektetők és a kockázatitőke-alapok által elért hozamok a kiszállások százalékában

Belső megtérülési ráta (IRR) (%)	Kockázatitőke-alapok befektetései	Informális kockázatitőke-befektetések
Negatív	64,2	39,8
0-24	7,1	23,8
25-49	7,1	12,7
50-99	9,5	13,3
100+	12,0	10,2

Megjegyzés: Az első oszlop adatai csak fiatal cégekre specializálódott alapok teljesítményeit mutatják, ettől eltérően a mintában szereplő üzleti angyal befektetéseknek 62 százaléka volt korai fázisba történő befektetés.

Forrás: Mason és Harrison (2002a: 224)

3.3 táblázat A finn üzleti angyalok által elért hozamok eloszlása

Elért hozam	A kiszállások százalékában
Jelentős nyereség (IRR>20%)	20
Szerény nyereség (0<IRR<20%)	13
Fedezeti pont	13
A befektetés részleges megtérülése	16
Teljes veszteség	38

Megjegyzés: A minta elemszáma 40 volt.

Forrás: Lumme és szerzőtársai (1998: 76)

A vizsgálat arra is rávilágított, hogy míg az aktív bekapcsolódás elsősorban a veszteségek elkerülésében, addig a tüzetesebb átvilágítás a kiugró eredmény elérésében játszhat szerepet.

¹¹⁹ A finanszírozási döntések során lényegében kétféle hiba követhető el (Lean-Tucker 2001). Elsőfajú hibának azt nevezzük, ha a finanszírozó olyan projekttel kapcsolatban hoz pozitív döntést, amely később kudarcot vall. A másodfajú hiba elkövetését az jelenti, ha a finanszírozó kirotál egy olyan projektet, amely sikert eredményezne. Ezeket a kategóriákat alkalmazva az adatok fényében úgy is fogalmazhatunk, hogy az üzleti angyalok az intézményi kockázatitőke-befektetőknel sikerebben védik ki az elsőfajú hiba elkövetését, és ez csupán elenyésző mértékben növeli a másodfajú hiba elkövetésének a valószínűségét. Az elsőfajú hiba sikeres kiküszöbölése tulajdonképpen arra vezethető vissza, hogy az üzleti angyalok csak rendkívül korlátozottan képesek élni a diverzifikációban rejlő kockázatcsökkentés lehetőségével, mivel ezt a befektethető tőkéjük nagysága nem teszi lehetővé. Ezért számukra létfontosságú, hogy egyenként törődjenek minden egyes befektetésükkel, és hogy elkerüljék a rossz befektetéseket (Benjamin-Margulis 1996).

2. Az informális kockázatitőke-befektetők nem csupán speciális jellemzőik miatt hiánypótlóak a tőkepiacon, hanem szerepük azért is meghatározó, mivel **a legnagyobb kockázatitőke-forrásnak tekinthetők a növekedésorientált kisvállalkozások számára.** Az üzleti angyalok által befektetett tőke nagyságát, a finanszírozott vállalkozások számát csak nagyon hozzávetőleges becslésekkel¹²⁰ lehet meghatározni, mivel az angyalok nem nyilvánosan, hanem „láthatatlanul” hajtják végre a befektetéseiket. *Van Osnabrugge és Robinson (2000)* szerint az Egyesült Királyságban és az Egyesült Államokban az üzleti angyalok 3-5-ször többet fektetnek be, mint az intézményi kockázatitőke-befektetők. *Gaston (1989)* felmérése alapján ez az arány az USA-ban 4-10-szeres. *Bygrave és Hunt (2004)* a GEM felmérések adatai alapján úgy becsülte, hogy az informális befektetések értéke eléri a résztvevő országok összesített GDP-jének 1,2 százalékát, ami több mint 10-szerese a magvető, induló, korai növekedési és expanziós szakszokat finanszírozó intézményi kockázatitőke-befektetések összegének.¹²¹ (A kutatásban résztvevő országok nemzeti adatai a 3.4 táblázatban láthatók.) Egy, a Bizottság által 1998-ban végzett felmérés az üzleti angyal típusú befektetések potenciális nagyságát évente 10 és 20 milliárd euró közöttire becsülte, ezzel szemben a teljes európai kockázatitőke-iparág által végrehajtott magvető illetve kezdőtőke típusú befektetések értéke 2001-ben 4,1 milliárd euró volt (EC 2003e). A finanszírozott vállalkozások számát figyelembe véve még nagyobb az eltérés (hiszen az üzleti angyalok esetén kisebb a befektetések átlagos nagysága): egyes becslések szerint az üzleti angyalok 30-40-szer annyi céget finanszíroznak, mint az intézményi kockázati tőke (Van Osnabrugge–Robinson 2000). A tevékeny üzleti angyalok számát Európában körülbelül 125.000-re teszik, a potenciális angyalokét pedig egy millióra becsülik (EC 2003e). Az adatokat látva nem lehet kétséges, hogy **az üzleti angyalok finanszírozási potenciálja igen jelentős.**

Az informális kockázati tőke ráadásul könnyebben elérhető, **„közelben lévő forrást”** jelent, szemben az egyre inkább globalizáló intézményi kockázati tőkével (Baygan-Freundenberg 2000, Botazzi és szerzőtársai 2004). Empirikus adatok ugyanis azt mutatják, hogy az üzleti angyalok befektetéseiket többségét lakó- vagy munkahelyüktől

¹²⁰ *Van Osnabrugge és Robinson (2000)* lefordíthatatlan szójátékkal ezekre a becslési (estimation) kísérletekre, vagy inkább találgatásokra (guess) a „guestimation” kifejezést használja

¹²¹ Ne felejtjük el, hogy a GEM felmérésekben informális kockázati tőkeként veszik számba a családtagoktól, rokonoktól, barátoktól, munkatársaktól származó forrásokat is, tehát egy igen tág definíciót alkalmaznak. Hazánk az informális tőkebefektetések GDP-hez viszonyított arányát illetően sereghajtónak számít: csak a brazil érték alacsonyabb a magyarnál (Szerb-Rappai 2005).

számítva elérhető távolságon belül (2-3 órányi autótú) hajtják végre, vagyis előszeretettel választanak az otthonukhoz közeli vállalkozást befektetéseik célpontjául.¹²² Az üzletiangyal-piacok lokális (illetve regionális) jellege több tényezőre vezethető vissza (Makra 2004). **Először is**, az üzleti angyalok aktív közreműködéséhez elengedhetetlen, hogy a vállalkozás könnyen, gyorsan elérhető legyen. **Másodszor**, a befektetési lehetőség értékelése során előnyt jelenthet, ha a befektető ismeri a vállalkozás szűkebb működési környezetének sajátosságait, a helyi viszonyokat. **Harmadszor**, sokszor a befektetők lokális csatornákon keresztül jutnak információhoz: a családtagoktól, barátoktól, üzletfelektől, a helyi médiából származó hírek a közeli vállalkozásokról szólnak, és valószínűleg a tőkét kereső vállalkozók is elsőként a térségben tevékenykedő befektetőket találják meg. **Negyedszer**, a helyi közösségen belül nagyobb valószínűséggel vannak jelen azok a közös értékek és célok, amelyek hozzájárulhatnak egy hosszabb távra szóló bizalmi viszony kialakulásában a befektető és a vállalkozó, illetve az egymással együttműködő üzleti angyalok között (Sørheim 2003). **Ötödször**, bizonyos befektetőknek a helyi közösség megbecsülésének kivívása is fontos lehet, és ezért választanak ki olyan vállalkozásokat, amelyeket helyben mindenki ismer.¹²³

A fentiekből az is következik, hogy az üzleti angyalok a helyi gazdaság illetve a régió fejlődésének szempontjából „**endogén erőforrásoknak**” tekinthetők ate tekintetben, hogy a helyben képződő forrásokat helyben is fektetik be (Makra 2004)

A leírtak véleményünk szerint jól alátámasztják, hogy változatlanul aktuális és érvényes az Egyesült Királyságban felállított Tudományos és Technológiai Tanácsadó Testület (ACOST¹²⁴) egy 1990-ben készített jelentéséből származó, sokszor idézett megállapítás, miszerint: „**az aktív informális kockázatitőke-piac nélkülözhetetlen előfeltétele egy dinamikus, vállalkozás-központú gazdaság kialakulásának**” (idézi Harrison-Mason 1996a: 9).

¹²² Wetzel (idézi Makra 2004) egyenesen azt tanácsolja a befektető után kutató vállalkozóknak: „nézz körbe az otthonod közelében!”

¹²³ Makra (2004) szerint az üzletiangyal-piac lokalizálódása ellen szól, hogy a kommunikáció korszerű eszközeinek segítségével (internet, videokonferencia stb.) a távolság áthidalása részben megoldható. További indok lehet, hogy a befektető egyszerűen nem talál magának az elvárásainak megfelelő, a régióban lévő befektetési lehetőségeket. A csúcstechnológiai ágazatokban ugyanis könnyen előfordulhat, hogy az adott, szűk piaci „fülkében” világviszonylatban is nagyon csekély számú vállalkozás működik. Az ilyen befektetési lehetőségek után kutató angyalok döntését a vállalkozás földrajzi elhelyezkedése csak csekély mértékben befolyásolja (EC 2003e).

¹²⁴ Advisory Committee on Science and Technology.

3.4 táblázat A hagyományos intézményi és az informális kockázatitőke-befektetések értéke a GDP százalékában, valamint a két érték relatív nagysága

Ország	Hagyományos* intézményi kockázatitőke- befektetés 2003 (GDP százalékában)	Átlagos informális tőkebefektetés 2001-2004 (GDP százalékában)	Az informális és a hagyományos kockázatitőke- befektetések aránya
Argentína	n.a.	1,07	n.a.
Ausztrália	0,092	0,93	10,11
Belgium	0,039	0,86	22,05
Brazília	n.a.	0,10	n.a.
Kanada	0,121	1,05	8,68
Horvátország	n.a.	1,28	n.a.
Dánia	0,100	1,03	10,30
Ecuador	n.a.	1,78	n.a.
Finnország	0,126	0,36	2,86
Franciaország	0,082	0,62	7,56
Németország	0,028	1,09	38,93
Görögország	0,013	2,52	193,85
Hong Kong	0,071	0,93	13,10
Magyarország	0,026	0,23	8,85
Izland	n.a.	1,52	n.a.
Írország	0,057	0,67	11,75
Izrael	0,386	0,96	2,49
Olaszország	0,041	0,78	19,02
Japán	0,023	0,73	31,74
Jordánia	n.a.	18,63	n.a.
Hollandia	0,066	1,06	16,06
Új-Zéland	0,064	2,51	39,22
Norvégia	0,084	0,51	6,07
Peru	n.a.	1,13	n.a.
Lengyelország	0,032	2,11	65,94
Portugália	0,084	0,53	6,31
Szingapúr	0,099	1,59	16,06
Szlovénia	0,009	0,61	67,78
Dél-Afrika	0,218	0,77	3,53
Spanyolország	0,118	0,90	7,63
Svédország	0,118	0,80	6,78
Egyesült Királyság	0,089	0,66	7,42
USA	0,164	0,96	5,85

Megjegyzés: Hagományos kockázatitőke-befektetés alatt a magvető, az induló, a korai növekedési és az expanziós szakaszba történő befektetéseket értettük.

Forrás: a szerző saját számítása Szerb és Rappai (2004: 79) alapján

3.3 Az üzleti angyalok szerepe a kockázati tőke társadalmi szinten hatékonyabb allokációjában információs szempontból tökéletlen piacon (Chan modelljének kiterjesztése)¹²⁵

Mint azt az előző fejezetben láthattuk: eltérő megközelítést alkalmazva bár, de mind az intézményi kockázati tőke-befektetők, mind pedig az üzleti angyalok a maguk módján kezelni tudják az információs eredetű problémákat. Amennyiben pedig az ezzel összefüggő tranzakciós költségeket is figyelembe vesszük, *Kállay* (2005) kategóriarendszerét használva úgy fogalmazhatunk, hogy a tranzakciós specifikus fix költségek miatt kis összegű tranzakciók esetén az üzleti angyal-finanszírozás gazdaságosabb lehet, mint az intézményi kockázati tőke-befektetés vagy a nyilvános értékpapír-kibocsátás. Vagyis a növekedésorientált kisvállalkozások külső részesedésfinanszírozásának méretgazdaságosan megvalósítható tranzakciótípusa: az üzleti angyal-finanszírozás.

Ezekben a hatékonysági megfontolásokban mindeddig elsősorban a pénztulajdonosok érdekei jelentették az elsődleges vonatkoztatási rendszert. Azáltal, hogy a befektetők képesek megkülönböztetni a jó projekteket a rossz projektektől, kétségkívül hozzájárulnak a tőke kedvezőbb allokációjához. Ennek eredményeként ugyanis nő a jó projektek gazdáinak jóléte a rosszabb projektek tulajdonosai jólétének rovására. Ebből azonban nem következik, hogy az aggregált társadalmi jólét is növekednék, és ekkor a felmerülő információs költségekkel még nem is számoltunk. **A fejezetben arra a kérdésre keressük a választ, hogy a társadalmi jólét vonatkoztatási rendszerében hozzájárulnak-e az üzleti angyalok a kockázati tőke hatékonyabb allokációjához? A vizsgálat keretében *Chan* (1983) modelljét használjuk fel, melyet oly módon terjesztünk ki és fejlesztünk tovább, hogy alkalmassá váljon az üzleti angyalok szerepének megragadására is. Ebben az integrált modellben bebizonyítható, hogy az üzleti angyalok tevékenysége javítja a piac allokációs hatékonyságát azáltal, hogy bekapcsolódásuk révén emelkedni fog az egyensúlyi helyzetben finanszírozott projektek minőségének általános színvonala. Ennek igazolása egyben a dolgozat egyik legfontosabb eredménye is.**

¹²⁵ Ez a megfogalmazás önmagában is utal *Yuk-Shee Chan* tanulmányára, melynek címe: „A pénzügyi közvetítés kedvező hatása a kockázati tőke allokációjára információs szempontból tökéletlen piacon”, és 1983-ban jelent meg a rangos *The Journal of Finance* nevű pénzügyi folyóiratban.

3.3.1 Chan modellje a pénzügyi közvetítés elméletének kontextusában

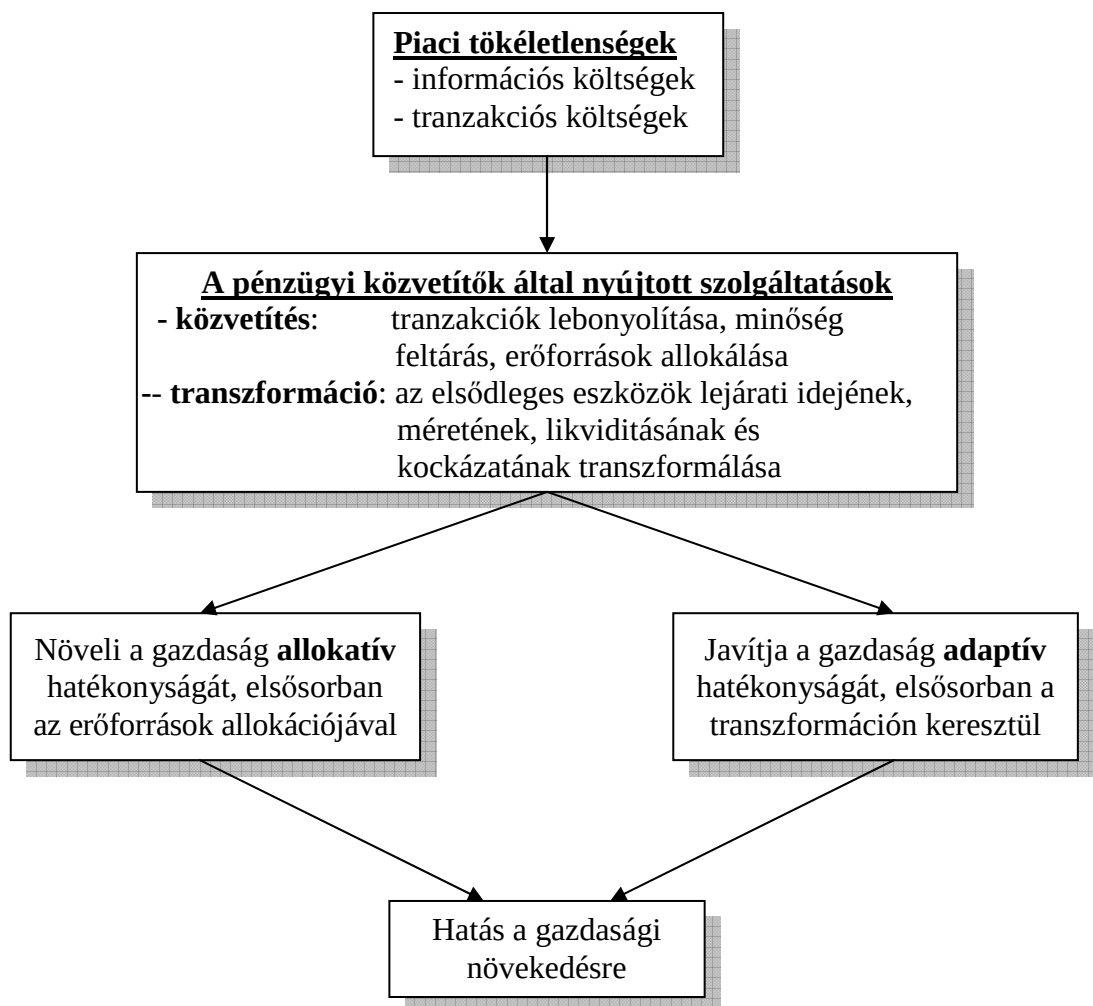
Berger és Udell (1998) a **pénzügyi közvetítők szerepének** fontosságát hangsúlyozza a kisvállalatok „információs homályosságából” eredő problémák megoldásában. Ezek az intézmények megtanulták megbízhatóan értékelni a vállalkozásokat, és megoldást kínálnak az információs eredetű problémákra az átvilágítás, a szerződéskötés és a folyamatos ellenőrzés tevékenységének felvállalásával, másrészt tevékenységük révén csökkennek a tranzakciós költségek. A pénzügyi közvetítés szerepének kutatása az információs problémák előtérbe kerülésével kapott nagy lendületet az 1970-es évek végétől. Bhattacharya és Thakor (1993) a téma szakirodalmát rendkívül mélyen és aprólékosan feldolgozva kiváló áttekintést nyújt a kutatások főbb áramlatairól, irányairól. A szerzők véleménye szerint az elmélet fejlődésének a legnagyobb lökést Leland és Pyle 1977-ben publikált cikke adta: utólag megállapítható, hogy a sokféle interpretációs kísérlet közül végül is ez az információ közgazdaságtanán alapuló megközelítés vált a legtermékenyebbé. Leland és Pyle (1977) szerint a pénzügyi közvetítés kettős funkciót lát el: egyfelől feltárja az egyedi projektek/eszközök minőségét, másfelől transzformációt végez, mikor az egyedi eszközökből képzett diverzifikált portfóliókra vonatkozó követeléseket értékesít az elsődleges befektetők (a megtakarítók) számára. A pénzügyi közvetítő tehát kétféle szolgáltatást nyújt: **közvetít** és a pénzügyi eszköz alapvető jellemzőit érintő **transzformációt végez**, és mindkét szolgáltatással alapjában a kockázatok csökkentése iránti igényt elégíti ki.¹²⁶ Ezek a funkciók két csatornán keresztül hatnak a gazdasági fejlődésre (Pálosi-Németh 2005). Egyrésztől növelik a gazdaság allokatív hatékonyságát a szűrés folyamatán keresztül, másrésztől – elsősorban a tőkefelhalmozás és a likviditás elősegítésével – javítják az adaptív hatékonyságot (3.1 ábra).

Bhattacharya és Thakor (1993) tanulmányukban két olyan modellről tesznek említést, amely az aggregált társadalmi jólét vonatkoztatási rendszerébe helyezve vizsgálja a közvetítők szerepét: az egyik Boyd és Prescott (1986), a másik pedig Chan (1983) modellje. Boyd és Prescott (1986) megközelítésében a pénzügyi közvetítők olyan piaci szereplők koalícióinak tekinthetők, akik maguk nem rendelkeznek jó projektekkel, így aztán hajlandóak erőforrásaikat más szereplők projektjeinek átvilágítására, értékelésére

¹²⁶ A pénzügyi közvetítés elméletének legújabb irányzatában már a kockázatkezelés jelenti a közvetítő által végzett értékteremtő szolgáltatás alapját (Allen-Santomero 1997, Scholtens-van Wensvee 2003).

fordítani. A közvetítő szerepe tulajdonképpen abban ragadható meg, hogy a jó projektekhez csatornázza ezeket az erőforrásokat, vagyis növeli a jó projektekbe történő befektetések nagyságát és az általános hozamszintet. Minthogy Chan (1983) kifejezetten a kockázati tőke piacán vizsgálja a közvetítés szerepét, modelljével részletesen foglalkozunk a továbbiakban. Látni fogjuk, hogy a modell továbbfejleszthető olyan irányban, hogy lehetőség nyíljen az üzleti angyalok szerepének vizsgálatára is a keretei között.

3.1 ábra A pénzügyi közvetítés szerepe és működési csatornái



Forrás: Pálosi-Németh (2005: 287) ábrájának továbbfejlesztése Bhattacharya és Thakor (1993: 8) alapján

Chan számára saját modelljének megalkotásához *Leland* és *Pyle* (1977) munkája adott inspirációt. Egy korábbi, *Lelanddel* közösen publikált tanulmányában az áru piacokkal összefüggésben lényegében arra a következtetésre jutottak, hogy amennyiben a piac jobban informált, az eladók kénytelenek olyan termékekkel megjelenni a piacon, amelyek a vevők szempontjából kedvezőbb ár/minőség párost képviselnek (*Chan-Leland* 1982). A most ismertetendő modell¹²⁷ segítségével *Chan* a kockázati tőke-piac kontextusában is megvizsgálja, hogyan hat a kialakuló egyensúlyi állapotot leíró paraméterekre az, ha az információszerzés (azaz a keresés) költségekkel jár.

3.3.2 Chan modelljének építőkockái: vállalkozók, befektetők, optimális befektetési stratégia

A modell világában **vállalkozók** sokasága igyekszik forrásokat bevonni projektje megvalósításához, és mindenki hozzáférhet ugyanazokhoz a technológiákhoz. A projekt „**minősége**” a vállalkozó **erőfeszítéseinek** a függvénye: $q = q(e)$, ahol q a projekt minőségét, e a vállalkozó erőfeszítéseinek mértékét jelöli. Nagyobb erőfeszítés jobb minőségű projektet eredményez, de az erőfeszítés hozadéka csökkenő, vagyis: q az e -ben növekvő és konkáv. Az elemzés szempontjából célszerűbb azonban inverz módon szemlélni az erőfeszítés és a minőség kapcsolatát. Így a továbbiakban a vállalkozó döntési változója a megcélzott minőség, azaz q lesz, ekkor $e(q)$ a q minőségű projekt megvalósításához szükséges erőfeszítést jelenti. Erőfeszítés nélkül nincs eredmény, azaz $e(0) = 0$.

A modell **egyperiódusos**. Egy q minőségű projekt **hozama** $\tilde{X}(q)$ befektetett pénzegységenként, ez az érték azonban előre nem ismert, véletlenszerű. Amennyiben a projekt I összegű tőkebefektetésben részesül, a **teljes hozadék**: $I \cdot \tilde{X}(q)$ lesz.¹²⁸ A modell egyik

¹²⁷ Hasznosnak érezzük a modell alapjául szolgáló konstrukció részletes bemutatását, két okból is. Egyfelől, a modellel valószínűleg csak nagyon kevesen találkoztak, emiatt nem lehet építeni az ismeretére. Másfelől, az üzleti agyalok tevékenységének beillesztése, és a dolgozat fontos eredményeit jelentő következtetések érthető megfogalmazása nehezen képzelhető el az alapmodell tárgyalása nélkül. Az ismertetés során követjük *Chan* eredeti gondolatmenetét.

¹²⁸ Ezentúl is következetesen a „hozam” szó használatával utalunk a befektetett pénzegységre vetített eredményre, a „hozadék” kifejezés az elért összecszerű eredmény megjelölésére vonatkozik.

feltételezése, hogy $I \leq S$ vagyis bármely projektbe S nagyságú tőke fektethető be maximálisan.¹²⁹ $\bar{X}(q)$ jelöli $\tilde{X}(q)$ várható értékét, és feltételezésünk szerint $\bar{X}$ q -ban növekvő, de a minőség csökkenő hozadéka miatt konkáv. ($\bar{X}(0) = 0$). A vállalkozók a projekt minőségének megválasztásán túl arról is döntést hoznak, hogy a hozadék mekkora hányadára tartanak igényt az erőfeszítéseik ellentételezéseként. Ezt a **saját fogyasztás** nagyságára utaló arányszámot p -vel jelöljük. A modellben minden vállalkozó **preferenciafüggvénye** azonos az e erőfeszítés valamint a $\bar{C}$ várható saját fogyasztás terében. A preferenciafüggvény tehát $U(\bar{C}, e)$ alakú, és első változójában növekvő, a második szerint pedig csökkenő. Amennyiben egy vállalkozó úgy dönt, hogy egy q minőségű projektet valósít meg, és ehhez p arányú saját fogyasztást rendel, akkor I összegű befektetés esetén a vállalkozó által elért **hasznosság** $U(pI\bar{X}(q), e(q))$ lesz. A tétlen vállalkozó haszna definíció szerint $U(0, 0) = U_0$. A tőkebevonás úgy zajlik, hogy a vállalkozók egységnyi névértékű részvényeket bocsátanak ki zárt körben. A vállalkozók szempontjából a tőkepiac tökéletesen versenyző.

A szereplők másik csoportját a **befektetők** N számosságú sokasága alkotja, akik befektetési lehetőségek után kutatnak. Az általánosság megszorítása nélkül normálhatjuk minden befektető kezdeti (befektethető) vagyonát egységre (ezt elérhetjük úgy, hogy növeljük vagy csökkentjük elképzelt befektetőink számát). A befektetőkről azt feltételezzük, hogy jól diverzifikáltak, és kizárólag a befektetés várható hozama alapján hozzák a döntéseiket, minthogy csupán egyedi (cégspecifikus, diverzifikálható) kockázatok léteznek. A befektető **várható hasznosságát** $EU(R) = \bar{R}$ formában reprezentálhatjuk, ahol $\bar{R}$ a befektetés várható hozama vagy a befektető vagyonának várható nagysága a periódus végén¹³⁰. Ha egy befektető egy olyan projektbe száll be, mely q minőséggel és a vállalkozó saját fogyasztásának p arányával írható le, akkor $\bar{R} = (1 - p)\bar{X}(q)$. A modellben feltételezzük, hogy a szereplőknek az egyensúlyi helyzetre vonatkozó **várakozásai racionálisak**. A befektetők nem ismerik a

¹²⁹ Adottnak véve a vállalkozó $e(q)$ erőfeszítését egy q projekt megvalósítására, a befektetés állandó skáláhozadékkal jellemezhető az $I < S$ tartományon belül.

¹³⁰ Ez a két mennyiség a konstrukció következtében most azonosan egyenlő, mivel a normálás eredményeként a befektetés egységnyi nagyságú.

projekt minőségét és a vállalkozó saját fogyasztásának arányát, de azzal tisztában vannak, hogy milyen az $\bar{R}$ egyensúlyi **valószínűségi eloszlása**.

Minden befektetőnek az általa ismert $\bar{R}$ hozameloszlás alapján kell eldöntenie, hogy belép-e a kockázatitőke-piacra vagy sem. Amennyiben úgy határoz, hogy nem, lehetősége van befektetni az r hozamot biztosító tökéletesen rugalmas kínálatú **kockázatmentes eszközbe**, azaz r a kockázatitőke-befektetés alternatív költsége. Ha belép a kockázatitőke-piacra, lehetősége van feltárni egy-egy projekt jellemzőit (p -t és q -t), de ez az átvilágítás erőforrásokat emészt fel. Az első vizsgálatról feltételezhető, hogy még éppúgy költségmentes, mint a kockázatmentes eszközbe való befektetés. **Minden további projekt átvilágítása azonban μ költséggel jár.**¹³¹ Fontos kihangsúlyozni, hogy az információ feltárási folyamat (ezt hívjuk másként **keresésnek**) eredménye nem vezet az egyensúlyi hozameloszlásra vonatkozó befektetői várakozások megváltoztatásához, minthogy az egyensúly nagyon nagy számú projekt megvalósulása mellett alakul ki (melyhez képest jelentéktelen a megvizsgált projektek száma). Az egyes befektetők μ keresési költsége más és más, hiszen például nem egyformák a képességeik, vagy más információforrásokra támaszkodnak. Látni fogjuk, hogy **a modellben a (p, q) párral leírt projektek egyensúlyi összetétele a befektetőket jellemző keresési költségek eloszlásától függ.**

A fenti feltételezések mellett a befektetők számára megadható az **optimális keresési és befektetési stratégia**. Jelölje $\phi(p, q)$ a (p, q) -k egyensúlyi eloszlását, és legyen $\bar{R}_\phi$ egy véletlenszerűen kiválasztott projektbe történő befektetés várható hozama. Feltételezésünk szerint egy befektető akkor és csak akkor hajlandó befektetni a kockázatitőke-piacon, ha $\bar{R}_\phi > r$. Ha ez fennáll, akkor a keresés a következő módon zajlik. A befektető véletlenszerűen kiválaszt egy projektet, és feltája, hogy milyen (p, q) értékpárral jellemezhető. A befektető vagy elfogadja ezt az ajánlatot, vagy elutasítja, és újat keres, felvállalva az ezzel együtt járó μ keresési költséget. Minden egyes megtalált (p, q) projekt egy véletlenszerű mintavételnek tekinthető a $\phi(p, q)$ eloszlásból. Ez a keresési modell megegyezik a *McCall* (1970: 115-117) által a munkapiac kontextusában felállított és elemzett modellel.

¹³¹ A költségeket ugyanabban a mértékegységben fejezzük ki, mint a hasznosságot.

Belátható, hogy az optimális befektetési stratégia egy μ keresési költséggel jellemezhető befektető számára: elutasítani az összes olyan (p, q) projektet, amely egy ε kritikus értéknél alacsonyabb hasznossági szint elérését biztosítja csak, és elfogadni az első nem ilyen ajánlatot. Formálisan, tegyük fel, hogy egy $\mu \geq 0$ keresési költségű befektető kiválaszt egy (p', q') projektet. Akkor és csak akkor fogja folytatni a keresést, amennyiben $\bar{R}' < \varepsilon$, ahol $\bar{R}' = (1 - p') \bar{X}(q')$. A **kritikus érték** szerepét játszó ε -t az alábbi összefüggés határozza meg:

$$\int_{\bar{R} \geq \varepsilon} (\bar{R} - \varepsilon) d\phi(\bar{R}) = \mu, \quad (1)$$

ahol $\phi(\bar{R})$ az $\bar{R}$ -nak a $\phi(p, q)$ eloszlás által az $\bar{R} = (1 - p) \bar{X}(q)$ összefüggésen keresztül meghatározott eloszlását jelöli. Az (1) egyelet úgy is interpretálható, hogy ε egy olyan kritikus hozam, amelyet ha elérünk, a keresés folytatásából származó várható haszon megegyezik azzal a várható keresési költséggel, amellyel egy legalább ε hozamot biztosító befektetési lehetőség feltárható. Az ε kritikus érték nagysága $\phi(\bar{R})$ -tól és μ -tól függ, és adott ϕ esetén μ -ben csökkenő, azaz **minél nagyobb a keresési költség, annál alacsonyabb a kritikus hozamérték**. Ha egy befektető μ keresési költsége olyan magas, hogy ε az egyensúlyi helyzetben kínált legalacsonyabb várható hozam szintjére süllyed, akkor a befektető számára az optimális stratégia a **találomra történő befektetés** lesz. Ha pedig egy befektető számára a keresési költség zéró, akkor az optimális stratégia az **összes projekt feltárása** és a legmagasabb várható hozamot biztosító projektbe történő befektetés lesz.

A modellben Chan a következő **szélsőérték problémát** fogalmazza meg. Adott $I \leq S$ befektetés mellett a vállalkozó úgy igyekszik meghatározni a projekt minőségét illetve a saját fogyasztásának részarányát, hogy maximalizálja a befektetők várható hozamát, és ő is legalább olyan jól járjon, mint amekkora hasznosságot a tétlenség biztosítana számára. Azaz legyen $p(I)$ és $q(I)$ adott I ($I \leq S$) mellett az alábbi szélsőérték probléma megoldása:

$$\max_{p, q} (1 - p) \bar{X}(q)$$

feltéve, hogy

$$U[pI \bar{X}(q), e(q)] \geq U_0. \quad (2)$$

A problémát megoldó $p(I)$ és $q(I)$ ki kell, hogy elégítse az alábbi elsőrendű feltételeket:

$$U_1 I X'(q) + U_2 e'(q) = 0 \quad (3)$$

$$U[pI\bar{X}(q), e(q)] = U_0. \quad (4)$$

Feltesszük, hogy a másodrendű feltételek is teljesülnek. Jelölje $V(I)$ a (2) probléma maximumát és definiáljuk p^* , q^* és V^* értékét az alábbi módon:

$$p^* \equiv p(S) \quad (5)$$

$$q^* \equiv q(S) \quad (6)$$

$$V^* \equiv V(S). \quad (7)$$

Egy olyan világban, amelyet a tökéletes informáltság és a vállalkozók versenye jellemez, a vállalkozók kizárólag (p^*, q^*) projekteket fogynak felkínálni befektetésre.

3.3.3 Az egyensúlyi helyzetet leíró feltételek Chan modelljében

A modell egy egyensúlyi állapotát a vállalkozók döntései nyomán kialakuló és a fogyasztás/minőség jellemzőkön keresztül megragadható projektek halmaza írja le:

$$\{(p_1, q_1), (p_2, q_2), \dots, (p_K, q_K)\}.$$

Egy egyensúlyi állapothoz hozzárendelhető egyfelől az az endogén módon meghatározódó számú vállalkozó, $(M_1, M_2, \dots, M_K)$, akik a fenti kombinációkkal jellemezhető projekteket kiválasztják, másfelől a befektetők endogén módon meghatározódó keresési tevékenysége. Ahhoz, hogy egyensúlyról beszélhessünk, a következő feltételeknek kell teljesülniük.

(F1) Az optimális befektetési stratégia követése. Egy pozitív μ_i keresési költséggel jellemezhető befektető a fentiekben megadott optimális keresési eljárást fogja követni, amennyiben $\varepsilon_i > \min_k \{\bar{R}_k\}$, ahol $\bar{R}_k = (1 - p_k) \bar{X}_k(q)$ és ε_i -t az (1) egyenletben leírt

módon határozzuk meg úgy, hogy μ helyébe μ_i -t helyettesítünk, és $\phi(\bar{R})$ -t az egyensúlyi $\phi(p, q)$, eloszlásból kapjuk meg, ami nem más, mint a $\{(p_k, q_k)\}$ és $\{M_k\}$ halmazok együttese, $k = 1, 2, \dots, K$. Ezeket a befektetőket Chan „**keresőnek**” (searcher) nevezi. Amennyiben $\varepsilon_i = \min_k \{\bar{R}_k\}$, az i -edik befektető egy véletlenszerűen kiválasztott projektbe fog befektetni, őket hívja Chan „**találomra befektetőknak**” (random investor). Chan megjegyzi, hogy egyensúlyi helyzetben kell, hogy létezzenek olyan vaktában befektetők is, akik számára a legalacsonyabb hozamú projekt optimális választást jelent. Ha ez nem így lenne, akkor ezeknek a projekteknek a gazdái nem jutnának forráshoz, és rosszabbul járnának, mintha tényleg maradtak volna. Ez viszont megsérti az optimalitási feltételt.

(F2) A vállalkozók hasznosságmaximalizáló magatartása. A k -edik vállalkozó által kiválasztott (p_k, q_k) kombináció legalább akkora hasznosságot biztosít, mint akármelyik másik választható kombináció, figyelembe véve a következőket:

(a) Az információ költséges: a befektetők nem képesek költségmentesen feltárni a projekteket jellemző (p, q) információt. Ez egyben azt is jelenti, hogy amennyiben egy adott vállalkozó változtat a projektje jellemzőin, a befektetők erről nem szereznek tudomást, ha csak nem éppen az adott vállalkozó átvilágítását végzik.

(b) A Nash-féle magatartási szabály írja le a vállalkozónak a többi vállalkozó reakcióira vonatkozó feltételezését. Eszerint a vállalkozó, amikor arról hoz döntést, hogy a hasznosság növelése érdekében változtasson-e a felkínált projekt jellemzőin, azzal a feltételezéssel él, hogy a többi vállalkozó magatartása az ő döntésétől függetlenül adott.

(c) A Stackelberg-féle magatartási szabály írja le a vállalkozónak a befektetők reakcióira vonatkozó feltételezését. Az előzővel ellentétben, a vállalkozó számol a befektetők várható reakcióival, amikor azt fontolgatja, hogy érdemes-e változtatnia.

A (p, q) kombinációk egy halmaza, azaz a $\{(p_k, q_k)\}$, a hozzá tartozó $\{M_k\}$ -val **csak abban az esetben lehet egyensúlyi**, ha egyetlen vállalkozó sem érez ösztönzést arra, hogy változtasson az általa felkínált projekt jellemzőin.

(F3) Minden vállalkozó ugyanazt az U_0 hasznosságot képes elérni, ami a piacra való szabad belépés, és a szabad kilépés (tökéletes verseny) következménye.

(F4) A megvalósuló befektetések nagysága a nagy számok törvénye alapján határozódik meg. Minden átvilágított projekt egy-egy véletlen mintavételt jelent a $\phi(p, q)$ eloszlásból, a projektet választó befektetők száma véletlenszerű. Mivel a befektetők és a vállalkozók száma is nagyon nagy, ezért a nagy számok törvénye alapján a projektbe várhatóan befektetők száma megegyezik a ténylegesen befektetők számával, és két ugyanakkora várható hozamot biztosító projekt ugyanakkora tőkebefektetésben részesül.

3.3.4 Chan következtetései a modell alapján

Chan elsőként azt vizsgálja, hogyan befolyásolják a kialakuló egyensúlyi allokációt a keresési költségek. Megállapítja, hogy amennyiben minden befektetőnek pozitív keresési költséggel kell szembenéznie ($\mu > 0$), akkor egyetlen befektető sem lesz hajlandó befektetni a kockázatitőke-piacon, ehelyett inkább mindannyian a kockázatmentes eszközbe való befektetést választják. A **piac degenerációja** azért következik be, mivel a vállalkozók arra éreznek ösztönzést, hogy minden többletet megszerezzenek a költséges információszerzés miatt keresési korlátba ütköző befektetőktől. Emiatt aztán egyensúlyi helyzetben kizárólag olyan (p, q) kombinációval jellemezhető projekteket fognak a vállalkozók felkínálni, amelyek csupán a kockázatmentes r hozam elérését teszik lehetővé.¹³²

Gyökeres fordulathoz vezet azonban az, ha léteznek jól informált, azaz olyan befektetők is, akik számára a keresési költség zéró. Minthogy az ilyen befektetők mindig feltárják a legjobb befektetési lehetőségeket, jelenlétük kikényszeríti, hogy egyensúlyi állapotban a vállalkozók a befektetők számára optimális (p^*, q^*) projektekbe is belevágjanak. Ez viszont pozitív externáliaként azon befektetők jólétét is növeli, akik számára a keresés

¹³² A vállalkozók a többi vállalkozó magatartását a saját döntésüktől függetlenül adottnak tekintik, ahogy ezt az (F2) feltétel (b) pontjában rögzített szabály kimondja.

költséges, mivel javul a projektek átlagos minősége, és így magasabb lesz a taláalomra történő befektetés hozama is.

A gondolatmenet úgy folytatódik, hogy *Chan* felismeri: a **pénzügyi közvetítő tulajdonképpen a jól informált befektető szerepét játssza**, mivel számára a keresés költségeit az ügyfelek fizetik meg. A pénzügyi közvetítés tehát azáltal növeli a befektetők jólétét, hogy rákényszeríti a vállalkozókat magasabb hozamot biztosító projektek végrehajtására.¹³³ *Chan* ezt követően az olyan egyensúlyi helyzetek sajátosságait vizsgálja meg, amelyeket a pénzügyi közvetítők versenye jellemez. A modellben a projektek egyensúlyi eloszlása, a közvetítésért felszámított díj és a közvetítésben résztvevő befektetők aránya endogén módon határozódik meg. *Chan* megmutatja, hogy versenyzői egyensúly nem létezhet akkor, ha túl sok befektető csatlakozik a közvetítőkhöz, vagy ha senki sem veszi igénybe a szolgáltatásaikat. Egyébiránt (ha létezik versenyzői egyensúly), a közvetítésben résztvevők magasabb aránya paretói értelemben hatékonyabb allokációt eredményez.

3.3.5 Az üzleti angyalokat is integráló, továbbfejlesztett modell következtetései

A '80-as évek elején a kockázatitőke-piac kutatása már kurrens témának számított, viszonylag sűrűn jelentek meg az ezzel foglalkozó tanulmányok. Ez adhatta a motivációt *Chan* számára ahhoz, hogy kifejezetten ezen pénzügyi piac vonatkozásában modellezze és gondolja végig a közvetítés szerepét az információs problémák kezelésében. Az üzleti angyalok kutatása viszont ekkor még gyerekcipőben járt az Egyesült Államokban is: csupán néhány publikáció ismeretes ebből (és a korábbi) időszakból az informális befektetések témájában.¹³⁴ Emiatt valószínűleg *Chan* nem érezte igazán szükségét annak, hogy modelljében differenciáltan kezelje a befektetők körét: ő a pénzügyi közvetítők szerepének illusztrálására törekedett. A tanulmány végén

¹³³ *Chan* azt is megállapítja, hogy a projektekről a közvetítő által feltárt információ az ügyfélkörön belül újrahasznosítható, így a közvetítőnek komparatív előnye van az információ előállításban. Az újrahasznosítás a modellben azt jelenti, hogy ha a közvetítő rábukkan egy (p^*, q^*) projektre, azonnal S számú befektető számára kínálhat előnyös befektetési lehetőséget. Ez a méretgazdaságossági megfontolás a tárgyalt modellben mindazonáltal a háttérben marad. Az információ újrahasznosíthatóságának következményeit részletesen egy későbbi, más szerzőkkel közösen publikált tanulmányban dolgozta ki (*Chan és szerzőtársai* 1986).

¹³⁴ Az üzletiangyal-kutatás gyökereit jelen fejezet első lábjegyzetében tekintettük át.

– bizonyítás nélkül – megemlíti, hogy **amennyiben a befektetők között megkülönböztetünk alacsony és magas keresési költségű befektetőket, úgy egyensúlyi helyzetben a magas keresési költségű befektetők egy része a pénzügyi közvetítőhöz fordul, egy másik részük találmásra választja ki a befektetési célpontjait jelentő projekteket, míg az alacsony keresési költségű befektetők a saját költségükön szisztematikusan keresni fogják a legjobb projekteket.**

Ez a megállapítás elvezet ahhoz az ötlethez, hogy vizsgáljuk meg, miként befolyásolja az egyensúlyi allokációt a modellben az, ha a befektetők számára nem tekintjük azonosnak a μ keresési költséget. Az üzleti angyalok ugyanis úgy integrálhatók a modellbe, mint olyan befektetők, akik számára **az információ előállítás költsége¹³⁵ az átlagosnál alacsonyabb** (de nem zéró). Ennek a feltételezésnek a valószínűségét a 3.2 fejezetben felsorakoztatott számos érv – véleményünk szerint – kellően alátámasztja.

Az integrált modellben tehát a befektetők körén belül három csoport különíthető el: a zéró keresési költségű befektetők (a pénzügyi közvetítők), az alacsony keresési költségű befektetők (az üzleti angyalok) és a magas keresési költségű átlagos befektetők. **Ebben a továbbfejlesztett modellben bebizonyítható, hogy az üzleti angyalok tevékenysége javítja a piac allokációs hatékonyságát azáltal, hogy bekapcsolódásuk révén emelkedni fog az egyensúlyi helyzetben finanszírozott projektek minőségének általános színvonala.**

A bizonyítás során a *Chan-féle* modell egyensúlyi helyzete jelenti a kiindulópontot, ehhez viszonyítva fogjuk jellemezni az új egyensúlyi helyzetet. (Az összehasonlítást azzal igyekszünk szemléletesebbé tenni, hogy párhuzamosan mutatjuk be az eredeti és a továbbfejlesztett modell összefüggéseit.)

Az eredeti modellben kétféle egyensúlyi helyzet alakulhat ki attól függően, hogy mekkora a nem-zéró keresési költségű befektetők keresési költsége: amennyiben ez a költség elegendően alacsony, akkor a vállalkozók egyféle projektet kínálnak fel, mégpedig a befektetők számára optimális hozamot biztosító (p^*, q^*) értékpárral jellemezhető; egyébként kétféle projekthez keresnek finanszírozót: az optimális

¹³⁵ Az információelőállítás költségek körének határait a lehető legtágabban húzzuk meg, beleértve a befektetéssel összefüggő és az információs aszimmetria ex ante és ex post enyhítését célzó összes indirekt költséget.

(p^*, q^*) projekthez, és egy ennél alacsonyabb hozamot biztosító (p', q') értékpárral jelezhető projekthez. *Chan* azt is megjegyzi, hogy amennyiben a keresési költségek nagysága alapján háromféle befektetői csoportot különböztetünk meg (ez érvényes a mi kiterjesztett modellünkre), háromféle egyensúlyi helyzet alakulhat ki¹³⁶:

(i) a vállalkozók kizárólag az optimális hozamot biztosító (p^*, q^*) projektet kínálják fel;

(ii) a vállalkozók kétféle projektet kínálnak fel: a (p^*, q^*) -ot, és egy ennél alacsonyabb hozamot biztosító (p'', q'') kombinációt;

(iii) a vállalkozók háromféle projektet kínálnak fel: a (p^*, q^*) -ot, és az ennél alacsonyabb hozamokat biztosító (p_1, q_1) és (p_2, q_2) kombinációkat.

Ha az eredeti modellben egyedül a (p^*, q^*) projekt volt egyensúlyi, akkor az üzleti angyalok bekapcsolódása nem változtat ezen (vagyis az (i) eset valósul meg), hiszen az ő keresési költségük még alacsonyabb, mint a többi befektetőé. Ekkor az üzleti angyalok jelenléte nem eredményez jobb allokációt, persze ezt nem is várhatjuk el, mivel az optimális allokáción már nincs mit javítani. Ha az eredeti modellben kétféle projektet kínáltak föl a vállalkozók, akkor az üzleti angyalok bekapcsolódása után vagy az (ii) vagy az (iii) típusú egyensúly valósulhat meg, és **mindkettő kedvezőbb allokációt jelent az eredeti állapotnál**. Az újdonságot az (iii) típusú egyensúly kialakulása jelenti. Amennyiben ugyanis az (ii) valósul meg, ez felfogható úgy is, mintha az eredeti modellben megnőtt volna a zéró keresési költségű befektetők aránya. (Az angyalok számára kedvezőbb keresni, mint találmányra befektetni, hiszen alacsonyabb a keresési költségük, mint a véletlenszerűen kiválasztott projektbe történő befektetést optimálisnak tartó magas keresési költségű befektetőké. Másrészt viszont ez azt jelenti, hogy meg is találják a legjobb befektetési lehetőséget jelentő (p^*, q^*) projekteket, hiszen most egyensúlyban csupán kétféle projekt valósul meg.) *Chan*

¹³⁶ Az, hogy a háromféle egyensúly közül melyik valósul meg, a keresési költségek nagyságától függ, pl. ha ezek elegendően alacsonyak, akkor a vállalkozók csak az optimális (p^*, q^*) projekttel állhatnak elő. A matematikai igényességhez hozzátartozna a különböző szerkezetű egyensúlyi állapotok szükséges és elégséges feltételeinek megadása is, számunkra viszont igazán csak az az érdekes, hogy mi fogja jellemezni a kialakult egyensúlyi állapotokban megvalósuló allokációkat.

megmutatja, hogy **amennyiben nő a jól informált befektetők aránya, ez javítja az egyensúlyi allokációt.**

Ezek után csak azt kell igazolnunk, hogy amennyiben az (iii) típusú egyensúly alakul ki az üzleti angyalok bekapcsolódása után, ez kedvezőbb allokációt jelent a kiindulást jelentő eredeti egyensúlyban létrejött állapothoz képest.

Az alábbi jelöléseket fogjuk használni:

N : a befektetők száma

S : az egy projektbe maximálisan befektethető tőke nagysága

α : a zéró keresési költséggel rendelkező befektetők aránya ($0 < \alpha < 1$)

β : az üzletiangyal-befektetők aránya ($0 < \beta < 1$)

μ : keresési költség (a pénzügyi közvetítőké $\mu_0 (= 0)$; az üzleti angyaloké $\mu_1 (> 0)$; a többi, magas keresési költségű befektetőé $\mu_2 (> \mu_1 > 0)$)

M : az egyensúlyban a vállalkozók által felajánlott összes projekt száma

M^* : a (p^*, q^*) projektek száma az egyensúlyi állapotban

M_1 : a (p_1, q_1) projektek száma az egyensúlyi állapotban

M_2 : a (p_2, q_2) projektek száma az egyensúlyi állapotban

λ^* : a (p^*, q^*) projektek aránya, azaz $\lambda^* = \frac{M^*}{M} = \frac{M^*}{M^* + M_1 + M_2}$

λ_1 : a (p_1, q_1) projektek aránya, azaz $\lambda_1 = \frac{M_1}{M} = \frac{M_1}{M^* + M_1 + M_2}$

I_1 : a (p_1, q_1) értékpárral leírt projektbe történő befektetés nagysága egyensúlyban¹³⁷

I_2 : a (p_2, q_2) értékpárral leírt projektbe történő befektetés nagysága egyensúlyban

I_2^0 : a kiindulást jelentő egyensúlyban a (p'', q'') értékpárral leírt projektbe történő befektetés nagysága

¹³⁷ Chan bebizonyítja, hogy a modell egyensúlyi állapotában egy vállalkozó csak úgy képes I' tőkéhez jutni, ha olyan (p', q') projektet kínál, amely a (2)-ben megadott szélsőérték probléma I' -höz tartozó megoldását jelentő $p' = p(I')$ és $q' = q(I')$ értékekkel jellemezhető.

V^* : a (p^*, q^*) projektek egyensúlyi várható hozama (ezek a projektek mindig sikeresen bevonnak S értékű tőkét, azaz $V^* = V(S)$ a (2) szélsőérték probléma kontextusában)

V_1 : a (p_1, q_1) projektek egyensúlyi várható hozama (azaz $V_1 = V(I_1)$ a (2) szélsőérték probléma kontextusában)

V_2 : a (p_2, q_2) projektek egyensúlyi várható hozama (azaz $V_2 = V(I_2)$ a (2) szélsőérték probléma kontextusában)

V_2^0 : a kiindulást jelentő egyensúlyban a (p'', q'') projektek egyensúlyi várható hozama (azaz $V_2^0 = V(I_2^0)$ a (2) szélsőérték probléma kontextusában)

Az (iii) egyensúlyi helyzetben a következő (piactisztító) összefüggéseknek kell fennállniuk:

$$S = \frac{\alpha N}{M^*} + \frac{\beta N}{M^* + M_1} + \frac{(1 - \alpha - \beta) N}{M^* + M_1 + M_2} \quad (8)$$

$$I_1 = \frac{\beta N}{M^* + M_1} + \frac{(1 - \alpha - \beta) N}{M^* + M_1 + M_2} \quad (9)$$

$$I_2 = \frac{(1 - \alpha - \beta) N}{M^* + M_1 + M_2}. \quad (10)$$

A zéró keresési költségű befektetők biztonsággal kiszűrik a (p^*, q^*) projekteket, és csak ezekbe hajlandók befektetni. Az üzleti angyalok folytatják a keresést, ha (p_2, q_2) projektre bukkannak, de megállnak, ha (p^*, q^*) -ot vagy (p_1, q_1) -et találnak. Végül, a magas keresési költségű befektetők találmányra fektetnek be, így mindhárom típusú projekt a „horgukra akadhat”. Az egy adott fajtájú projektbe befektetők számát úgy kapjuk meg befektető típusonként, ha az adott típushoz tartozó befektetők számát elosztjuk azon projektek számával, amelyek az adott típus számára befektetési célpontként elfogadhatók. Ezt formalizálják a (8)-(10) egyenletek.

(8)-(10) alapján kifejezhető I_2 az alábbi formában:

$$I_2 = \frac{S}{\frac{\alpha}{1-\alpha-\beta} \cdot \frac{1}{\lambda^*} + \frac{\beta}{1-\alpha-\beta} \cdot \frac{1}{\lambda^* + \lambda_1} + 1}. \quad (11)$$

A *Chan-féle* modell kiinduló egyensúlyi állapotában pedig I_2^0 értékét a következő összefüggés határozta meg:

$$I_2^0 = \frac{S}{\frac{\alpha}{1-\alpha} \cdot \frac{1}{\lambda^*} + 1}. \quad (12)$$

Egyrészt a λ^* függvényében vizsgálva¹³⁸ I_2 is és I_2^0 is szigorúan monoton nő és alulról konvex, másrészt $V(I)$ az I -ben monoton nő, ezért $V(I_2(\lambda^*))$ alakja hasonló lesz a *Chan-féle* $V(I_2^0(\lambda^*))$ függvény alakjához¹³⁹. Könnyen belátható, hogy **bármely** $0 < \lambda^* < 1$ esetén $I_2 < I_2^0$, és ebből következően $V_2 < V_2^0$ is fennáll.

A (iii) egyensúlyi helyzetben fenn kell állniuk továbbá a következő keresési feltételeknek:

$$\frac{M^*}{M^* + M_1} V^* + \frac{M_1}{M^* + M_1} V_1 - \mu_2 \frac{M^* + M_1 + M_2}{M^* + M_1} = V_2 \quad (13)$$

$$V^* - \mu_1 \frac{M^* + M_1 + M_2}{M^*} = V_1. \quad (14)$$

A (13) összefüggés a magas keresési költségű befektető megállási feltételét formalizálja. Eszerint a μ_2 befektető számára nem érdemes keresni, ha egyszer rábukkant egy (legalább) V_2 -t ígérő (p_2, q_2) projektre. Az egyenlet bal oldalának első két tényezője a keresés várható hozamát, a harmadik tényező a keresés várható költségét fejezi ki. Az alacsonyabb μ_1 keresési költségű üzleti angyalok nem tekintik elfogadhatónak a V_2 projekteket, a rájuk érvényes megállási feltételt a (14) összefüggés

¹³⁸ A függvényvizsgálat során azt feltételezzük, hogy λ_1 és λ^* függetlenek, mivel az üzleti angyalok megjelenése nem ösztönzi a (p^*, q^*) projekteket felkínáló vállalkozókat arra, hogy változtassanak az ajánlatukon.

¹³⁹ *Chan* alulról konvex $V(\lambda^*)$ függvénnyel illusztrálja az egyensúlyi helyzet kialakulását.

fogalmazza meg. Ők akkor fejezik be a keresést, ha feltárnak egy (legalább) V_1 hozamot biztosító projektet. Az egyenlet első tényezője a keresés folytatásából származó hozamot, a második tényező a keresés várható költségét mutatja. (13) és (14) egyenletek alapján felírható az alábbi összefüggés:

$$V^* - \frac{\lambda_1 \mu_1 + \lambda^* \mu_2}{\lambda^* (\lambda^* + \lambda_1)} = V_2. \quad (15)$$

A Chan-féle modell kiinduló állapotában V_2^0 nagyságát a következő egyenlet határozta meg:

$$V^* - \frac{\mu_2}{\lambda^*} = V_2^0. \quad (16)$$

A λ^* függvényében vizsgálva V_2 is és V_2^0 is monoton növekvő és alulról konkáv. Az is könnyen belátható, hogy bármely $0 < \lambda^* < 1$ esetén $V_2^0 < V_2$.

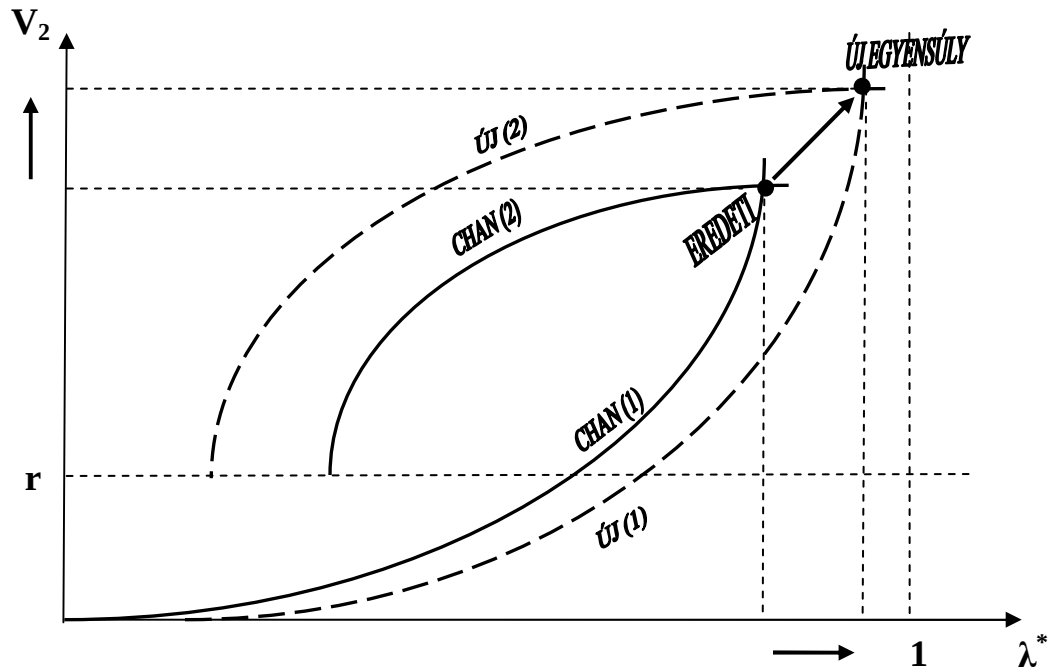
A fenti eredményekből következik, hogy a (iii) allokáció kedvezőbb a kiinduló egyensúlyi állapotnál. Ezt szemlélteti a 3.2 ábra, ahol egy közös koordináta-rendszerben ábrázoltuk egyrészt az egyensúlyt a kiinduló állapotban meghatározó $V_2^0 = V(I_2^0(\lambda^*))$ görbét („CHAN(1)”) és a (16) egyenlet által leírt görbét („CHAN(2)”), másrészt az üzleti angyalokat is tartalmazó egyensúlyt kifejező $V_2 = V(I_2(\lambda^*))$ görbét („ÚJ(1)”) és a (15) egyenlet által leírt görbét („ÚJ(2)”). Az ábráról leolvasható, hogy **az üzleti angyalok bekapcsolódásával az egyensúlyi allokáció magasabb λ^* és V_2 érték érték mellett alakul ki. A változás paretoi értelemben hatékony elmozdulást jelent, hiszen:**

- nő a (p^*, q^*) projektek aránya
- extern hatásként egyidejűleg nő a találmányra befektetők által elért hozam (V_2) is.

Bebizonyítottuk tehát, hogy **az üzleti angyalok tevékenysége javítja a piac allokációs hatékonyságát azáltal, hogy bekapcsolódásuk révén emelkedni fog az egyensúlyi helyzetben finanszírozott projektek minőségének általános színvonala.**¹⁴⁰

¹⁴⁰ Kivéve azt az esetet, amikor eredetileg is tökéletesen működött a piac. Ilyenkor az angyalok bekapcsolódása nem javít (de nem is ront) az egyensúlyi allokáción.

3.2 ábra Az üzleti angyalok hatása az egyensúlyi allokációra



Forrás: a szerző saját szerkesztése Chan (1983: 1565) felhasználásával

3.3.6 Az üzleti angyalokat is integráló, továbbfejlesztett modell üzenetei

Az üzleti angyalokat integráló, továbbfejlesztett modellnek további **három fontos üzenete** is van.

Egyrészt, a modell – a maga módján – azt sugallja, hogy **az üzleti angyalok és az intézményi kockázatitőke-befektetők egymáshoz való viszonyát nem elsősorban a verseny, hanem sokkal inkább a komplementaritás jellemzi**. Ahhoz, hogy a modellben létezzen egyáltalán piac, szükség van jól informált befektetőre, azaz pénzügyi közvetítőre, ehhez az üzleti angyalok (alacsony keresési költségű befektetők) jelenléte önmagában nem elegendő. Másik oldalról – mint azt Chan megállapítja – a közvetítés nem lehet életképes, ha túl sok befektető választja. Az üzleti angyalok és az intézményi kockázatitőke-befektetők közti munkamegosztás, együttműködés lehetséges formáival részletesebben is foglalkozunk a 3.4 fejezetben.

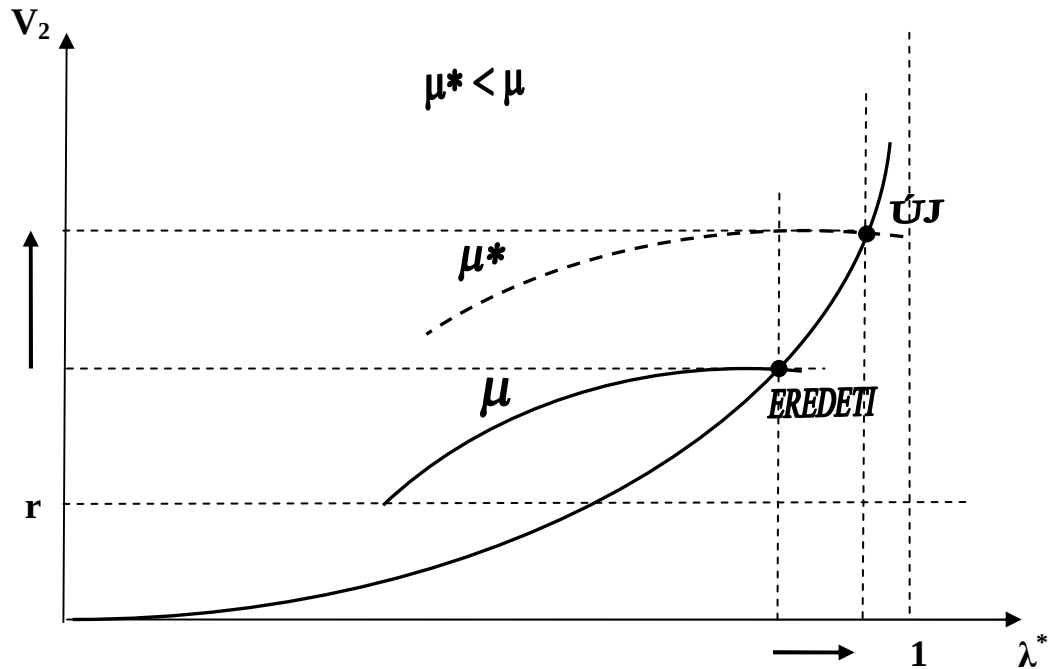
A második üzenet a modell azon következtetése alapján fogalmazható meg, hogy az üzleti angyalok hatékonyságnövelő szerepe éppen a minőségfeltárásban, a szűrésben és a jobb minőségű projektek kikényszerítésében rejlik. Az 1. fejezetet azzal zártuk, hogy a fiatal, növekedésorientált kisvállalkozásokat ösztönző célzott beavatkozás egyik korlátja, hogy a politikai döntéshozók számára szinte megoldhatatlan feladatot jelent a célcsoporthoz tartozó vállalkozások megbízható kiszűrése. **Az üzleti angyalok a befektetésre érdemes vállalkozások kiválasztásán és fejlesztésén keresztül képesek lehetnek hozzájárulni egy ilyen politika céljainak sikeres megvalósulásához.**

A harmadik fontos üzenet azzal a megállapítással függ össze, hogy **minél kisebb az üzleti angyalok keresési költsége, annál nagyobb mértékű lesz a kedvező irányú elmozdulás a kiinduló egyensúlyi allokációhoz képest.** Ennek az az oka, hogy μ_1 az ábrázolt négy közül egyedül a (15) egyenletben jut szerephez, méghozzá úgy, hogy ugyanazon λ^* mellett a kisebb μ_1 -hez nagyobb V_2 tartozik. A 3.3 ábrán illusztráltunk, hogyan javítja az integrált modell egyensúlyi allokációját, ha az angyalok μ keresési költsége μ^* -ra csökken. Mindebből viszont következik, hogy **társadalmi szinten hatékonyabbá tehető az allokáció azáltal, ha sikerül csökkenteni az üzleti angyalok keresési költségeit.** Ennek egy lehetséges intézményi formáját az üzleti angyalok és a tőkét kereső kisvállalkozások között egyfajta kommunikációs csatornaként funkcionáló információközvetítő szervezetek, úgynevezett „üzleti angyal hálózatok”¹⁴¹ működtetése jelentheti,¹⁴² melyekkel részletesen foglalkozunk a 3.5 fejezetben.

¹⁴¹ Véleményünk szerint nem igazán szerencsés az információközvetítő intézményekre használatos „üzleti angyal hálózat” (business angel network) elnevezés, mivel egy kissé egysíkúan kizárólag a befektetői oldalt ragadja meg, és nem tükröződik a kifejezésben, hogy a közvetítés valójában kétirányú tevékenység (Kosztópulosz-Makra 2004). Ráadásul félreérthető is: a hálózat szót hallva arra gondolhatunk, hogy a fogalom az angyal befektetők laza vagy formalizált együttműködését takarja. Az angol nyelvű szakirodalomban az „házasságközvetítő iroda” (marriage bureau), „összepárosító szolgáltatás” (match-making service), „vállalkozásajánló szolgáltatás” (business introduction service) fordulatokkal is találkozhatunk. Talán a legpontosabb magyar megfelelő a „befektetés-közvetítő ügynökség” elnevezés lehetne, a leggyörmölyesebbnek pedig a Makra Zsolt által javasolt „üzletiangyal-ügynökség” szókapcsolatot érezzük. A dolgozatban mindazonáltal az általános terminológiához illeszkedő „üzleti angyal hálózat” kifejezés használatánál maradtunk.

¹⁴² Ez az eredmény ellentétes Blatt és Riding (1996) következtetéseivel. Az ő értelmezésükben az üzleti angyal hálózatok végeredményben nem képesek javítani a piac működését, mivel az általuk nyújtott közvetítő szolgáltatás más típusú, mint az, amit Chan modelljének jól informált pénzügyi közvetítője nyújt. Azzal érvelnek, hogy az üzleti angyal hálózatok nem képesek átvállalni a keresés összes költségét, csupán a vállalkozó és a befektető közötti első kapcsolatfelvételt könnyítik meg. A projekt minőségének feltárása továbbra is az üzleti angyal feladata marad, így ő viseli ennek költségeit. Az az alapvető probléma ezzel a megközelítéssel, hogy Blatt és Riding nem ismeri fel, hogy az egyensúlyi allokáció javításához nem is szükséges, hogy az üzleti angyalok keresési költsége zéróra csökkenjen. Nem is kell ezt elvárni az üzleti angyal hálózattól, és pontosan azért nem, mert nem pénzügyi közvetítő intézménnyről van szó, ahogy azt a szerzők maguk is (helyesen) megállapítják. Mi viszont az üzleti angyalokat is integráló, továbbfejlesztett modellben bebizonyítottuk, hogy a hatékonyság növeléséhez elegendő a

3.3 ábra Az üzleti angyalok keresési költségének csökkenése javítja az egyensúlyi allokációt



Forrás: a szerző saját szerkesztése

3.3.7 A modell korlátai

A modell egyik hiányossága, hogy a **befektetések preferált méretével kapcsolatos különbségek kezelésére nem alkalmas**, ugyanis a projektekbe befektethető tőke felső korlátja (S) minden projekt esetén egyenlő. Mégis, amennyiben a pénzügyi közvetítők szerepét az információ újrahasznosíthatósága miatt elért komparatív előny felől közelítjük meg, azt mondhatjuk, hogy éppen a befektetés méretén keresztül oldható fel az a látszólagos ellentmondás, amit az üzleti angyalok bekapcsolódása révén elért hatékonyság növekedés jelent. A pénzügyi közvetítés előnye ugyanis ebben a megközelítésben azon alapszik, hogy általában hatékonyabb megoldást jelent, ha a nagyszámú forrástulajdonos alappá szerveződve rábízza egy közvetítőre az

befektetők számára csupán csökkenteni a keresés költségét. Ehhez pedig az üzleti angyal hálózatok jelentősen képesek lehetnek hozzájárulni: többek között intenzívebb szűréssel, a vállalkozók és projektek „felkészítésével” a befektetés fogadására, illetve a bizalom légkörének megteremtésével.

információgyűjtés költséges feladatát, mintha egyenként igyekeznének összegyűjteni a vállalkozás megítéléséhez szükséges információkat. Az üzleti angyalok által befektetett pénz nagyságrendje azonban illeszkedik az induló vállalkozások tőkeigényéhez, így nem keletkezhet információs redundancia (Makra-Kosztópulosz 2005).

A modell további korlátját jelenti, hogy – egyperiódusos lévén – **nem képes a döntések távolabbi hatásait, a finanszírozási szakaszok egymásra épülését figyelembe venni.** Ennek különösen abból a szempontból van jelentősége, mivel az innovatív, növekedésorientált kisvállalkozások fejlődési pályájának tulajdonosi tőke típusú finanszírozása rendszerint eltérő sajátosságokkal jellemezhető (kockázat, vállalati igények) szakaszokra bomlik, és az egyes szakaszok mögött rendszerint más és más finanszírozók állnak.¹⁴³

Végül, a modell keretei között **nem vizsgálható a kockázattőke-befektető finanszírozáson túllépő értékteremtő közreműködésének aspektusa sem,** holott egyrészt ez fontos lehet a vállalkozó arról hozott döntésében, hogy hajlandó-e külső tőkét bevonni, másrészt az aktív bekapcsolódás befolyásolhatja a megvalósuló projekt végső sikerének esélyeit is.¹⁴⁴

¹⁴³ Chemmanur és Chen (2003) dinamikus megközelítést alkalmazva modellezi finanszírozási szempontból a vállalkozások fejlődésének egyensúlyi pályáját, az egyes mérföldkövek optimális szerződéstípusait valamint a döntések távolabbi kihatásait.

¹⁴⁴ Casamatta (2003) a kockázati tőkések duális (finanszírozó és fejlesztő) szerepét igyekszik modellezni. A modellben belátható, hogy még abban az esetben is érdemesebb kockázati tőkéshez fordulnia a vállalkozónak, amennyiben rendelkezésére áll a projekt elkezdéséhez szükséges tőke, mintsem, hogy maga finanszírozza a projektet egy külső tanácsadó segítségével támaszkodva. Casamatta azt is megmutatja, hogy amennyiben egy projektnél a szükséges kezdő befektetés kicsi a generált cash flow-hoz képest, akkor a külső tulajdonosi tőke bevonása az optimális. A modell szerint az optimális szerződés típusa is függ attól, hogy mekkora a külső finanszírozó befektetésének nagysága. Ha a kockázati tőkés által befektetett összeg viszonylag kicsi, akkor ő maga egyszerű törzsrészcéget fog kapni, míg a vállalkozó elsőbbségi részvényhez jut. Ha viszont nagy a tőkeigény, akkor az az optimális, ha a befektető átváltható kötvényt vagy elsőbbségi részvényt kap, a vállalkozó pedig törzsrészcéget.

3.4 Az intézményesült és az informális kockázatitőke-piac komplementaritása

Az intézményesült és az informális kockázatitőke-piac nem egymástól függetlenül működnek, hanem szoros szálakkal kötődnek egymáshoz (Makra-Kosztópulosz 2004a). Az üzleti angyalokat is integráló, továbbfejlesztett modell egyik sugallata az volt, hogy az üzleti angyalok és az intézményi kockázatitőke-befektetők egymáshoz való viszonyát nem elsősorban a verseny, hanem sokkal inkább a komplementaritás jellemzi. Rendszerint azonban az informális és az intézményesült kockázatitőke-piac közötti kapcsolat egyetlen aspektusáról tesznek említést, jelesül arról, hogy az **üzleti angyaloktól megszerzett forrásnak áttételes hatása** van abban az értelemben, hogy vonzóbbá teszi a vállalkozást más lehetséges finanszírozók számára is. Így az angyalok befektetései fokozzák az intézményi kockázati tőke érdeklődését is az erre méltónak talált vállalkozások iránt (Van Osnabrugge-Robinson 2000). Ez az áttételes hatás más pénzügyi közvetítők vonatkozásában is tapasztalható: az üzleti angyalok a befektetés révén a vállalkozást hitelképesse tehetik¹⁴⁵ (Osman 1998), sőt találkozunk olyan esetekkel is, hogy a finanszírozásba bekapcsolódó üzleti angyal mintegy járulékos szolgáltatásként, személyes garanciavállalásával teszi lehetővé a vállalkozás számára bankhitel felvételét (Van Osnabrugge-Robinson 2000).

Azonban az informális és az intézményi kockázatitőke-piac egymást kiegészítő működése nem korlátozódik csupán a fenti áttételes hatásra. A komplementaritás egyéb formái szintén fontosak lehetnek a kockázatitőke-piac kiegyensúlyozott fejlődésében. Ezek magukban foglalják az egymásra épülő befektetéseket a vállalkozások fejlődésének különböző szakaszaiban, a közös befektetéseket, ügyletek átirányítását (deal referral) valamint az üzleti angyalok speciális kockázatitőke-alapokba történő befektetéseit¹⁴⁶ (Harrison-Mason 2000). Megalapozott érvek szólnak amellett, hogy az

¹⁴⁵ Ezért is lehetséges az, hogy olyan nagy kereskedelmi bankok, mint például a NatWest, a Lloyds TSB vagy a Bank of Scotland érdekeltnek érzik magukat az informális kockázatitőke-befektetések ösztönzésében.

¹⁴⁶ Néhány kockázatitőke-cég arra tesz kísérletet, hogy a magas jövedelmű magánszemélyek számára vonzóvá tegye az általa kezelt alapba történő befektetést. Bizonyos értelemben ez is a komplementaritás egy fajtáját jelenti, azonban az ilyen típusú befektetést választók a továbbiakban nem tekinthetők üzleti angyaloknak. Ez a forma különösen azon magánbefektetők számára lehet csábító, akik a befektetési lehetőségek felkutatásában hátrányban vannak (idő- vagy információhiány miatt), illetve az olyan potenciális angyalok számára, akiket egyébként elriaszt az önálló, közvetlen befektetéstől az, hogy úgy érzik, nem képesek megfelelően értékelni a befektetési lehetőségeket, illetve nyélbe ütni az ügyletet.

ilyen, sajátos munkamegosztásra épülő kapcsolat kialakulása kedvező mind az informális, mind pedig az intézményi kockázatitőke-piac szempontjából.

Az informális és az intézményi kockázatitőke-piac egymást kiegészítő szerepének első és legkézenfekvőbb megnyilvánulása a vállalkozás életszakaszonként eltérő finanszírozási igényeivel függ össze. A vállalkozás által követett fejlődési folyamatnak rendkívül sokféle szakaszolásával találkozhatunk a szakirodalomban, ezek egy lehetséges szintetizálására tettünk kísérletet a 3.4 ábrán bemutatott felosztással, ahol a jellemző nyereség profilt és a szakaszokhoz tartozó tipikus részesedésfinanszírozási módot is feltüntettük. Az ábrán szaggatott vonalakkal jelöltük a finanszírozó szempontjából kedvezőtlenebb lefutású életgörbéket, ezzel is hangsúlyozva a növekedési pálya finanszírozásának kockázatosságát.¹⁴⁷ Látható, hogy az üzleti angyalok a vállalkozás életének korai, gyakran legkritikusabb szakaszában játszanak szerepet, és miután a vállalkozás az első akadályokat sikeresen véve lendületet vesz, akkor adják át a stafétabotot az intézményi kockázatitőke-befektetőknek.

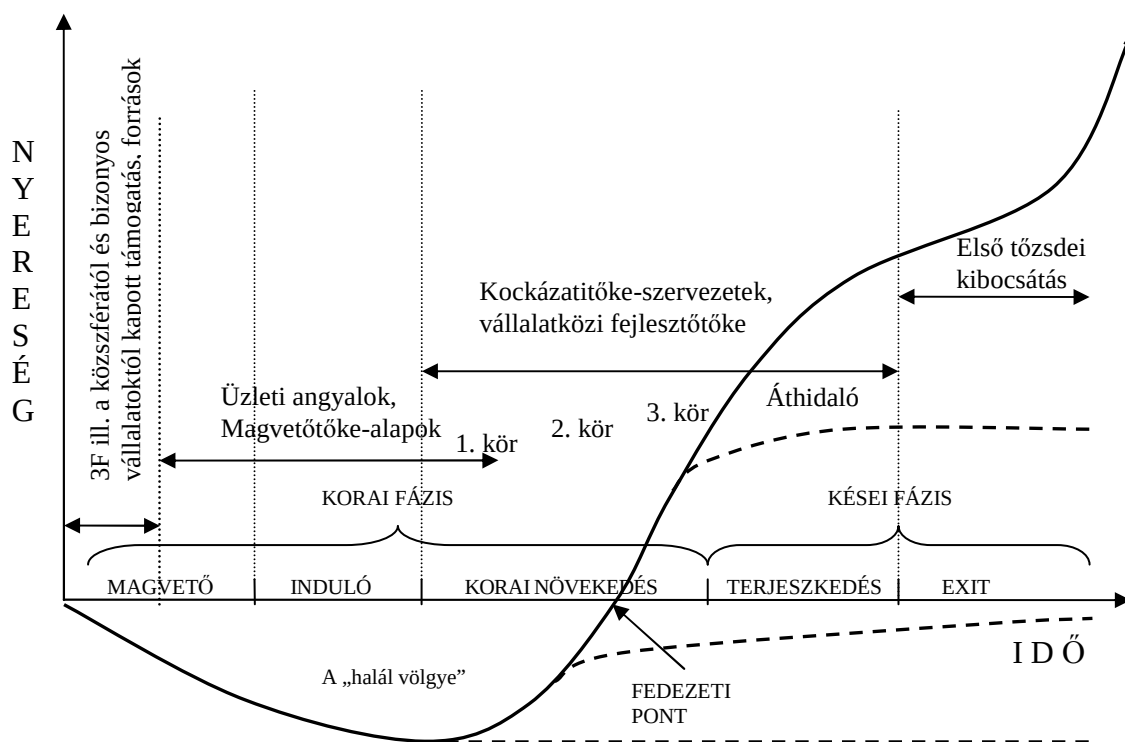
A kockázati tőke intézményes és informális szegmense közti **munkamegosztás** legtisztább formájában az Egyesült Államok kockázatitőke-piacán bontakozott ki, ahol az informális kockázatitőke-piac kisebb méretkategóriájú és a korai fázist finanszírozó befektetéseket végez, különösen a technológia alapú vállalkozások körében, az intézményi kockázatitőke-iparág pedig a nagyobb szabású második körös és rákövetkező szintű tőkebefektetésekre fókuszál¹⁴⁸ (Karsai 2000). Ezt a folyamatot követhetjük nyomon az immár iskolapéldának számító *Amazon.com* amerikai internetes cég finanszírozási kronológiáján keresztül (3.5 ábra). A példa arra is rámutat, hogy milyen nélkülözhetetlen szerepet töltenek be az induló cégek finanszírozásában a 3F-től származó „majdnem-belső” források, és hogy milyen szédítő profitlehetőségeket rejt magában a valóban kiugró növekedési potenciál.

Harrison és Mason (2000) szerint az ilyen „passzivitásra ítélt” üzleti angyaloktól történő forrásgyűjtés a klasszikus kockázatitőke-befektetési tevékenység továbbélésének egy lehetséges eszköze.

¹⁴⁷ A legmélyebben berajzolt szaggatott vonallal jelölt növekedési minta egy sikertelen fejlesztést reprezentálhat. A felette futó szaggatott vonal arra mutat példát, amikor az innovációt a piac nem ismeri el. A felső nyereségséma a növekedésben különféle okokból megtorpanó vállalkozást jelölheti (pl. családi vállalkozás óhajt maradni, ezért nem engedi ki a vállalkozás feletti ellenőrzési jogot a kezéből).

¹⁴⁸ Egy az USA-ban elvégzett felmérés arról számolt be, hogy az intézményi kockázati tőkések által finanszírozott vállalkozások 35 százaléka korábban, további 11 százalékuk egyidejűleg üzletiangel-befektetésben is részesült (idézi Mason-Harrison 1999). Fenn, Liang és Prowse (1998) kutatásai szerint az USA-ban a tőzsdei nyilvános részvénykibocsátást végrehajtó high tech cégek több mint fele kapott korábban angali tőkét – idézik Madill és szerzőtársai (2005: 127).

3.4 ábra A vállalkozás fejlődési szakaszai és a tipikus részesedésfinanszírozási módok



Forrás: Kosztópulosz és Makra (2005a: 331)

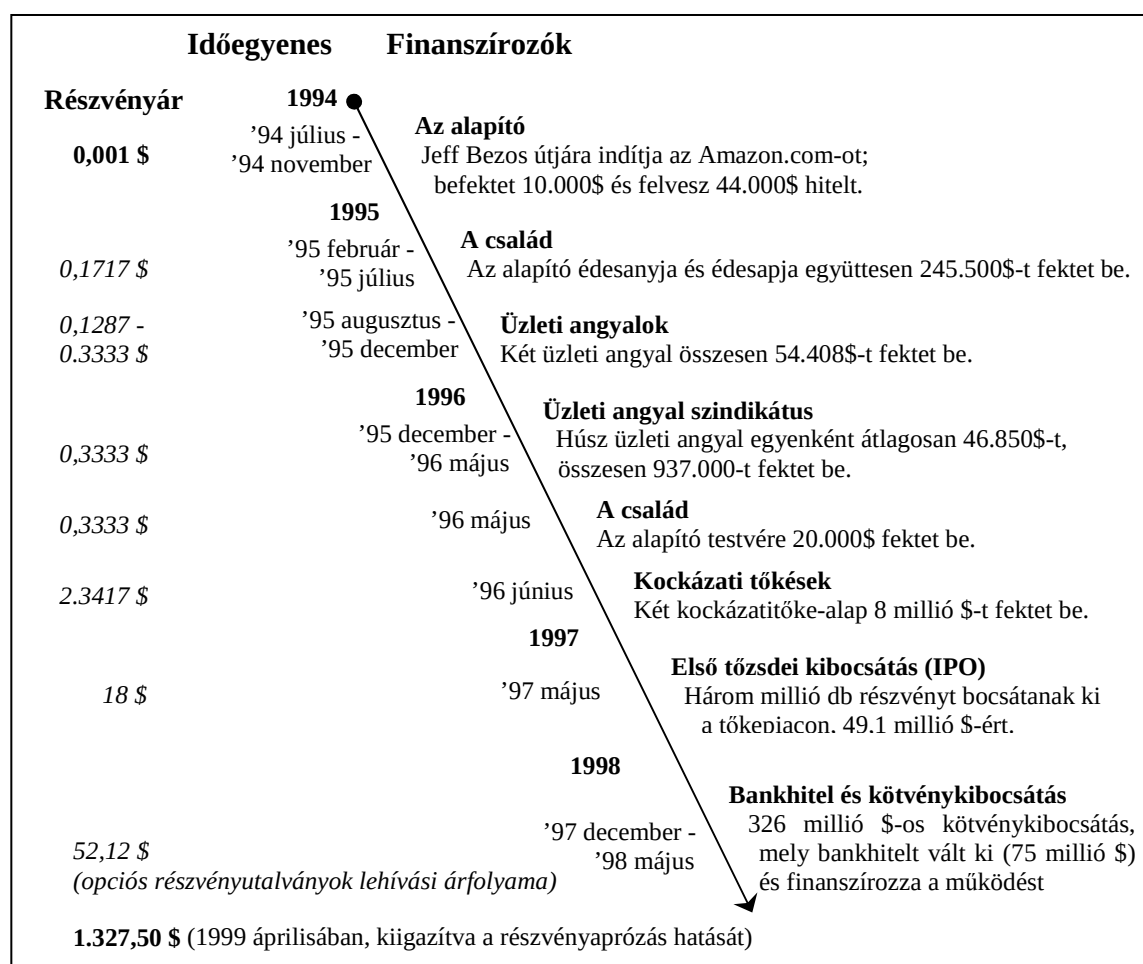
Egy kanadai kutatás során megállapították, hogy a mintában szereplő, üzleti angyalok által finanszírozott cégek 57 százaléka intézményi kockázati tőkésektől is befektetéshez jutott, ugyanakkor azok körében, akik nem jutottak angyali tőkéhez, kevesebb mint 10 százalék volt az intézményi kockázati tőkét elnyert vállalkozások aránya (Madill és szezőtársai 2005). A kapcsolat szorosságát kontrollváltozók felvételével is tesztelték, és az eredmények alátámasztják, hogy **az intézményi kockázati tőke-befektetés elnyerése és a megelőző üzleti angyal-finanszírozás között szignifikáns kapcsolat áll fenn.**¹⁴⁹ A szerzők ezt több tényezővel magyarázzák. **Először is**, az, hogy egy vállalkozó hajlandó volt üzleti angyalt tulajdonostársként bevonni, jelzi, hogy nyitottabban viszonyul a részesedésfinanszírozás felé. **Másodszor**, az angyalok képesek megtalálni azokat a nagy növekedési képességű vállalkozásokat, amelyek az intézményi kockázati tőkések számára is vonzóak. **Harmadszor**, az is elképzelhető, hogy az üzleti angyalok értékteremtő közreműködése révén a vállalkozás sikeresebben növekszik, és ezért jut könnyebben hozzá az intézményi kockázati tőke-befektetéshez. **Negyedszer**, az üzleti

¹⁴⁹ Az intézményi kockázati tőke-befektetők által kiszemelt cégek közel 37 százaléka nem vont be korábban angyali tőkét, tehát természetesen az üzleti angyal finanszírozás nem jelenti szükséges feltételét az intézményi kockázati tőke-befektetés elnyerésének.

angyal anyagi elköteleződése egyfelől megerősítést ad a vállalkozás hitelességének, másfelől mérsékli az információk aszimmetriát.

Egy nemrégiben publikált kutatási eredmény arra enged következtetni, hogy a hazai technológia alapú induló vállalkozások finanszírozásában is megjelenik ez a fajta egymásra épülés, ugyanis a felmérés mintájában szereplő tíz, intézményi kockázatitőke-befektetésben részesült hazai high-tech cég közül négy nyilatkozott úgy, hogy kapott korábban angyali tőkét (Szerb-Varga 2002).

3.5 ábra Az Amazon.com finanszírozásának kronológiája (1994-1999)



Forrás: Van Osnabrugge és Robinson (2000: 59)

A két piaci szegmens közti munkamegosztás **kölcsönös előnyöket hordoz**. Egy hatékony és fejlett informális kockázatitőke-piac mellett több befektetési lehetőség adódhat, ennél fogva növekedhet a kockázatitőke-iparág intézményei elé kerülő jó

minőségű, „előszűrt” befektetési javaslatok száma, lehetővé téve, hogy csökkenjenek az átvilágítással kapcsolatos tranzakciós költségek. Ezzel párhuzamosan az üzleti angyaloknak is szükségük van a pezsgő intézményi kockázatitőke-piacra ahhoz, hogy az általuk finanszírozott és a fejlődés egy következő mérföldkövéhez érkező vállalkozások friss tőkeinjekcióhoz juthassanak. Az újabb befektetés lehetővé teheti a gyors ütemű fejlődés fenntartását a vállalat számára, egyúttal esélyt ad az üzleti angyal számára a kiszállásra és a tőkejövedelem realizálására.

A komplementaritás egy következő megnyilvánulási formája lehet, amennyiben az üzleti angyalok (mint társbefektetők) az intézményekkel **párhuzamosan fektetnek be**. Ennek során a kockázatitőke-szervezetek menedzserei egyfelől felhasználhatják az angyalok iparági ismereteit, műszaki-technológiai tudását vagy vállalkozói tapasztalatait a befektetési lehetőségek átvizsgálásának szakaszában. Másfelől, a portfólió cég útjának egyengetése, ellenőrzése a befektetést követően is kevesebb időt és energiát emészt, hiszen a menedzser erőfeszítéseinek egy részét az üzleti angyal aktív közreműködése kiválthatja. Az üzleti angyalok mint társbefektetők tehát a kockázatitőke-alapok számára csökkentik a kisebb összegű befektetés relatíve magas fajlagos költségét. Természetesen az angyal számára is előnyös lehet a kockázatitőke-intézmény oldalán végzett közös befektetés, hiszen ezáltal jobb minőségű befektetési lehetőségekhez juthat, alacsonyabb kockázat mellett. A társbefektetés emellett az üzleti angyalok által elérhető ügyletek felső összeghatárát is megemeli, és ez főleg ott lehet hasznos, ahol a magánbefektetői szindikátusok létrehozására korlátozott a lehetőség (Harrison-Mason 2000).

A két piac együttműködése az ügyletekre vonatkozó **információk megosztásában, átadásában** is formát ölthet. Így például a kockázatitőke-cégek számára az üzleti angyalokkal fenntartott élő kapcsolat lehetőséget ad arra, hogy átirányítsák azokat a befektetőt kereső vállalkozásokat, amelyek – noha elvileg finanszírozhatók lennének – nem illeszkednek az alap befektetési kritériumrendszeréhez a méret, az életszakasz vagy a szektor tekintetében. Az üzleti angyalok pedig az intézményi befektetők figyelmébe ajánlhatnak olyan ügyleteket, amelyek kívül esnek a rendelkezésre álló forrásaik által megszabott kereteken vagy az érdeklődési területükön. Ezáltal bővíülhet a kockázatitőke-szervezetek látóterébe kerülő viszonylag jobb minőségű befektetési lehetőségek köre. Hazánkban az együttműködés egy sajátos formája alakult ki: a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület egyéni tagjai sorában néhány üzleti angyalt

is találunk, ami valószínűsíti az informális és intézményi kockázatitőke-piac közötti információáramlás meglétét, és a két piac bizonyos mértékű összefonódását.

3.5 Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázatitőke-piac élénkítésében

Az üzleti angyalokat is integráló, továbbfejlesztett modell alapján azt a következtetést fogalmaztuk meg, hogy **minél kisebb az üzleti angyalok keresési költsége, annál nagyobb mértékben képesek javítani az egyensúlyi allokációt.** Az informális kockázatitőke-piacon azonban a partnerkeresés hosszadalmas és költséges folyamat. Ebben a jelenségben valójában a piac alapvető természete tükröződik: ez egy óriási bújócska, amelyben mindenkinek be van kötve a szeme (Gaston 1989: 4). Az informálisan befektetők (méltányolható okokból) a névtelenségbe burkolóznak, és rejtőzködésük következtében láthatatlanok maradnak. Ellentétben a kockázatitőke-szervezetekkel, nincsenek felsorolva címjegyzékekben és a „Sárga Oldalak”-ban sem szerepelnek. Emiatt egy vállalkozó számára a lehetséges finanszírozó felkutatása gyakran nem vezet eredményre, vagy annyira elhúzódik, hogy az üzleti elképzelés időközben elveszti versenyképességét. Hasonló helyzetbe kerülhetnek az ígéretes befektetési lehetőségek után kutató magánszemélyek is, amiben az is szerepet játszik, hogy a vállalkozók nem szívesen árulják el féltett üzleti ötleteiket. A befektetőnek általában nem ez a főtevékenysége, hanem ad hoc módon és passzívan közelít a befektetéshez, többnyire barátok, üzlettársak információira, ajánlataira támaszkodva. Így sokszor csakis a vakszerencsétől függ, hogy milyen minőségű és mennyiségű befektetési ajánlat kerül az üzleti angyalok látókörébe. Ezek a körülmények kedvét szeghetik mind a vállalkozóknak, mind pedig a potenciális befektetőknek.

A piac alacsony hatékonyságú működését leginkább az jelzi, hogy egyik oldalon az angyalok rendre arról számolnak be: szívesen vállalkoznának több befektetésre, ha olyan befektetési ajánlatokat tennének eléjük, amelyek megfelelnek az elvárásaiknak,¹⁵⁰

¹⁵⁰ Az Egyesült Királyságban 10 informális befektető közül 7-9 többet is befektetne, amennyiben nagyobb számban bukkanna megfelelő befektetési lehetőségekre. Számos informális befektető jelentős mennyiségű befektetésre váró forrással rendelkezik, ez a kihasználatlan tartalék majdnem háromszorosa a megelőző három évben végrehajtott befektetések összegének (Harrison-Mason 1996a).

miközben a másik oldalon a növekedésorientált fiatal kisvállalkozások tőkehiányra panaszkodnak. Az sem meglepő, hogy a befektetők nagyjából **elégedetlenek a létező kommunikáció csatornákkal** (Harrison-Mason 1996a).

Az informális kockázatitőke-piac élénkebb működéséhez a hatékonyságot gátló tényezők lebontásán keresztül vezet az út. A vállalkozók és a befektetők között tátongó „információs szakadék” áthidalása információközvetítő intézmények létrehozásával, vagyis az informális piac bizonyos fokú „formalizálásával” érhető el. Ezek a közvetítő intézmények, általánosan használt terminológiával: üzleti angyal hálózatok egyfajta **információs csatornát képeznek a befektetni szándékozó üzleti angyalok és a kockázati tőkét kereső kisvállalkozások között**. Működésükkel az informális kockázatitőke-piac alacsony hatékonyságának két fő okára igyekeznek gyógyírt találni, nevezetesen: az üzleti angyalok rejtőzködő magatartására, valamint a (mindkét oldalt sújtó) tetemes keresési költségekre. Szolgáltatásaikkal lehetővé teszik a vállalkozók számára, hogy projektjeiket egyidejűleg több befektetőnek is bemutathassák. Ugyanakkor a befektetési lehetőségek gazdag választékát kínálják az üzleti angyalok számára, miközben biztosítják számukra az anonimitás megőrzését is egészen a keresési folyamat végéig, a tárgyalások megkezdéséig.

Az üzleti angyal hálózatok sikeres működése **több csatornán keresztül is hozzájárulhat a piac és a vállalkozások fejlődéséhez** (Harrison-Mason 1996b):

- Megkönnyítik a vállalkozók és a befektetők egymásra találását, és ezzel általában véve emelik az informális befektetési aktivitás szintjét.
- Mivel a legtöbb üzleti angyal aktívan bekapcsolódik a vállalkozás életébe, a közvetítő intézmények nemcsak tőkéhez, hanem egyéb erőforrásokhoz is hozzájuttatják a vállalkozást (pl. kapcsolatok, értékes tapasztalatok és know-how).
- Olyan szolgáltatásokat nyújthatnak a vállalkozók és (szűkebb körben) a befektetők számára, amelyek önmagukban is értékesek, még akkor is, ha végül nem jön létre a befektetési ügylet.
- Az intézmény által megkönnyített befektetés következtében mintegy másodlagos hatásként lehetővé válik a cég számára, hogy további (hitel vagy tőke) forrásokhoz jusson a kezdő befektetésre támaszkodva.
- Hozzájárulnak az informális kockázatitőke-piac minél szélesebb körben történő megismertetéséhez, a téma a tevékenységük révén bekerülhet a köztudatba, az üzleti angyal-befektetés a finanszírozási kultúra részévé válhat.

3.5.1 A hálózatok működése: szolgáltatások és ügyfelek

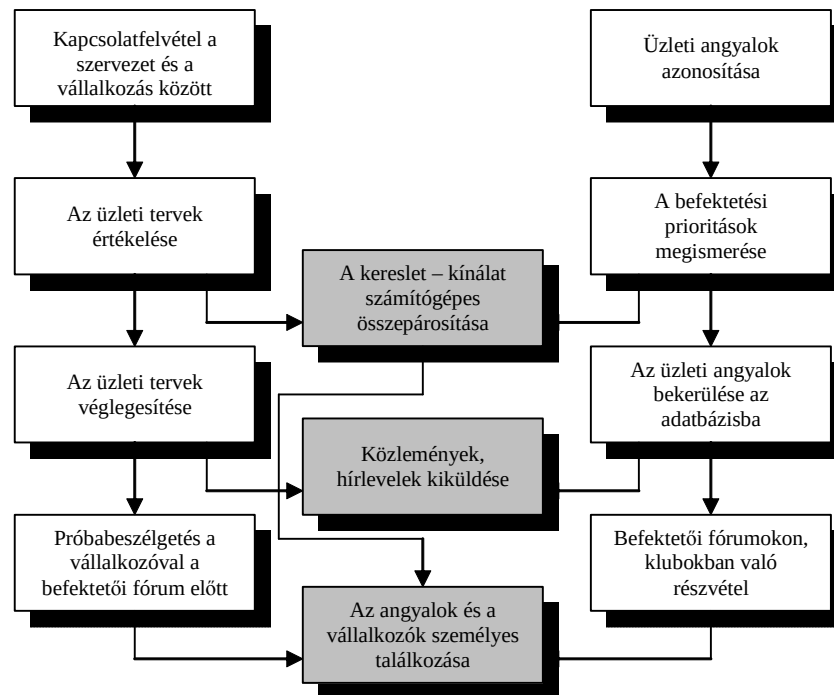
A hálózatok az üzleti világban egyfajta „házasságközvetítő” irodaként működnek. Alapvető feladatuk a befektetők és a vállalkozások egymásra találását segítő, ún. közvetítő, „összepárosító” szolgáltatások nyújtása (3.6 ábra). Ezek egyik formája az **elektronikus vagy internetes** közvetítés (Osman 1998). A befektető és a vállalkozó a szervezet honlapján megadja az általa preferált befektető/befektetés jellemzőit, így bekerül egy elektronikus adatbázisba. A számítógép összepárosítja a megfelelő partnereket úgy, hogy az anonimitást a folyamat végéig, a személyes találkozáig megőrzi. Hatékonysága nagyban függ az adatbázis minőségétől. A módszer hátránya, hogy azt feltételezi a befektetőkről, hogy pontosan meg tudják határozni befektetési kritériumaikat, pedig általában csak azt tudják megfogalmazni, hogy mibe nem kívánnak fektetni.

A **„Befektetési közlemények”** nyomtatott formában rendszeresen megjelenő információs kiadványok, tájékoztatók. Közülük néhány teljes üzleti terveket, mások a befektetési lehetőségekről készült összefoglalókat tartalmaznak. Előnyük, hogy a leendő angyal maga választhatja ki befektetési célpontját. Hátrányuk, hogy a kiadványok csak bizonyos időközönként jelennek meg és nem személyre szabott információt szolgáltatnak (Mason-Harrison 1996c, Klandt és szerzőtársai 2001).

A közvetítés harmadik formáját a rendszeres időközönként (általában havonta) megrendezett **befektetői fórumok, üzleti angyal klubok** jelentik, ahol a vállalkozó maga mutatja be a vállalkozást, felvázolja az új ötletet, az innovatív projektet. Lehetőség van személyes kapcsolatfelvételre, ezért fontos az első benyomás, a vállalkozó előadói képessége¹⁵¹. Az anonimitás megőrzését ez a forma csak részlegesen biztosítja. A hálózatok a különböző típusú közvetítő szolgáltatásokat gyakran egymásra építve használják.

¹⁵¹ Mason és Harrison (2000b) érdekes kísérletete, melynek során az üzleti angyalok reakcióit figyelték meg egy bemutatózó vállalkozás videófelvevételének lejátszása közben, alátámasztja, hogy a prezentáció minősége alapvető fontosságú a befektetők megnyerése szempontjából. Az eredmények azt mutatják, hogy a sikeres prezentációhoz nem elsősorban a termék vagy a technológia részletes bemutatására, hanem az üzleti elképzelések meggyőző átadására van szükség, és elengedhetetlen, hogy a vállalkozó a bemutató során megadja a választ minden olyan kérdésre, amire a befektető kíváncsi.

3.6 ábra A közvetítés általános folyamata



Megjegyzés: szürke színnel a közvetítés három általános formáját emeltük ki

Forrás: Kosztopolosz és Makra (2004: 96)

Az üzleti angyal hálózatok stratégiája arra irányul, hogy **minél több ügyféllel** – tőkét kereső vállalkozóval és befektetővel – építsenek ki kapcsolatot. A tagok egy kritikus tömege mindenképpen szükséges a napi működés biztosításához és az intézmény fennmaradásához, a kitűzött hosszabb távú célok megvalósítása (az informális kockázati tőkepiac élénkítése, a vállalkozói kultúra erősítése stb.) azonban csak az ügyfélkör folyamatos bővítésével érhető el. Az **ügyfelek toborzásának** legáltalánosabb módja bemutatkozó szemináriumok szervezése, cikkek, hirdetések, saját kiadványok megjelentetése, a vállalkozók személyes felkeresése és a direkt marketing eszközeinek alkalmazása (EBAN 2002, EC 2003e). A helyi bankokkal¹⁵², pénzügyi és vállalkozásfejlesztési intézményekkel, könyvelőkkel, brókerekkel kialakított szoros együttműködés további lökést adhat az ügyfelek felkutatásának.

¹⁵² A kereskedelmi bankok többféle módon is hozzájárulhatnak a hálózatok hatékonyabb működéséhez (Mason-Harrison 1996e). A választható stratégiák a bekapcsolódás intenzitása szerint csoportosítva a következők lehetnek: (i) a bank és a létező közvetítő szolgáltatást nyújtó intézmények együttműködése; (ii) a bank szponzorálja a hálózat működését; (iii) a bank önállóan vagy más szereplőkkel közösen maga hoz létre közvetítő szolgáltatást nyújtó intézményt. A nemzetközi gyakorlatban mindhárom módra van példa.

A közvetítő szolgáltatást nyújtó intézmények egy része etikai követelményrendszert, egyfajta viselkedési kódexet dolgozott ki a résztvevők közötti bizalom és együttműködési hajlandóság erősítése érdekében. A belga nemzeti üzleti angyal hálózat (BeBAN) **etikai kódexben** szabályozta a titoktartás, a felek közötti információáramlás és szerződéses kapcsolat kérdéseit. A szabályzat az intézmény kötelezettségeit is meghatározza: kétes eredetű tőkével rendelkező befektetőket nem fogadhat a tagjai közé, és nem szerezhet 5 százaléknál nagyobb részesedést a tőkét kereső vállalkozásban (Saublens-Reino 2002, EC 2003e).

3.5.2 Az üzleti angyal hálózatok finanszírozása

A hálózatok létrejötte **piaci vagy kormányzati kezdeményezések**, illetőleg a magán- és közszféra együttműködésének az eredménye. Működésüket és sikerességüket a rendelkezésre álló források – a közszféra, a szponzorok támogatása és a saját bevételek – színvonala és összetétele nagyban meghatározza (3.5 táblázat). A központi, regionális (szövetségi, tartományi) és helyi kormányzatok illetve szervezeteik a nonprofit hálózatok jelentős részét támogatják.

A magánszférából kikerülő támogatók főként olyan pénzpiaci szereplők: bankok, tőzsdék, befektetési társaságok, könyvvizsgálók stb., akik érdekeltek az informális kockázatitőke-piac fejlesztésében, mert jövőbeli ügyfeleiknek tekintik a tőkefinanszírozást kapott vállalkozásokat. A támogatói hajlandóság azonban rendkívül ingtag, nagy mértékben függ az „adakozó” pénzügyi helyzetétől. A szponzori szerződések így csak rövid távú pénzügyi tervezést tesznek lehetővé a szervezetek számára (Mason-Harrison 1996d).

A hálózatok **saját bevételei** az ügyfelek befizetéseiből származnak. A regisztrációs illetve éves díjak általában magukban foglalják az adatbázisba való bekerülést, azaz a közvetítési folyamatban való részvételt. A sikeres partnerkeresés után az intézmények gyakran számítanak fel díjat (sikerdíj) a befektetett tőke nagyságának arányában is.

3.5 táblázat Néhány üzleti angyal hálózat bevételeinek megoszlása 2003-ban

Név	Jellemzők	Díjak		Néhány magánszponzor	Közszféra támogatása
		befektetőknek	vállalkozóknak		
NBAN	nemzeti szintű, non profit Anglia	125 £+VAT éves tagdíj	225 £+VAT bekerülni az adatbázisba	London Stock Exchange, Bank of England	Központi kormányzat
LINC Scotland	nemzeti szintű, non profit Skócia	150 £ éves tagdíj	100 £+VAT regisztrációs díj 1% sikerdíj (min. 500 max. 2000 £+VAT)	Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB, Bank of Scotland	Európai Regionális Fejlesztési Alap
NeBIB	nemzeti szintű, profitorientált Hollandia	1250 € regisztrációs díj/év	1250 € regisztrációs díj/ év 2 % sikerdíj	nincs	nincs
N.B.A.	regionális, non profit Németország	nincs	nincs	HypoVereinsbank, KPMG, Siemens	A bajor tartomány kormányzata
I2	nemzeti Ausztria	90 € közvetítési díj	390 €/ féléves tagdíj, 1% sikerdíj 150 000 € összeg felett, alatta 700-2200 € sikerdíj	Acquisition Services, TPA	Oszták Gazdasági Szolgáltatások Kft
Business Angels Pty. Ltd.	nemzeti, profitorientált Ausztrália	225 AU\$/ év közvetítési díj, 450 AU\$/év többlet-szolgáltatásokkal, 2% sikerdíj	225 AU\$/ év közvetítési díj, 450 AU\$/év többlet-szolgáltatásokkal, 2% sikerdíj	nincs	nincs
ACE-Net	nemzeti, non profit USA	max. 450 \$ éves díj	max. 450 \$ éves díj	n. a.	Kaliforniai Állami Egyetem

Forrás: Kosztópulosz és Makra (2004: 97)

A befektetőkre és a vállalkozókra „kivetett” díjaknak **többféle hatása** is van. Egyrészt a szolgáltatások árai befolyásolják az ügyfélkör nagyságát és annak összetételét, vagyis az árpolitika determinálja a szolgáltatások iránti keresletet. Az ingyenes szolgáltatások előnye, hogy szélesebb körben elérhetőek, azonban a tapasztalatok alapján így a befektetési ajánlatok minősége is jóval alacsonyabb (Klandt és szerzőtársai 2001). Díjak felszámolása esetén csak azok a vállalkozók veszik igénybe a szolgáltatást, akiknek ténylegesen szükségük van rá, azaz egyfajta előszűrés valósul meg. Végül az

ingyenesség feladásának van egyfajta pszichikai hatása is: az ügyfelek arra következtethetnek belőle, hogy értékes, valóban hasznos szolgáltatásokról van szó (Mason-Harrison 1996c, 1996d). A sikerdíj használata a szolgáltató számára nagyobb kockázatot, de nagyobb bevételt is jelent, szemben a csak tag- illetve regisztrációs díjakra építő tarifarendszerrel.

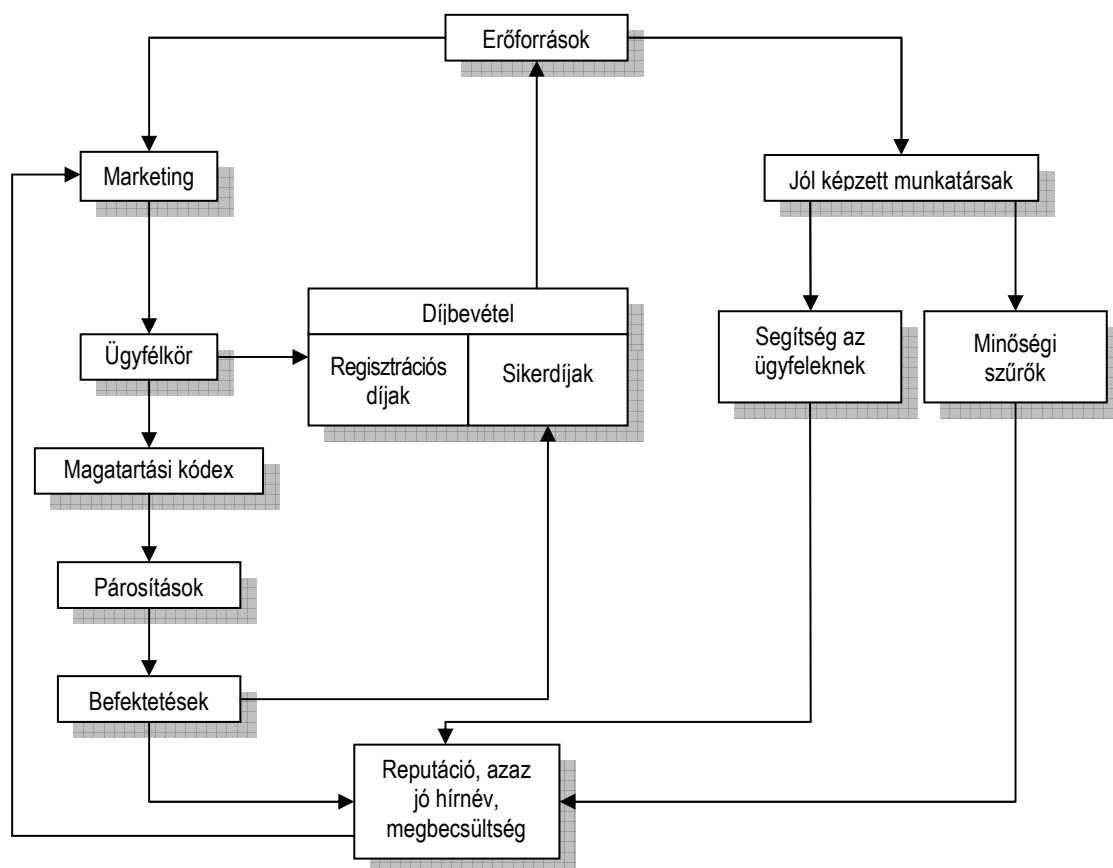
Részen finanszírozási összefüggései is vannak az üzleti angyal hálózatok eredményes működtetését leíró, úgynevezett „**reputációs modell**”-nek (3.7 ábra), mely egy, az Egyesült Királyságban végigvitt demonstrációs projekt tapasztalatait összegzi (Mason-Harrison 1996d). Az intézmény reputációját a középpontba állító modell¹⁵³ lépésről lépésre végigköveti azon ok-okozati lánc tényezőit, elemeit, ami a közvetítés pénzügyi forrásokkal való ellátottsága és a hálózati tevékenység kapcsolatfelvételekben és befektetésekben megnyilvánuló sikeressége között fedezhető fel.

Egy forrásokkal jól ellátott közvetítő intézmény elegendően nagy összeget fordíthat marketing tevékenységekre. Ez lehetővé teheti széles bázisú ügyfélkör kialakítását, ami növeli annak valószínűségét, hogy sikeresen egymásra találjanak az összeillő befektetők és vállalkozások, így ezáltal a befektetések megvalósulásának esélye is növekszik. Ez aztán másik oldalról hozzájárul a szolgáltatás reputációjának, azaz jó hírnevének, megbecsültségének erősödéséhez, amelynek hatására – mintegy visszacsatolásként – az ügyfélkör tovább szélesedik. Ezt a reputációs hatást kiegészítheti – a már említett – szigorú erkölcsi követelményeket mércéül állító magatartási kódex bevezetése is, amely elősegíti a bizalom kialakulását az intézmény irányában, majd rajta keresztül az ügyfélkör tagjai között. A nagy ügyfélkör pedig felduzzasztja a regisztrációs díjakból származó saját bevételeket, azaz méretgazdaságosabbá teszi a szolgáltatás nyújtását. A díjbevételek másrészt a beszedett sikerdíjak következtében is emelkednek. Egy forrásokkal bőségesen ellátott közvetítő intézmény képes jól képzett munkatársak csatornába állítására, és ez a profi stáb képes hatékonyan megszűrni a befektetési ajánlatokat, kirotálva közülük a gyengébb minőségűeket, illetőleg alkalmas arra is, hogy értékes segítséget nyújtson azoknak a vállalkozásoknak (és természetesen a befektetőknek is), akik ezt igénylik. Ennek hatása egyfelől újra az egymásra találások (és ennél fogva a létrejövő befektetések) valószínűségének növekedésében csapódik le,

¹⁵³ *Garmaise és Moskowitz (2003)* az informális pénzügyi hálózatok működését egy játékelméleti modell segítségével elemezte. Az eredmények azt mutatják, hogy a hosszú távú kooperáció kialakulása szempontjából a reputáció fenntartása kulcsfontosságú.

másfelől szintén hozzájárul a szolgáltatás reputációjának emelkedéséhez a vállalkozások és befektetők körében, elősegítve a régi ügyfelek megtartását és újak toborzását.

3.7 ábra Az üzleti angyal hálózatok működtetésének „reputációs modellje”



Forrás: Kosztopulosz és Makra (2004: 98)

3.5.3 A hálózatok tipizálása

Az üzleti angyal hálózatok, igazodva az „angyal piac” sokszínűségéhez, különböző formában működnek. Az elkülönítést három szempont alapján lehet megtenni. A működés **földrajzi kiterjedését** (a területi aggregáció szintjeit) figyelembe véve lokális-regionális, nemzeti és nemzetközi hálózatokat különböztetünk meg (Klandt és szerzőtársai 2001):

- **Lokális-regionális:** mint azt a 3.2 alfejezet végén kifejtettük, az informális kockázatitőke-befektetések általában lokálisan/regionálisan szerveződnek, emiatt sokan a helyi vagy regionális szinten működő hálózatokat tartják

eredményesebbnek (Blatt-Riding 1996, Koppel 1996) A lokalitás lehetővé teszi a személyes kapcsolatok kialakulását, így ezek a szervezetek állnak leginkább közel az ügyfeleikhez. A hálózatok nagy többsége regionális szinten működik.

- **Nemzeti szintű:** a hálózatok működtetése során szerzett tapasztalatok azt mutatják, hogy a sikerhez nélkülözhetetlen az ügyfelek egy kritikus tömegének elérése, és ez gyakran az országos lefedettséget biztosító nemzeti szintű hálózatokkal valósítható meg (Landström-Olofsson 1996, Shorter 1996, Mason-Harrison 1999). Az ilyen típusú szervezetek általában a regionális hálózatokat fogják össze (pl. a LINC Scotland¹⁵⁴), vagy egyfajta szövetségi funkciót töltenek be (pl. a német BAND¹⁵⁵).
- **Nemzetközi hálózat:** a globalizáció és az egységesülő Európa által támasztott kihívásoknak egy határokon átívelő üzleti angyal hálózat tud megfelelni. Ezek a hálózatok lehetővé teszik a vállalkozók számára, hogy kilépjenek a nemzetközi porondra, az üzleti angyalok számára pedig, hogy esetleg külföldön is befektethessenek. Egy nemzetközi ernyőszervezet elősegíti az egyes nemzeti hálózatok együttműködését, és közös kutatásokat, konferenciákat szervez. Európában az EBAN¹⁵⁶ látja el ezt a funkciót.

Az Egyesült Királyságban, ahol európai viszonylatban a legaktívabbnak tekinthető az informális kockázatitőke-piac, a területi aggregáció szintjét, a finanszírozás módját és az általuk közvetített befektetések jellemzőit figyelembe véve az üzleti angyal hálózatoknak öt különböző csoportját azonosították (Mason-Harrison 1995). A **helyi bázisú, a közsféra által (és regisztrációs díjakból) finanszírozott szervezetek** általában „csak” közvetítő szolgáltatásokat nyújtanak a már megismert „konvencionális” formában. A vizsgált hálózatok fele (53 százaléka) lokális vagy regionális szinten működött. Hasonlóak a **nemzeti szintű, nem profitorientált intézmények**, amelyek szintén állami támogatással működnek. A hálózati felmérésben egyedül a LINC tartozott ehhez a kategóriához az Egyesült Királyságban. Mindkét állami támogatással működő hálózattípusról elmondható, hogy tipikusan olyan kis méretű befektetések létrejöttében közvetített, amelyek korai szakaszban lévő vállalkozásoknak nyújtottak tőkét, és a befektető magas hozzáadott-értékű fejlesztő tevékenységet valósított meg a vállalatnál.

¹⁵⁴ Local Investment Network Company.

¹⁵⁵ Business Angels Netzwerk Deutschland.

¹⁵⁶ European Business Angel Network (www.eban.org).

A **profitorientált**, magántulajdonban lévő – regionális és nemzeti szintű – **hálózatok** átlagosan nagyobb összegű befektetéseket valósítanak meg, mint a nem profitorientált intézmények. A befektetések több mint harmada az expanziós szakaszt finanszírozza. (Mason-Harrison 1995).

Az angol informális kockázatitőke-piac érdekes és nem tipikus szereplője az **intézményi arkangyal** (institutional archangel). Profitorientált szervezet, amely felkutatja, kiszűri és strukturálja a befektetési lehetőségeket, majd a hálózat tagjaiból befektetői szindikátusokat szervez. Munkadíját a tőkét kereső vállalkozásoktól kapja. Sok esetben olyan kockázatitőke-társaságokkal is együttműködik, amelyek „passzív” üzleti angyaloktól gyűjtenek forrásokat egy-egy alap felállításához.

A **profitorientált intézmények** különálló, kevésbé homogén és kis méretű csoportját alkotják az olyan szervezetek, amelyek többféle pénzügyi szolgáltatást is kínálnak vállalati ügyfelek részére, és **kiegészítő tevékenységként** végzik a partnerkeresést. Rendszerint kisebb méretű ügyleteket közvetítenek, helyi kötődésűek és szolgáltatásukat személyre szabottan igyekeznek végezni (Mason-Harrison 1995, Harrison-Mason 1996a, Coon 1996).

A tapasztalatok azt mutatják, hogy az üzleti angyal hálózatok létrehozása az informális kockázatitőke-piac fejlesztésének hatékony eszköze lehet. Jó példa erre **Németország**, ahol az üzleti angyal fogalom a BAND 1998-as létrehozásakor szinte teljesen ismeretlen volt, és három év alatt egy nemzetközi összehasonlításban is élénken működő piac jött létre. 2005 végén Németország 43 működő hálózatával az európai mezőnyben második helyen áll, könyvek és publikációk sokasága jelenik meg e témában. A német üzleti angyal hálózatok közel 1100 regisztrált angyal mellett jelentős szponzori bevételekről is beszámolhatnak, tehát az üzleti szférát is sikerült valamilyen formában érdekeltté tenniük (EBAN 2005a).

Az üzleti angyal hálózatok Európa többi országában is egyre nagyobb szerepet játszanak az informális kockázati tőke piacán, számuk az 1999-es 66-ról 2004 közepére 231-re nőtt, és hozzávetőlegesen 15 százalékuk profitorientált szervezatként működik (3.6 táblázat). A regisztrált aktív angyalok száma 2005 végén megközelítette a 13 000 ezer főt¹⁵⁷ (EBAN 2005b).

¹⁵⁷ Az EBAN felmérésében a válaszadási arány a tagszervezetek és hálózatok körében 49 százalék volt.

3.6 táblázat Az üzleti angyal hálózatok számának alakulása az európai országokban
(1999 – 2004 közepe)

Ország	1999	2000	2001	2002	2003	2004 közepe
Ausztria	1	1	1	1	1	1
Belgium	4	6	7	7	7	5
Csehország	0	0	0	1	1	2
Dánia	0	1	4	6	8	8
Egyesült Királyság	49	52	48	48	51	51 ¹
Finnország	1	1	1	1	1	1
Franciaország	4	13	32	48	48	40
Görögország	0	0	0	0	0	1
Hollandia	1	1	2	2	3	3
Írország	1	1	1	1	3	1
Izrael	0	1	1	1	2	2
Magyarország	0	0	0	0	0	1 ¹
Málta	0	0	0	0	1	1
Monaco	0	1	1	1	1	1
Lengyelország	0	0	0	0	0	1
Lettország	0	0	0	0	0	0
Luxemburg	0	0	0	0	0	1
Németország	1	43	36	40	40	40
Norvégia	0	0	1	1	3	7
Olaszország	2	5	12	11	10	12
Oroszország	0	0	0	0	1	4
Portugália	0	0	1	1	1	1
Spanyolország	0	1	1	2	3	11
Svájc	1	3	3	2	3	7
Svédország	1	2	2	2	9	28
Szlovénia	0	0	1	1	1	1
Törökország	1	1	1	1	1	2
EuBAN (nemzetközi) ³	0	0	0	0	0	1
Összesen	66	132	155	177	197	231

Megjegyzések: ¹Becslés, hivatalos adat nem áll rendelkezésre. ²A Magyar Innovációs Szövetség és az Innostart által szervezett Üzleti Angyal Klubot csak 2003-tól szerepeltetik a táblázatban, valójában azonban 2000 júniusa óta működik ³Az EuBan nemzetközi hálózat működési területe Belgiumra, Hollandiára és Németországra terjed ki, azonban természetesen csak egyszer szerepel az összesítésben.

Forrás: EBAN (2005b: 5)

A hálózatok közvetítésen túlmutató lehetséges szerepkörével, piacfejlesztő feladataival a 5.3 fejezetben foglalkozunk részletesen.

3.6 Néhány megjegyzés a vállalati angyalokról¹⁵⁸

A kockázatitőke-befektető nem kizárólag pénzügyi közvetítő vagy magánszemély lehet, hanem olyan termelő- vagy szolgáltató tevékenységet végző egyéb vállalat is, amely stratégiai lehetőséget lát a részesedésszerzésben. Napjainkban a **vállalközi fejlesztőtőke-befektetés** egyre jelentékenyebb szerephez jut az innovatív kisvállalkozások finanszírozásában és fejlesztésében, különösen az indulás szakaszában (3.7 táblázat)

A vállalati kockázati tőke (CV) fogalmát különböző aspektusokból is megragadhatjuk, mivel egy olyan területről van szó, amely több közgazdasági diszciplína metszetében helyezkedik el (Biczók-Kosztópulosz 2005). Legalább annyira megköveteli a pénzügyi megközelítést, mint a stratégiai menedzsment és az ipargazdaságtan szemléletmódját. Az alábbi definíciók más-más részletre helyezik a hangsúlyt.

A vállalati kockázatitőke-befektetések mindazon üzleti lehetőségek keresését, kiválasztását, menedzselését jelentik, amelyek **növekedési potenciállal** rendelkeznek, de a vállalat központi tevékenységétől eltérnek (Birley – Manning – Norburn 1988).

„A vállalközi fejlesztőtőke olyan sajátos ügylettípus, amely révén kisebb vállalatok kockázati tőke típusú **finanszírozást kapnak** nagyobb cégektől.... Nem elkülöníthető piaci szereplő, hanem a vállalkozás **fejlesztésének** sajátos ügylete, amely elvileg bármely két vállalkozás között létrejöhet” (Osman 2000a: 10-11, kiemelés: a szerző).

A vállalati kockázatitőke-befektetés formális, közvetlen kapcsolat (általában egy nagy és egy független kisebb vállalat között), amelyhez mindkét fél **hozzájárul pénzügyi, menedzsment vagy technikai erőforrásokkal**, és amelyben megosztják a kockázatokat és a hozamokat mindkét fél kölcsönös növekedése céljából (CBI 1999).

¹⁵⁸ A vállalati kockázati tőke bemutatása akár egy önálló értekezés témája is lehetne. Ebben a fejezetben csak néhány aspektusát kívánjuk felvillantani, a részletes kifejtés – véleményünk szerint – megbontaná a dolgozat szerkezeti egységét.

3.7 táblázat: A kockázati tőke-befektetések megoszlása befektető típusonként a finanszírozott vállalkozások életciklusa szerint 2001-ben és 2000-ben

	2001				2000			
	Magvetés	Indulás	Expanzió	Egyéb	Magvetés	Indulás	Expanzió	Egyéb
<i>Befektetések számának megoszlása(%)</i>								
Üzleti angyalok*	2,0	65,0	28,0	5,0	8,0	51,0	33,0	8,0
Vállalati kockázati tőke	4,2	50,2	44,3	1,2	9,5	46,7	39,1	4,8
Intézményi kockázati tőke	7,0	35,4	44,5	13,2	8,6	38,2	41,7	11,5
<i>Befektetések értékének megoszlása(%)</i>								
Üzleti angyalok*	1,0	53,0	32,0	14,0	7,0	45,0	30,0	18,0
Vállalati kockázati tőke	1,0	56,4	38,3	4,3	3,8	38,0	52,0	6,3
Intézményi kockázati tőke	2,2	15,0	32,9	49,9	2,3	16,7	37,1	43,9

*csak nagy-britanniai adatok

Forrás: Aernoudt és San José (2003: 282)

A vállalati kockázati tőke egy olyan alternatívája a cégek növekedését elősegítő hagyományos eljárásoknak, amelyben egy cég új termékekbe vagy technológiákba fektet be új cégek alapítása révén, melyek meglehetősen független menedzsmenttel és elkülönített humán erőforrás-politikával rendelkeznek. A célok lehetnek: **új termékek kifejlesztése a központi tevékenység kiterjesztése érdekében, új piacokra és iparágakba való belépés vagy olyan technológiai áttörések kifejlesztése**, amelyek alapvetően megváltoztatják az iparágat (Rigby 2003).

A meghatározások magukba sűrítik a vállalati kockázati tőke két jellegzetességét. Egyfelől egy finanszírozási formát jelent, másfelől a növekedési potenciál kiaknázásának hatékony eszköze. Azonban nem adnak a definíciók azonban nem adnak választ arra, hogy **hogyan** valósítják ezt meg a résztvevők.

A befektetések esetében a finanszírozás az erőforrások megosztásán alapul, így egyidejűleg egy **együttműködés** is létrejön. Nem pusztán pénzbeli tőkét nyújt a befektető, hanem a résztvevők kölcsönösen egymás rendelkezésére bocsátják erőforrásaik egy jól körülhatárolható részét. Az erőforrások kölcsönös megosztásának csak abban az esetben van értelme, ha ez együtt jár a kockázatok és a hozamok szintén kölcsönös megosztásával.

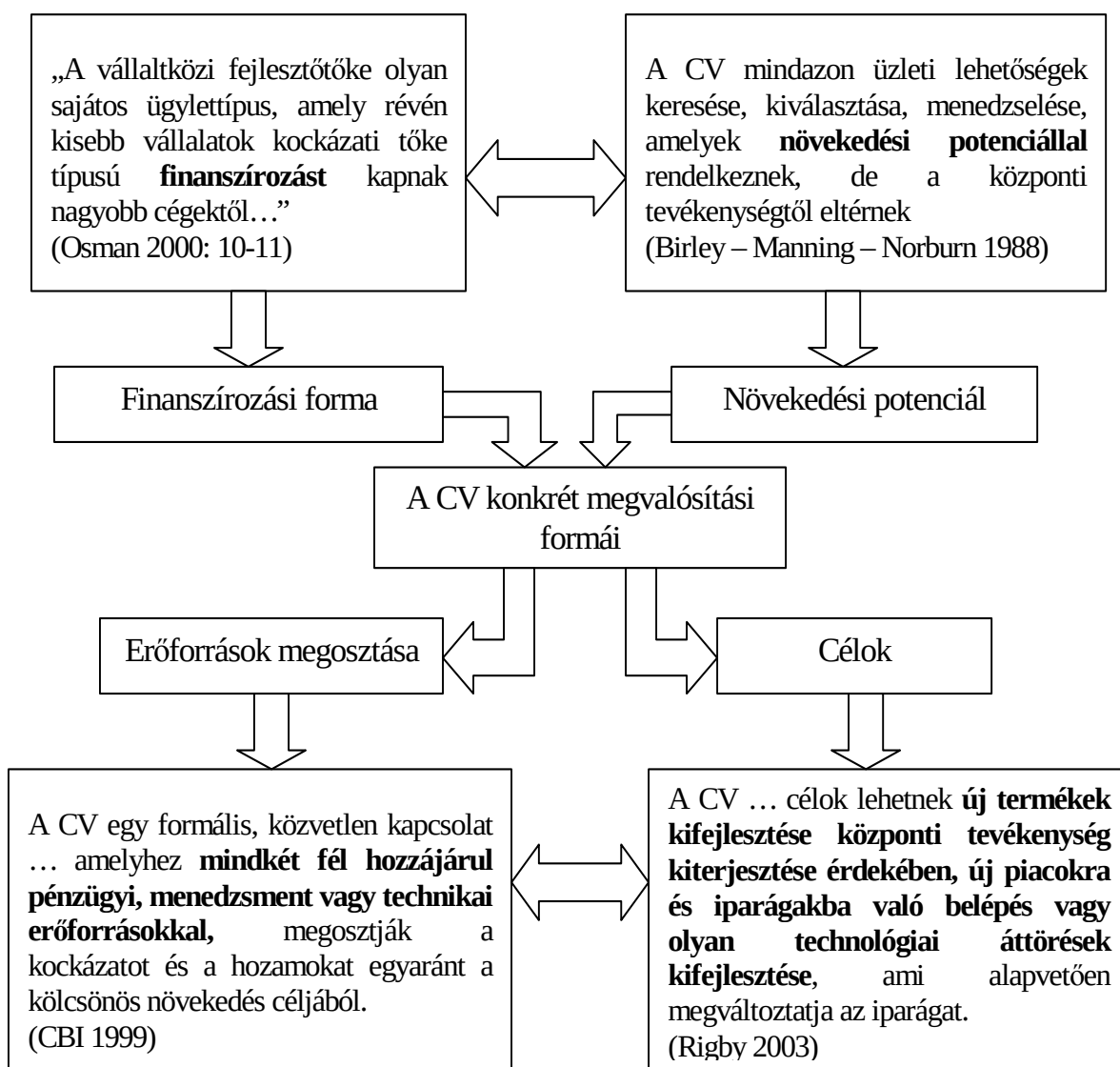
A résztvevő felek meghatározott **cél** miatt vállalják az együttműködés kockázatát. Ez a cél: a növekedési potenciál, amely konkretizálódhat új termékek és technológiák kifejlesztésében, új piacokra való belépésben, nem kizárt azonban a vállalati esetleg az iparági működési keretek kiszélesítése, vagy akár lebontása sem ilyen kapcsolatok révén.

Mindebből már látszik az alapvető különbség az intézményi kockázati tőkéhez képest. Itt ugyanis a befektető egy termelő¹⁵⁹ vállalat, amely fő tevékenységként nem pénzügyi közvetítést végez. Különösen jellemző ez a finanszírozási forma a gyorsan fejlődő gazdasági ágazatokban, kiemelten az elektronikában, az információ- és biotechnológiában, valamint a gyógyszeriparban.

Ha a motivációs tényezőket nézzük, azt mondhatjuk, hogy a klasszikus kockázati tőke fő célja a minél magasabb pénzügyi megtérülési ráta elérése. Láttuk, hogy a magánszemélyek befektetéseinél is fontos cél a jövedelmezőség, de náluk ez kiegészül nem pénzügyi célokkal is. A vállalati kockázati tőke meghatározó célja: **stratégiai együttműködés kialakítása**, az erőforrások kölcsönös megosztása egy másik vállalkozással. Az együttműködés elsődleges célja a legtöbb esetben egy új termék és/vagy technológia kifejlesztése, esetleg új piac megismerése, hiszen ezek azok az eszközök, amelyek hosszú távon a versenyelőnyök megszerzéséhez majd megtartásához, és így a vállalat növekedéséhez vezethetnek (3.8 ábra)

¹⁵⁹ A termelő vállalat nemcsak a klasszikus ipari vállalatokat jelenti, hanem beletartozik minden vállalat, amely termékeket vagy szolgáltatásokat állít elő.

3.8 ábra A definíciók közötti kapcsolatok



Forrás: Biczók és Kosztópulosz (2005: 75)

A vállalkozói fejlesztőtőke-befektetés főbb ismérvei a következők (Osman 2000a):

- **Nem felvásárlás:** a kis cég megőrzi önállóságát, nem olvad be, a befektető kisebbségi tulajdont szerez.
- Gyakran **innovációt finanszíroz**, emiatt szorosabban kötődik a technológiai fejlődés előmozdításához, a versenyképes gazdasági struktúra kialakulásához. Gazdaságfejlesztési szempontból is nagy jelentősége van.

- A **szektoriális kapcsolódás** nagyon fontos, ugyanis itt a befektető is termelő- (szolgáltató-) vállalkozás, amely gyakran ugyanabban vagy esetleg valamilyen kapcsolódó szektorban tevékenykedik. Emiatt sikeresebb lehet a megfelelő befektetési célpontok kiválasztásában, a kockázatok reális értékelésében: kockázatosabb ügyletekre is vállalkozik. Ezen kívül az együttműködés tőkejuttatáson kívüli területein is jelentős lehet a hozzájárulása, hiszen egyéb kompetenciákat is képes felajánlani.
- **Együttműködés:** míg a kockázattőke-céget szinte kizárólag a minél jövedelmezőbb exit lehetősége motiválja, addig a vállalati befektetőt az együttműködés révén elérhető előnyök legalább annyira érdekeltté teszik, mint a tőkenyereség (3.8 táblázat). Az együttműködés legfontosabb **stratégiai céljai** a befektető számára két stratégiatípust jelentenek (Malecki 1997). Az „**ablak a jövőre**”: stratégia rálátást biztosít a marginális, kialakulófélben lévő új piacokra, új lehetőségekre. Az „**opciós stratégiát**” követő vállalat a legígéretesebb területeken igyekszik befektetéseivel hídfőállást kiépíteni. A befektetés lehet egyszeri vagy lehet rendszeresen alkalmazott eszköz, mely akár részévé is válhat az innovációs stratégiának. A kis cég számára az együttműködés tőke és más stratégiai erőforrások megszerzését biztosítja.
- **Szinergia:** a stratégiai összhang a legfontosabb a siker szempontjából. A kisvállalkozás méretből fakadó előnyei (pl. gyors reagálás, rugalmasság, tanulás, kockázattűrés) párosulnak a nagyvállalati erősségekkel (külső információforrások, méretgazdaságosság, tőkeerő, menedzsment, alkupozíció). A kölcsönös előnyökből fakadó közös érdekeltség mozgatja a sikeres együttműködést.

A vállalati kockázati tőke főbb jellemzői tekintetében az **informális és az intézményi kockázattőke-befektetés között** helyezkedik el (Kosztopulosz-Makra 2005a). A finanszírozási kapcsolat jellege alapján megvalósulhat **közvetlen formában:** ekkor a nagyobb vállalat vagy közvetlenül, vagy leánycégén keresztül szerez részesedést a kisebb vállalkozásban, illetve ölthet **közvetett jelleget** is: ekkor egy professzionális kockázattőke-szervezet, esetleg inkubátorházon keresztül végzi a nagyvállalat a befektetési tevékenységét. Az első esetben az informális befektetési jellegzetességek, az utóbbi esetben pedig az intézményi befektetési jellegzetességek erősödhetnek fel.

3.8 táblázat A vállalatközi fejlesztőtőke-befektetés előnyei a befektető vállalat számára

Technológiai előnyök	Megkönnyíti új ötletek és képességek, technológiák azonosítását és elérését Kiegészíti a belső K+F tevékenységet: egy kevésbé erőforrásigényes formája a K+F-nek (technológiai outsourcing) Megismeri és befolyásolhatja az új szabványok és protokollok kialakulását fejlődőben lévő technológiákban Nyomon követheti a saját technológiáját veszélyeztető új technológiák fejlődését
Marketing előnyök	Új piaci lehetőségek kihasználása A vállalat befektethet termékeinek új felhasználóiba, alkalmazóiba, azaz új piaci szegmenseket fejleszthet magának (pl. számítógépes alkalmazások) Nyilvánosság, image (pl. a társadalmi előnyök visszahatásaként)
Szervezeti előnyök	A fő kompetenciáira összpontosíthat A kisvállalati méretből fakadó előnyök „inkorporálása”: oldja a szervezeti merevséget; ellensúlyt ad a menedzserek mérsékelt kockázatvállalási hajlamának és vállalkozókedvének; egy kis cég agresszívebben használja ki a lehetőségeket Meggátolhatja a beilleszkedni nem tudó, a vállalatban belül el nem fogadott innovatív gondolkodású szakemberek elvesztését Jótékony hatást gyakorolhat a szervezeti kultúrára: fejleszti az üzleti kapcsolatrendszer (pl. szállítókkal, vevőkkel)
Gazdasági előnyök	Jobb erőforrás kihasználást tesz lehetővé Esetleges méretgazdaságosságból fakadó előnyök Jövedelmet, tőkenyereséget generál Csökkenti a későbbi akvizíciós költségeket
Társadalmi előnyök	A régió gazdaságának támogatása (pl. munkahelyteremtés) Elősegíti az új vállalkozások létrehozását a közösségben Közvetett előnyök, melyek a KKV szektor erősödéséből fakadnak

Forrás: saját összeállítás EC (2001a) Osman (2000a) valamint Tidd és Taurins (1999) alapján

Vállalatiangyal-befektetéseknek a közvetlen formában megvalósuló részesedésszerzéseket tekinthetjük. McNally (1995) az Egyesült Királyságban megvalósuló vállalatközi fejlesztőtőke-befektetések vizsgálata során úgy találta, hogy ezek 80 százaléka közvetlen formában valósult meg. Az Egyesült Államokban ez az arány magasabb, ráadásul növekvő tendenciát mutat. A közvetlen befektetések dominanciáját egy, az Európai Bizottság által kezdeményezett európai felmérés is alátámasztja (EC 2001a). A kockázati tőke-befektetéseket végrehajtó válaszadó vállalatoknak mindössze 25 százaléka nyilatkozott úgy, hogy közvetett módon hajtotta végre befektetéseit.

Mindkét módozatnak vannak előnyei és hátrányai egyaránt (Kosztópulosz-Makra 2005a). A lehetséges stratégiai előnyök perspektívájából nézve a direkt finanszírozás révén egyfajta **hálózatépítés** is megvalósul, és ez a későbbiekben az együttműködés

nagyon sok formájának kialakulását is elősegítheti, másik oldalról pedig nagyobb rálátást ad az esetleges felvásárlások lehetséges célpontjait jelentő vállalkozásokra. A közvetlen befektetések a már létező technológiához való hozzáférés biztosítása mellett lehetővé teszik az új piaci szegmensekre való bejutást, ezáltal új vásárlók elérését, így esetlegesen **a kereslet ösztönzésének eszközeivé** is válhatnak. Ugyanakkor természetesen az üzleti kapcsolatok elmélyülését is eredményezik, hiszen a partnerek napi üzleti kapcsolatban állhatnak egymással. A közvetett finanszírozás kevesebb erőforrást emészt fel, hiszen nem feltétlenül igényli a támogató háttér kiépítését, a közvetlen kapcsolat esetében viszont ez a siker érdekében valószínűleg elkerülhetetlen. A közvetlen befektetés egy további lehetséges előnye, hogy a pénzügyi célok mellett a stratégiai megfontolások is mindvégig előtérben maradnak, és ez egyfajta **hozzáadott értéket jelent** mindkét vállalkozás számára, ráadásul a beruházó tényleges irányítást szerezhet a finanszírozott vállalatban. Persze, ami az egyik formánál előny, a másikonál hátrány, és viszont. Így a közvetlen forma ellen szól, hogy más – professzionális – befektetőkkel kell versenyezni, ez növelheti a pénzügyi kockázat szintjét, és természetesen több odafigyelést és energiabefektetést igényel. Ezzel szemben a közvetett irányítás alatt nincs mód beleszólni a finanszírozott cég döntéseibe, és a pénzügyi közvetítés igénybevételének költségei csökkentik a jövedelmezőséget.

Ebben az összefüggésben az ilyen típusú kockázatitőke-tranzakciók nem tekinthetők pusztán finanszírozásnak: sokkal inkább korunk jól ismert stratégiai kihívásaira adott szervezeti válaszként kell értelmeznünk mind a két partner szempontjából.

4. Üzleti angyalok Magyarországon¹⁶⁰

Annak ellenére, hogy „a rendszerváltást követő évtizedben Magyarországon regionális összehasonlításban fejlett kockázatitőke-ágazat jött létre” (Karsai 2002: 934), a „kisebb méretű, életciklusuk kezdetén tartó cégek nehezen találnak finanszírozót” (Karsai 2004a: 69). Az intézményi magántőke-befektetők között elvétve találunk olyanokat, amelyek nem zárkoznak el a 100 millió forint alatti, korai fázisú ügyletektől.¹⁶¹ A hazai tőkerést szélesíti, hogy Szerb és Rappai (2005) kutatása szerint az alsó határát jelölő, a tulajdonosoktól, családtagoktól és barátoktól rendelkezésre álló belső és „majdnem-belső” források nagysága nemzetközi összehasonlításban is rendkívül alacsony. A felmérés alapján megállapítható, hogy a 3F-től származó források felső határa hozzávetőlegesen 3,8 millió forint körül van.¹⁶² Ugyanakkor „a hazai sikeresnek ígérkező innovatív ötletek megvalósításához első lépésben projektenként körülbelül 10-30 millió forintba lenne szükség”.¹⁶³

Az utóbbi években a **hazai gazdaságpolitika is észlelte** a korai fázisban tartó hazai vállalkozásoknak a kockázatitőke-bevonás terén tapasztalható nehézségeit. Ezért állami pénzből több olyan kockázatitőke-befektetéssel foglalkozó szervezetet hozott létre, amelyek a tőkeszegény vállalkozások problémáin igyekeznek enyhíteni.¹⁶⁴ A költségvetési forrásokból odaítélendő 10-50 millió forint összegű befektetésekkel a kormányzat tulajdonképpen a tőkerést igyekszik áthidalni (Karsai 2004a). Az állami kockázatitőke-társaságok, illetve alapok azonban sajátos működési logika alapján hajtják végre befektetéseiket. Zártvégű befektetési konstrukciójuk több olyan

¹⁶⁰ A fejezetben leírtak alapvetően Makra és Kosztópulosz (2004, 2005) két tanulmányára épülnek egy némileg nagyobb minta alapján.

¹⁶¹ Magántőke-befektetők alatt most a kockázatitőke-ágazat nem állami alapítású szervezeteit értjük. Karsai (2004a: 66) összeállításában mindössze négy olyan magántőke-befektetőre bukkantunk, amelynél a minimális befektetési méretküszöb a 100 000 millió forintos összeghatár alá esik.

¹⁶² Szerb és Rappai (2005) csoportosításában a legnagyobb összegű támogatást nyújtó befektetők klaszterében az átlagos befektetés összege 1,7 millió forint. A szerzők megállapítják, hogy egy kezdő vállalkozás tőkeigényének átlagban 65,8 százalékát szándékoznak a tulajdonosok a vállalkozás rendelkezésére bocsátani, ez durván 2,1 millió forintot jelent. A 3F-től származó források tehát jellemzően a 3,8 millió forintos határ alatt maradnak.

¹⁶³ Az idézet forrása a www.innostart.hu honlap.

¹⁶⁴ Egy újabb ígéretes elképzelés a Magyar Innovációs Szövetség, az INNOSTART és a Vállalkozói Inkubátorok Szövetsége javaslata, melyben a 2007-2013-as Nemzeti Fejlesztési Tervhez kapcsolódóan kezdeményezték a „Nemzeti Technológiai Inkubációs és Magvető Tőke Program” elindítását. Ugyancsak az innovatív kisvállalkozások számára biztosít vissza nem térítendő, 2-25 millió forint közötti pályázati forrást az Innocsekk-program.

jellemvonást hordoz, mely az általuk nyújtott finanszírozást inkább a hitelhez közelíti¹⁶⁵ (Ludányi 2001). Az alacsony hozamkövetelmény és a tevékenység eredményességével kapcsolatos fenntartói elvárások abban teszik érdekeltté a menedzsereket, hogy igyekezzenek elkerülni a kockázatosabb befektetéseket. Ezt az is jelzi, hogy az állami tulajdonban lévő befektetők jó néhány 30-100 millió forintos befektetése jellemzően a hagyományos ágazatokban valósult meg (Karsai 2004a). További problémát jelent, hogy az állami kockázatitőke-társaságoktól és -alapoktól az üzleti siker valószínűségét növelő értékes közreműködésre, segítségre nem lehet számítani, mivel nem kívánnak részt venni a finanszírozott vállalkozások irányításában.

Az előző fejezetben bemutatott nemzetközi tapasztalatok arról tanúskodnak, hogy a tőkerés áthidalásában az üzleti angyalokra fontos szerep hárul. Az általuk befektethető tőke összege jól illeszkedik a fiatal, növekedésorientált kisvállalkozások igényeihez, és képesek a finanszírozással együttjáró kockázatot felvállalni és kezelni. Azáltal, hogy személyesen is bekapcsolódnak a vállalkozás útjának egyengetésébe, jelentős mértékben hozzájárulnak a vállalkozás fejlődéséhez és sikeréhez.

„Nem férhet kétség hozzá, hogy az angyalok léteznek” – állapítja meg az informális kockázatitőke-piac három nagy múltú kutatója, *Freear, Sohl és Wetzel* (2002: 278). Mivel a legtöbb angyal igyekszik megőrizni a névtelenségét, és nem szívesen ad információkat befektetési tevékenységéről, ezért minden következtetés a piac tényleges és potenciális nagyságára, az üzleti angyalok tevékenységének leírására, durva becsléseken alapul, ráadásul lehetetlen egy mintáról eldönteni, hogy reprezentatív-e vagy sem (EC 2003e). Az empirikus módszerek alkalmazásának nehézségei miatt *Wetzel* az informális kockázatitőke-piac kutatásának követendő célját: **„tudatlanságunk határainak meghúzásában”** határozta meg (idézi Mason-Harrison 2000: 223). *Wetzel* a téma első valóban érdemleges hatást kifejtő 1981-es tanulmányában megrajzolta az üzleti angyalok részletes befektetői profilját, meghatározta jellemző vonásaikat, befektetési aktivitásukat, preferenciáikat, kockázatra, hozamra és a befektetésből való kiszállásra vonatkozó elvárásaikat, illetve a befektetési lehetőségről való tudomásszerzésük információforrásait. A *Wetzel*-tanulmányt követő úgynevezett **első generációs kutatások** ezen a nyomvonalon haladva igyekeztek a korábbi ismereteket

¹⁶⁵ Például már a szerződés megkötésekor rögzítik a kivásárlás várható időpontját és árfolyamát biztosítva a kiszállás lehetőségét, a részesedésszerzést tulajdonosi hitellel kötik össze, valamint az ügylethez kapcsolódó biztosítékok is lényegében a banki fedezetekkel egyeznek meg (Ludányi 2001).

finomítva minél többet megtudni az angyalok attitűdjéről, viselkedéséről és jellemzőiről.¹⁶⁶ Az első leíró jellegű tanulmányok a nyolcvanas években, kilencvenes évek elején főleg az Egyesült Államok különböző régióiban, majd Kanadában és az Egyesült Királyságban születtek meg. A kilencvenes évek közepétől Svédországban (Landström 1993), Finnországban (Lumme és szerzőtársai 1998), Norvégiában (Reitan-Sørheim 2000), Dániában, Hollandiában, Németországban (Weber és szerzőtársai 2000, Brettel 2003), Svájcban (Riffelmacher 2004), Franciaországban, Európán kívül pedig Ausztráliában (Hindle-Wenban 1999), Szingapúrban (Hindle és Lee 2002) és Japánban (Tashiro 1999) készítettek „országtanulmányokat”. A felmérések hozzájárultak ahhoz, hogy térben diverzifikáltabb információk álljanak rendelkezésre a piacról, és lehetővé váljon az azonos módszertan alapján kapott adatok összehasonlítása.

De vajon léteznek üzleti angyalok hazánkban is? A negyedik fejezetet ennek a kérdésnek szenteljük, és bemutatjuk a magyar üzleti angyalok körében elvégzett empirikus felmérésünk¹⁶⁷ eredményeit.

4.1 Néhány becslés az informális kockázatitőke-piac méretéről

A nemzetközi GEM kutatás keretében Magyarországon 2001-ben készült először olyan felmérés, amely az informális befektetések jelentőségét is számba vette. A hazai eredmények azt mutatják, hogy **a felnőtt népesség 2,2 százaléka végzett informális befektetést átlagosan egymillió forint értékben 1999 és 2001 között.** A rendkívül tágan értelmezett meghatározás szerint hazánkban 144 000 informális befektető¹⁶⁸ 144 milliárd forinttal támogatta a hazai vállalkozásokat a vizsgálatot megelőző hároméves periódusban. A viszonylag nagy szám valószínűleg a megengedő definíciónak köszönhető, amely a vállalatalapító családtagjait, rokonait, ismerőseit is e befektetői körbe sorolja, valamint a biztosíték nélküli hitelek nyújtását is beleérti a fogalomba. Az üzleti angyalok részaránya a 2,91 százalékos világátlag alatt található, azonban az európai átlagtól nem különbözik lényegesen (Ács és szerzőtársai 2003).

¹⁶⁶ Erre a szavak angol megfelelőiből (*attitudes, behavior, characteristics*) képzett betűszóval az angyalok ABC-jeként hivatkoznak a szakirodalomban (Freear és szerzőtársai 2002).

¹⁶⁷ A felmérést a dolgozat szerzője Makra Zsolttal közösen végezte el.

¹⁶⁸ 6 557 000 felnőtt lakossal számolva.

A 2004-es GEM felmérést követően *Szerb és Rappai* (2005) részletes elemzésnek vetette alá a rendelkezésre álló adatokat. Az informális befektetőkre kapott 2,2 százalékos arány a 2001-2004 közötti időszak átlagában is stabilan érvényes maradt, azonban a megelőző 3 évben befektetett összeg a több vizsgált periódus átlagában 824 000 forintra módosult. Ugyanezen adatállomány alapján *Makra és szerzőtársai* (2005) megállapították, hogy a mintában azonosított 133 tág értelemben vett informális kockázatitőke-befektetést végző személy közül mindössze 2 olyan volt, aki a fogalom szűkebb értelmezése szerint üzleti angyalnak tekinthető. **Ez az 1,5 százalékos arány lényegesen alacsonyabb a Bygrave és Hunt (2004) által mért 6,9 százalékos világátlagnál.**¹⁶⁹ A 144 000-es magyar informális befektetői populációra vetítve a kapott arányszámot **az aktív üzleti angyalok száma nagyjából 2 000-re becsülhető Magyarországon.**¹⁷⁰

Más becslések szerint ennél jóval kevesebb üzleti angyal tevékenykedik a hazai informális kockázatitőke-piacon. *Garab* (2001), az első hazai Üzleti Angyal Klub¹⁷¹ tapasztalatai alapján **körülbelül 30-ra becsülte az aktív, és 200-ra a potenciális üzleti angyalok számát Magyarországon**, befektetéseik átlagos nagyságát pedig a 7,5 illetve 75 millió forint közötti tartományban határozta meg. *Karsai* (2000) szerint a magyar üzleti angyalok körülbelül **tucatnyi cég** létrehozásába kapcsolódtak be, átlagosan 20 millió forintos kisebbségi részt vásárolva.

4.2 Az üzletiangyal-piac fejletlenségének lehetséges okai

A piac méretére vonatkozó becslések hatalmas szórása is jelzi, hogy az általunk elemezni kívánt, szűkebb értelemben vett „angyalpiac” méretéről, jellemzőiről, a befektetők motivációiról, preferenciáiról, aktivitásáról és tevékenységéről máig nem rendelkezünk átfogó és megbízható adatokkal Magyarországon. Hazánkban jelenleg többnyire csak a téma kutatói és a felkészültebb vállalkozók, szakemberek ismerik ezt a

¹⁶⁹ A 34 résztvevő országra kiterjedő 2004-es GEM felvétel informális befektetőinek 6,9 százaléka biztosított forrásokat olyan vállalkozónak, akit korábban nem ismert (Bygrave-Hunt 2004: 17). Ugyanez az arány az USA-ban 9,4 százalék (Bygrave-Reynolds 2004).

¹⁷⁰ A becslés mindazonáltal nem igazán megbízható, minthogy az érték igen érzékenyen reagál a mintát érintő kicsiny eltérésekre is.

¹⁷¹ Az Üzleti Angyal Klubot 2000 júniusában közösen hozta létre a Magyar Innovációs Szövetség és az INNOSTART Nemzeti Üzleti Innovációs Központ Alapítvány, és az első ilyen típusú magyar kezdeményezés volt. A Klub az „innovatív vállalkozások és befektetők találkozási fóruma” kíván lenni.

befektetési formát, ami nagyban hozzájárul ahhoz, hogy a hazai informális kockázati-tőke-befektetések nagyságrendekkel kisebb szerepet játszanak a növekedésorientált vállalkozások fejlesztésében, mint az angolszász országokban (főleg az Egyesült Államokban és Nagy-Britanniában). A fejletlenség több tényezőre vezethető vissza:

Fiatál piacgazdaság. A rendszerváltozás óta eltelt másfél évtized nem volt elég ahhoz, hogy olyan jelentős mennyiségű tőke halmozódjon fel Magyarországon, mint például Nyugat-Európában vagy Észak-Amerikában az elmúlt ötven évben. A háztartások, illetve a magánszemélyek szerényebb vagyoni helyzetéből egyenesen következik, hogy az informális kockázati tőke kínálata is alacsonyabb szintű. Egy aktív, évente több befektetést is megvalósító angyalnak legalább 10, de akár 100 millió forint nagyságrendű megtakarításokkal is rendelkeznie kell, míg egy „óvatosabb” befektetőnek is néhány milliós vagyonra lehet szüksége. Szintén a fiatal piacgazdaság számlájára írható, hogy az országban nem tudott olyan mértékű vállalkozói tapasztalat, üzleti tudás felhalmozódni, mint a fejlett piacgazdaságokban, ami nagyban akadályozza az „angyallá válást”. A gyengébb hazai vállalkozói kultúra az oka annak is, hogy kevesebb a precízen kidolgozott innovatív projekt, a jól előkészített üzleti terv, ami a kockázati tőke keresletében is szűk keresztmetszetet idézhet elő. Az újfajta befektetési forma alacsony népszerűségéhez hozzájárulhat a háztartások befektetési szokásainak meglehetősen „konzervatív” mivolta: a lakossági megtakarítások döntő része máig a legbiztonságosabbnak ítélt bankbetétekbe és állampapírokba áramlik, míg például a tőzsdei részvények iránti kereslet csekély mértékű. Ennek ellenére a tőkealapú finanszírozási forma mégsem lehet teljesen idegen a hazai hagyományoktól, mivel nyelvünkben ott él a tőkéstárs, illetve csendestárs elnevezés (Osman 1998).

Hitelalapú, „zárkózott” finanszírozási kultúra. A hazai vállalkozás-finanszírozási kultúra tradicionálisan a hitelre épül. A vállalkozók sok esetben nem rendelkeznek megfelelő ismeretekkel ahhoz, hogy egy kifinomultabb finanszírozási stratégiát valósítsanak meg. Az üzletiangyal-befektetések elterjedését emellett az is akadályozza, hogy a vállalkozások finanszírozási szempontból meglehetősen zárkózottak: a belső források által megszabott szűk mozgásteret sok vállalkozó adottságként kezeli, mivel fél a vállalkozás feletti ellenőrzés elvesztésétől. Ez a sajátosság számos más európai ország finanszírozási kultúráját is jellemzi (EC 2003e).

Fejletlen vagy hiányzó intézmények. Az üzleti angyalok befektetési döntéseik meghozatalakor előre mérlegelik, hogy a jövőben milyen módon képesek majd a vállalkozásban szerzett üzletrészüket értékesíteni, és ezáltal a tőkenyereséget realizálni. A kockázatitőke-befektetésekből való kiszállás egyik lehetséges formája a vállalkozás részvényeinek tőzsdei bevezetése (IPO), ezért a kockázatitőke-piac fejlettségét nagyban befolyásolja, hogy a részvénytőkepiac milyen hatékonyan működik (Osman 1999). A Budapesti Értéktőzsde ebből a szempontból nem tekinthető különösebben élénknek, technológiai cégek részvényeire specializálódott tőzsde pedig nem működik a közép-európai régióban. Magyarországon szakmai szervezetként egyedül a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület foglalkozott az üzleti angyalok tevékenységével, amely 2000-ben létrehozta szervezetén belül az üzletiangyal-tagozatot, ami azonban 2003-ban megszűnt. Az aktív szakmai szövetségek, egyesületek szerepe éppen abban rejlik, hogy vállalják az üzleti angyalok együttes érdekeinek képviselését (például a kormányzat részére törvényjavaslatok, szakmai anyagok kidolgozása) és fórumokat biztosítanak a téma népszerűsítése, megvitatása érdekében. Mint láttuk a nem intézményesült kockázatitőke-piac hatékonyságát a működő információközvetítő intézmények is képesek növelni. Az első ilyen típusú magyar kezdeményezés a Magyar Innovációs Szövetség és az Innostart Nemzeti Üzleti Innovációs Központ Alapítvány által 2000 júniusában létrehozott Üzleti Angyal Klub volt. Rendezvényeiken főleg szoftverfejlesztéssel és internetes megoldásokkal kapcsolatos projekteket, fejlesztési terveket mutattak be a vállalkozók. A tapasztalatok azt mutatják, hogy a megcélzott befektetői kör azonosítása, megszólítása nem sikerült: a néhány intézményi kockázati tőkés mellett mindössze egy-két angyal képviseltette magát a rendezvényeken. Az évente 1-2 alkalommal megrendezett fórum érdemben nem képes a hazai „angyalpiac” élénkítésére. Az Innostartnál a szűkös erőforrások miatt nincs lehetőség a közvetítő szolgáltatások bővítésére.¹⁷² A Klub 2002. júniusában tartotta legutóbbi rendezvényét.

A kormányzat érdektelensége. A hazai kisvállalkozás-fejlesztési politika eddig nem ismerte fel az informális kockázatitőke-befektetésekből rejlő lehetőségeket, és nem is érzékelhető kormányzati szándék ezen újszerű finanszírozási forma „felkarolására”. A piac méretéről, sajátosságairól és aktivitásáról hivatalos felmérés mindeddig nem

¹⁷² Forrás: Az Üzleti Angyal Klub működéséről az Innostart Alapítvány honlapján (www.innostart.hu) található adatok, illetve a munkatársakkal való beszélgetés alapján számoltunk be.

készült. A magánszemélyek kockázatitőke-befektetéseit semmilyen adókedvezmény nem ösztönzi.

A jog és erkölcs szerepe. Az üzleti angyalok alapvető célja, hogy a vállalkozásban szerzett részesedésüket néhány év múlva haszonnal értékesítsék. Középtávon tervezni azonban csak stabil gazdasági viszonyok között és kiszámítható jogszabályi környezetben lehet. Az üzletiangyal-befektetések létrejöttének másrésről előfeltétele a megbízhatóságon, kiszámíthatóságon, jogkövetésen alapuló bizalom légkörének kialakulása. A jogkövető magatartás abban az értelemben fontos, hogy a tulajdonszerzés során a szerződésbe foglalt jogokat és kötelezettségeket a felek betartják-e, és jogi úton be tudják-e tartatni, azaz a szerződés rövid idő alatt kikényszeríthető-e. A közerkölcs a vállalkozások jogkövető működését nagyban befolyásolja. Olyan országokban, ahol az adóelkerülés, adócsalás a társadalom számára többé-kevésbé elfogadott cselekvés, és a vállalkozások nagy tömege alkalmazza, az ellentétes érdekek miatt a külső befektetések lehetősége korlátozott. A vállalkozó ilyenkor az eredmény eltitkolásában, a befektető ezzel ellentétben annak kimutatásában érdekelt (Osman 2000b). A társasági jog definiálja a vállalkozások lehetséges szervezeti formáit, jogait és kötelezettségeit, amelyek az informális kockázatitőke-befektetések szempontjából meghatározó jelentőségűek. „Kockázatitőke-befektetésre csak olyan gazdasági társaság keretei között működő vállalkozás jön számításba, ahol a törvényi szabályozás lehetővé teszi, hogy a befektető csak az általa befektetett tőke erejéig feleljen a társaság kötelezettségeiért” (Osman 1998: 45). Magyarországon így a korlátolt felelősségű társaságként vagy részvénytársaságként működő cégeknek van esélye egy angyal befektető „megnyerésére”.

4.3 A felmérés célja és menete

A hazai üzleti angyalok utáni „nyomozásunk” 2003 tavaszán indult a Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszékén egy OTDK dolgozat keretében, amely később egy valódi üzletiangyal-kutatássá nőtte ki magát.¹⁷³ Kérdőíves felmérésünk kettős célt szolgált: 1. alapvető információk megszerzését az

¹⁷³ Erre vonatkozólag lásd a http://www.eco.u-szeged.hu/penzugytani_szcs/uzleti_angyal.html honlapot.

informális kockázati tőke-piacról: a befektetési aktivitásról, a befektetők magatartásáról és főbb jellemzőiről; 2. egy későbbi, átfogóbb kutatás megalapozását.

A minta összeállításakor semmiféle kész adatbázisra nem támaszkodhattunk. Ennek oka, hogy a meglehetősen kezdeti stádiumban lévő, úgynevezett feltáratlan (Sohl 1999) hazai piacon nem léteznek olyan közvetítő vagy szakmai szervezetek, amelyek az idevágó információk gyűjtését és feldolgozását vállalnák. A befektetők „anonim” magánszemélyek, akik tevékenységükről önként nem adnak hírt, és a statisztika számára is láthatatlanok maradnak. Az „angyalpiacon” mi is tapasztaltuk azt a „bújócskát”, amiről *Gaston* (1989) híres könyvében beszámolt.

További problémát jelentett, hogy nem tudtuk, mekkora az a sokaság, amelyet a mintának reprezentálni kellene, és milyen ismérvek alapján lehet a minta reprezentatív. A minta kis mérete¹⁷⁴ és az előbb említett bizonytalanságok miatt az eredményeket **nem lehet komolyabb statisztikai elemzéseknek alávetni**, hasonlóan a legtöbb első generációs külföldi felméréshez (Harrison–Mason 1996a, Hindle–Lee 2002, Hindle–Wenban 1999, Tashiro 1999, Just 2000, Weber és szerzőtársai 2000).

A kutatás során **a legnagyobb nehézséget a minta összeállítása jelentette**. A szakirodalomban **három módszer** ismeretes az angyalbefektetők azonosítására (Hindle–Wenban 1999, Sørheim–Landström 2001). Az első lényege, hogy valamilyen, az üzleti angyalokra is jellemző tényező alapján (például milliárdosok, vállalkozástulajdonosok stb.) egy nagyobb mintát generálnak, amelyről feltételezhető, hogy tartalmaz bizonyos számú egyéni kockázati tőkést. A második módszer segítségével a kutatók a finanszírozást kapott vállalkozásokon keresztül jutnak el a befektetőkhez. A harmadik módszer lényege, hogy a már azonosított befektetők segítségével történik a minta bővítése, azaz az újabb angyalok kutatásba való bevonása. A harmadik módszer nyomvonalán haladva előzetesen egy 28 nevet tartalmazó lajstromot állítottunk össze,¹⁷⁵ a listán szereplőkről a visszajelzéseket követően

¹⁷⁴ Más témájú empirikus felmérések mintáihoz képest a mi mintanagyságunk elenyészőnek tűnhet, azonban meg kell jegyezni, hogy több hasonló nagyságrendű mintán alapuló, nemzetközileg elismert kutatással találkozhatunk a szakirodalomban, így például a német felmérésben 48 angyallal készült interjú, az ausztrál vizsgálat 36 személy megkérdezésére szorítkozott. A piacok méretét is figyelembe véve a 22 üzleti angyal válaszain alapuló elemzés – véleményünk szerint – kifejezetten jónak számít.

¹⁷⁵ A lista összeállításakor több módszert alkalmaztunk. Egyrészt megkerestük a témával foglalkozó intézményt – Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület – és néhány személyt: *Karsai Juditot, Osman Pétert, Rácz Andrást*, akiknek ezúton is szeretnénk köszönetet mondani segítségükért. A mintába belevettük azt a néhány befektetőt, akiknek a neve angyalként közismertté vált, illetve akiket személyesen

kiderült, hogy közülük 18 foglalkozik ténylegesen magánszemélyként kockázati tőke jellegű befektetésekkel. A kérdőíveket 14 személy volt hajlandó kitölteni, így a tényleges visszaküldési arány 78 százalék lett.¹⁷⁶ A kezdeti 14 fős minta 2004-2005-ben célzott megkeresések során nyolc fővel bővült, így a jelen dolgozatban közölt elemzés **22 válaszadó** tevékenységén alapul.

4.4 Demográfiai jellemzők

A felmérésben vizsgált angyalok kivétel nélkül **férfiak, középkorúak** (átlag 44 évesek) és 86 százalékuk **felsőfokú végzettséggel** rendelkezik. A legsűrűbben előforduló diploma a gazdasági (tizennégy), ezt követi a műszaki (öt). Lakhelyüket tekintve a mintába bekerült befektetők közül tizenöten budapesti illetve Pest megyei lakosok, négyen a Dél-Alföldön, ketten pedig a Dél-Dunántúlon élnek. A mintában szereplő személyek 86 százaléka jelenleg is cégtulajdonos, és átlagosan **11,6 éves vállalkozói tapasztalattal** rendelkeznek. Érdekes, hogy az azonosított befektetők közül négyen nem magyar állampolgárok, és további három személy kettős állampolgár. Öten közülük korábban angolszász területen éltek, ahol az informális kockázati tőke-befektetések jóval elterjedtebbek és népszerűbbek, mint Magyarországon. Állandó lakhelyüket tekintve egy kivételével mindannyian magyarországi kötődésűek. A mintába került befektetők közül tizenhat válaszolt a jövedelmi és vagyoni helyzetét firtató kérdésre: **80 százalékuk 10 millió forint feletti nettó jövedelmet könyvelhet el évente és hat üzleti angyal befektethető vagyona meghaladja a 100 millió forintot is** (4.1 táblázat).

is ismertünk. Továbbá alkalmaztuk a hólabdamódszert, azaz a már meglévő személyektől kértünk további neveket és tippeket.

¹⁷⁶ A kérdőívek tervezésekor több szempontot kellett figyelembe venni. Ahol lehetett, próbáltuk elkerülni az „üzleti angyal” elnevezést, mert ez sok befektetőt megijeszthet. Ügyeltünk arra, hogy a kitöltés 15 percnél kevesebb időt vegyen igénybe, ezzel is ösztönözve a válaszadást. A kitöltési idő rövidege azonban határokat szabott a kérdések számát illetően. A magyar mellett igény mutatkozott angol nyelvű kérdőívekre is, amelyek felépítése és tartalma teljesen megegyezett az eredeti példányával. A kérdőíveket és a kísérőleveleket első körben elektronikusan küldtük szét, és ezt kérésre faxon megismételtük. A minta tagjait telefonon is megkerestük, ezáltal növelve a bizalmat, a válaszadási hajlandóságot. A telefonbeszélgetések az esetleges félreértések tisztázására is lehetőséget biztosítottak. A kísérőlevélben egyértelműen definiáltuk, hogy kiket tekintünk üzleti angyaloknak. Felmérésünkben üzleti angyalként definiáltuk azokat a magánszemélyeket, akik közvetlen módon tőkebefektetést hajtanak végre olyan vállalkozásokban, amelyekkel a befektetést megelőzően nem álltak kapcsolatban. Kérdőívünk összeállításakor néhány korábbi első generációs nemzeti kutatás tapasztalatait is figyelembe vettünk, ami megkönnyíti a kapott adatok nemzetközi összehasonlítását is.

Nemzetközi összehasonlításban a hazai angyalok a legfiatalabbak közé tartoznak, és a többi országhoz hasonlóan a mintában a férfiak dominálnak. Az amerikai, finn és svéd befektetőkhez hasonlóan elsőprő többségük maga is vállalkozó és/vagy vállalkozói tapasztalattal rendelkezik, ami nagy segítséget jelenthet a befektetési folyamat során (például a cégek átvilágításában, a jó üzleti lehetőségek felismerésében, az aktív közreműködésben). A jövedelmek összevetése a felmérések eltérő időpontja, az eltérő módszertan és a valuták értékének változása miatt nem lehet pontos. Szembetűnő azonban, hogy **a többszörös jóléti különbségek ellenére sincs jelentős eltérés** a norvég, brit, amerikai és magyar angyalok éves jövedelme között (4.1 táblázat).

4.1. táblázat Az üzleti angyalok néhány jellemzője nemzetközi összehasonlításban

	Amerikai Egyesült Államok	Nagy-Britannia	Ausztrália	Norvégia	Finnország	Svédország	Németország	Magyarország
Kor (év)	47 (medián)	53 (átlag)	40 (medián)	47 (átlag)	39 % 41-50 28 % 51-60	38 % 45-54, 35 % 55-64	48 (átlag)	42 (átlag)
Nem (%-a férfi)	95	99	100	97	100	n. a.	100	100
Éves jövedelem (ezer Ft)	18.900 (medián)	17.020 (átlag)	37.800 (átlag)	16.023 (átlag)	n. a.	60 % 19.110 <	52.500 –104.790 ^a (medián)	10.000 felett ^b
Vagyon (ezer Ft)	157.500 (medián)	115.440 (átlag)	420.000 (átlag)	86.100 (átlag)	n. a.	57 % 38.220<	1.050.000 – 2.100.000 (medián)	275.000 (medián) ^c
Végzettség (%-a diplomás)	72	n. a.	67	n. a.	85	n. a.	n. a.	86
Vállalkozói tapasztalata van (%)	83	57	n. a.	46	95	96	75	91
Befektetési aktivitás (az elmúlt 3 évben)	2	2	n. a.	3,7	n. a.	3	4,8	4,6
A befektetés átlagos mérete (ezer Ft)	12.369	3.700	n. a.	16.023	62.724	15.260	42.000	16.361 ^d
Minta (fő)	435	86	36	425	38	52	48	22

Megjegyzések: ^aa háztartás jövedelme, ^b16 válasz alapján, nettó jövedelem, ^cA kérdőívben a befektethető tőkére kérdeztünk rá. A becslés 16 válasz alapján arra a feltételezésre épül, hogy a befektető vagyonának 20 százalékát hajlandó üzletiangel-befektetésekre fordítani. ^d18 válasz alapján. Az átszámítás során alkalmazott valutaárfolyamok: 210 HUF/USD, 250 HUF/EUR, 370 HUF/GBP, 128HUF/DEM.

Forrás: Gaston (1989), Harrison és Mason (1996a), Hindle és Lee (2002), Reitan és Sørheim (2000), Lumme és szerzőtársai (1998), Landström 1993, Brettel (2001) Weber és szerzőtársai (2001) alapján a szerző saját összeállítása.

4.5 A befektetések indítékai

Az angyal befektetők egyik jellegzetessége, hogy a pénzügyi megfontolásokon túl egyéb, nem gazdasági jellegű tényezőket is figyelembe vesznek befektetési tevékenységük során. Egy gazdasági cselekmény mozgatórugója a „vagyongyarapítás” mellett az altruizmus is lehet, amely során az egyéni haszonszerzés helyett vagy mellett egy közösség, a társadalom egészének a haszna kerül előtérbe. A hedonista magatartást tanúsító angyal egy vállalkozásba való befektetéskor az örömet, a kihívást keresi. E két befektető típust az különbözteti meg a „racionális” befektetőktől, hogy az anyagi hasznok mellett a „pszichikai jövedelmeket” is fontosnak tartja (Sullivan-Miller 1996).

Az eredményekből látható, hogy a hazai üzleti angyalok számára **a befektetés pénzügyi hozama a legfontosabb befektetési motívum**, mivel szinte kivétel nélkül minden válaszadó a kiemelkedő megtérülést tartja a legfontosabb szempontnak (4.2 táblázat). Az azonban mindenképpen meglepő eredmény, hogy a másik két gazdasági tényezőt megelőzve, **két hedonista tényező került a második és harmadik helyre a rangsorban**: a szakmai kihívás és a kedvtelés. Az is kitapintható, hogy az altruista tényezők (társadalmi értékek) szerepe a befektetési döntésben az informális kockázatitőke-piac jelenlegi fejlettségi szintjén elenyésző. A magyar felmérés is igazolta tehát, hogy **nem kizárólag a gazdasági haszonszerzés indítékai vezérelhetik az üzleti angyalokat**, más külföldi kutatásokhoz (Sullivan és Miller 1996, Weber és szerzőtársai 2000) hasonlóan. A német angyalok körében a hedonista motivációk megelőzik a pénzügyi tényezőket a befektetési döntés mérlegelése során, viszont az altruista szempontok hasonló súllyal esnek latba náluk, mint a magyarországi angyaloknál. A német kutatók ezen jellegzetesség alapján a német informális kockázati piacot a „hobbi-piac” stádiumában lévőnek tartják (Brettel 2003). Ezzel szemben az Egyesült Államokban egyértelműen a pénzügyi megfontolások az elsődlegesek, és az altruista, hedonista okok kisebb jelentőségűek. A különbségek valószínűleg az egyes országok eltérő kultúrájára, hagyományaira, szokásaira vezethetőek vissza. Németországban az üzleti angyal kultúra „emberbarát” jellege egyrészt a nagyfokú társadalmi szolidaritással állhat összefüggésben, másrészt magyarázható a felmérésben szereplő egyének nemzetközileg is kimagaslóan magas jövedelmével és vagyonával, de egyszerűen a kis elemszámú minta torzításának is betudható.

4.2 táblázat A befektetések motivációi a magyar, német és amerikai üzleti angyalok körében

Motiváció	Magyar (N=22)		Német (N=48)		USA (N=214)	
	Érték	Rang	Érték	Rang	Érték	Rang
Az átlagon felüli megtérülésben bízva	4,55	1.	3,58	3.	3,99	1.
Mert számomra szakmai kihívást jelent	3,82	2.	3,06*	4.	-	-
Kedvtevésből, e tevékenység örömet okoz	3,45	3.	4,58	1.	2,43	6.
A jövőbeli osztalékért	3,09	4.	1,16	10.	-	-
Hogy támogassam a fiatal vállalkozókat	2,19	5.	3,84	2.	2,38	7.
Hogy egy barátnak vagy családtagnak segítsek	2,14	6.	1,74	7.	2,79	4.
A társadalom számára fontos termékek előállítását segítsem	2,05	7.	2,26	6.	2,2	8.
Rendszeres kiegészítő jövedelem megszerzése céljából	1,82	8.	-	-	3,47	2.
Adózási megfontolásból	1,77	9.	1,54	8.	2,85	3.
Egy közösség, a társadalom megbecsülésének kivívásáért	1,71	10.	1,46	9.	1,71	9.
Befolyásom legyen egy vállalkozás felett	-	-	2,58	5.	2,61	5.

Megjegyzések: A magyar és amerikai véleményeket 1-5-ig (1 – egyáltalán nem fontos, 5 – a legfontosabb) terjedő skálán mérték. A német kutatás három fokozatot állított fel: nagyon fontos, fontos, nem fontos, és az eredményeket százalékos formában szerepeltette. Hogy a német értékek is kompatibilisek legyenek, a nagyon fontos 5-ös, a fontos 3-as, a nem fontos 1-es súllyal került átszámításra. Az így keletkezett értékekből felállított rangsor megegyezett a szerző által szerkesztett rangsorral. * A német felmérésben szereplő válasz: szerepet játszani egy vállalkozás felépítésében.

Forrás: Brettel (2003), Sullivan és Miller (1996) felhasználásával a szerző saját összeállítása

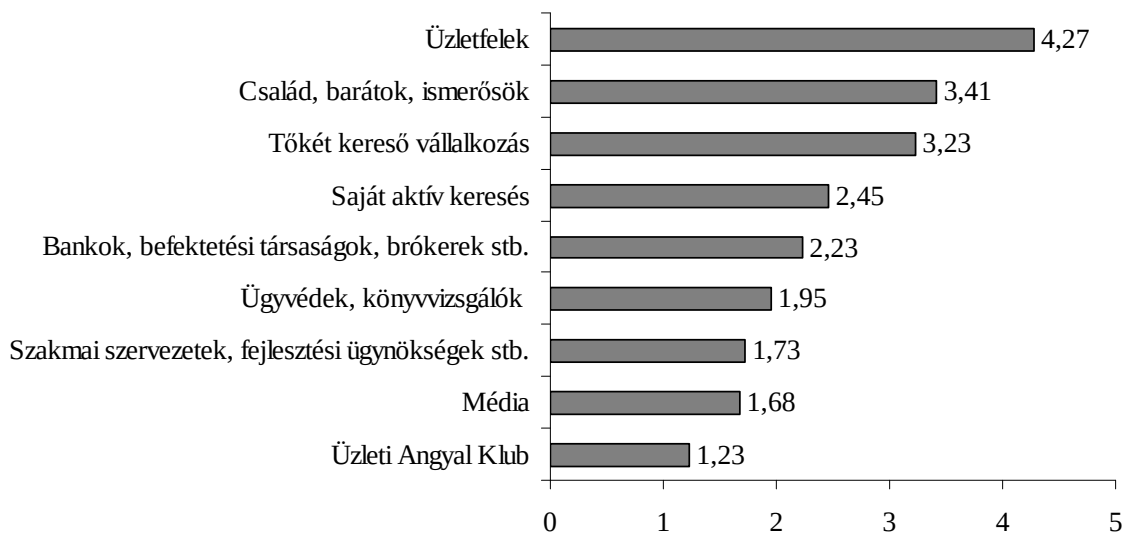
4.6 A befektetési lehetőségekről szerzett információ forrásai

A töredezett, információs veszteségek által „sújtott” informális kockázatitőke-piacon sorsdöntő, hogy a tőkét kínáló magánszemélyek és a finanszírozási forrásokat kereső vállalkozók tudomást szereznek-e egymásról. A felmérés eredményei azt mutatják,

hogy Magyarországon – hasonlóan Finnországhoz (Lumme és szerzőtársai 1998) – egyértelműen az informális, **személyes információforrások dominálnak**: az angyalok leginkább üzleti partnereiken, személyes ismerősökön keresztül találhatnak rá a vállalkozásokra, és viszonylag fontos módszer az aktív keresési tevékenység is (4.1 ábra). Az úgynevezett formális források (pénzügyi közvetítők, ügyvédek, szabadalmi ügyvivők stb.) és még inkább az erre szakosodott szervezetek (vállalkozásfejlesztési ügynökségek, üzleti angyal hálózat stb.) a partnerek egymásra találásában csekély szerepet játszanak.

A felmérés jól érzékelteti, hogy a hazai informális kockázatitőke-piac fejlesztését **érdemben** semmilyen közvetítő vagy szakmai szervezet nem karolta fel, és a média sem igazán foglalkozik a témával. A hasonló típusú norvég felmérésben a megkérdezett angyalok barátaiktól, ismerőseiktől kapták a legtöbb hírt befektetési lehetőségekről, ezután következett a média, a bankok, az üzletfelek és a saját keresés (Reitan-Sørheim 2000). A svájci kutatás során a kérdőíveket üzleti angyal hálózatokon keresztül juttatták el a célcsoporthoz, és valószínűleg ennek tudható be, hogy az üzlettársak után a második legfontosabb információforrássá e közvetítő intézmények váltak (4.3 táblázat).

4.1 ábra A befektetési lehetőségről szerzett információ forrásai



Megjegyzés: a válaszadónak a lehetséges válaszokat egytől ötig terjedő Likert-skálán kellett értékelnie (1 – egyáltalán nem fontos, 5 – a legfontosabb). Minden egyes opciót véleményezni kellett, és az egyes válaszokat egyforma osztályzattal is értékelhette.

4.3 táblázat A befektetési lehetőségről szerzett információ forrásai

Információforrás	Magyarország (N=22)		Finnország (N=32)		Norvégia (N=366)		Svájc (N=61)	
	Érték	Rang	Érték	Rang	Érték	Rang	Érték	Rang
Üzletfelek	4,27	1	-	1	13,7	4	65	1
Család, barátok, ismerősök	3,41	2	-	2	24,6	1	3	8
Tőkét kereső vállalkozás	3,23	3	-	3	7,7	6	27	3
Saját aktív keresés	2,45	4	-	4	11,6	5	16	5
Bankok, befektetési, brókerek kockázatitőke-társaságok	2,23	5	-	6, 5, 10 ^b	18,9	2	13, 8 ^e	6, 7
Ügyvédek, könyvvizsgálók	1,95	6	-	8, 9 ^c	0,7	9	-	-
Szakmai szervezetek, kamarák, fejlesztési ügynökségek stb.	1,73	7	-	-	3,2, 1,2 ^d	7, 8	24 ^f	4
Média	1,68	8	-	7	16,3	3	-	-
Közvetítő intézmények ^a	1,23	9	-	-	0,3	10	62	2

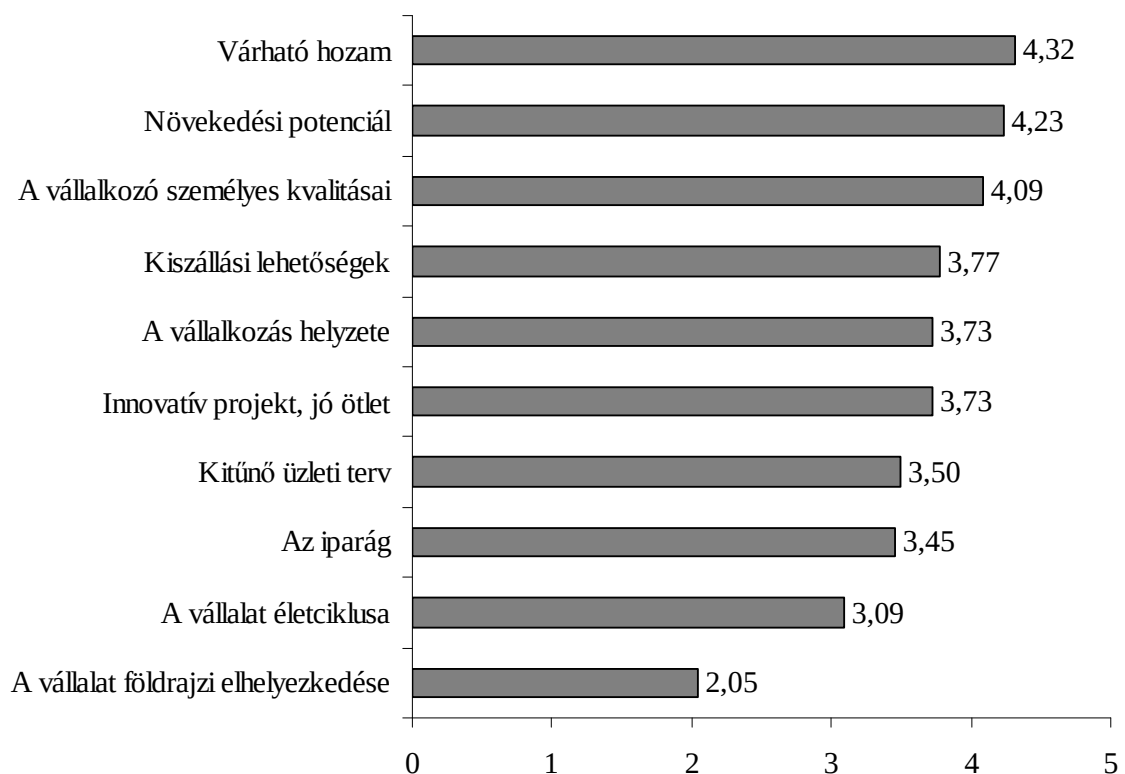
Megjegyzések: A feltett kérdés a magyar és finn felmérésben: „honnan kapják a befektetési lehetőségekről az információkat”? A magyar befektetők 1-5-ig terjedő skálán válaszolhattak, ahol 1-egyáltalán nem jellemző, 5-leginkább jellemző. A finn felmérésben a válaszadóknak négy lehetőség közül kellett választani: soha, ritkán, gyakran, rendszeresen, az értékeket ezért nem tüntettük fel. A norvég kutatásnál a százalékban kifejezett értékek azt jelzik, hogy a befektetők a megvalósult befektetésekről honnan értesültek. A svájci kutatásban azokat az információforrásokat kellett megjelölni, amelyektől a válaszadó legalább egy befektetési ajánlatot kapott. ^a A magyar kérdőívben az Innostart Üzleti Angyal Klubja szerepelt. ^{b, c} A finn felmérésben a válaszok külön-külön szerepelnek. ^d A kérdőívben szereplő válasz: befektetési klubok, szövetségek (3,2 %) és állami fejlesztési ügynökségek (1,2 %). ^e Bankok (13 %), partnerek a szindikátusban (8 %), melyek pl. kockázatitőke-társaságok vagy más angyal befektetők egyaránt lehetnek. ^f Főiskola, ahol üzleti terv versenyeket rendeznek, illetve a vállalkozás-alapítást támogató programokat működtetnek.

Forrás: Lumme és szerzőtársai (1998), Reitan és Sørheim (2000) és Riffelmacher (2004) alapján a szerző saját összeállítása

4.7 A befektetési döntés szempontjai

Mit tart fontosnak egy üzleti angyal a befektetési döntés meghozatalakor? A mintában szereplő angyalok számára a **legfontosabb a várható hozam és a megtérülési idő, a cég és a piac növekedési lehetőségei és a vállalkozó személyes képességei.** Svédországi felmérések kimutatták, hogy az üzleti angyalok sokkal inkább a vállalkozókba, mint a vállalkozásba fektetnek, és a jövőbeli lehetőségek fontosabbak a cég jelenlegi helyzeténél (Landström 1998). A svéd eredmények részben nálunk is érvényesek: a döntéskor a cég jelenlegi helyzeténél a növekedési potenciál, a precízen elkészített üzleti tervnél a vállalkozó személyes kvalitásai és jó ötlet többlet nyom a latban (4.2 ábra). Felmérésünk azt is mutatja, hogy a hazai angyaloknál fontos tényező a sikeres kiszállás lehetősége, ami szintén összhangban van a nemzetközi eredményekkel.

4.2 ábra A befektetés kiválasztásának kritériumai



Megjegyzés: Likert-skálán mérve (1 – egyáltalán nem fontos, 5 – a legfontosabb).

Az üzleti angyalokra jellemző, hogy a befektetési döntést vállalkozói-menedzseri tapasztalataikra, emberismeretükre támaszkodva, gyakran a vállalkozóról alkotott személyes benyomásaik alapján, viszonylag rövid idő alatt hozzák meg. A forrásokat kereső vállalkozás menedzsmentjének, a vállalkozó személyének, tehetségének, tudásának kiemelkedő fontosságát a magyar mellett több empirikus kutatás is igazolta (Brettel 2003, Riffelmacher 2004, Lumme és szerzőtársai 1998, Hindle-Wenban 1999, Harrison-Mason 2003, Mason-Harrison 2002a). Ezzel párhuzamosan a befektetési lehetőség visszautasítását is gyakran a cégvezetés iránti bizalom, az elvárt kompetenciák hiánya okozza.

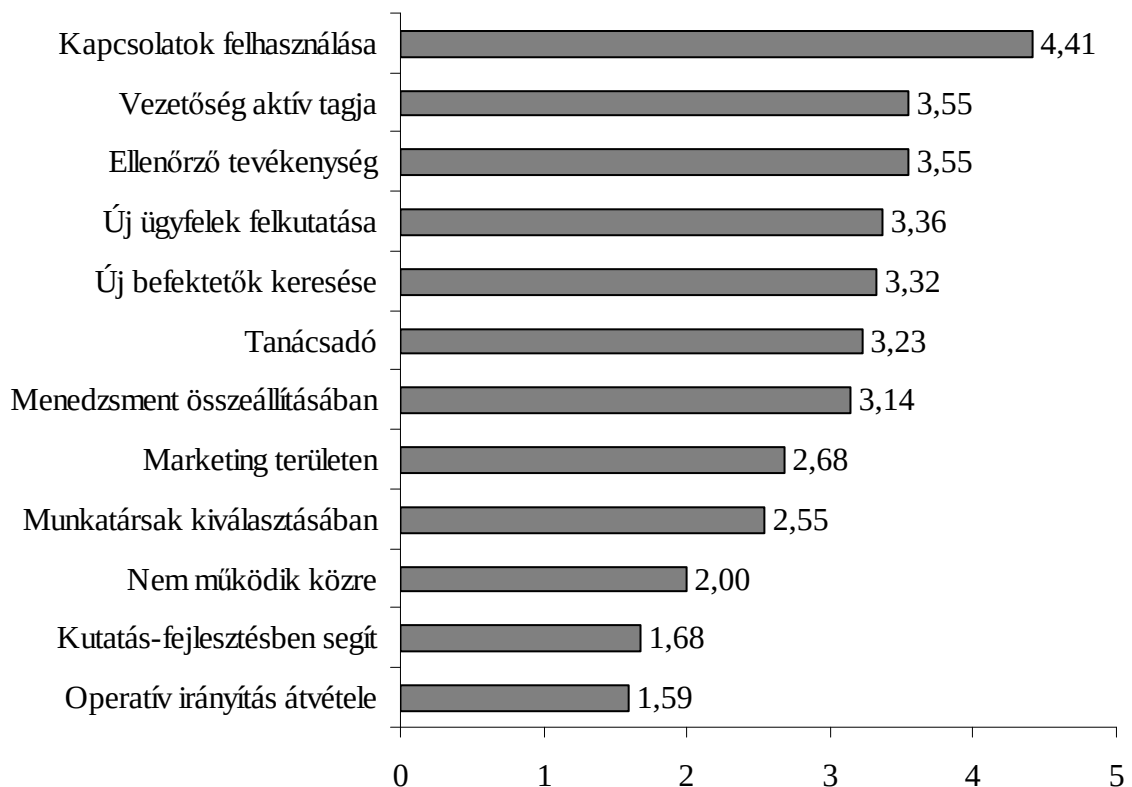
4.8 A közreműködés és a vállalkozásfejlesztő tevékenység formái

A friss tőke mellett az üzletiangyal-finanszírozás legértékesebb hozadéka a befektető által a vállalkozás érdekében kifejtett munka, közbenjárás, tudásátadás lehet. Az angyalok közreműködése és fejlesztő tevékenysége a vállalkozásnál nagyban függ az adott személy szakmai háttérétől, képességeitől, szabadidejétől, motivációjától és dolgozni akarásától. A közreműködés legáltalánosabb formája a befektető kapcsolatainak felhasználása és a különböző területeket érintő tanácsadás. Emellett az üzleti angyalok gyakran hivatalosan is a vezetőség vagy a felügyelő bizottság tagjává válnak, ami segítségével az ügynöki költségek nagymértékben csökkenthetők. A legnagyobb hozzáadott értékű tevékenység az angyal befektető aktív bekapcsolódása a cég napi ügymenetébe, életébe, illetve piaci és üzleti információk szolgáltatása a vállalkozás részére. Áttételes hatásként értékelhető, hogy az üzleti angyal megjelenésével egyidőben megnövekszik a cég hitelessége is, ami megkönnyíti számára a további finanszírozási csatornákhöz való hozzáférést.

A mintába bekerült angyal befektetők egytől ötig terjedő skálán értékelték, hogy az egyes felsorolt tevékenységek mennyire jellemzőek a közreműködésükre (4.3 ábra). Kiemelkedően magas (4,41-es) értéket kapott és ezzel a leginkább jellemző tevékenységgé vált **a kapcsolati tőke rendelkezésre bocsátása**, az évek alatt kialakult baráti és üzleti ismeretségek vállalkozás érdekében történő kamatoztatása. A befektetők nagy része a vezetőség (illetve az igazgatótanács) aktív tagjává is válik, és

rendszeresen felügyeli, ellenőrzi a cég működését. Közel azonos (3,3 körüli) értéket kapott az új vevők, további befektetők felkutatásában, a menedzsment összeállításában játszott szerep és a tanácsadás, így ezek a „foglatosságok” is általánosak lehetnek a magyarországi informális magánbefektetőknél. Az egyes funkcionális területekhez köthető tevékenységekbe (emberierőforrás-gazdálkodás, marketing, kutatás-fejlesztés) való bekapcsolódás általában a hozzáértés és végzettség függvénye, ennek köszönhetően a befektetők csak kisebb részénél általános. A vállalkozót kiszorító, az operatív irányítást megszerző befektetők szakirodalomban elterjedt elnevezése „üzleti ördögök” (business devils), akik a szavazati jogok abszolút többsége felett rendelkezve saját kezükbe veszik a cégvezetést (Gaston 1989). A válaszadók saját bevallásuk szerint ezt a nem éppen „sportszerű” és a vállalkozók számára kifejezetten „kellemetlen” magatartást nem alkalmazzák.

4.3 ábra Az üzleti angyalok értékteremtő közreműködésének formái



Megjegyzések: Likert-skálán mérve (1 – egyáltalán nem fontos, 5 – a legfontosabb). A közreműködés érinthet egy-egy szakterületet (például marketing, emberi erőforrás gazdálkodás, kutatás-fejlesztés), tevékenységet (például új befektető keresése, kapcsolatok kamatoztatása) és jelentheti egy funkció (vezetői poszt) betöltését is.

A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy az informális kockázati tőkések leginkább igazgatósági tagként és tanácsadóként vállalnak szerepet a vállalkozás sikeressé tételében (pl. az Egyesült Királyságban, Svédországban, Kanadában, Norvégiában), de a kapcsolati tőke is hasonlóan fontos erőforrást jelent (pl. Németországban és Svájcban) (Harrison-Mason 1996a, Reitan-Sørheim 2000, Brettel 2003, Riffelmacher 2004, Madill és szerzőtársai 2005).

4.9 A befektetés tevékenység egyéb jellemzői

A befektetési aktivitás mérésénél a szakirodalomban elfogadott három éves időintervallumot alkalmaztuk. **Az elmúlt három évben a megkérdezett 22 angyal összesen 100 vállalkozásba fektetett, és az egy főre jutó 4,55-os átlag nemzetközi összehasonlításban is magasnak tekinthető** (a német érték után a második legnagyobb). 18 válaszadóra összegezve – akik a 100 vállalkozásból 70-ben szereztek részesedést – **a végrehajtott befektetések összértéke elérte a 1145 millió forintot.**¹⁷⁷ Az átlagos befektetés nagysága 16 millió Ft körül alakult, amely a norvég és svéd értékhez áll közel (4.1 táblázat).

A megkérdezett angyalok 82 százaléka szokott **másokkal együtt befektetni**: a válaszadók kétharmada más magánszemélyekkel, 40 százaléka fele pedig bankokkal, kockázati tőke-társaságokkal, befektetési intézményekkel. Az állami partnereket a válaszadók 14 százaléka említette mint társbefektetőt.

A vállalkozásban szerzett részesedés nagyságát vizsgálva kiderül, hogy a hazai angyalok leginkább 25-50 százalék közötti üzletrész „megkaparintására” törekednek, de a válaszadók egyharmada az 5-25 százalék határok közé eső illetve többségi (50 százalék feletti) részesedésszerzést is alkalmazza. Az 5 százalék alatti tulajdonrész az említések szerint meglehetősen ritkán fordul elő (4.4 táblázat).

¹⁷⁷ A 22 angyal 100 befektetését és az átlagos 16 millió forintos átlagos befektetett összeget figyelembe véve becslésünk szerint 1,6 milliárd forint feletti összeggel járult hozzá a kisvállalkozások tőkeszükségletéhez három év alatt.

4.4 táblázat A vállalkozásban jellemzően megszerzett részesedés nagysága

A részesedés nagysága (százalék)	Gyakoriság
–5	14
5–25	33
25–50	57
50–	33

Megjegyzés: A gyakoriság 22 válasz alapján az említések százalékában értendő (az összeg a 100 százalékot meghaladja).

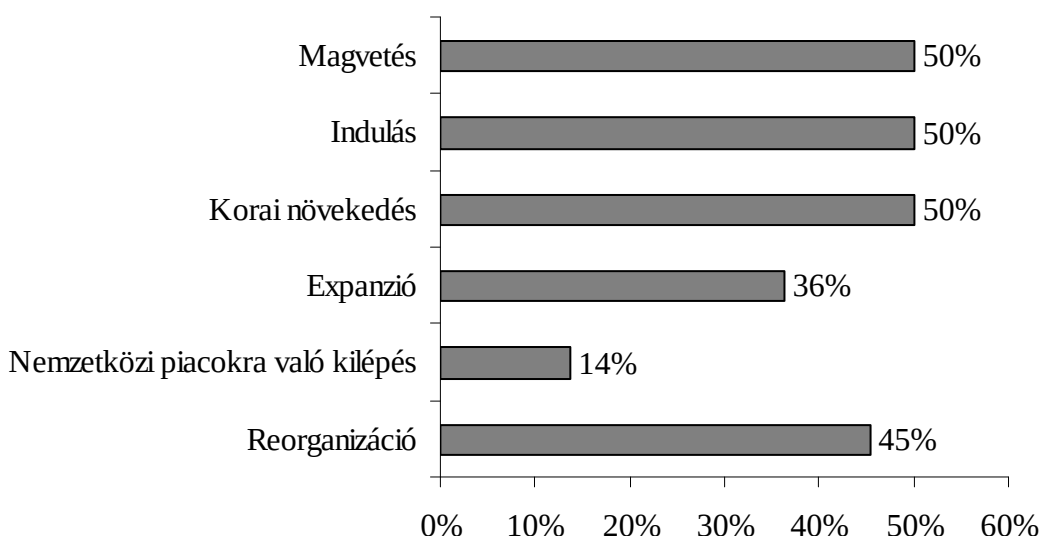
A felmérésben a vállalkozások fejlettségi szakaszára vonatkozó befektetői preferenciákat is megvizsgáltuk (4.4 ábra). Az eredményekből egyértelműen kirajzolódik, hogy **a befektetők preferálják a korai életszakaszokat**: mindössze két olyan üzleti angyal volt, aki nem jelzett ilyen jellegű preferenciát.¹⁷⁸ A válaszadók fele érdeklődik a magvető, induló és korai növekedési szakaszban tartó vállalkozások iránt. Népszerűek a reorganizációs célú befektetések is (45 százalék), amelyeket az intenzív terjeszkedés fázisában levő vállalkozásokba irányuló befektetések (36 százalék) követnek. A nemzetközi piacokra történő kilépés finanszírozása csak kevés angyalt vonz (14 százalék).

Az informális kockázatitőke-befektetések számának szektorális megoszlása Magyarországon teljesen kiegyenlített: az általunk használt kategóriák (például pénzügy-biztosítás–ingatlan, egyéb szolgáltatások, biotechnológia, internetgazdaság, mezőgazdaság stb.) mindegyike közel egyenlő arányban szerepelt a válaszokban. Az eredményekből kitűnik, hogy a magyar üzleti angyalok nem riadnak vissza a rendszerint kockázatosabbnak tartott¹⁷⁹ technológia-alapú cégek finanszírozásától: **a befektetők több mint fele (55 százalékuk) rendelkezik érdekeltséggel az „új gazdaság” innovatív vállalkozásaiban.**

¹⁷⁸ Ezzel szemben 8 olyan üzleti angyal szerepelt a mintában, aki kizárólag korai fázisú befektetések után érdeklődött.

¹⁷⁹ Mason és Harrison (2004b) az üzletiangyal-befektetésekből származó hozamokat hasonlította össze technológiai és nem technológiai vállalkozások esetén. A vizsgálat nyomán megállapították, hogy a két befektetés típus hozamai közti különbség nem tekinthető szignifikánsnak. A szerzők szerint ez az eredmény megcáfolni látszik a technológiai befektetések kockázatoságára vonatkozó hagyományos elképzeléseket.

4.4 ábra A vállalati fejlődés preferált életszakaszai (az említések százalékában)



4.10 Egy sikeres vállalati angyal Magyarországon¹⁸⁰

A hazai vállalati angyalok finanszírozó és fejlesztő szerepéről még annyi információval sem rendelkezünk, mint a kockázatitőke-befektést végző magánszemélyek tevékenységéről. Ezért már a látóterünkbe került egyetlen ilyen példát: a Videoton Holding Rt. (a továbbiakban: Videoton) gyakorlatát is érdemesnek véljük bemutatni a dolgozatban esettanulmány jelleggel.

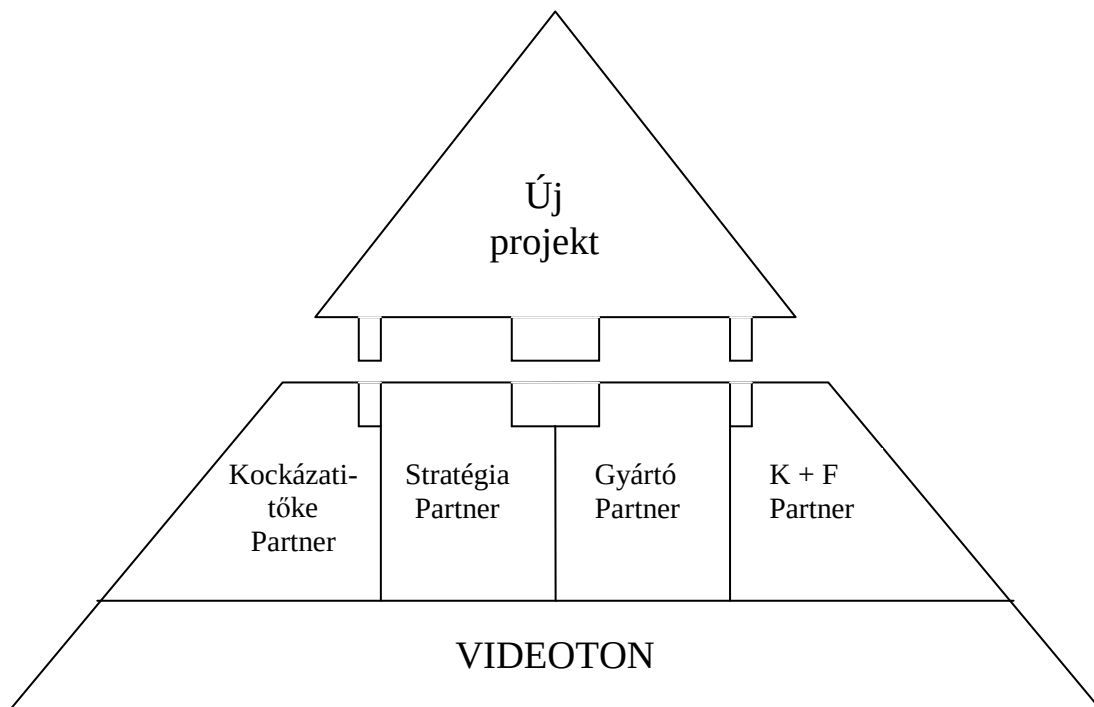
4.10.1 A Videoton mint sokoldalú partner

A Videoton az 1935-ös alapítás óta több válságot is megélt. A rendszerváltozáskor a cég eleinte alacsony hozzáadott értéket jelentő bér munkákra szerződött, majd megismerve az új technológiákat és piaci szereplőket egyre több feladatot vállalt át. Ezt követően később kezdett befektetőként is érdeklődni az induló, nagy növekedési potenciállal jellemezhető, innovatív vállalkozások iránt. Az ezekben az együttműködésekben betöltött szerepét foglaltuk össze a 4.5 ábrán. Eszerint a Videoton kockázatitőke-

¹⁸⁰ A fejezetben közölt esettanulmány alapjául Biczók és Kosztópulosz (2005) tanulmánya szolgál. Az esettanulmány elkészítéséhez a Videoton Rt. részéről Sinkó Ottó és Csobán Pál, a Rhinolight Kft. részéről pedig Nagy Norbert nyújtott óriási segítséget, amiért ismételten köszönetünket fejezzük ki.

befektetései során nemcsak pénzügyi, hanem **K+F, gyártási és stratégiai támogatást** is biztosít. A cég több területen is – kutatás és fejlesztés gyártás; finanszírozás – segítséget nyújt a partnervállalkozás számára egy új ötlet, termék megvalósításakor.

4.5 ábra Videoton – egy sokoldalú partner



Forrás: Biczók és Kosztópulosz (2005: 75)

K+F Partner: A Videoton a K+F terén jelentős segítséget tud nyújtani az új termékek kifejlesztésében illetve továbbfejlesztésében. A termékfejlesztés ugyanis műszaki oldalról nem ér véget a prototípus megalkotásával: ezt a sorozatban gyártott terméktől még számos fejlesztési lépés választja el.

Stratégiai Partner: Mint több évtizedes üzleti múlttal rendelkező cég, kellő piaci és műszaki tapasztalattal rendelkezik ahhoz, hogy stratégiai szövetségesként segítse a vállalkozásokat. Ez jelenti a szükséges anyagok, gépek beszerzését, illetve előállítását. Emellett képes megbízhatóan felmérni a piaci lehetőségeket és veszélyeket, ezzel segítve partnereit a menedzsment terén is.

Gyártó Partner: Ez az a komponens, amelyben a Videoton szinte kimeríthetetlen erőforrásokkal rendelkezik. Képes a kifejlesztett új termékek legyártására, illetve a

sorozatgyártására. Ráadásul gyártási kapacitása nem kizárólag az elektronikai részekre vonatkozik, hanem a termék teljes egészére.

Kockázatitőke-Partner: Az előzőeken túl a fejlesztésekhez kockázatitőke-típusú finanszírozást is nyújt a Videoton. Jelenleg nagyságrendileg évi 1 milliárd forintot szánnak erre a célra a cégcsoportnál. Ez az összeg csak egy irányszám, ami a lehetőségek függvényében nőhet és csökkenhet is. Az elmúlt néhány esztendőben átlagosan 3-5 vállalkozás került terítékre évente mint potenciális befektetési célpont.

A felek közötti kapcsolatfelvételt nem kizárólag a vállalkozások kezdeményezik, hanem a Videoton is keresi a megfelelő befektetési lehetőségeket. Az ismerkedés¹⁸¹, illetve a bemutató után következő lépésben a Videoton alaposan megvizsgálja az elképzelés megvalósíthatóságát és a piaci lehetőségeit. Ez **belső zsűrizés** keretében zajlik, nem vesznek igénybe külső szakértőket.

Ha túljut a projekt a belső zsűrizésen, elkezdődnek a felek közti **tárgyalások**. Bár fontosak a konkrét jogi és pénzügyi megoldások is, első körben a szándékok egyeztetése történik. Felelősségről, feladatokról, hatásköréről szólnak a tárgyalások, és ez lesz a későbbi nyereség felosztásának is alapja egyben.

Ha e kérdésekben sikerrel állapodtak meg a felek, akkor következhet a **pénzügyi és jogi konstrukció** megalkotása, ami minden projekt esetében egyedi. A pénzügyi és jogi megoldások visszahathatnak a korábbi megállapodásokra, ezért azok módosulása is elképzelhető.

Általában **fél év** szükséges ahhoz, hogy az első találkozástól az összes területre kiterjedő megállapodás megszülessen. A fejlesztést félbehagyva várni a szerződések létrejöttét azonban akkora csúszást okozhat, ami a piaci sikert is veszélyeztetheti. A idővesztést elkerülendő, a Videoton nem egyetlen szerződésben szabályozza valamennyi részterületet, hanem **több szerződést is köt** a céggel. Például külön megállapodás születik a Videoton által vállalt K+F feladatokról. Ebben nemcsak a műszaki kérdésekről állapodnak meg, hanem a fejlesztések piaci áráról is. Mindezt

¹⁸¹ Döntő jelentőségű az első benyomás az ötletéről és a „feltalálóról”. Nagy szerepet játszik az ötletgazda személyes elkötelezettsége is a projekt iránt. Ha ezt mással nem, de a megvalósítás érdekében feláldozott szabadidejével tudja bizonyítani. Az elkötelezettséget és a túlzott érzelmi kötődést nem szabad összekeverni. Míg a feltaláló elkötelezettsége feltétel, addig a túlzott érzelmi kötődés a későbbi siker gátló tényezőjévé válhat.

azzal a kikötéssel egészítik ki, hogy csak akkor fogja ezt az összeget megfizetni a vállalkozás, ha végül a befektetési megállapodás nem jön létre. Így a fejlesztés párhuzamosan folytatódhat a tárgyalásokkal.

A Videoton általában előnyben részesíti a **már működő**, adott projektre létrejött vállalkozások finanszírozását, szemben egy új cég alapításával. Ennek oka, hogy a működő vállalkozások esetén a know-how-k és egyéb szellemi termékek kérdése már rendezett, nem kell azokat még külön megvásárolni. Azonban egy már működő vállalkozás finanszírozásának az is a feltétele, hogy a korábbi tevékenysége **átlátható** legyen.

A finanszírozás alapvetően **tulajdonrész szerzésének formájában** történik. Már működő vállalkozások esetén ez a jegyzett tőke és a tőketartalék megemelését jelenti, újonnan alakuló vállalkozásoknál pedig az alapításban való részvételt. Ezt gyakran kiegészíti egy **tulajdonosi hitel** is, ami a befektető számára növeli a finanszírozás rugalmasságát.¹⁸² Abban az esetben, ha az átlagosnál kockázatosabbnak ítélik meg a fejlesztést, más megoldást választanak, például a közvetlen tulajdonszerzés helyett **részvényvásárlási opciót** kötnek ki maguknak.

A vállalkozások menedzsmentjének szabad kezét ad a Videoton, nem avatkozik bele a napi operatív ügyintézésbe. Ennek oka, hogy a menedzsmentkapacitás rendkívül korlátozott a cégcsoportban. Ez természetesen nem azt jelenti, hogy a menedzsment mindenfajta kontroll nélkül hozhat döntéseket. Mivel az együttműködés során számtalan szolgáltatást vesz igénybe a vállalkozás a cégcsoport különböző vállalati egységeitől (pl. eszközök és telephelyek bérlése, lízingelése, logisztikai, jogi, munkaügyi támogatás), így azok folyamatosan kontrollálni tudják a projekteket.

Hogy mindez hatékonyan működjön, a finanszírozott vállalkozásoknak illeszkedniük kell a Videoton **jelentési rendszerébe**. Ebben minden egyes tagvállalat előre meghatározott időszakonként, előre meghatározott részletezettségben, előre meghatározott adatokat jelent a központ felé. Hasonló követelménynek kell megfelelniük

¹⁸² A Videoton az együttműködés során is hajlandó kedvező feltételekkel nyújtott hitelekkel hozzájárulni a partner rövid távú finanszírozási problémáinak megoldásához. Ez a megoldás azért előnyös a kisvállalkozás számára, mert a Videoton nagyjából azokkal a kondíciókat adja tovább a hitelt, amelyekkel elsőrangú ügyfélként ő hozzájut.

a finanszírozott vállalkozásoknak is, természetesen az egyedi jellemzők figyelembe vételével.

A Videoton a befektetések kiválasztásánál azokat részesíti előnyben, amelyek **illeszkednek a Videoton kompetenciáihoz**. Az illeszkedés mértéke az évek során változhat. Másrésről az adott projekt túl is nőheti a Videoton kereteit. Globális termékek, globális márkázást (branding) követelnek meg, és ez az elektronikai termékek piacán különösen érvényes. Ebben az esetben a Videoton nem zárkózik el attól a lehetőségtől, hogy egy globális márkát birtokló stratégiai befektetőnek adja át a helyét a vállalkozásban. Azt, hogy mindez nemcsak egy elméleti keret, hanem egy **jól működő gyakorlat** is, a Rhinolight Kft. esete is alátámasztja.

4.10.2 Egy sikeres befektetés: a Rhinolight Kft.

A fejlesztés előzményei egészen 1996-ig nyúlnak vissza, amikor is a Szegedi Orvostudományi Egyetem munkatársai és az (akkor még) József Attila Tudományegyetem Optikai és Kvantumelektronikai Tanszékének munkatársai a pikkelysömör fényterápiás kezelésének problémáját kutatták. Bár a kidolgozott eljárást ma már világszerte használják, a feltalálók mégsem tudtak az ötletből üzleti sikert kovácsolni. Egyrésről az orvosi eljárásokat Európában nem lehet szabadalmi oltalom alá vonni, másrésről a felhasznált lézert már régóta gyártották világszerte, csak senki sem gondolt az ilyen jellegű alkalmazására.

Ezt követően felmerült az ötlet, hogy lehet-e a hasonló patofiziológiájú szénanáthát ugyanígy fénykezeléssel kezelni. Az erre irányuló kutatás 1999-ben kezdődött, amelynek célja a hatékony fény összetételének a megállapítása volt. Pályázaton elnyert források segítségével a fejlesztői csapat elkészítette az első prototípust. Mindezek mellett folyt a készülék szabadalmaztatása. Először a magyarországi szabadalmi bejegyzést szerezték meg a feltalálók, később az európai és amerikai is. 2003-ban alakult meg Rhinolight Kft., **az üzleti célú hasznosítást**, azaz a készülékkel kapcsolatos fejlesztéseket, gyártást, engedélyezéseket, marketingkampányokat, készülék-kihelyezéseket és értékesítést szervező vállalkozás. Az társaságalapításban a feltalálók mellett egy hazai egészségügyi cégcsoport és egy magánbefektető is részt vett.

A készülék által nyújtott kezeléseket a betegek egy **franchise hálózaton** keresztül vehetik igénybe. A készülék magas ára miatt ugyanis a vállalkozás nem eladja az eszközt, hanem franchise rendszerben használatra adja át az orvosoknak. A hálózatba belépő orvosoknak ezért egy egyszeri belépési díjat kell fizetniük, majd a kezelésszám függvényében havi használati díjat.

A vállalkozás már 2003-ban olyan növekedést ért el, ami szükségessé tette az újabb tőkebevonást. Ekkor kerültek kapcsolatba a Videotonnal egy korábbi személyes kapcsolat révén. Bár a későbbi befektető és a cég elképzelései kezdetben eltértek egymástól, kölcsönös engedmények révén mégis sikerült informálisan megállapodni **alig egy hónap alatt**. Ennek eredményként a Videoton tőkeemeléssel tulajdonostársá vált a vállalkozásban, és emellett megemelte a tőketartalék összegét is.

Habár a szerződés végleges jogi formája csak hónapokkal később alakult ki, de ez idő alatt a Videotonnál már elkezdődtek a fejlesztések. A megkezdett fejlesztés gyümölcseként 2004 tavaszára elkészült a 2004-es modell prototípusa, ami a korábbihoz képest több újítást is tartalmazott. De nemcsak a fejlesztésben nyújtott segítséget a Videoton, hanem a gyártásban is. 2004-ben 75 db ilyen készüléket gyártottak, ami az orvosi műszerek piacán jelentős mennyiségnek számít. A Videoton mint stratégiai partner is segíti a Rhinolight sikerét, ez megmutatkozik a szállítókkal szemben elért előnyösebb pozícióban, és a logisztikában is.

Bár szoros kapcsolat alakult ki a két vállalkozás között, a Videoton nem avatkozik be napi ügyekbe, ugyanakkor a vállalkozás teljesítményéről havi rendszerességgel tájékoztatást kér, és részt vesz a jövőre vonatkozó üzleti tervek kidolgozásában. A menedzsment összetétele sem változott a Videoton belépésével.

Mára már több nemzetközi konferencián és szakkiállításon bemutatták az eljárást (pl. Amszterdamban, San Francisco-ban, Düsseldorfban), és a környező országokban egy hasonló franchise rendszer keretében egyre több kezelést végeznek a készülékkel. A készülék fejlesztése sem zárult le még. Új design-on és egy mobilkommunikációs rendszeren dolgoznak a fejlesztőmérnökök, és időközben a téma felkeltette egy orvosi kockázatitőke-cég érdeklődését is az USA-ban.

4.10.3 A siker lehetséges tényezői

A következőben összegezzük azokat a tényezőket, amelyek véleményünk szerint hozzájárultak a Videoton mint vállalati angyal sikeréhez. Ezek közül egy sem iparág-specifikus tényező, hanem a vállalati kultúrából és a menedzsment képességekből származtathatók.

A nyitottság: a konkrét iparágtól és fejlettségi szinttől függetlenül minden termékterv sikerrel indulhat a finanszírozási tárgyalásokon.

A rugalmasság: minden projektet egyedileg értékelnek ennek megfelelően egyedileg finanszírozzák őket, nem előre kialakított sablonok alapján.

Az evolúciós hatás: a cég nem ad hoc módon vágott bele az induló vállalkozások ilyen jellegű finanszírozásába, hanem előtte végigjárt egy fejlődési pályát, így akár saját tapasztalatait felhasználva tud segíteni a fejlesztésben.

A piaci ismeretek és tapasztalat: az évtizedek során felhalmozódott szaktudás és ismeret segít a megfelelő döntések meghozatalában a folyamat során.

A vezetés és a teljes elkötelezettség: a siker fontos tényezőjét jelentik a vállalat csúcsán álló vezetők, akik felismerték a vállalati kockázati tőkében rejlő lehetőségeket és elkötelezettek ezen vállalkozások sikerének irányába.

5. Az informális kockázatitőke-piac fejlesztésének lehetőségei

Láttuk, hogy az üzleti angyalok képesek hatékonyan betölteni a fiatal, növekedésorientált kisvállalkozásokat sújtó tőkerést, elősegítve, hogy ezek a reményteli vállalkozások betölthessék termékeny szerepüket a gazdaságban. Befektetéseik ugyanis jellemzően kisebb összegűek, és nem riadnak vissza a korai életszakaszban tartó kisvállalkozások kockázatos finanszírozásától. Rendszerint értékteremtő módon bekapcsolódnak a vállalkozás fejlesztésébe is: tanácsaikkal, kapcsolatrendszerükkel, a vállalkozás valamely területét érintő aktív részvételükkel hozzájárulhatnak a növekedési képesség kiteljesítéséhez, ráadásul a többi piaci szereplő szemében is hitelessé tehetik a kiválasztott vállalkozást. Tevékenységük a kockázatitőke-piac egésze számára fontos, mivel a vállalkozás életének korai, gyakran legkritikusabb szakaszában nyújtanak hiánypótló segítséget, és ezáltal gyarapítják a jó minőségű, „érett” befektetési lehetőségek kínálatát a piacon.

Számítások és becslések szerint az informális kockázati tőke a fejlett országokban jelentékeny szerephez jut a kisvállalkozásokba irányuló külső tőkebefektetések terén, sőt, egyre többen érvelnek amellett, hogy egy aktív vállalkozói teljesítményre épülő, „életerős” gazdaság számára **nélkülözhetetlen** az élénk és hatékonyan működő informális kockázatitőke-piac. Ugyanakkor számos jel utal arra, hogy az informális befektetésekben rejlő potenciál kihasználatlan (Osman 1998). Abban is egyetértés mutatkozik, hogy a közsfera kezdeményezései nagymértékben hozzájárulhatnak egy jól működő tőkepiac kifejlődéséhez (Kosztópulosz 2004b), beleértve az informális kockázati tőke piacának keresleti és kínálati oldalát egyaránt. A tőkepiacok allokációs hatékonyságának javulása és a vállalkozói teljesítményre épülő gazdaság fejlődése egy önmagát erősítő és szinergiákkal „tarkított” folyamatot indíthat el, mivel a sikeres vállalkozók – mintegy visszacsatolásként – később maguk is forrásokkal láthatják el a befektetések piacát, hozzájárulva a további fejlődéshez, és támogatva újabb vállalkozások elindulását. Az üzleti angyalok aktív közreműködése révén ráadásul javulhatnak a kisvállalkozások esélyei a dinamikus növekedésre. A folyamat pozitív hatást gyakorol a foglalkoztatottságra, az innovativitásra és a versenyképességre.

Alapvetően ezek a megfontolások motiválhatják az államot, hogy részt vállaljon az informális kockázatitőke-piac fejlesztésében.¹⁸³

Vannak természetesen olyanok is, akik kétségbe vonják az állami szerepvállalás politikájának kívánatosságát: *Lerner* (1998) az informális kockázatitőke-befektetések **kínálatának** állami ösztönzése ellen érvel. Elképzelhetőnek tartja, hogy a piac professzionális szereplői, a kockázati tőkések azért kerülnek el a kis összegű, korai életszakaszban történő befektetéseket, mert azok egyszerűen **nem jövedelmezőek** (a tranzakciók magas költségekkel járnak, vagy, mert a kisebb tőkeerejű cégek nem kecsegtetnek kedvező kilátásokkal, kockázatosabbak). Ezt a kijelentést az első ízben nyilvános részvénykibocsátást végrehajtó cégek részvényein hosszabb távon elérhető hozamok elemzésével igyekszik alátámasztani. A kutatási eredmények szerint azoknál a tőzsdei bevezetéseknél, ahol korábban intézményi kockázatitőke-finanszírozás történt, az elért hozamok felülmúlják az ezt a jellegzetességet nem viselő részvényjegyzéseken elért hozamokat, így azokét is, ahol a háttérben magánbefektetők voltak. Erre alapozza azon véleményét, mely szerint a magánszemélyek ösztönzése kis összegű befektetések végrehajtására való ösztönzése a hatékonysággal ellentétes eredményre vezet, és társadalmi veszteségeket okoz, amennyiben a pénzügyi megtérülés nem kielégítő, és a finanszírozott vállalkozás nem életképes. *Lerner* álláspontja szerint a források allokálását a korai életszakaszba történő kis összegű befektetésekhez a piaci erőknek kell megoldani.

Ha azonban elfogadjuk, hogy az üzleti angyalok képesek befektetéseiket kisebb relatív tranzakciós költség mellett végrehajtani a kockázatkezelés egyéni formáját megvalósítva, illetve a pénzben mérhető hozam mellett más tényezők is motiválják befektetési döntéseiket, akkor **éppen** az üzleti angyalok lehetnek azok a piaci szereplők, akik képesek betölteni a legkisebb vállalkozásokat sújtó finanszírozási űrt. *Mason* és *Harrison* (2002a) empirikus eredményei azt valószínűsítik, hogy az üzleti angyaloknak a klasszikus kockázatitőke-befektetéseket végző alapokhoz viszonyítva szignifikánsan kevesebb olyan befektetésük van, amely veszteséget generál, és befektetéseik jelentős része hozza vissza a befektetett összeget vagy eredményez átlagos megtérülést.

¹⁸³ *Lerner* (1999) az új, innovatív technológiák kifejlesztésének finanszírozásával kapcsolatban azt is hangsúlyozza, hogy az efféle tevékenységek eredményeiből nemcsak azok részesülnek, akik a befektetést végrehajtották, illetve akik az adott technológiát kifejlesztették, hanem pozitív externáliaként jelentős hasznot hajthatnak a társadalom és a gazdaság egésze számára. Tehát az egyéni szintű és a társadalmi megtérülés eltérése más vonatkozásban is indokolja a közösségi szerepvállalást.

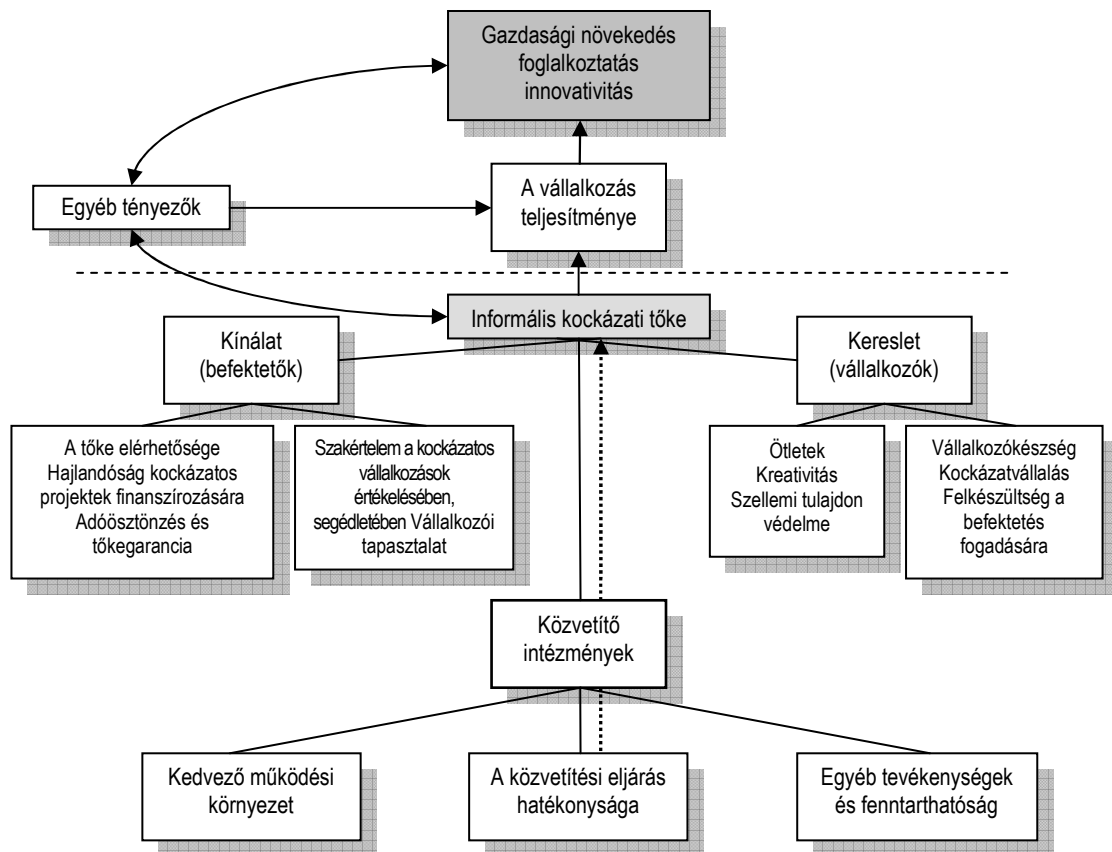
Wiltbank (2005) adatai szerint az üzleti angyalok a kiugró (100 százalék feletti) hozamokat felmutató befektetések terén sem kevésbé eredményesek. Azt is tudjuk, hogy a nyereséggel záruló befektetéseknél a leggyakrabban előforduló kiszállási mód a részesedés szakmai befektetőnek történő értékesítése¹⁸⁴ (Lumme és szerzőtársai 1998, Mason-Harrison 2002a). Mindez pedig azt mutatja, hogy a magánszemélyek befektetési tevékenysége **nem feltétlenül** okoz társadalmi veszteségeket. Chan modelljének üzleti angyalokat is integráló, továbbfejlesztett változata azt is illusztrálja, hogy az üzleti angyalok bekapcsolódása az intézményi befektetőknél alacsonyabb egyénileg realizált hozam mellett is kedvezőbb a társadalmi allokációt kényszeríthet ki. Ráadásul, egy olyan országban, ahol a kockázatitőke-piac – különösen annak informális szegmense – fejletlen, a kínálati oldal állami ösztönzése lendületbe hozhatja a fentebb vázolt önmagát erősítő körfolyamatot. Természetesen nem lehet eléggé hangsúlyozni, hogy **legalább ennyire** fontos a keresleti oldal fejlesztése, illetve a piac hatékonyabb működésének elősegítése is.

Egy élénken működő informális kockázatitőke-piac kialakulásának van néhány olyan **előfeltétele**, amelyeket a beavatkozás sikeressége érdekében szem előtt kell tartani:

- elegendő ígéretes befektetési lehetőség áll rendelkezésre
- az üzleti angyal befektetők megfelelő számban vannak jelen
- a kockázatitőke-finanszírozás gyakorlata közismert és megszokott az üzleti életben
- a vállalkozók aktívan keresik a kockázatitőke-bevonás lehetőségeit
- az informális kockázatitőke-befektetés jövedelmező befektetési forma
- a kereslet és a kínálat képes hatékonyan egymásra találni (Lumme és szerzőtársai 1998).

¹⁸⁴ Ezzel szemben nem jellemző, hogy az angyalok tőzsdei bevezetés során szállnának ki.

5.1 ábra Az informális kockázati tőke szerepe, ösztönzésének lehetőségei



Forrás: Makra és Kosztopolosz (2004: 722.)

A fenti előfeltételek tükrében a kormányzati beavatkozás **három fő területre** irányulhat: egyfelől növelheti az informális kockázati tőke kínálatát, másfelől fejlesztheti a keresleti oldalt, hogy megfelelő számú ígéretes és a befektetők számára vonzóan kidolgozott projektjavaslat szülessen és gyarapodjék a befektetések fogadására alkalmas vállalkozások száma. Végül, de nem utolsósorban a kormányzat szerepet vállalhat a piaci hatékonyság növelésében azáltal, hogy támogatást nyújt közvetítő intézmények – üzletiangyal-hálózatok – létrehozásához és működtetéséhez. A beavatkozás három célterületét és a fontosabb összefüggéseket szemlélteti az 5.1 ábra.

5.1 Beavatkozási lehetőségek az informális kockázatitőke-piac kínálati oldalán

A **kínálatorientált politika célja** legtágabb értelemben olyan befektetési környezet kialakítása, amely ösztönzi a magánszemélyek közvetlen tőkebefektetéseit. Egy ilyen befektetési környezetet – többek között – az is jellemez, hogy a kellő mértékben jutalmazza a kockázatvállalási hajlandóságot – de legalábbis nem bünteti azt például magas adókulcsokkal (Baygan-Freundenberg 2000). A kockázatvállalási hajlandóság azon is múlik, hogy a befektetők mennyire mozognak otthonosan ezen az ingoványos üzleti terepen. Az üzletiangyal-befektetésekre rendelkezésre álló tőkekínálat bővítéséhez a népszerűsítő programok, a potenciális és gyakorló üzleti angyalok számára szervezett képzések, valamint az üzletiangyal-szindikátusok megszerveződésének ösztönzése is hozzájárulhatnak. Az effajta programok kialakításában, megszervezésében és lebonyolításában fontos szerep hárulhat az üzletiangyal-hálózatokra.

5.1.1 Ösztönző befektetési környezet kialakítása

Ha a hitellel történő finanszírozás mellett egy adott ország finanszírozási kultúrájában a tőkebefektetések is jelentékeny szerephez jutnak, az vitathatatlanul segíti a vállalkozások indulását. Egy ilyen finanszírozási kultúra több elemből áll. Először is azt feltételezi, hogy a magán- és intézményi befektetők hajlandóak legyenek vállalni a tőkebefektetésekre jellemző kockázatokat az elérhető hozamokért, és rendelkezzenek az ehhez szükséges anyagi háttérrel, vagyonnal. Ezzel összefüggésben nagy szerepe lehet a biztosítókat és a nyugdíjalapokat érintő szabályozásnak.¹⁸⁵ Másodszor: elengedhetetlenül fontosak a nagy és likvid részvénytőkepiacok, és az alacsony díjú brókeri szolgáltatások, amelyek ösztönözhetik a tőkebefektetéseket. A hatékonyan és átláthatóan működő tőzsdék ugyanis erősítik a bizalmat, az alacsony közvetítői jutalékok pedig megkönnyítik a beszállást és a kilépést. Végül szükséges egy élénk

¹⁸⁵ 2005 végén kerül a magyar parlament elé az a törvénytervezet, amely szabályozott keretek között lehetővé teszi a hazai intézményi befektetők (bankok, biztosítók, magánnyugdíjpénztárak) számára a kockázatitőke-piacon történő befektetést.

kockázati tőke-piac, ahol az üzleti angyalok és az intézményi kockázati tőke-befektetők forrásokkal látják el a gyors növekedésre képes vállalkozásokat. A könnyebb tőkéhez jutás eredményeként a sikeres vállalkozások rendszeresen részvénykibocsátásokat és tőkeemeléseket hajthatnak végre, ezáltal biztosítva, hogy a részvénytőzsi piacokon állandó legyen az új részvények kínálata. Az a reményteliség, hogy a befektető egy eredményes tőzsi bevezetés útján vonhatja ki tőkét, alapvető ösztönző erő jelent a kockázatos, induló vállalkozásokba történő befektetések elterjedéséhez (EC 2003e). Egy ilyen finanszírozási kultúra elterjesztésében nagy szerep hárulhat a közszféra tevékenységére is.¹⁸⁶

A 1990-es évek közepe-végén több **új tőzsdét** is létrehoztak Európában, mely piacoknak kulcsfontosságú szerepet szántak a nagy növekedési potenciállal jellemezhető technológiai vállalatok finanszírozásában, főként azon megfontolásból, hogy megkönnyítsék a kockázati tőkések számára a kiszállást (Kosztópulosz 2004b). A 5.1 táblázatban szereplő új európai tőzsdék indexei 2000. márciusában kezdtek esni, szakértők ekkora teszik a „technológiai lufi” kipukkanásának kezdetét. 2001. végén kisebb mértékű élénkülés volt tapasztalható ezeken a piacokon, majd 2002. első negyedében újabb korrekció következett, az árfolyamok tovább estek. A táblázatból kitűnik, hogy az amerikai NASDAQ-on körülbelül négyszer annyi technológiai céget jegyeznek, mint az európai tőzsdéken összesen. Bár a NASDAQ-on szereplő részvények árfolyama is nagyot zuhant a 2000-es és a 2001-es év folyamán, de szemben az európai tőzsdékkel, a NASDAQ 2001-ben is likvid piac maradt: az átlagos napi forgalom 12 milliárd eurót tett ki, szemben például az AIM 4, a Nouveau Marché 8 ill. a Neuer Markt 50 millió eurós átlagos napi forgalmával. Alapvetően három tényező játszott közre az új, technológiai tőzsdék gyenge teljesítményében:

- a globális gazdasági recesszió, aminek következtében zuhantak a hozamkilátások,
- csökkenő bizalom a vállalati beszámolókkal kapcsolatban, valamint az a tény, hogy
- a kis cégek részvényeinek európai piacai a töredezettség miatt nem elég likvidek.

Az Euro NM-csoport 2000 végén feloszlott, legmeghatározóbb tagja – a Neuer Markt – 2002 végén meg is szűnt. Az egykori Neuer Markt részvényeivel való kereskedés a Deutsche Börsén folyik tovább. Ez lett a sorsa a NASDAQ Europe-nak is. A csoport

¹⁸⁶ Az Európai Unió szintjén egy ilyen kezdeményezésnek tekinthető az 1998-ban elfogadott és 2003 végén lezárult Kockázati tőke Akcióterv (Risk Capital Action Plan), amely program az európai kockázati tőke-piac fejlesztésében mérföldkőnek számít (Kosztópulosz 2004b).

többi tagja a 2000-ben létrehozott Euronext nevű tőzsdeszövetség keretében folytatja tovább működését.

5.1 táblázat Európa új tőzsdéi és a NASDAQ

	Euro NM (felbomlott 2000 decemberében)					EASDAQ	AIM	NASDAQ
	Le Nouveau Marché (F)	Neuer Markt (D)	NMAX (NL)	Euro NM Belgium (B)	Nouvo Mercato (I)	(2001/03-tól Nasdaq Europe)	(UK)	(USA)
Indulás	1996/03	1997/03	1997/03	1997/03	1999/06	1996/11	1995/06	1971/02
Jegyzett cégek száma (2001/06)	166	342	58			57	576	4378
Piaci kapitalizáció (2001/06) (milliárd €)	17,5	67,4	16,7			13,8	22,2	3781,2
Egy cégre jutó átlagos kapitalizáció (millió €) (2001/06)	105,7	197,2	n.a.	n.a.	378,0	243,0	38,5	863,7
Az index értéke a csúcshoz (2000/03) képest 2001 szept.-ben	- 91%	- 90%	n.a.	n.a.	- 92%	- 93%	n.a.	- 60%
2003-as fejlemények	az Euronext része lett	bezárt	az Euronext része lett	bezárt	2002 óta nincs új kibocsátás	bezárt	jelentős veszteségek	relatív kisebb veszteségek

Forrás: Kosztópulosz (2004b: 72)

2005. májusában az Európai Unióban működő kockázatitőke-iparág szereplői, a tőzsdék és a bankszektor képviselőinek részvételével egy műhelyvitát rendeztek (EC 2005a). Arra a kérdésre igyekeztek megtalálni a választ, hogy miként lehetne javítani a nem jegyzett vállalkozások esélyeit egy tőzsdei részvénykibocsátásra. A vita végkicsengése az volt, hogy egy pán-európai tőzsdére lenne szükségük a gyors növekedésre képes vállalatoknak, amit egy már létező értékpapírpiac bázisán kellene létrehozni. A végső célt azonban fokozatosan lehet csak elérni: első lépésként a tőzsdéknek szövetségeket lenne érdemes létrehozniuk a közös kereskedésre kölcsönösen elismerve egymás tagságát, és hozzáférést kínálva egymás piacaihoz.

5.1.2 Az üzleti angyalok képzése

Nem válhatnak a finanszírozási kultúra részévé az üzletiangyal-típusú befektetések, ha kevés a piacon otthonosan mozgó, aktív befektető. Ugyanakkor széles körű egyetértés tapasztalható a szakértők körében tekintetben, hogy az informális kockázatitőke-piac finanszírozási kapacitása kihasználatlan, és jelentős a mozgósítható tartalékok nagysága. A potenciális üzleti angyalok¹⁸⁷ számát Európában egymillióra, az USA-ban másfél millióra becsülik, hozzátevé, hogy létszámuk a jelek szerint folyamatosan növekszik (EC2003e, San José és szerzőtársai 2005).

Sørheim és Landström (2001) szerint a befektetők nem megfelelő hozzáértése nagyban hozzájárul az informális kockázatitőke-piac fejletlenségéhez. Tanulmányukban a befektetők négy csoportját különböztetik meg, és ezek között egyetlen egyre illik a klasszikus üzletiangyal-szerep. A többi befektető tevékenysége nélkülözi a szükséges aktivitást, a kompetenciát vagy mindkettőt. *Freear és szerzőtársai* (1996) szintén hangsúlyozzák, hogy a képzés fontos szerepet játszhat abban, hogy egy potenciális befektető aktív üzleti angyallá váljék. *Mason és Harrison* (2002b) a befektetések megvalósulása előtt tornyosuló akadályokat elemezve feltárta, hogy az üzleti angyaloknak gyakran nem sikerül a vállalkozóval folytatott tárgyalások során kielégítő feltételekről megállapodniuk, és ez okozza a befektetés kudarcát.

A francia üzletiangyal-hálózat „**Üzletiangyal-iskola**” nevű kezdeményezésének az a célja, hogy a befektetők körében ismereteket terjesszen, illetve új befektetőket toborozzon azáltal, hogy hasznos képzéseket nyújt számukra. A programban olyan témákkal foglalkoznak, mint a tipikus angyal profiljának megrajzolása, az üzleti angyalok elvárásainak megismerése a preferált befektetési időtávval, a hozammal és a kiszállással kapcsolatosan. A képzésben résztvevők megismerkednek az üzletiangyal-befektetés menetével (beleértve a jogi szabályozás és adózás vonatkozásában felmerülő kérdésköröket), feltérképezik a lehetséges konfliktushelyzeteket.

Az *XIP*¹⁸⁸, a magánbefektetők katalán hálózata és a Barcelonában található *IESE Business School* is létrehozott egy „**Üzletiangyal-akadémiát**”, ahol a képzés mellett lehetőség van az információk és tapasztalatok cseréjére is (San José és szerzőtársai

¹⁸⁷ A potenciális befektetők olyan személyek, akik üzleti angyallá válhatnak, de mindeközéig még nem fektettek be. Szokás „szűz angyaloknak” (virgin angels) is hívni őket.

¹⁸⁸ Xarxa d'Inversors Privats.

2005). A programot az IESE oktatói irányítják, de külső előadók, így például vállalkozók, gyakorlott üzleti angyalok és jogi, pénzügyi szakértők prezentációi is elhangzanak. A képzés tananyaga öt fő téma köré rendeződik, melyek átfogják a teljes befektetési folyamatot. Az első témakör az önértékelés, melynek során az angyal definiálja a saját beállítódását (rendelkezésre álló idő és befektethető tőke, viszonyulás a kockázathoz, aktív vagy passzív megközelítés), majd ezt követően azt tárgyalják meg, hogyan lehet befektetési lehetőségeket felkutatni. A második blokkban a befektetési ajánlat és a vállalat értékelésének kérdéseivel foglalkoznak. A harmadik „lecke” a tárgyalás menetéről, technikáiról illetve a szerződésről, a jogi eszközökről, a befektetés szakaszolásáról és a kiszállás lehetséges módjairól szól. Egy külön szekció alkalmával ismerkednek meg a résztvevők az átvilágítás témájával. Az utolsó részben az aktív, értékteremtő szerepvállalás területei kerülnek előtérbe, majd a befektetés eredményes lezárásához szükséges teendők megbeszélésével ér véget a kurzus.

Az **üzletiangyal-szindikátusok** elsősorban a diverzifikáció, illetve a nagyobb volumenű tőkebefektetést igénylő ügyletek tető alá hozásának céljait szolgálják, de jó terepét jelenthetik a gyakorlati tudás átadásának is a tapasztaltabb befektetők részéről a kevésbé tapasztaltak számára (Lumme és szerzőtársai 1998, EC 2003e). A szindikátusokban való részvétellel a több-kevesebb tapasztalattal rendelkező befektetők valódi projektekben a gyakorlatban próbálhatják ki magukat – megosztva a kockázatokat. Az angyalok szindikátusba szervezésével elérhető az is, hogy olyan iparágakba fektessenek be, amelyekben eddig nem szereztek tapasztalatot; vagy az általuk legjobban ismert földrajzi területeken és piacokon túl is vállalkozzanak befektetésre.

5.1.3 Az adórendszeren keresztül érvényesített ösztönzési lehetőségek

Az adórendszer közvetlen hatást gyakorol a kockázati tőke-befektetések vonzerejére, mivel befolyásolja a befektetés tényleges hozamát. Az üzleti angyalok magánszemélyként fektetnek be, így számukra alapesetben a leglényegesebb adónem a **magánszemélyek tőkejövedelmei után** fizetendő adó.¹⁸⁹ Ha az induló vállalkozásokba

¹⁸⁹ Ez persze attól is függ, hogy milyen formában veszik ki a vállalkozásból az üzleti angyalok a jövedelmüket.

irányuló tőkebefektetések a jólét és a foglalkoztatás növelésének, valamint a növekedés elősegítésének **hatékony módját** jelentik, akkor az ilyen fajta befektetésekből származó tőkejövedelmeket nem ildomos riasztóan magas kulccsal adóztatni, mivel tulajdonképpen ezek a jövedelmek jelentik a kockázatos vállalkozásokba való befektetések jutalmát (EC 2003e). Ennélfogva a tőkejövedelmek adójának egy viszonylag alacsony szintje testesítheti meg **a közsféra hozzájárulását** az induló vállalkozásokba való befektetések volumenének növeléséhez. Olyan rendszert célszerű alkalmazni, amely nem hozza hátrányosabb helyzetbe a tőzsdén kívüli részvényekbe történő befektetéseket, illetőleg, amely a hosszabb futamidejű befektetésekből származó tőkejövedelmet alacsonyabb adókulccsal jutalmazza.

Kutatási eredmények igazolták, hogy az adókedvezmények növelik az angyalok befektetési hajlandóságát, noha azt is hangsúlyozzák, hogy az adóterhelés számukra elfogadható szintje még nem elégséges feltétele az informális kockázati tőke-piac növekedésének. *Mason és Harrison (1999)* különböző makroökonómiai tényezők (kamatlábak, tőzsdei árfolyamok, infláció, ingatlanárak, a tőkejövedelmekre kivetett adók szintje) hatását vizsgálta az üzleti angyalok befektetési tevékenységének aktivitására. Eredményeik arról tanúskodnak, hogy mind közül a legjelentősebb befolyása a tőkejövedelmek adóztatásának van. A válaszadó üzleti angyalok megközelítőleg **kétharmada** említette meg, hogy a tőkejövedelmekre kivetett adó szintjének hatása van az informális befektetési tevékenységekre, ráadásul 30 százalékuk ezt a hatást **számottevőnek** is minősítette. Ezek az arányok az összes többi potenciális befolyásoló tényező esetében lényegesen alacsonyabbak voltak (Mason-Harrison 1999). Egy 2003-ban nyilvánosságra hozott hatástanulmány szerint az Egyesült Királyságban a tőkejövedelmek kedvezményes adóztatása jelentős mértékben ösztönözte a növekvő vállalkozások korai életszakaszaiban végrehajtott befektetéseket: a befektetett összeg 52-62 százalékát nem fektették volna be, amennyiben nincs az **Enterprise Investment Scheme**¹⁹⁰ elnevezésű kedvezményrendszer (Boyns és szerzőtársai 2003).

¹⁹⁰ Az EIS többféle kedvezményben részesíti azokat a magánszemélyeket, akik meghatározott feltételeknek eleget tevő, tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokba hajtanak végre olyan befektetést, mely 30 százaléknál kisebb részesedés megszerzését eredményezi. A befektetett összeg 20 százalékaival (éves szinten maximum 200 000 fonttal) csökkenthető a személyi jövedelemadó-fizetési kötelezettség. Amennyiben kiszálláskor nyereséget hoz a befektetés, a tőkejövedelem után fizetendő adó elhalasztható, ha a jövedelmet meghatározott időszakon belül újrabefektetik. (Az adó elhalaszthatósága a megszerzett részesedés mértékétől függetlenül, összegkorlátozás nélkül illeti meg a befektetőt.) Amennyiben a befektető legalább három évig nem száll ki, mentesül az árfolyamnyereség adója alól. Ha a befektetés veszteséggel zárul, a veszteség összege leírható az adott évi adóalapból. A befektetések mentesülnek az örökösödési adó alól is, amennyiben két évnél hosszabb ideig megtartja őket a befektető.

Az **adókedvezmények** alkalmazásának különféle **módjai** ismereteseek. Ilyen például, ha a fizetendő adó a befektetés évében csökkenthető a befektetett összeg meghatározott százalékával. Egy másik módozat az alacsonyabb adókulcs alkalmazása. Széles körben alkalmazzák az adó megfizetésének elhalaszthatóságát, amennyiben a realizált tőkejövedelmet újrabefektetik. Ebben az esetben az adót csak a részesedések végső értékesítésekor kell megfizetni. Egy negyedik variáció a veszteségek leírásának lehetővé tétele az egyéb, nyereséges befektetésekből származó tőkejövedelmekkel szemben. Egy, az Egyesült Királyságban végzett felmérés arról tanúskodik, hogy **az angyalok a befektetési adócsökkentés kedvezményét preferálták**¹⁹¹ (Mason-Harrison 2000c). Az egyéb tényezők relatív fontosságát is bemutatja a felmérés eredményeit összefoglaló 5.2 táblázat.

5.2 táblázat Az egyes tényezők hatása az üzleti angyalok befektetési döntéseire

(A válaszadók százalékában)

	Hátráltatja a befektetéseket		Nincs hatása a befektetésekre	Ösztönzi a befektetéseket	
	A hatás számottevő	A hatás csekély		A hatás csekély	A hatás számottevő
A tőzsdén kívüli tőkebefektetések azonnali jövedelemadó-kedvezménye	2	2	4	14	78
Magasabb árfolyamnyereség-adó	58	24	7	7	4
Alacsonyabb árfolyamnyereség-adó	2	0	16	32	50
Magasabb osztalékadó	45	27	18	7	2
Alacsonyabb osztalékadó	2	4	30	25	39
Tőkegarancia-rendszer	0	2	30	33	35
Gyorsuló gazdasági növekedés	0	0	5	57	38
Stabil/lassuló gazdasági növekedés	9	43	33	11	4
Növekvő kamatlábak	13	49	36	2	0
Változatlan/csökkenő kamatlábak	0	2	37	37	24
Magas infláció	26	20	43	7	4
Alacsony infláció	0	4	47	31	18
Tőzsdei erősödés	0	7	51	27	15
Tőzsdei stagnálás/gyengülés	5	24	56	15	0
Működik alternatív tőzsde	0	2	35	41	22
Hiányzik az alternatív tőzsde	20	28	43	7	2

Forrás: Mason és Harrison (2000c: 14)

Az adórendszeren keresztül érvényesített kedvezmények **több szempontból is vonzó eszközt** jelenthetik a befektetések ösztönzésének. Először is, szemben más ösztönzési

¹⁹¹ Ennek két oka is lehet. Egyrészt, a befektetéskor érvényesíthető kedvezmény az adott évben jelentkezik, a többi megoldásnál a befektető csak később csökkentheti az adóját. Másrészt, a befektetéskor érvényesíthető kedvezmény nem nyereséges befektetés esetén is megilleti a befektetőt.

formákkal hatókörük a befektetők teljes körére kiterjed.¹⁹² Ugyanis, míg például az információáramlás javítása nem fogja érinteni azokat az üzleti angyalokat, akik ismeretségi körükön kívül nem keresnek befektetési lehetőségeket, addig az adóösztönzők ezeket az angyalokat is bátoríthatják arra, hogy kapcsolati hálójukon belül aktívabban vállalkozzanak befektetésekre. Egy következő szempont, hogy az adórendszert érintő kezdeményezések általában gyorsan felkeltik a média figyelmét, ami az informális kockázatitőke-befektetéseket reflektorfénybe állítva az általános érdeklődést is növelni fogja. A bevezetett adókedvezmények hatására a befektetési és adótanácsadók, a könyvelők saját érdekeiket követve fogják ügyfeleik körében propagálni az üzletiangyal-befektetéseket (hiszen a vállalkozók éppen azt várják tőlük, hogy olyan megoldásokat javasoljanak, amelyekkel csökkenthető az adófizetési kötelezettség). Ugyanakkor az adóösztönzők alkalmazása **hátrányokkal is jár**. Talán a legnagyobb probléma, hogy nehéz célzottá tenni, vagyis nehéz biztosítani azt, hogy éppen a kívánt vállalati kör számára növekedjék a tőkekínálat.¹⁹³ Az adóbevételek kiesése az ösztönző rendszer alkalmazását megdrágítja (Lumme és szerzőtársai 1998).

5.1.4 A befektetések ösztönzése tőkegarancia-rendszerek bevezetésével

Az üzleti angyalok az átlagosnál kockázatosabb befektetésekre vállalkoznak. Az effektív hozamok befolyásolásán túl lehetőség van olyan kínálatoldali beavatkozásra is, amely a kockázatok mérséklésével ösztönzi a befektetéseket: tőkegarancia-rendszerek bevezetésével át lehet vállalni a befektetőktől a kockázat egy részét.¹⁹⁴ Az 5.2 táblázat adatai szerint az Egyesült Királyságban az üzleti angyalok közel 70 százaléka véli úgy, hogy egy tőkegarancia-rendszer felállítása ösztönzi a befektetéseket, és 35 százalékuk szerint ez az ösztönző hatás számottevő.

¹⁹² Az ösztönzés célcsoportja a vállalati angyalokra is kiterjeszthető. Az Egyesült Királyságban 2000-ben bevezetett „Corporate Venturing” nevű kedvezményrendszer az EIS-hez nagyban hasonló privilégiumokat (befektetési kedvezmény, újrabefektetési kedvezmény, veszteségleírás) biztosít a vállalati angyalok számára, ha tőzsdén nem jegyzett, független kisvállalkozásokban hajtanak végre 30 százaléknál kisebb részesedés megszerzését biztosító befektetéseket (Aernoudt-San José 2003).

¹⁹³ A bonyolult adminisztratív szabályok, alkalmassági kritériumok pedig riasztólag hatnak, mivel elbizonytalanítják a befektetőket, és ez ronthatja az ösztönzés hatékonyságát (Mason-Harrison 2000c).

¹⁹⁴ A sikeres példák között említhetjük a magyar Hitelgarancia Rt. működését is.

A garancia **rendeltetése**, hogy ösztönözze a kockázati tőke-befektetéseket a magvető, induló, kezdeti növekedés és expanzió szakaszokban¹⁹⁵. Előnye az adóösztönzőkkel szemben, hogy sokkal inkább **célzott** lehet. A tőkegarancia-rendszereknek több fajtája van, és szolgáltatásaikkal sokszor nem kizárólag az üzleti angyalok, hanem egyéb befektetők számára is csökkentik a befektetés kockázatát. Európa számos országában működnek ilyen programok (5.3 táblázat).

A legtöbb esetben a befektető keresi meg a garanciavállaló szervezetet, ezért a tőkegarancia-rendszerek kialakítása során szem előtt kell tartani **a befektetők igényeit**. A befektetőket például elriaszthatja a rendszer rugalmatlan eljárása, bonyolult korlátozó feltételei. Célszerű lehet ugyanakkor olyan szolgáltatást felkínálni a vállalatok számára, mellyel előzetesen felmérhetik, hogy alkalmasak-e a garancia igénybe vételére, és ha igen, milyen pénzügyi feltételek mellett. Egy pozitív előzetes vélemény esetén a vállalat vonzóbb befektetési célponttá válhat, és az átvilágítás a létrejövő befektetés során meggyorsíthatja az igénylési eljárást (Lumme és szerzőtársai 1998).

5.3 táblázat Néhány európai tőkegarancia-rendszer jellemzői

Ország	A garanciarendszer neve	Működési periódus	Új ügyletek száma	A garancia vállalások értéke (millió€)
Ausztria (Bürgesbank)	Tőkegarancia magánszemélyeknek vagy más befektetőknek	1997-2000 (a rendszer első 4 éve)	174 KKV	29,8
Ausztria (FGG*)	Technológiai Finanszírozási Program	1997-2000	14 technológia intenzív KKV	7
Belgium	Flamand Garancia Alap	1997-1998	20 innovatív KKV	8,7
Dánia	BDF Tőkegarancia	1995-1998	143 KKV	58,5
Finnország	Finnvera	1999-2000	Kb. 65 KKV	5,7
Franciaország	SOFARIS	1995-	12.600 KKV	163
Németország	Kfw Kockázati Tőke	1999	177 KKV	144
Hollandia	PPM rendszer	1984-1995	900+ befektetés	182

* Finanzierungsgarantie GmbH

Forrás: EC (2001b: 37, 2005b: 71)

¹⁹⁵ Természetesen nem minden garanciarendszer nyújt védelmet üzleti angyaloknak, de néhány közülük kimondottan számukra jelent ösztönzést a befektetés végrehajtásához.

5.2 Beavatkozási lehetőségek az informális kockázatitőke-piac keresleti oldalán

Többször utaltunk rá, hogy a **tőkerés nem egyszerűen tőkehiányt** jelent, ennél fogva a piaci elégtelenség nem küszöbölhető ki pusztán a befektetésre rendelkezésre álló források kínálatának bővítésével, mivel az nem vezet automatikusan több befektetéshez a korai életszakaszban járó, növekedésorientált kisvállalkozások körében. Sőt, az elmúlt időszakban tapasztalhattuk, hogy a piacra zúduló hatalmas mennyiségű tőke paradox módon hozzájárult a finanszírozási szakadék kiszélesedéséhez¹⁹⁶. Egy az alkalmazott ösztönzési politikákra vonatkozó kutatás, mely több EU-tagállam, valamint az Egyesült Államok és Szingapúr gyakorlatát tekintette át, megállapította, hogy a kockázatitőke-piac élénkítésének legeredményesebb módja a **keresletoldali beavatkozás** lehet (Harding 2002). A kockázati tőke iránti keresletet alapvetően az ígéretes ötletekre épülő **jól kidolgozott projektek száma és a befektetések fogadására való felkészültség** (investment readiness) határozza meg. Ezekre a tényezőkre egyrészt a kreativitást, az innovációt, a kockázatvállalást és a vállalkozókészséget ösztönző környezet megteremtésével lehet hatni. Nem kevésbé fontos ugyanakkor a szakmai felkészültség megszerzésének és fejlesztésének elősegítése sem. A jól működő oktatási és innovációs rendszer, a szellemi tulajdon védelmét hathatósan szolgáló szabályozás, továbbá a vállalkozóvá válást ösztönző intézkedések képezhetnek olyan keretfeltételeket, amelyek elősegítik az ötletek megszületését és a kreativitás felbukkanását. A túlszabályozás, az intézményi és adminisztratív akadályok (pl. a túlságosan bonyolult vállalkozásalapítási eljárás, a jogszabályok betartásának magas költsége) viszont gátolják a kockázatvállalást mind a megalakulás küszöbén álló, mind a tevékenységüket kiterjeszteni szándékozó vállalkozások körében.¹⁹⁷

¹⁹⁶ A kockázatitőke-piacon kialakuló boom együtt járhat azzal, hogy az induló vállalkozások rendkívül nehezen jutnak hozzá a forrásokhoz – hangsúlyozza Aernoudt (2005). A folyamatok ráadásul egy élesen szegmentált piaci szerkezet kialakulását eredményezi: a korai életszakaszban lévő vállalkozások egy oligopol sajátosságokat mutató piacon keresnek finanszírozót, az érettebb életszakaszok finanszírozása terén viszont a befektetők erős versenye érződik, a piaci szerkezet tehát ebben a szegmensben inkább jellemzhető oligopszóniával. Aernoudt rámutat, hogy a korai életszakaszokban megkövetelt rendkívül magas hozamokban nem pusztán a magasabb kockázat tükröződik, hanem részben a piaci szerkezettel összefüggő alkupozícióbeli különbségek is kifejeződnek. A nehezen elfogadható feltételek még azokat a vállalkozásokat is eltántoríthatják a kockázatitőke-bevonástól, amelyek egyébként nem riadnának vissza egy új tulajdonostárs megjelenésétől.

¹⁹⁷ Empirikus kutatások erős negatív korrelációt mutattak ki a vállalkozás útjában álló akadályok, valamint a korai és az expanziós szakaszba történő kockázatitőke-befektetések között: azokban az

5.2.1 A vállalkozói kultúra fejlesztése

A kulturális tényezők kétségtelenül befolyásolják a vállalkozókésztséget, elegendő akár a kockázatkerülésre, akár a vállalkozók társadalmi elismerésére gondolni. Így például általános megfigyelés az, hogy az európai mentalitást a kockázatkerülés, a biztonságra való törekvés jellemzi, ebből következően a pénzügyi kockázat tendenciózusan nagyobb súlyt képvisel a döntésekben, mint az ezzel összefüggő lehetőségek. A vállalkozás sikertelenségével, egy állás elvesztésével szemben tapasztalható negatív társadalmi attitűd nem ösztönzi a kockázatvállalást. Európával ellentétben az Egyesült Államokban mindezt értékes tapasztalatként fogadják és ismerik el, nem kapcsolódik hozzá társadalmi megbélyegzés. Ez is oka annak, hogy az európai finanszírozási kultúrába lassabban épül be a külső finanszírozás hagyományos eszközeinek lehetséges alternatívájaként a kockázatitőke-bevonás.

A **vállalkozókésztség** és képesség az egyik legfontosabb keresletoldali tényező, mely feltételezi az egyén motivációját és képességét, és igényli az ilyen hozzáállást értékelő és bátorító környezetet. A vállalkozói, kulturális és finanszírozási hagyományokban mutatkozó különbségek következtében a vállalkozók eltérő attitűdökkel és eltérő körülmények között igyekeznek finanszírozási forrásokat találni. Gyakran előfordul, hogy a vállalkozók többre értékelik a vállalkozás feletti saját, személyes befolyásukat azoknál a növekedési lehetőségeknél, amelyeket egy külső tulajdonos bevonásával érhetnének el. Mindez szűkíti a kockázatitőke-piac keresleti oldalát. A kulturális korlátok legyőzése csak hosszú távon képzelhető el.

A kulturális tényezők szerepét felismerve az Európai Unió, és azon belül több ország is törekszik a vállalkozói kultúra fejlesztésére. Jó példa erre, hogy a brit kormány a gazdaság fejlesztését szolgáló intézkedések részeként kezeli a sikeres vállalkozók és az üzleti angyalok szerepének népszerűsítését. Ettől azt várják, hogy a gazdaság és a vállalkozások számára is előnyös hatásokkal jár, mivel:

- kedvezőbbé válik mind a sikeres vállalkozók, mind az üzleti angyalok megítélése és javul a társadalomban élvezett megbecsülésük,

országokban, ahol könnyebb vállalkozni, aktívabb kockázatitőke-piacot találunk (Baygan-Freundenberg 2000).

- erősödik a késztetés arra, hogy az emberek a versenyszférában igyekezzenek sikereket elérni, és vállalkozást indítsanak¹⁹⁸,
- a potenciális üzleti angyalok ösztönzést és bátorítást kapnak,
- ezen szerepmodellek népszerűsítése hozzásegít a vállalkozóvá, üzleti angyallá váláshoz szükséges szemlélet és felkészültség megszerzéséhez is (Osman 2000).

Az **oktatás** is fontos eszköz lehet a vállalkozói attitűd fejlesztésében, hiszen már egészen fiatal korban, az iskolában el lehet kezdeni a vállalkozásra nevelést. Az Európai Bizottság ezt felismerve indította el a „*Vállalkozásra való oktatás és képzés*” projektet, amelyben célul tűzték ki, hogy ösztönözzék a vállalkozás (entrepreneurship) tanítását az oktatási rendszerben, az általános iskolától kezdve egészen az egyetemig. Több országban olyan programok működnek, melyek a gyakorlaton keresztül megszerzett tudásra (learning by doing) alapoznak. Ennek keretében például „mini vállalatokat” hoznak létre, melyeket a tanulók irányítanak, ami széles körben elterjedt eszköz a vállalkozói készségek fejlesztésére. Egyre több egyetemen hirdetnek meg üzleti terv pályázatokat azzal a céllal, hogy felpezsdítsék a fiatalok vállalkozási kedvét (EC 2003e). A *Gate2Growth* program keretében a Bizottság támogatta az Európai Magán- és Kockázati Tőke Szövetséget egy nyolc egységből álló kurzus tantervének összeállításában. Ennek használata lehetővé teszi az európai egyetemek és más felsőoktatási intézmények számára, hogy egy félév során a kockázati-tőke-finanszírozás alapjaira oktassák hallgatóikat, és arra ösztönözzék a vállalkozói terveket szövögető fiatalokat, hogy saját üzletüket kockázati tőke felhasználásával finanszírozzák.

Az induló innovatív, növekedésorientált vállalkozásokat segítik speciális környezet és szolgáltatások biztosításával növekedésük legsebezhetőbb időszakában az **inkubátorok**, melyek így szintén hozzájárulhatnak a kockázati tőke keresleti oldalának fejlődéséhez (Bajmócy 2004).

Az általános társadalmi és a vállalkozói kultúra fejlesztése tehát nagyon fontos az üzleti angyalok, illetve a vállalkozások ösztönzésében, és ebbe – hosszabb távon – a közsféra

¹⁹⁸ Egy szegedi felmérés szerint az egyetemi szférában főállású tudósként tevékenykedő, de vállalkozással rendelkező megkérdezettek közül egy sem volna hajlandó oktatói illetve kutatói státuszát feladni a vállalkozás kedvéért. A megkérdezettek több mint egynegyede ennek ellenére úgy vélekedett, hogy amennyiben a menedzsment terén hathatós segítséget kapnának, belevágnának a független vállalkozás működtetésébe az egyetemi katedra elhagyásának árán is (Buzás 2003). Ez is mutatja, hogy az innovációk üzleti hasznosulásában milyen nélkülözhetetlen szerepet tölthetnének be a siker érdekében aktívan közreműködő kockázati-tőke-befektetők.

hatékonyan tud beavatkozni. A vállalkozó kedv növelése, a vállalkozói kultúra fejlesztése ösztönzőleg hathat a vállalkozásindításra.

5.2.2 Felkészítés a befektetések fogadására

Harding (2002) amellett érvel, hogy nem a tőkerésben, hanem a keresleti és kínálati¹⁹⁹ oldalt egyaránt jellemző **ismerethiányban** (knowledge gap) kell keresni a problémák gyökerét. A kockázatitőke-befektetők körében visszatérő panasz, hogy nem kerül a látóterükbe elegendő számú jó minőségű projekt, és emiatt nem képesek olyan sűrűn és olyan nagyságrendben befektetni, ahogy szeretnék. Több kutatás eredményei is jelzik, hogy mindez az informális kockázatitőke-piacon is érvényes. A *Mason és Harrison* (2001a) által közölt adatok azt mutatják, hogy a brit üzleti angyalok 90 százaléka szívesen fektetne be többet is, és hajlandóak lennének portfóliójukat duplájára, esetleg akár négyszeresére is növelni, amennyiben ezt a kritériumaiknak megfelelő projektek kínálata lehetővé tenné. A hazai piacon működő kockázati tőkések szintén rendre a keresleti oldalon jelentkező hiányosságokról számolnak be, és feltételezhetjük, hogy nem érzik ezt másként üzleti angyalaink sem. Az informális kockázaitőke-piac élénkítése emiatt nem képzelhető el a keresleti oldalon ható intézkedések nélkül. Ezen kezdeményezések **célja**: felkészíteni a vállalkozásokat a befektetések fogadására, azaz végeredményben **javítani az üzleti angyalok látóterébe kerülő befektetési lehetőségek kínálatát**. A keresletoldali programok középpontjában **a befektetés fogadására való felkészültség** áll, aminek tulajdonképpen **három összetevője** van (*Mason-Harrison* 2001a).

Az első tényező: a **vállalkozók pozitív viszonyulása a tulajdonosítóke-bevonáshoz**, azaz a felkészültség kiindulópontja, hogy a vállalkozó hajlandó-e a növekedési lehetőségek kihasználása érdekében a vállalkozás feletti ellenőrzés egy részét átengedve a teljes függetlenségéről és önállóságáról lemondani. A hierarchiaelmélet összefüggésrendszerében részletesen tárgyaltuk, hogy a kisvállalkozók körében nagyfokú idegenkedés tapasztalható a részesedésfinanszírozással szemben, és ez is

¹⁹⁹ A már említett 2005. májusi brüsszeli műhelyvitan a kockázatitőke-iparág képviselői kiemelték, hogy kevés az elérhető kutatási eredmény a nagy növekedési képességű vállalkozásokról, és különösen jellemző a szektorspecifikus ismeretek hiánya. Egyúttal javasolták a téma intenzívebb kutatását, hogy a befektetők jobban megérthessék ezen vállalati kör sajátosságait (EC 2005a).

szűkíti a befektetésre érdemes projektek kínálatát. Azt is hangsúlyoztuk, hogy a vállalkozók számára értékes lehet az új tulajdonostárs szakértelme, tapasztalata és kapcsolatai, és ez az averzió ellen hat. Ha segítünk a vállalkozóknak megérteni a különféle finanszírozási módok szerepét a vállalkozás fejlődésének folyamatában, azzal hozzájárulhatunk a befektetési lehetőségek számának növekedéséhez.²⁰⁰

A kockázati tőke iránti kereslet létezése kimutatható a hazai kisvállalkozások körében is. A magyar vállalatok körében eddig elvégzett egyetlen reprezentatív vizsgálat szerint az 50 főnél kevesebbet foglalkoztató cégek több mint negyede venné igénybe a kockázati tőkét mint speciális finanszírozási formát, az átlagos tőkeigény pedig 61 millió forint²⁰¹ (GKI 2003). Minthogy hazánkban szinte teljesen ismeretlen fogalom az üzletiangel-finanszírozás, így nem is várhatjuk, hogy a vállalkozók aktívan és céltudatosan kutassanak angyalbefektetők után.

A második összetevő **a projekt befektetésre való alkalmasságával** (investability) áll összefüggésben. Megfelel-e a vállalkozás a külső tőkebefektető követelményeinek? Ezek a követelmények olyan területekre vonatkoznak, mint a vállalkozó vagy a menedzsment adottságai, az üzlet és a piaci pozíció, a potenciális hozam és a kiszállással²⁰² kapcsolatos eshetőségek. **Felkészültté válni a befektetés fogadására tulajdonképpen egyfajta érettséget jelent, ez pedig vállalkozásfejlesztési kérdés.**

A befektetők **a vállalkozó és/vagy a vállalkozás észlelt hiányosságai** miatt döntenek úgy, hogy nem fektetnek be (Feeney és szerzőtársai 1999). A vállalkozó gyengeségei lehetnek, hogy nincs meg a tudása vagy a szakértelme ahhoz, hogy egy ötletből

²⁰⁰ Nemcsak a rábeszélés vagy a képzés szolgálhat eszközül a hozzáállás megváltoztatására. Valószínűleg az adórendszer is szerepet játszik a vállalkozók finanszírozási preferenciáinak kialakulásában (elég arra gondolni, hogy míg az adóalap a kifizetett hitelkamatokkal csökkenthető, addig a tulajdonosi tőke hozadéka nem számít költségnek). *Mason és Harrison* (1999) szerint a tulajdonosítóke-bevonást társaságiadó-kedvezményekkel is érdemes ösztönözni.

²⁰¹ A kockázati tőkére a felmérésben adott definíció csak a 20 millió forintnál nagyobb összegű befektetéseket foglalta magában, így az angyali tőke iránti igény mérésére nem a legalkalmasabb. Ráadásul, a megkérdezett vállalkozások életszakasz szerinti megoszlásáról nincs információnk. Gondolat kíséretként esetleg a megjelölt felhasználási cél alapján próbálhatunk következtetést levonni. Az 50 főnél kevesebb alkalmazottat foglalkoztató vállalkozások 12 százaléka nyilatkozott úgy, hogy a tőkét új termék vagy üzletág elindítására, illetve K+F tevékenységre vagy innovációra fordítaná, ezek jelenthetik a korai stádiumú projekteket (GKI 2003). Eszerint az összes megkérdezett vállalkozás mintegy 3 százaléka igényelne kockázati tőkét korai stádiumú projektekhez. Ez az érték talán elárul valamit – rendkívül megbízhatatlan, hozzávetőleges formában – az üzletiangel-finanszírozás iránti lappangó keresletről.

²⁰² *McKaskill és szerzőtársai* (2004) a befektető megnyerése érdekében azt javasolják a vállalkozások számára, hogy már előre igyekezzenek kidolgozni egy kiszállási stratégiát, ami növelheti a befektetési ajánlat sikerének esélyét. Ugyanakkor bevezetik a kiszállásra való felkészültség fogalmát, és meghatározzák értékelésének egy lehetséges szempontrendszerét.

életképes vállalkozást csináljon; a valóságtól elrugaszkodott terveket sző (pl. túlonúl optimista – megalapozatlanul); illetve a személyével kapcsolatban is merülhetnek fel problémák (a megbízhatatlanság, a vízió és a teljes elköteleződés hiánya, túlzó igény a vállalkozás feletti ellenőrzésre). A vállalkozással kapcsolatos hiányosságok lehetnek: a nem kielégítő színvonalú menedzsment (tapasztalathiány, fegyelmezetlenség, nincs összhang a csapatmunkában); adott kockázat mellett nem meggyőző nyereségességi kilátások és a szolgáltatott információk elégtelensége.

Mason és Harrison (2002b) felmérése arról tanúskodik, hogy egy befektetési javaslat elutasításának legfőbb okai, ha **a valóságtól elrugaszkodott feltételezésekre vagy nem hihető információra épül, illetve, ha a vállalkozó vagy a menedzsment nem hiteles.**

Több, **a fentiekkel egybevágó tényre** világított rá egy az Egyesült Királyságban végzett kutatás, mely azt vizsgálta, hogy az üzleti angyalok az első átvilágítás során milyen módon közelítenek egy kínáló befektetési lehetőséghez (Mason-Rogers 1997). A befektetők elfordulnak az olyan vállalkozásoktól, amelyek összeszedetlenek, amelyek nem tudnak kellően részletes és hihető információkat felmutatni a piacról, amelyeknél hiányzik az az egyediség, amely eladhatóvá teszi majd a terméket vagy szolgáltatást. Tudni akarják, miben lesz más vagy jobb a versenytársak termékénél vagy szolgáltatásánál, és azt is, miként lehet a versenyelőnyt fenntartani. A vállalkozónak be kell tudni mutatni, hogy miként fog eljutni a termék vagy a szolgáltatás a vevőkhöz. Nagy hangsúlyt helyeznek a vállalkozó tapasztalataira és előéletére, az elkötelezettségére, a vállalkozás növekedési potenciáljára. Problémát jelenthet az is, ha az üzleti elképzelés nem elég kiforrott és fejlesztésre szorul.

Douglas és Shepherd (2002) szerint a befektetők a vállalkozás befektetésre való érettségét a technológia szempontjából, a piaccal összefüggésben illetve a vállalatvezetés vonatkozásában értékelik. Akkor minősül **technológiai értelemben felkészültnek** az új vállalkozás, ha a technológia már működik, ha van kész és megbízhatóan működő prototípus, illetve ha az új terméket, szolgáltatást elő lehet állítani olyan egységköltség mellett, ami elegendő profitot eredményez az érvényesíthető árszint mellett. A befektetők fontosnak tartják a szellemi tulajdonjogok rendezettségét is. Egy új vállalkozás **felkészült a piacait illetően**, ha az elképzelés és a prototípus kiállta már a vevői célcsoport igényeinek és preferenciáinak próbáját a teszteken, és megerősítést nyert, hogy a piacon jelentős keresletre lehet számítani a

tervezett értékesítési ár mellett. Egy új vállalkozás **felkészült a vállalatvezetés terén**, ha összeállt az a csapat, melynek tagjai rendelkeznek a megfelelő vezetői kvalitással, ugyanebben vagy kapcsolódó iparágban szerzett gyakorlattal, vállalatindítási tapasztalattal, és ha elkötelezettek egy új vállalat létrehozása, majd növekedési pályára állítása iránt. A vezetőknek csoportszinten a menedzsment és a technológia számos területén kell tapasztaltnak és képzettnak lenniük. A külső tőkebevonás kudarca amiatt következhet be, hogy a befektető a céget egy vagy több területen túlzottan kockázatosnak véli. A vállalkozóknak azt kell éreztetniük az üzleti angyalokkal, hogy rendelkeznek a három területet érintő kockázatok csökkentéséhez szükséges kompetenciákkal, és hogy már a befektetési javaslat megtétele előtt igyekeztek egy elfogadhatóan alacsony szintre viasztasorítani az új vállalkozás kockázatait.

A harmadik összetevő a prezentációval kapcsolatos: a vállalkozónak képesnek kell lennie **meggyőzően bemutatni** a potenciális befektetők számára az üzleti elképzelést. Ez feltételezi, hogy a vállalkozó felismerje, megértse az angyalok aggályait, és el is tudja oszlatni azokat az üzleti terv előadása során. Az is fontos, hogy nyilvánvalóvá váljék, hogy együttműködés érdekében a vállalkozó képes lesz felvállalni az elkerülhetetlenül szükséges kompromisszumokat. Gyakran előfordul, hogy a vállalkozó nem képes beleképzelni magát a befektető helyzetébe, és elképzeléseit úgy tálalja, hogy a leendő üzleti angyal nem jut hozzá a számára fontos információkhoz. **A prezentációs hibák** magukban foglalják egyfelől az üzleti terv vagy más a befektetőknek szánt írott dokumentum hiányosságait, másfelől a befektetői fórum előtt elhangzó prezentáció gyengeségét. *Mason és Harrison (2000b)* már említett kísérlete alátámasztja, hogy a prezentáció összeállítása során elkövetett hibák (a befektető számára lényeges információk kihagyása, belebonyolódás a termékbe vagy technológiába, ahelyett, hogy az üzleti témák lennének a középpontban), valamint a prezentációs készségek alacsony szintje (nem ébreszt kíváncsiságot és izgalmat, nem sikerül „eladni” a projektet a befektetőnek) jelentős mértékben okolhatók a tőkebevonási kísérlet sikertelenségéért.

Az üzleti angyalok által felkészületlenségre hivatkozva elutasított vállalkozások egy része mindazonáltal **alkalmassá válhatna a befektetésre, ha ebben megfelelő módon segítenék őket**, azonban az ehhez szükséges ráfordítást a befektetők túl nagynak

érik.²⁰³ Minthogy a gyenge pontok gyors kiderítése után az angyalok csak további költségek (időráfordítás, szakértői díjak) felvállalásával tudnák ezeket a problémákat orvosolni²⁰⁴, számukra az a racionális válasz, ha nem fogadják el ezeket az ajánlatokat. Ehelyett olyanok új lehetőségek után néznek, amelyeknél várhatóan alacsonyabbak a részletes átvilágítással és a segítségnyújtással, vállalkozásfejlesztéssel összefüggő költségek.²⁰⁵

A befektetésre való érettség több összetevőből áll, így a felkészültség javítását célzó programot több, egymásra épülő szakaszban célszerű megvalósítani. *Mason és Harrison* (2001) **ötlépcsős programja** szemináriumok sorozatára, műhelymunkára és egyéni konzultációkra épül, az alábbi szakaszok mentén (5.2 ábra):

- ismeretterjesztő szeminárium
- a befektetésre való alkalmasság értékelése
- felkészítő vállalkozásfejlesztő program
- a prezentáció értékelése
- kapcsolatfelvétel a befektetőkkel.

A programot az egyéni igényekre kell szabni annak érdekében, hogy megfeleljen a növekedés és fejlődés eltérő szakaszaiban lévő vállalkozások és a befektetők különböző csoportjai (pl. üzleti angyalok, magvetőtőke-alapok) által támasztott más-más követelményeknek.

²⁰³ A tőkét kereső vállalkozások négy csoportját lehet megkülönböztetni. Az első csoportba azok tartoznak, amelyek felkészültnek tekinthetők a befektetés fogadására. A második csoporthoz tartozók ugyan nem tekinthetők annak, de akár a befektetés előtt, akár azt követően az üzleti angyaltól megkaphatják a szükséges segítséget. A harmadik csoport tagjai nem lesznek képesek befektetéshez jutni. A negyedik csoportba azokat soroljuk, amelyek külső segítségnyújtással felkészíthetők a befektetésre. Ezek a vállalkozások jelentik a felkészítő programok célközönségét.

²⁰⁴ A legjelentősebb skót üzleti angyal hálózat (LINC Scotland) „Próbaházasság” (trial marriage) nevű programjában az üzleti angyalokat díjazással igyekeztek ösztönözni, hogy foglalkozzanak azokkal a vállalkozásokkal, amelyekben látnak fantáziát. Amennyiben a befektetés végül megvalósult, a juttatást vissza kellett fizetni. A program jelenlegi változatában a LINC Scotland a juttatás összegéhez illeszkedő részesedést kap az adott vállalkozásban a befektetővel azonos feltételek mellett (Mason-Harrison 2002c, 2004).

²⁰⁵ Mindez abban is megnyilvánul, hogy a tapasztalatok szerint a befektetők jellemzően szkeptikus alapállásból közelítenek a befektetési lehetőségekhez, és az elutasításhoz keresik az okokat. Egy befektető így jellemezte a saját hozzáállását: „Egész idő alatt nagyon cinikus és szarkasztikus vagyok. Azért kell ilyennek lennem, mert tudom, hogy 10 befektetési lehetőséget meg kell nézennem ahhoz, hogy eggyel komolyan foglalkozni kezdjek. Valójában a céloom inkább az, hogy a többi kilencet kiszűrjem, semmint hogy most találjam meg az egyetlen gyöngyszemet. Így aztán azzal az előítélettel fogok hozzá, hogy ez pocsék lesz, és ahogy haladunk, esetleg hajlandó vagyok meggondolni magam” (Mason-Rogers 1997: 38). A tapasztalt hiányosságok csak fokozzák a befektető szkepticizmusát.

Az első lépcső egy széles közönségnek szóló **ismeretterjesztő szeminárium**, amit oly módon kell kialakítani, hogy a tulajdonositőke-bevonással mint a vállalkozások számára a fejlettség bármely fokán rendelkezésre álló alternatív finanszírozási formával kapcsolatos ismerethiányt orvosolja. Egy ilyen szemináriumon az alábbi témákkal érdemes foglalkozni:

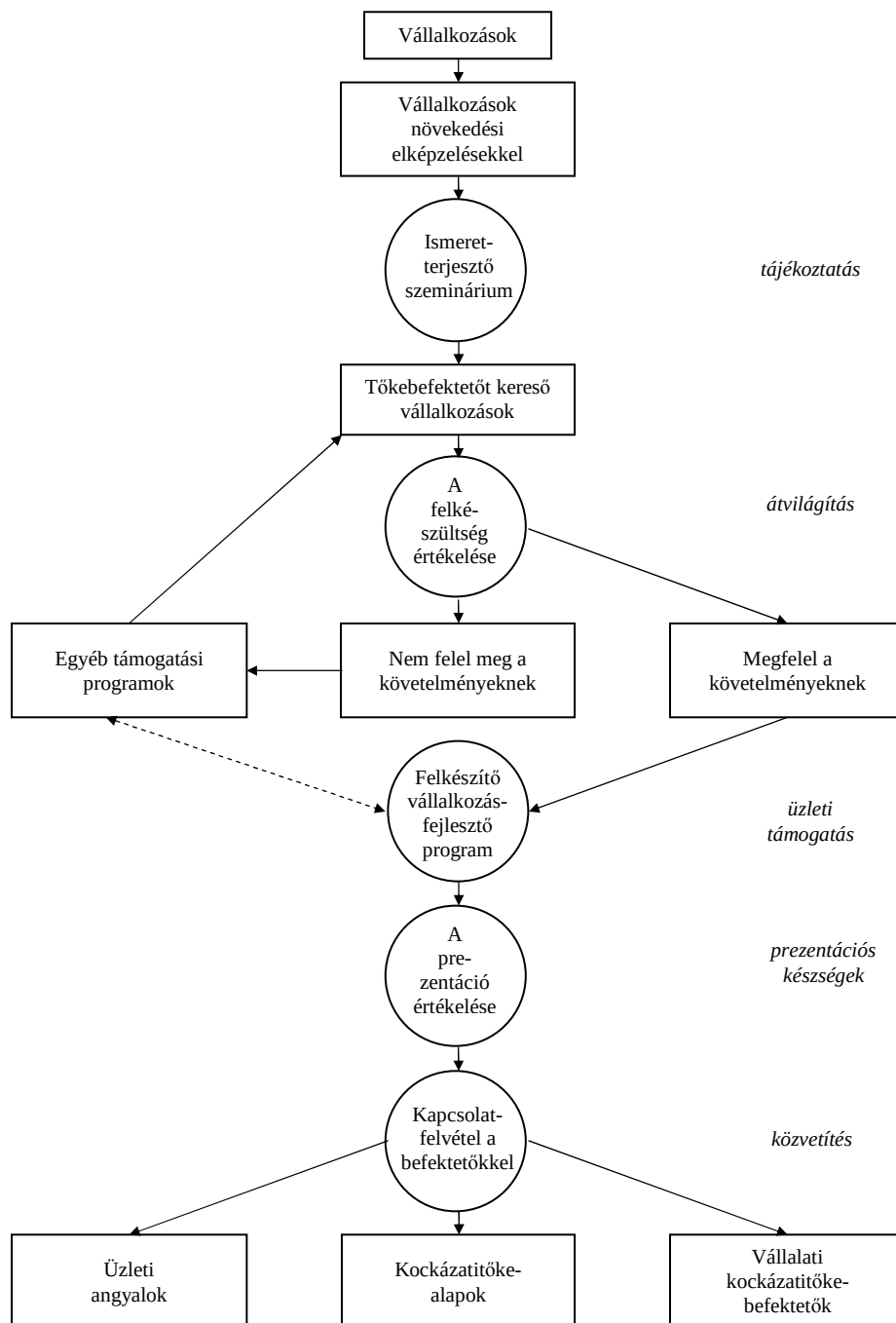
- Mi a tulajdonosi tőke és milyen előnyökkel járhat a bevonása?
- Melyek a hitelfinanszírozás korlátai?
- Milyen körülmények fennállása esetén érdemes megfontolni a tőkebevonást?
- Milyen típusai tevékenykednek a tőkebefektetőknek a piacon, és mik a sajátosságaik?
- Hogyan lehet megtalálni az alkalmas befektetőt, és ebben milyen közvetítők nyújthatnak segítséget?
- Az értékelés során milyen eljárást követnek a befektetők, és milyen szempontok alapján hozzák meg a döntést?
- Miként lehet olyan információkat tartalmazó prezentációval előállni, amely a befektető szemszögéből világítja meg a befektetési lehetőséget?
- Hogyan lehet meghatározni a valós jövőbeli finanszírozási igényeket?
- Mik a kilátások a jövőre nézve a tőkebefektetők ellenőrzési tevékenységét illetve jogi biztosítékait illetően?
- Hogyan határozható meg a tőkebefektetés kockázata és hozama, valamint a vállalatérték?

Az ismeretterjesztő szemináriumok **célcsoportját** a növekedési elképzeléseket dédelgető vagy már növekvő vállalkozások jelentik, valamint azok, amelyek üzleti alapokra szeretnének helyezni egy innovatív eljárást vagy technológiát.

Fontos minél korábban elérni a vállalkozókat, hogy képesek legyenek már a tervezési fázisban számolni a részesedésfinanszírozás lehetőségével, hogy képesek legyenek meghatározni és megtervezni a leginkább megfelelő tőkeszerkezetet és tulajdonosi struktúrát, ami elengedhetetlen a vállalkozás jövőbeli sikeréhez. Mindazonáltal, ahogy korábban említettük, szükséges, hogy ösztönözzük egy a tulajdonositőke-bevonáshoz pozitívabban viszonyuló finanszírozási kultúra kialakulását a kisvállalkozások körében. Ezt első lépésben a vállalkozásfejlesztéssel foglalkozó szervezetek körében érdemes elkezdni, mivel jellemzően hiányoznak a tőkebefektetés fogadására való felkészítéshez

szükséges ismeretek a tanácsadók és szolgáltatók körében. Éppen ezért a szemináriumokat szerencsés megnyitni számukra is.

5.2 ábra A befektetés fogadására felkészítő program ötlépcsős modellje



Forrás: Mason és Harrison (2001: 666)

A második lépcsőben már az első szemináriumok/műhelyek azon résztvevőire kell szűkíteni a kört, akik kifejezik szándékukat a kockázatitőke-bevonásra. Ezen vállalkozások felkészültségét alapos vizsgálatnak kell alávetni, melynek során egyenként **értékelik, hogy alkalmasak-e a tőkebevonásra** az alábbi kérdésekre keresve a választ:

- Mi a vállalkozás stratégiai célja?
- Hogyan viszonyul a vállalkozó a tulajdonláshoz és az irányításhoz?
- Rendszerben van-e a számviteli, pénzügyi információs rendszere?
- A tulajdonos magántevékenysége elkülönül-e a vállalkozástól?
- Mennyire tapasztalt a vállalkozó és a menedzsment?
- Milyen ismeretekkel rendelkezik a vállalkozó a piacról?
- A fejlesztés folyamatában eljutottak-e a működő prototípusig?
- A termék/szolgáltatás szabadalmaztatva van-e vagy le lehet-e védetni?
- A termék/szolgáltatás átesett-e már a piaci tesztelésen?
- Mennyire erős a verseny a termék/szolgáltatás piacán?
- Fel tud-e mutatni a vállalkozó egy jól indokolt és megalapozott üzleti tervet?
- El tudja-e világosan mondani a vállalkozó, hogy a tőkét hogyan szándékozik felhasználni?
- Várhatóan hány százalék lesz a befektetés hozama?
- Mik az esélyek a kiszállásra?

Azokat a vállalkozásokat, amelyek nem kapnak pozitív értékelést, a megfelelő párhuzamosan futó vállalkozásfejlesztő programokhoz irányítják, és lehetőséget kapnak arra, hogy újra bekapcsolódjanak a programba, ha sikerült leküzdeni a kérdéses problémát.

Azok a jelöltek, amelyek pozitív értékelést kaptak, továbblépnek a **harmadik lépcsőre**: bekapcsolódnak a **befektetésre felkészítő vállalkozásfejlesztési programba**, melyben az értékelés során felvetődött témákkal foglalkoznak. Ebben a valószínűleg néhány hónapig eltartó szakaszban áttekintik a menedzsment, a szellemi tulajdonjogok, a piaci elemzés, pozicionálás és tesztelés, valamint a pénzügyi tervezés területét. Ehhez a fázishoz egyéb támogatási formák igénybe vétele is kapcsolódhat. A cél: minél gyorsabban eljuttatni a vállalkozásokat odáig, hogy pénztermelőkké váljanak (azaz pozitív cash-flowt generáljanak), mivel így jobban „eladhatók” egy befektető számára annál, mintha a vállalkozás még mindig az ötlet stádiumban lenne.

A **negyedik lépcső: a prezentáció értékelése** azzal a céllal, hogy a vállalkozás segítséget kapjon egy meggyőző és hatásos prezentáció elkészítéséhez és előadásához. A befektetési ajánlat sikeres „tálalásának” elsajátítását a felkészültség egy sajátos aspektusának tekintjük, melynek során meg kell érteni, mit valójában mit várnak el a (különböző típusú) befektetők egy befektetési javaslatról. Az is fontos, hogy a vállalkozó készen álljon a kompromisszumokra, képes legyen előre látni a befektető várható aggályait, és meg is tudja adni ezekre a választ.

Az **ötödik lépcső a befektetőkkel való kapcsolatfelvételt jelenti**, azaz össze kell hozni a programot teljesítő vállalkozásokat a potenciális befektetőkkel. Ez egy működő üzletiangyal-hálózat bázisán képzelhető el a leghatékonyabban. A program egyéb részeibe is érdemes lehet bevonni a közvetítő intézményeket, de az is életképes megoldást jelenthet, ha a program egészének lebonyolításában ők játsszák a főszerepet.

Az Egyesült Királyságban kísérleti jelleggel 2002 második félévétől kezdődően több párhuzamosan futó befektetés fogadására felkészítő programot is elindítottak, melyek többsége az ötlépcsős modell felépítését követte.²⁰⁶ A bekapcsolódó vállalkozók körében végzett utánkövetés eredményei azt mutatják, hogy 71 résztvevő közül 39 végigjárta mind az öt szakaszt. Közülük 20 érezte úgy, hogy jelentős pozitív hatást gyakorolt a felkészítés a vállalkozására, illetve további 3 kisebb kedvező irányú elmozdulásról számolt be. Az értékelés során megállapították, hogy 29 vállalkozás jutott tőkebefektetéshez²⁰⁷, és ők úgy érezték, hogy a siker részben a felkészítés eredményeként megszerzett ismereteknek és készségeknek volt köszönhető (SQW 2004). A kísérleti projektek működésének **tanulságait** az alábbiakban foglalták össze:

- ahhoz, hogy a felkészítő programok eredményesen megvalósíthassák a kitűzött célokat, hosszú távra szóló elkötelezettség szükséges;
- a tájékoztatás és ismeretterjesztés sikere a folyamatosságban is rejlik, csak így valósítható meg, hogy a programba a megfelelő számban kapcsolódjanak be vállalkozások;
- a képzést az üzleti szolgáltatók, vállalkozásfejlesztési intézmények, üzleti angyal hálózatok körére is érdemes kiterjeszteni, hogy érdemben tudják ajánlani a programot a megfelelő ügyfeleknek;

²⁰⁶ Befektetés fogadására felkészítő programot hasonló tartalommal elsőként Ausztráliában hirdettek meg.

²⁰⁷ A kísérleti jelleggel futó programok 2004-es lezárulásáig összesen 96 vállalkozás jutott forráshoz valamelyik programban való részvételt követően (EC 2005b).

- a felkészítés csoportos és egyéni módozatai egyaránt értékesek lehetnek, de bizonyos elemek esetén az egyénre szabott tanácsadás nélkülözhetetlen;
- az egyéni foglalkozás lehetővé teszi, hogy a képzésben sokszínűbb vállalkozói kör is résztvehessen;
- üzleti angyalok bekapcsolódása a programba hitelessé és életszerűvé teszi a felkészítést;
- elegendő időt kell hagyni a vállalkozásoknak arra, hogy végigjárják az egyes szakaszokat;
- a programot lebonyolító stáb szaktudása, tapasztaltsága, jó hírneve és kapcsolatrendszere a siker kritikus tényezőjét jelenti.

5.3 Az informális kockázatitőke-piac hatékonyságának növelését célzó beavatkozások: közvetítő intézmények működtetése

Hiába járnak sikerrel a potenciális angyalokat befektetésre ösztönző kezdeményezések, és hiába gyarapszik a kockázati tőke után aktívan kutató, a befektetés fogadására jól felkészült vállalkozások száma, ha a kereslet és a kínálat csak nagy nehézségek árán talál egymásra: nem fognak létrejönni a várt befektetések. Az informális kockázatitőke-piac fejlesztését célzó beavatkozás elmaradhatatlan eleme a működés hatékonyságának javítása. Ez pedig javarészt az üzleti angyal hálózatok eredményes tevékenységén múlik. Hazánkban is mind gyakrabban találkozunk olyan megnyilatkozásokkal, melyek **jól működő közvetítő intézmények felállítását sürgetik** (Osman 1998, 2000b, GKI 2003, Karsai 2004b, Nagy 2004, Makra-Kosztópulosz 2004a, Botos 2005).

5.3.1 Az üzleti angyal hálózatok mint a piacfejlesztés kulcsintézményei

Az üzleti angyal-hálózatok lehetnek az informális kockázatitőke-piac fejlesztését célzó állami szerepvállalás **kulcsintézményei**. A hálózatokra irányuló illetve a hálózatok bevonásával megvalósuló beavatkozások három lehetséges területen fejthetik ki hatásukat (EC 2003e).

Az első ilyen terület a hálózatok **működési feltételeinek** kialakítását foglalja magában, és különféle szabályozási kérdéseket ölel fel. Így, többek között, el kell dönteni, hogy a vállalkozásfejlesztés intézményrendszerében hol kapjon helyet a létrehozandó üzletiangyal-hálózat, vagy, hogy milyen regionális szervezetben működjön. Az is előfordulhat, hogy az üzletiangyal-hálózatok működését különféle jogszabályok akadályozzák.²⁰⁸ A befektetéseket érintő új szabályozások kialakítása során fontos szem előtt tartani informális kockázatitőke-piac érdekeit is.

A nemzetközi tapasztalatokból kitűnik, hogy **az állami szerepvállalás akkor lehet igazán eredményes, amennyiben a hálózatok pénzügyi támogatásában is testet ölt.**

A 3.5.3 alfejeztben bemutattuk, hogy a hazainál fejlettebb kockázatitőke-piaccal rendelkező országokban a piac maga is létrehozta azokat az intézményeket, amelyek szolgáltatásaikkal üzleti alapon igyekeznek hatékonyabbá tenni a kereslet és kínálat egymásra találását. A profitorientált partnerközvetítés sok esetben a nagy pénzügyi szolgáltatók kínálatában is szerepel, melynek előnye, hogy a befektetők és vállalkozók „összehozása” mellett az egyéb szolgáltatások széles spektrumát kínálhatják fel. Azonban ezek a magántulajdonban lévő, profitorientált hálózatok méretgazdaságos tranzakciókat kínálnak: elsősorban a nagyobb értékű befektetési lehetőségekre összpontosítanak, és az egy bizonyos összeghatár alatti ügyletek kívül esnek az érdeklődési körükön. További jellemzőjük, hogy sok esetben a vállalkozás későbbi, terjeszkedési szakaszának finanszírozására koncentrálnak, ennek érdekében gyakrabban működnek közre befektetési szindikátusok létrehozásában (5.4 táblázat). Mindebből viszont az következik, hogy az üzleti alapon működő szolgáltatóktól nem igazán várhatjuk, hogy hathatósan működjenek közre a tőkerés áthidalásában, ehhez **nélkülözhetetlen a kormányzati szerepvállalás** (Mason-Harrison 1995, 1996a, 1996c, 1999). A hálózatok a működés során a tapasztalatok szerint mindeközéig nem voltak képesek elérni az önfenntartás szintjét, ezért saját bevételeiket költségvetési vagy szponzori forrásokból szükséges kiegészíteni (Mason-Harrison 1999). A brit adatok

²⁰⁸ Így például több országban az üzletiangyal-hálózatok nem tesznek befektetési ajánlatokat, hogy kikerüljenek a befektetési tanácsadás végzéséről szóló jogszabályok hatálya alól. A hálózatok díjbevételeit illetően is eltérő a jogrendszerek hozzáállása. Az Egyesült Királyságban működő hálózatok ugyan megállapíthatnak sikerdíjat, azonban ha profitot érnek el, kiterjed rájuk a pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó jogszabály hatálya, ami jelentősen megnöveli adminisztratív terheiket (EC 2003e).

arról tanúskodnak, hogy a hálózatok állami támogatása rendkívül **költséghatékonynak tekinthető** más kezdeményezésekhez képest.²⁰⁹

5.4 táblázat A befektetések jellemzői a különféle típusú hálózatoknál (1993-94)

	Helyi, regionális nonprofit hálózatok	Nemzeti hatókörű nonprofit hálózatok	Profitorientált üzleti hálózatok*
Létrejött befektetések száma	38	19	16
A befektetések értékének mediánja vállalatonként	50 000 £	125 000 £	135 000 £
A befektetések értékének mediánja befektetőnként	30 000 £	20 000 £	106 500 £
Nem szindikált befektetések aránya (%)	63	n.a.	44
Korai életszakaszt finanszírozó befektetések aránya (%)	47	74	31
Terjeszkedést finanszírozó befektetések aránya (%)	34	38	56
Hightech cégeket finanszírozó befektetések aránya (%)	32	14	12

* Az oszlop nem tartalmaz a Venture Capital Report nevű fórumra vonatkozó adatokat.

Forrás: a szerző saját összeállítása *Mason és Harrison (1995)* alapján

Az Európai Bizottság, felismerve az induló vállalkozások tőkéhez való hozzáféréseinek nehézségeit, 1998 óta foglalkozik célzottan az informális kockázatitőke-piac ösztönzésével (Kosztópulosz-Makra 2005b). A Harmadik Többéves KKV Program (Third Multiannual Programme for SMEs) keretén belül anyagi forrásokkal támogatta az üzleti angyal hálózatokat annak érdekében, hogy növekedjék az informális magánbefektetések szerepe a vállalkozások finanszírozásában. A program segítségével **háromféle célra** lehetett forrásokhoz jutni (EC 1998, 2003e):

- Népszerűsítő kampányok szervezése és a legjobb gyakorlatok elterjesztése.
- Megvalósíthatósági tanulmányok készítése arra vonatkozólag, hogy egy adott térségben érdemes-e az üzleti angyal hálózatot létrehozni.
- Hálózatépítési programok új hálózatok kiépítésére és támogatására.

A program többféle kínálat- és keresletoldali problémát is orvosolni kívánt (pl. alacsony hatékonyságú információáramlás, strukturális problémák, az oktatás és a tapasztalok

²⁰⁹ A LINC Scotlandnál kiszámolták, hogy egy a közvetítés eredményeként megvalósuló befektetés nyomán újonnan létrejött munkahely támogatásigénye 470 font volt (Mason-Harrison 1999).

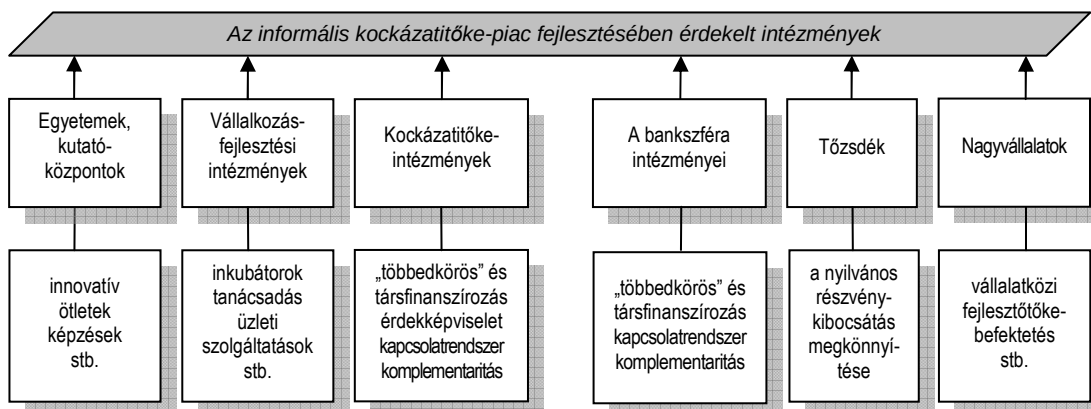
átadásának kérdése stb.) azáltal, hogy támogatta az angyal hálózatok létrehozását Európa-szerte, és javította az angyal típusú befektetések feltételeit. Az utólagos értékelés nyilvánvalóvá tette, hogy a mintaprogram hatóköre a finanszírozási források és az időtáv szempontjából korlátozott mértékű volt. Sikernek tekinthető, hogy a támogatások és a tudatosító kampány hatására a legtöbb uniós országban létrejöttek közvetítő szervezetek: 1999 és 2004 között számuk több mint háromszorosára nőtt. A létrejött hálózatok azonban a legtöbb országban még „gyerekcipőben járnak”, és éveken kell eltelnie ahhoz, hogy érezhető gazdasági hatást fejtsenek ki. A program az egyes nemzeti projektek közvetlen támogatásán kívül az EBAN létrehozásához is segítséget nyújtott, amely összeurópai szinten foglalkozik az informális kockázatitőke-piac szervezésével. Az értékelésben megállapították, hogy a támogatott projektek általában igazodtak a kitűzött célokhoz, ám lehettek volna sokszínűbbek is. A tudatosító kampányokra nagyobb súlyt kellett volna fektetni. A szűkös és elaprózott költségvetés azt eredményezte, hogy a kitűzött célok egy része teljesült csak. Az értékelés során nyilvánvalóvá vált, hogy az üzleti angyal hálózatokhoz kapcsolódó intézkedések akkor vezetnek a legjobb eredményre, a közpénzek felhasználása akkor a leghatékonyabb, ha a beavatkozásokat a vállalkozás-fejlesztési politikák főáramába integrálják, és a programok időhorizontját is kiszélesítik (EC 2003e).

A támogatással párhuzamosan célszerű a hálózatokra telepíteni az informális kockázatitőke-piac szervezésével és fejlesztésével kapcsolatos alapvető funkciókat. Így például a hálózatokra fontos szerep hárulna a jó minőségű és sikeres közvetítési szolgáltatás mellett

- a széleskörű tájékoztatásban, népszerűsítésben, az informális kockázatitőke-piac közismertté tételében,
- az üzleti angyalok és a vállalkozók képzésében, illetve
- a vállalkozók felkészítésében a befektetés fogadására.

A közvetítés hatékonyságához, valamint a fenti feladatok sikeres végrehajtásához hozzájárulhatnak a különféle, részben a közszférában működő intézményekkel történő **hosszú távú együttműködések** (5.3 ábra). Az ilyen kapcsolatok kialakulásának katalizálása jelentheti az állami szerepvállalás harmadik formáját a hatékonyan működő informális kockázatitőke-piac érdekében.

5.3 ábra Az informális kockázatitőke-piac fejlesztésében érdekelt intézmények



Forrás: Makra és Kosztópulosz (2004: 722)

Ebben a folyamatban az első lépés a **más üzletiangyal-hálózatokkal** történő együttműködés kialakítása lehet tapasztalatcseréken, közös fórumok szervezésén, közös képzési programok indításán keresztül. Az európai kockázatitőke-piac egységesülése növelni fogja a lehetőséget (és a nyomást is) a határokon átívelő együttműködésekre, melyek segítségével a hálózatok növelni tudják a sikeres közvetítés valószínűségét olyan parányi méretű piaci szegmensekben (fülkékben) is, mint amilyenekkel a csúcstechnológia területén találkozhatunk.

A hálózatok azzal is emelni tudják a projektjeik színvonalát és számát, hogy együttműködnek **vállalkozásfejlesztési intézményekkel, pl. inkubátorokkal**²¹⁰, **egyetemekkel, kutatóközpontokkal**.

A formális és az informális kockázatitőke-piaci szegmens közti komplementaritások kihasználása hatékonyabb lehet, ha a hálózatok kooperálnak **a kockázatitőke-intézményekkel**. Ugyanez érvényes az egyéb pénzügyi közvetítő intézményekkel, például bankokkal illetve a tőzsdékkal való kapcsolatrendszer kialakítására. Itt kell megemlíteni, hogy a hálózatok aktívan bekapcsolódhatnak üzletiangyal-szindikátusok szervezésébe is.

²¹⁰ Az üzleti inkubátorok működtetésébe való bekapcsolódás a vállalati angyalok számára különösen gyümölcsöző lehet (Bajmócy-Kosztópulosz 2004, Bajmócy és szerzőtársai 2005).

A szinergiában rejlő lehetőségek kiaknázásának terepeként szóba jöhetnek a **vállalati angyalok irányában kezdeményezett együttműködések** is (pl. a „Plato programhoz”²¹¹ hasonló kezdeményezések formájában, mely lehetővé teszi a vállalati angyalok számára az intenzívebb szerepvállalást az informális kockázati tőke-piacon).

A közsférától kapott támogatás lehetővé teszi, hogy a hálózatok javítsák a felkészültséget a befektetések fogadására, megkönnyítsék az egymásra találást, megszervezzék az ismertséget javító programokat, képzéseket végezzenek illetve egyéb támogatást nyújtsanak. Ezekkel a tevékenységekkel helyi szinten növelik a jólétet és munkahelyeket teremtenek. Főként a helyi és regionális szervek látják hasznát a saját régiójuk szempontjából az üzletiangyal-hálózatok tevékenységének.

5.3.2 Egy üzleti angyal hálózat felállításánál felmerülő kulcskérdések

A nemzetközi és az egyetlen hazai kezdeményezéssel, az Innostart által működtetett Üzleti Angyal Klubbal kapcsolatos tapasztalatok arra mutatnak rá, hogy egy üzleti angyal hálózat létrehozása és sikeres működtetése bonyolultabb feladat, mint amilyennek első látásra tűnik, mivel a tevékenység sikeressége nem automatikus. A szolgáltatással szemben alapvető követelmény, hogy az ügyfelek számára kényelmesen elérhető, bizalmas és megbízható legyen. A közvetítés személyre szabott módjait általában eredményesebbnek tartják a személytelen, számítógépes adatbázisokon alapuló megoldásoknál. A hatékonyság további nélkülözhetetlen feltétele, hogy az ügyfélbázis elérje a kritikus tömeget, azaz a sikeres közvetítés érdekében megfelelően nagy és kellően diverzifikált ügyfélkört kell létrehozni. Olyan megoldást kell találni,

²¹¹ „A Plato ötlete 1987-ben született meg Flandriában, 2005-ben pedig már a tizenhatodik program indítását köszönhetik a szervezők. A kezdeményezés lényege, hogy a nagyvállalatok képviselői, az úgynevezett „keresztapák” párosával találkoznak havi egy alkalommal egy-egy húszfős kisvállalkozói csoporttal. A rendezvényeken az előadások mellett az a cél, hogy olyan eszmecserét segítsenek elő, melyek által a résztvevők fejleszthetik vállalkozásaikat és saját személyiségüket, hosszútávú kapcsolatokat építhetnek, valamint konkrét üzleti lehetőségeket találhatnak. A nagy cégek képviselőivel folytatott egyéni konzultációk is kiegészítik a csoportmunkát. Időszakonként 1-2 napos hivatalos szemináriumokon vesznek részt a Plato csoport tagjai. Így a hálózaton belül a kis cégek vezetőinek lehetősége nyílik arra, hogy részt vegyenek tréningeken, tanácsot és segítséget kapjanak a nagy cégek szakértőitől, megosszák tapasztalataikat, tanuljanak egymástól, információkhoz jussanak. A programban a kezdetek óta több mint 14 ezer európai kisvállalkozás vett részt Belgiumban, Franciaországban, Svédországban, Németországban, Szlovéniában, Hollandiában és 2003 óta Magyarországon is” (www.plato.hu), és bekapcsolódott 500 cég Európa legnagyobb vállalatai közül (Aernoudt-San José 2003: 284).

ami biztosítja a két (ellentétes irányba mutató) követelménynek való egyidejű megfelelést.

A kulcsfontosságú témakörök, amelyeket egy sikeres üzleti angyal hálózat megtervezése során alaposan át kell gondolni, a következők (Mason-Harrison 1996a):

- **Szervezeti forma és hatókör:** milyen típusú szervezetek működtessék a kapcsolatteremtő rendszert (pl. helyi vállalkozási ügynökség, kamara, egyetem stb.)? Milyen földrajzi egységet feleltessünk meg a működés területiségének (város, megye, régió stb.)?
- **A finanszírozás módja:** ki biztosítsa a pénzügyi forrásokat a kapcsolatteremtő rendszer működtetéséhez, vagy esetleg képes lehet a pénzügyi önfenntartásra? Melyik a legmegfelelőbb díjstruktúra (ingyenes közszolgáltatás, vállalkozók és/vagy befektetők regisztrációs díja, legyen-e sikerdíj stb.)?
- **A szolgáltatás marketingje:** milyen stratégia szolgálja leginkább a kiterjedt és diverzifikált ügyfélkör kiépítését? Hogyan lehet megteremteni és fenntartani a szolgáltatás és az intézmény elismertségét (a minőségbiztosítás kérdésköre)?
- **Működtetés:** milyen keresési-párosítási eljárás alkalmazása kívánatos (befektetői fórum, katalógus, számítógéppel támogatott párosítás)? Hogyan érhető el, hogy minél több kapcsolatfelvétel végződjön ténylegesen megvalósult befektetéssel? Milyen egyéb szolgáltatásokat vállaljon fel az intézmény a szorosan vett kapcsolatteremtésen kívül (előszűrés, felkészítés, képzés, tájékoztatás stb.)?
- **Teljesítményértékelés:** milyen alapon értékeljük a működés sikerességét, sikertelenségét? Milyen célkitűzés megfogalmazása a kívánatos? El lehet-e és el kell-e érni a pénzügyi önfenntartást?

5.4 A hazai informális kockázatitőke-piac fejlesztését célzó javaslatok

Visszatérve a bevezetésben felsorolt feltételekhez, befejezésül néhány konkrét javaslatot fogalmazunk meg a hazai informális kockázatitőke-piac fejlesztése érdekében.

1. Az informális kockázatitőke-piac jelenlegi méretéről, sajátosságairól kevés információval rendelkezünk. Alapvető fontosságú lenne egy **átfogó felmérés** elvégzése, illetve a **folyamatos információgyűjtés** a hazai informális kockázatitőke-piac helyzetéről, amire támaszkodva valóban megalapozott fejlesztési döntések születhetnek. Például egy ilyen felmérés eredményei alapján nyílna lehetőség a legjobb hatásfokú befektetés-ösztönző adókedvezmény-rendszer kialakítására és bevezetésére.

2. Mivel hazánkban az üzletiangyal-befektetők fogalma és tevékenysége kevésbé ismert, ezért annak érdekében, hogy a kockázatitőke-finanszírozás gyakorlata közismertté és megszokottá váljon az üzleti életben, elengedhetetlen egy tájékoztató kampány indítása, tanulmányok, publikációk közlése, sikertörténetek, brosúrák, hirdetések megjelentetése stb., hogy a lehetséges üzleti angyalok és a finanszírozót kereső vállalkozók megismerjék az új finanszírozási mód előnyeit. A tapasztalatok arra hívják fel a figyelmet, hogy érdemi hatást a **folyamatos tájékoztatás, ismeretterjesztés** tud csak kifejteni.

3. A hazai kisvállalkozás-fejlesztési politika érdeklődését mindezig nem keltették fel az informális kockázatitőke-befektetésekben rejlő lehetőségek, és nem is érzékelhető kormányzati szándék ezen finanszírozási forma „felkarolására”. Amennyiben a politikai akarat megszületik az informális kockázatitőke-piac élénkítésére, akkor a beavatkozás a közvetlen intézkedéseken túl testet kell öltösson olyan kezdeményezésekben is, melyek **az ígéretes befektetési lehetőségek számának gyarapodását** célozzák. Ehhez több területet (például oktatás-, innováció- és vállalkozásfejlesztési politika) érintő összehangolt beavatkozásra van szükség. Pozitív változások ezen a téren így is csak hosszabb távon várhatók.

4. A viszonylag fejletlen hazai informális kockázatitőke-piacon a kereslet és a kínálat a szokásosnál is nehezebben képes egymásra találni. Hazánkban 2000. júniusa óta működik a Magyar Innovációs Szövetség és az INNOSTART Nemzeti Üzleti Innovációs Központ Alapítvány által létrehozott Üzleti Angyal Klub, amely fórumot

biztosít az innovatív vállalkozások és befektetők számára. A tapasztalatok azt mutatják, hogy a kezdeményezés korlátozottan volt csak képes élénkíteni a hazai informális kockázatitőke-piacot. Ezért szükséges felállítani egy olyan intézményt, amely **a piac érdemi fejlesztésének főszereplője** lehet. Célszerűnek látszik a fejlesztési feladatokat (ezek mellé forrásokat is rendelve) egy üzletiangyal-hálózat típusú intézményre bízni, amely a szokásos közvetítő szolgáltatások végzésén túl az üzleti angyalokra és a vállalkozókra egyaránt kiterjedő **képzési, tanácsadási, érdekképviselési feladatokat is** elláthatna.

5. Ezen hálózat egyik fő funkciója az lehetne, hogy a vállalkozásokat **felkészítse a befektetések fogadására**. A sikeresen működő felkészítő programok eredményeként növekedhet a kockázatitőke-befektető után aktívan (és eredményesen) kutató vállalkozások száma.

Az effajta komplex intézkedések hozzájárulhatnának a növekedésorientált kisvállalkozások finanszírozási gondjainak enyhüléséhez, a növekedéshez, a munkahelyek számának gyarapodásához és a gazdaság innovativitásának és versenyképességének erősödéséhez.

Összefoglalás

A dolgozat kiindulópontjául lényegében David Storey 1994-ből származó megállapítása szolgált, mely 10 év elteltével sem kevésbé aktuális:

*„If employment creation is an objective of government, then fast growing SMEs deserve more attention than they currently receive. Our ability to predict, at start-up, those business which will exhibit rapid growth, however, remains limited...”*²¹²

Storey (1994: 158)

A dolgozat 1. fejezetét annak szenteltük, hogy megvizsgáljuk, miért érdemes különös figyelmet szentelni ezen viszonylag kis létszámú vállalkozói körnek. Megállapítottuk, hogy a **növekedésorientált kisvállalkozások** jelentéktelennek tűnő számarányuk ellenére meghatározó szerepet töltenek be a foglalkoztatásban, a gazdasági növekedésben és jóval gyakrabban találkozunk körükben olyanokkal, amelyek az innovációkban látják a növekedést biztosító tartós versenyelőny fő forrását. A témával foglalkozó szakirodalom áttekintése alapján az a következtetés fogalmazható meg, hogy továbbra is meglehetősen keveset tudunk róluk (és ez különösen érvényes a magyar növekedésorientált kisvállalkozásokra), holott **a foglalkoztatottság növelésének és a versenyképesség javításának eszközeit kereső gazdaságpolitika számára fontos célcsoportot jelentenének.**

A 2. fejezetben azt hangsúlyoztuk, hogy a pénzügyi források elérhetősége és költsége is jelentős mértékben befolyásolja, hogy egy kisvállalkozás valóra tudja-e váltani növekedési elképzeléseit. Az, hogy a cég versenyképes és elfogadható feltételek mellett forráshoz tud jutni, önmagában nem jelenti, hogy növekedni is fog, azonban ha képtelen vagy csak nagyon nehezen tud forráshoz jutni, az minden valószínűség szerint lehetetlenné teszi a növekedést. A növekedésorientált kisvállalkozások körén belül **különösen nehéz helyzetben vannak a forrásszerzés terén** az induló és szárnypróbálgató fiatal vállalkozások, illetve azok, amelyek új, innovatív üzleti

²¹² [Amennyiben a munkahelyteremtés a kormányzat célja, a gyorsan növekvő KKV-k nagyobb figyelmet érdemelnek annál, mint amiben jelenleg részesülnek. Mindazonáltal egyelőre nem igazán vagyunk képesek induláskor előre megmondani, hogy melyik vállalkozás fog gyors növekedést felmutatni...]

elképzeléseikhez keresnek finanszírozót. Az elméleti eredmények rendszerező feldolgozásával azt igyekeztünk megvilágítani, hogyan vezet az információs aszimmetriák és a tranzakciós költségek léte a finanszírozási korlátok kialakulásához a kisvállalkozások egy része számára a növekedés korai szakaszaiban. A problémát kifejezetten akuttá teszi a részesedésfinanszírozás terén kialakuló **tőkerés**, ami elsősorban a növekedésorientált kisvállalkozásokat sújtja, különösen magvető és induló életszakaszaikban. A feltárt összefüggések alapján amellet érveltünk, hogy a vállalkozói dinamizmus javítását célzó beavatkozások nélkülözhetetlen eleme a kockázatitőke-bevonás elősegítése, ami magában foglalja a tőkerés áthidalásának törekvését is. A kockázatitőke-piac működésében tapasztalható elégtelenségek ellensúlyozása érdekében a hazai gazdaságpolitika mindeközéig csupán egyetlen eszközt vetett be: a saját költségvetési forrásainak felhasználásával igyekezett növelni a tőke kínálatát, és több, állami befektető intézményt hozott létre.

A 3. fejezetben bemutattuk, hogy léteznek a piacon olyan szereplők, akik befektetéseiket éppen a finanszírozási spektrum kritikus tartományában hajtják végre: azaz hajlandók és eredményesen képesek is az olyan vállalkozásokat finanszírozni, amelyek viszonylag alacsony tőkeigénnyel jellemezhetők és fejlődésük korai szakaszában vannak. Tevékenységüket különösen értékesé teszi, hogy a befektetés sikere érdekében rendszerint aktív vállalkozásfejlesztő szerepkört is felvállalnak: nem egyszerűen befektetők, ezért is illik rájuk az üzleti angyal elnevezés.

Yuk-Shee Chan (1983) alapvetőnek tekinthető kockázatitőke-piaci allokációs modelljének továbbfejlesztésével a társadalmi jólét vonatkoztatási rendszerében is kimutattuk az üzleti angyalok pozitív szerepét. A továbbfejlesztett modellben ugyanis beláttuk, hogy **az üzleti angyalok tevékenysége javítja a piac allokációs hatékonyságát azáltal, hogy bekapcsolódásuk révén emelkedni fog az egyensúlyi helyzetben finanszírozott projektek minőségének általános színvonala.** Ennek igazolása egyben a dolgozat egyik legfontosabb önálló eredménye is. A modellnek ugyanakkor **további három üzenete** is van. Egyrészt sugallja, hogy az üzleti angyalok és az intézményi kockázatitőke-befektetők egymáshoz való viszonyát nem elsősorban a verseny, hanem sokkal inkább a **komplementaritás** jellemzi. A második üzenet a modell azon következtetése alapján fogalmazható meg, hogy az üzleti angyalok

hatékonyagszínvonal növelő szerepe éppen a minőségfeltárásban, a szűrésben és a jobb minőségű projektek kikényszerítésében rejlik. A fiatal, növekedésorientált kisvállalkozásokat ösztönző célzott beavatkozás egyik korlátja, hogy a politikai döntéshozók számára szinte megoldhatatlan feladatot jelent a célcsoportokhoz tartozó vállalkozások megbízható kiszűrése, illetve hatékony elérése. **Az üzleti angyalok a befektetésre érdemes vállalkozások kiválasztásán, majd fejlesztésén keresztül képesek lehetnek hozzájárulni egy ilyen politika céljainak sikeres megvalósulásához.** A harmadik fontos üzenet azzal a megállapítással függ össze, hogy minél kisebb az üzleti angyalok keresési költsége, annál nagyobb mértékű lesz a kedvező irányú elmozdulás a kiinduló egyensúlyi allokációhoz képest. Mindebből viszont következik, hogy **társadalmi szinten hatékonyabbá tehető az allokáció azáltal, ha sikerül csökkenteni az üzleti angyalok keresési költségeit.** Ennek egy lehetséges intézményi formáját az üzleti angyalok és a tőkét kereső kisvállalkozások között egyfajta kommunikációs csatornaként funkcionáló információközvetítő szervezetek, úgynevezett „üzleti angyal hálózatok” működtetése jelentheti.

A 4. fejezetben ismertettük, és nemzetközi összehasonlításban elemeztük az **első (kis minta) empirikus felmérés eredményeit** a hazai üzleti angyalok jellemzőiről. Az aktív angyalok számát Magyarországon durván 2000 főre becsültük, ami más fejlett országokhoz viszonyítva a hazai piac kialakulatlanságáról árulkodik. A felmérés mintájában 22 üzleti angyal szerepelt. A kérdőíves felmérésben vizsgált angyalok kivétel nélkül **férfiak, középkorúak** (átlag 44 évesek) és 86 százalékuk **felsőfokú végzettséggel** rendelkezik. A legsűrűbben előforduló diploma a gazdasági (tizennégy), ezt követi a műszaki (öt). Lakhelyüket tekintve a mintába bekerült befektetők közül tizenötön budapesti illetve Pest megyei lakosok, négyen a Dél-Alföldön, ketten pedig a Dél-Dunántúlon élnek. A mintában szereplő személyek 86 százaléka jelenleg is cégtulajdonos, és átlagosan 11,6 éves vállalkozói tapasztalattal rendelkeznek. Érdekes, hogy az azonosított befektetők közül négyen nem magyar állampolgárok, és további három személy kettős állampolgár. Öten közülük korábban angolszász területen éltek, ahol az informális kockázatitőke-befektetések jóval ismertebbek és népszerűbbek, mint Magyarországon. Állandó lakhelyüket tekintve egy kivételével mindannyian magyarországi kötődésűek. A mintába került befektetők közül tizenhat válaszolt a jövedelmi és vagyoni helyzetét firtató kérdésre: **80 százalékuk 10 millió forint feletti**

nettó jövedelmet könyvelhet el évente és hat üzleti angyal befektethető vagyona meghaladja a 100 millió forintot is.

Az elmúlt három évben a megkérdezett 22 angyal összesen 100 vállalkozásba fektetett, és az egy főre jutó 4,55-os átlag nemzetközi összehasonlításban is magasnak tekinthető. 18 válaszadóra összegezve – akik a 100 vállalkozásból 70-ben szereztek részesedést – **a végrehajtott befektetések összértéke elérte a 1145 millió forintot.** Az átlagos befektetés nagysága 16 millió Ft körül alakult.

A felmérés eredményeiből látható, hogy a hazai üzleti angyalok számára **a befektetés pénzügyi hozama a legfontosabb befektetési motívum,** mivel szinte kivétel nélkül minden válaszadó a kiemelkedő megtérülést tartja a legfontosabb szempontnak. Az azonban mindenképpen meglepő eredmény, hogy a másik két gazdasági tényezőt megelőzve, **két hedonista tényező került a második és harmadik helyre a rangsorban:** a szakmai kihívás és a kedvtelés. Az is kitapintható, hogy az altruista tényezők (társadalmi értékek) szerepe a befektetési döntésben az informális kockázatitőke-piac jelenlegi fejlettségi szintjén elenyésző. A magyar felmérés is igazolta tehát, hogy **nem kizárólag a gazdasági haszonszerzés indítékai vezérelhetik az üzleti angyalokat.**

Magyarországon egyértelműen az informális, **személyes információforrások dominálnak:** az angyalok leginkább üzleti partnereiken, személyes ismerősökön keresztül találhatnak rá a vállalkozásokra, és viszonylag fontos módszer az aktív keresési tevékenység is. A felmérés jól érzékeltette, hogy a hazai informális kockázatitőke-piac fejlesztését **érdemben** semmilyen közvetítő vagy szakmai szervezet nem karolta fel, és a média sem igazán foglalkozik a témával.

A mintában szereplő angyalok számára a befektetésről hozott döntés során a **legfontosabb tényezők: a várható hozam és a megtérülési idő, a cég és a piac növekedési lehetőségei és a vállalkozó személyes képességei.**

A magyar üzleti angyalok is aktívan közreműködnek a finanszírozott vállalkozás sikere érdekében. A leginkább jellemző tevékenység **a kapcsolati tőke rendelkezésre bocsátása,** az évek alatt kialakult baráti és üzleti ismeretségek vállalkozás érdekében történő kamatoztatása. A befektetők nagy része a vezetőség (illetve az igazgatótanács) aktív tagjává is válik, és **rendszeresen felügyeli, ellenőrzi** a cég működését. Közel

azonos súllyal szerepel az új vevők, további befektetők felkutatásában, a menedzsment összeállításában játszott szerep és a tanácsadás, így ezek a „foglatosságok” is általánosak lehetnek a magyarországi informális magánbefektetőknél.

Az eredmények alapján arra következtethetünk, hogy **a befektetők preferálják a korai életszakaszokat**: mindössze két olyan üzleti angyal volt, aki nem jelzett ilyen jellegű preferenciát. A felmérésből az is kirajzolódik, hogy a magyar üzleti angyalok nem riadnak vissza a rendszerint kockázatosabbnak tartott technológia-alapú cégek finanszírozásától: **a befektetők több mint fele rendelkezik érdekeltséggel az „új gazdaság” innovatív vállalkozásaiban.**

A magyar informális kockázatitőke-piacról megrajzolt tablót **egy vállalati angyal** tevékenységének esettanulmányzerű bemutatásával színesítettük.

Az 5. fejezetben az első négy fejezet gondolatmenetét összegezve levontuk azt a következtetést, **hogy a hazai informális kockázatitőke-piacot érdemes lenne fejleszteni**, és a feldolgozott nemzetközi gyakorlat alapján bemutatjuk **a piacfejlesztés lehetőségeit**. Az eszközök között a keresleti oldalon tapasztalható problémák kezelését illetve a piac hatékonyságának növelését tartjuk a legfontosabbnak. A piac fejlettségének jelenlegi szintjén ugyanakkor fontosnak látszik a kínálati oldal ösztönzése is. A fejezet végén konkrét javaslatokat is megfogalmaztunk a hazai piac fejlesztése érdekében.

Bízunk benne, hogy kutatásunk és ez a dolgozat egy kicsit maga is hozzájárul majd a hazai informális kockázatitőke-piac fejlődéséhez.

Felhasznált irodalom

- Aernoudt, R. 2005: Business Angels: The Smartest Money for Starters? Plea for A Renewed Policy Focus on Business Angels. *International Journal of Business*, 3, pp. 271-284.
- Aernoudt, R. – San José, A. 2003: Executive forum: early stage finance and corporate venture – two worlds apart? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5, pp. 277-286.
- Akerlof, G. A. 1970: The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 8, pp. 488-500.
- Allen, F. – Santomero, A. M. 1997: The theory of financial intermediation. *Journal of Banking and Finance*, 11-12, pp. 1461-1485.
- Aram, J. D. 1989: Attitudes and behaviors of informal investors toward early-stage investment, technology-based ventures, and coinvestors. *Journal of Business Venturing*, 4, pp. 333-347.
- Audretsch, D. B. 2002: The Dynamic Role of Small Firms: Evidence from the U.S. *Small Business Economics*, 1-3, pp. 13-40.
- Audretsch, D. B. – Lehmann, E. E. 2004: *Financing high-tech growth: The role of debt and equity*. Indiana University Working Paper No1904, Bloomington.
- Autio, E. 2005: *GEM 2005 Report on High-Expectation Entrepreneurship*. Mazars – London Business School – Babson College, London.
- Autio, E. – Arenius, P. – Wallenius, H. 2000: *Economic impact of gazelle firms in Finland*. Helsinki University of Technology Working Paper Series No 3. Espoo.
- Autio, E. – Wong, P. K. – Reynolds, P. D. 2003: *National Factors Influencing the Prevalence of „High-potential” Start-Ups*. Working Paper, NUS Entrepreneurship Centre, Singapore.
- Ács J. Z. – Szerb L. – Ulbert J. – Varga A. 2001: *GEM 2001 Magyarország. Vállalkozások Magyarországon globális összehasonlításban*. Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, Pécs.
- Ács, J. Z. – Varga, A. 2005: Entrepreneurship, Agglomeration and Technological Change. *Small Business Economics*, 3, pp. 323-334.
- Bajmócy Z. 2004: Az üzleti inkubáció szerepe a vállalkozásfejlesztésben. *Közgazdasági Szemle*, 12, pp. 1132-1150.

- Bajmócy Z. – Kosztópulosz A. 2004: Magántőke a kisvállalkozások inkubációjában. In Bagó E. – Bélyácz I. – Barta Gy. – Czakó E. – Kádár K. – Katona J. – Mészáros T. – Papanek G. – Perényi Á. – Román Z. (szerk.): *Gazdasági szerkezet és versenyképesség az EU csatlakozás után. A VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia előadásai*. MTA, Pécs, pp. 376-383.
- Bajmócy Z. – Kosztópulosz A. – Imreh Sz. 2005: *Kockázati tőke és a kisvállalkozások inkubációja*. Kézirat.
- Bank of England 2001: *Financing of technology-based small firms*. Bank of England, London.
- Baty, G. 1964: *Initial Financing of The New Research-Based Enterprise in New England*. Research Report No 25, Federal Reserve Bank, Boston.
- Baygan, G.–Freundenberg, M. 2000: *The internationalisation of venture capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy*. STI Working Paper No 7. OECD, Paris.
- Bedőné Károly J. 2005: A magyarországi vállalkozások növekedési hajlandósága és innovációs aktivitása a GEM adatok tükrében. In Szerb L. (szerk.): *Vállalkozásindítás, vállalkozói hajlandóság, és a vállalkozási környezeti tényezők alakulása Magyarországon a 2000-es évek első felében*. Pécsi Tudományegyetem, Pécs, pp. 58-74.
- Benjamin, G. A. – Margulis, J. 1996: *Finding your wings: how to locate private investors to fund your venture*. Wiley, New York.
- Berger, A. N. – Udell, G. F. 1998: The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, 6-8, pp. 613-673.
- Berger, A. N. – Udell, G. F. 2003: Small business and debt finance. In Ács Z. J. – Audretsch D. B. (eds): *Handbook of Entrepreneurship Research: An Interdisciplinary Survey and Introduction*, Kluwer Academic Publishers, Boston, pp. 299-330.
- Berggren, B. – Oloffson, C. – Silver, L. 2000: Control Aversion and the Search for External Financing in Swedish SMEs. *Small Business Economics*, 3, pp. 233-242.
- Bertoni, F. – Colombo, M. G. – Grillic, L. 2005: *External private equity financing and the growth of new technology based firms: The chicken and egg problem revisited*. A 35. EISB (Entrepreneurship, Innovation and Small Business) konferenciára benyújtott tanulmány, IESE Business School, Barcelona. <http://wwwapp.iese.edu/eisb/papers/full/paperEISB40.pdf> (Letöltve: 2005. október 14.)
- Bethlendi, A. – Bodnár, K. 2005: A hazai hitelpiac strukturális változása. A hitelezési felmérés tapasztalatai. *Hitelintézeti Szemle*, 3, pp. 1-21.

- Bhattacharya, S. – Thakor, A. V. 1993: Contemporary Banking Theory. *Journal of Financial Intermediation*, 3, pp. 2-50.
- Biczók, S. – Kosztópulosz, A. 2005: Vállalatok kockázati-tőke-befektetései innovatív vállalkozásokba. Egy sikeres hazai példa. *Fejlesztés és Finanszírozás*, 4, pp. 72-78.
- Binks, M. – Ennew, C. T. 1996: Growing Firms and Credit Constraint. *Small Business Economics*, 1, pp. 17-25.
- Birch, D. 1987: *Job Creation in America*. The Free Press, New York.
- Birley, S. J. – Manning, K. – Norburn, D. 1988: Implementing corporate venturing. *Advances in Strategic Management*, 5, pp. 165-179.
- Black, B. S. – Gilson, R. J. 1998: Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 243-277.
- Blatt, R. – Riding, A. 1996: '...Where angels fear to tread': some lessons from the Canada Opportunities Investment Network experience. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, pp. 75-89.
- Bolton, P. – Freixas, X. 2000: Equity, bonds and bank debt: capital structure and financial market equilibrium under asymmetric information. *Journal of Political Economy*, 2, pp. 324-351.
- Botazzi, L. – Da Rin, M. 2002: Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. *Economic Policy*, 34, pp. 229-269.
- Bottazzi, L. – Da Rin, M. – Hellmann, T. 2004: The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Analysis. *The Journal of Private Equity*, 2, pp. 26-53.
- Botos K. 2005: Körkérdés az EU-tagság által támasztott követelményekről és teljesítésük feltételeiről. I. rész. Botos Katalin válasza. *Külgazdaság*, 1, pp. 13-15.
- Botos K. – Halmosi P. 2004: A tudathasadásos kisvállalkozó. In Czagány L. – Garai L.(szerk.): *A szociális identitás, az információ és a piac*. JATEPress, Szeged, pp. 245-256.
- Boyd, J. – Prescott, E. C. 1986: Financial intermediary coalitions. *Journal of Economic Theory*, 2, pp. 211-232.
- Boyns, N. – Cox, M. – Spires, R. – Hughes, A. 2003: *Research into the Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts*. A report prepared for Inland Revenue. Public and Corporate Economic Consultants, Cambridge-London.
- Brealey, R. A. – Myers, S. C. 2005: *Modern vállalati pénzügyek*. Panem, Budapest.

- Brettel, M. 2003: Business angels in Germany: a research note. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3, pp. 251-268.
- Brock, W. A. – Evans, D. S. 1989: Small Business Economics. *Small Business Economics*, 1, pp. 7-20.
- Buzás, N. 2003: A vállalkozói szellem szerepe a spin-off cégek alapításában. In: Czagány L. – Garai L. (szerk.): *A szociális identitás, az információ és a piac*. JATEPress, Szeged, pp. 257-266.
- Buzás N. – Kállay L. – Lengyel I. 2003: *Kis- és középvállalkozások a változó gazdaságban*. JATEPress, Szeged.
- BVCA 2002: *The economic impact of venture capital in the UK*. British Venture Capital Association, London.
- Bygrave, W. D. – Hay, M. – Ng, E. – Reynolds, P. D. 2003: Executive forum: A study of informal investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor (GEM). *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, pp. 101-116.
- Bygrave, W. D. – Hunt, S. 2004: *Global Entrepreneurship Monitor 2004 Financing Report*, Babson College – London Business School, London.
- Bygrave, W. D. – Reynolds, P. D. 2004: Who finances startups in the USA? A comprehensive study of informal investors, 1999-2003. In Zahra, S. A. – Brush, C. G. – Davidsson, P. – Fiet, G. – Greene, P. G. – Harrison, R. T. – Lerner, M. – Mason, C. M. – Meyer, G. D. – Sohl, J. – Zacharakis, A. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research 2004*, Babson College Center, Wellesley, pp. 112-125.
- Calsson, B. 1992: The Rise of Small Business: Causes and Consequences. In Adams, W. J. (ed): *Singular Europe, Economy and policy of the European Community after 1992*. University of Michigan Press, Ann Arbor, pp. 145-169.
- Carpenter, R. E. – Petersen, B. C. 2002: Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing. *The Economic Journal*, pp. F54-F72.
- Carpentier, C. – Suret, J. 2005: The indirect costs of venture capital in Canada. *CIRANO Scientific Series*, 2005s-25.
- Casamatta, C. 2003: Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists. *The Journal of Finance*, 5, pp. 2059-2085.
- CBI 1999: *Connecting companies: Using corporate venturing for growth*. Confederation of British Industry, London.
- Chan, Y. 1983: On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information. *The Journal of Finance*, 5, pp. 1543-1568.

- Chan, Y. – Leland, H. 1982: Prices and Qualities in Markets with Costly Information. *Review of Economic Studies*, 4, pp. 449-516.
- Chan, Y. – Greenbaum, S. I. – Thakor, A. V. 1986: Information Reusability, Competition and Bank Asset Quality. *Journal of Banking and Finance*, 2, pp. 243-253.
- Chemmanur, T. J. – Chen, Z. 2003: *Angels, Venture Capitalists, and Entrepreneurs: A Dynamic Model of Private Equity Financing*. American Finance Association Washington DC Meetings. <http://ssrn.com/abstract=342721> (Letöltve: 2004. december 12.)
- Coon, R. 1996: Operating a business introduction service on a for-profit basis: Blackstone Franks Corporate Finance. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, pp. 209-217.
- Coveney, P. – Moore, K. 1998: *Business angels. Securing start up finance*. Wiley, New York.
- Cowling, M. – Murray, G. – Harding, R. 2003: *The “Virtuous Circle” of Informal Investment Activity: Evidence from the UK*. Discussion Papers in Management, No 9. University of Exeter School of Business and Economics, Exeter.
- Cressy, R. – Toivanen, O. 2001: Is there adverse selection in the credit market? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3, pp. 215-238.
- Cressy, R. – Oloffson, C. 1997a: European SME Financing: An Overview. *Small Business Economics*, 2, pp. 87-96.
- Cressy, R. – Oloffson, C. 1997b: The Financial Conditions for Swedish SMEs: Survey and Research Agenda. *Small Business Economics*, 2, pp. 179-194
- Czakó Á. – Kuczi, T. – Lengyel Gy. – Vajda Á. 1995: A kisvállalkozások a kilencvenes évek elején. *Közgazdasági Szemle*, 4, pp. 399-419.
- Csaba L. 1998: A kis- és középvállalat-fejlesztés makroökonómiája. *Vezetéstudomány*, 11, pp. 1-20.
- Csubák T. K. 2003: *Kis- és középvállalatok finanszírozása Magyarországon*. Ph. D. értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest.
- Davidsson, P. 1995: *SMEs and Job Creation in Sweden*. Paper presented at the OECD High-level Workshop on „SMEs: Employment, Innovation and Growth”, Washington.
- Davila, A. – Foster, G. – Gupta, M. 2003: Venture Capital Financing and the Growth of Startup Firms. *Journal of Business Venturing*, 6, pp. 689-708.

- Davis, S. J. – Haltiwanger, J. – Schuh, S. 1996: Small Business and Job Creation: Dissecting the Myth and Reassessing the Facts. *Small Business Economics*, 8, pp. 297-315.
- Douglas, E. J. – Shepherd, D. 2002: Exploring investor readiness: assessments by entrepreneurs and investors in Australia. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3, pp. 219-236.
- EBAN 2002: *Business Angel Networks and Business Angels in Europe*. European Business Angel Network Secretariat, Brussels.
- EBAN 2005a: *European Directory of business angel networks in Europe*. European Business Angel Network Secretariat, Brussels.
- EBAN 2005b: *Statistics Compendium*. European Business Angel Network Secretariat, Brussels.
- EC 1998: Commission call for proposals aimed at improving finance environment of SMEs. *Official Journal of the European Communities*, C 263/20, 1998. 08. 20.
- EC 2001a: *Corporate venturing in Europe*. Enterprise Directorate-General, European Commission, Luxembourg.
- EC 2001b: *Innovative instruments for raising equity for SMEs in Europe*. European Commission, Brussels.
- EC 2002a: *SMEs in Focus. Main results from the 2002 Observatory of European SMEs*. Enterprise Directorate-General, European Commission, Luxembourg.
- EC 2002b: *High tech SMEs in Europe*. Observatory of European SMEs No 7. Enterprise Directorate-General, European Commission, Luxembourg.
- EC 2003a: *Green Paper. Entrepreneurship in Europe*. European Commission, Brussels, COM(2003) 27 final.
- EC 2003b: *SMEs and acces to finance*. Observatory of European SMEs No 2. Enterprise Directorate-General, European Commission, Luxembourg.
- EC 2003c: *SMEs in Europe 2003*. Observatory of European SMEs No 7. Enterprise Directorate-General, European Commission, Luxembourg.
- EC 2003d: *Highlights from the 2003 Observatory*. Observatory of European SMEs No 8. Enterprise Directorate-General, European Commission, Luxembourg.
- EC 2003e: *Benchmarking business angels. „BEST” report*. Enterprise Directorate-General, European Commission, Luxembourg.
- EC 2003f: *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament on Implementation of the Risk Capital Action Plan (RCAP)*. European Commission, Brussels, COM(2003) 654 final.

- EC 2004: *Action plan: The European agenda for Entrepreneurship*. European Commission, Brussels, COM(2004) 70 final.
- EC 2005a: *Improving opportunities for Initial Public Offerings on growth stock markets in Europe*. Report from the workshop held on 24 May 2005 in Brussels. Directorate-General for Enterprise and Industry, Brussels.
- EC 2005b: *Best practices of public support for early-stage equity finance*. Final report of the expert group. Directorate-General for Enterprise and Industry, Brussels.
- Ekelund, R. B. Jr. – Hébert, R. F. 1990: *A history of economic theory and method*. Third edition. McGraw-Hill, New York etc.
- Engeln, J. – Licht, G. – Steil, F. 1997: Firm Foundations and the Role of Financial Constraints. *Small Business Economics*, 2, pp. 137-150.
- Erlach, S. B – De Noble, A. F. – Moore, T. – Weaver, R. 1994: After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing*, 1, pp. 67-82.
- EVCA 1996: *The Economic Impact of Venture Capital in Europe*. Készült a Coopers & Lybrand Corporate Finance közreműködésével. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem.
- EVCA (2002-2005): Annual Survey of Pan-European Private Equity and Venture Capital. *EVCA Network News*. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem.
- EVCA 2005b: *Pan-European Survey of Performance. Research Note*. http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_8_art_181_att_888.pdf (Letöltve: 2005. november 2.)
- Feeney, L. – Haines, G. H. Jr. – Riding, A. R. 1999: Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, pp. 121-145.
- Freear, J. – Sohl, J. E. –Wetzel, W. E. Jr. 1995: Who Bankrolls Software Entrepreneurs. In Bygrave, W. D. – Bird, B. J. – Birley, S. – Churchill, N. C. – Hay, M. G. – Keeley, R. H. – Wetzel, W. E. Jr. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 1995. Babson College Center, Wellesley, pp. 172-186.
- Freear, J. – Sohl, J. E. – Wetzel W, E. Jr. 1996: *Creating New Capital Markets for Emerging Ventures*. A report prepared for the U. S. Small Business Administration. University of New Hampshire, Durham.
- Freear, J. – Sohl, J. E. – Wetzel W, E. Jr. 2002: Angels on angels: financing technology-based ventures – a historical perspective. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, pp. 275-287.

- Futó P. 1998: Az EU kis- és középvállalkozási szektorának helyzete és a közösségi KKV politika. *Európai Tükör*, 6, pp. 18-39.
- Garab K. 2001: *Innováció és az innovációt ösztönző eszközök a KKV-k körében*. A „Budapest Konzorcium Nyitóértekezlete KKV-k számára” konferencián elhangzott előadás (2001. december 6.). <http://www.tetalap.hu/docs/011206-BAC.ppt> (Letöltve: 2003. december 10.)
- Garmaise, M. 2001: *Informed Investors and the Financing of Entrepreneurial Projects* Working Paper, University of Chicago, Chicago. <http://ssrn.com/abstract=263162>. (Letöltve: 2005. január 21.)
- Garmaise, M. – Moskowitz, T. 2003: Informal Financial Networks: Theory and Evidence. *Review of Financial Studies*, 4, pp. 1007-1040.
- Gaston, R. J. 1989: *Finding private venture capital for your firm. A complete guide*. Wiley, New York.
- Gábor R. I. 1994: Kisvállalkozás Magyarországon – virul vagy satnyul? *Közgazdasági Szemle*, 7-8, pp. 709-719.
- GKI 2003: *A magyarországi kockázati tőke iparág lehetőségei a hazai vállalkozások fejlesztésében, versenyképességük növelésében*. GKI Gazdaságkutató Rt., Budapest.
- Gompers, P. – Lerner, J. 2001: The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 2, pp. 145-168.
- Harding, R. 2002: Plugging the knowledge gap: an international comparison of the role for policy in the venture capital market. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1, pp. 59-76.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 1991: Informal investment networks: a case study from the United Kingdom. *Entrepreneurship & Regional Development*, 3, pp. 269-279.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 1992: The roles of investors in entrepreneurial companies: a comparison of informal investors and venture capitalists. In Churchill, N. C. – Muzyka D. F. – Birley, S. – Bygrave W. D. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 1992. Babson College Center, Wellesley, pp. 388-405.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 1996a: Informal venture capital. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, pp. 3-26.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 1996b: Developing the Informal Venture Capital Market: A Review of the Department of Trade and Industry's Informal Investment Demonstration Projects. *Regional Studies*, 8, pp. 765-771.
- Harrison, R. T. – Dibben, M. – Mason, C. M. 1997: The role of trust in the business angel's investment decision: an explanatory analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 4, pp. 63-81.

- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 2000: Venture capital market complementarities: the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3, pp. 223-242.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 2003: Backing the horse or the jockey? Agency costs, information and the evaluation of risk by business angels. In Bygrave, W. D. – Brush, C. G. – Davidsson, P. – Fiet, G. – Greene, P. G. – Harrison, R. T. – Lerner, M. – Meyer, G. D. – Sohl, J. – Zacharakis, A. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research 2002*, Babson College Center, Wellesley, pp. 393-403.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. – Girling, P. 2004: Financial bootstrapping and venture development in the software industry. *Entrepreneurship & Regional Development*, 4, pp. 307-333.
- Hellmann, T. – Puri, M. 2000: The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *The Review of Financial Studies*, 4, pp. 959-984.
- HM Treasury 2003: *Bridging the finance gap: next steps in improving access to growth capital for small businesses*. HM Treasury, London.
- Hindle K. – Wenban, R. 1999: Australia's informal venture capitalists: an exploratory profile. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, pp. 169-186.
- Hindle, K. – Lee, L. 2002: An exploratory investigation of informal venture capitalists in Singapore. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, pp. 169-181.
- Hubbard, R. 1998: Capital market imperfections and investment, *Journal of Economic Literature*, 1, pp. 193-225.
- Inzelt A. 2003: A kicsik K+F és innovációs tevékenysége. *Külgazdaság*, 11, pp. 24-42.
- Jensen, M. C. – Meckling, W. H. 1976: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 4, pp. 305-360.
- Karsai J. 2000: A kockázati tőke szerepe a technológiai alapú induló vállalkozások finanszírozásában. In Román Z. (szerk.): *Felzárkózás és EU csatlakozás. A VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia előadásai*. MTA Ipar- és Vállalatgazdasági Bizottság, Budapest, pp. 324-330.
- Karsai J. 2002: Mit keres az állam a kockázati tőke-piacon? (A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon). *Közgazdasági Szemle*, 11, pp. 928-942.
- Karsai J. 2004a: Honnan remélhetnek kockázati tőkét a magyarországi vállalkozások? *Külgazdaság*, 4, pp. 60-70.

- Karsai J. 2004b: *Helyettesítheti-e az állam a magántőke-befektetőket? Az állam szerepe a kockázati-tőke-piacon.* MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont Műhelytanulmányok, 8.
- Karsai, J. – Baranyai, G. 2005: *A kockázati- és magántőkeipar fejlődése Magyarországon 1989-2004.* Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest.
- Kállay L. 2002: Paradigmaváltás a kisvállalkozás-fejlesztésben. *Közgazdasági Szemle*, 7-8, pp. 557-573.
- Kállay L. 2005: *A tranzakciós költségek: optimum, méretgazdaságosság, egyensúly.* Ph.D. értekezés, Szegedi Tudományegyetem, Szeged.
- Kállay L. – Imreh Sz. 2004: *A kis- és középvállalkozás-fejlesztés gazdaságtana.* Aula. Budapest.
- Kállay L. – Kőhegyi K. – Kissné Kovács E. – Maszlag L. 2005: *A kis- és középvállalkozások helyzete. Éves jelentés 2003-2004.* Gazdasági és Közlekedési Minisztérium, Budapest.
- Kelly, P. – Hay, M. 2000: The private investor-entrepreneur contractual relationship: understanding the influence of context. In Reynolds, P. D. – Autio, E. – Brush, C. G. – Bygrave, W. D. – Manigart, S. – Sapienza, H. J. – Shaver, K. G. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research 2000*, Babson College Center, Wellesley, pp. 258-271.
- Kirchhoff, B. A. 1996: Entrepreneurship economics. In Bygrave, W. D. (ed): *The portable MBA in entrepreneurship*. Second edition. Wiley, New York, pp. 444-474.
- Kleinheincz F. 2001: Spin-off vállalkozások, avagy: barátkozzunk egy új megnevezéssel. *Inco* (internetes folyóirat), 1, <http://www.inco.hu/inco5/innova/cikk1.htm>. (Letöltve: 2002. december 6.)
- Klandt, H. – Hakansson, P. – Motte F. 2001: *Vademecum für Unternehmensgründer, Business Angels und Netzwerk. Ein Beitrag zum Wissenstransfer zwischen Wissenschaft und Unternehmen.* Books on Demand, Norderstedt.
- Koppel, P. 1996: Equity finance and the role of a business introduction service in Denmark. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services.* Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, pp. 286-303.
- Kortum, S. – Lerner, J. 2000: Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, 4, pp. 674-692.
- Kosztópulosz A. 2004a: Befektetők vagy angyalok? Az informális kockázati-tőke-befektetések motivációi. In Czagány L. – Garai L. (szerk.): *A szociális identitás, az információ és a piac.* JATEPress, Szeged, pp. 327-341.

- Kosztopulosz A. 2004b: Az Európai Unió kockázati tőkével kapcsolatos politikája és intézményei. In: Botos K. (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JATEPress, Szeged, pp. 68-88.
- Kosztopulosz A. 2005: A közsféra szerepe az informális kockázati-tőke-piac ösztönzésében. In Botos K. (szerk.): *Pénzügyek és globalizáció*. Megjelenés alatt.
- Kosztopulosz A. – Makra Zs. 2004: Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázati-tőke-piac élénkítésében. In Botos K. (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JatePress, Szeged, pp. 89-109.
- Kosztopulosz A. – Makra Zs. 2005a. A kockázati tőke részvételének formái a technológia-orientált vállalkozások fejlődésének korai szakaszában. In Buzas N. (szerk.): *Tudásmenedzsment és tudásalapú gazdaságfejlesztés*. JATEPress, Szeged, pp. 328-351.
- Kosztopulosz A. – Makra Zs. 2005b: Az üzleti angyal hálózatok szerepe a nem intézményesült kockázati-tőke-piac fejlesztésében. *Vezetéstudomány*, 7-8, pp. 15-26.
- Kőhegyi K. 2001: Növekvő és zsugorodó vállalkozások. *Közgazdasági Szemle*, 4, pp. 320-337.
- KSH 2004: *Magyar statisztikai évkönyv 2003*. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest.
- Kuczi T. – Makó Cs. 2000: A vállalkozók társadalmi erőforrásai és a vállalkozások növekedési képessége. *Vezetéstudomány*, 1, pp. 46-55.
- Laky T. 1998: A kisvállalkozások növekedésének korlátai. *Szociológiai Szemle*, 1, pp. 23-39.
- Landström, H. 1993: Informal venture capital in Sweden and some international comparisons. In Churchill, N. C. – Birley, S. – Doutriaux, J. – Gatewood, E. J. – Hoy, F. S. – Wetzels, W. E. Jr. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research 1993*. Babson College, Wellesley, pp. 496-510.
- Landström, H. 1998: Informal investors as entrepreneurs. *Technovation*, 5, pp. 321-333.
- Landström, H. – Olofsson, C. 1996: Informal venture capital in Sweden. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, pp. 273-285.
- Landström, H. – Manigart, S. – Mason, C. M. – Sapienza, H. J. 1998: Contracts between entrepreneurs and investors: Terms and negotiation processes. In Reynolds, P. D. – Bygrave, W. B. – Carter, N. M. – Manigart, S. – Mason, C. M. – Meyer, G. D. – Shaver K. G. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research 1998*. Babson College Center, Wellesley, pp. 571-585.
- Lean, J. –Tucker, J. 2001: Information Asymmetry, Small Firm Finance and the Role of Government. *Journal of Finance and Management in Public Services*, 1, pp. 43-60.

- Leland, H. E. – Pyle, D. H. 1977: Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 2, pp. 371-387.
- Lengyel I. 2003: *Verseny és területi fejlődés: térségek versenyképessége Magyarországon*. JATEPress, Szeged.
- Lerner, J. 1998: „Angel” financing and public policy: An overview. *Journal of Banking & Finance*, 6-8, pp. 773-783.
- Lerner, J. 1999: The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program. *Journal of Business*, 3, pp. 285-318.
- Lindsay, N. J. 2004: Do business angels have an entrepreneurial orientation? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2-3, pp. 197-210.
- Lindström, G. – Olofsson, C. 2001: Early stage financing of NTBFs: an analysis of contribution from support actors. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, pp. 151-168.
- Loveman, G. – Sengenberger, W. 1991: The Re-Emergence of Small-Scale Production: An International Comparison. *Small Business Economics*, 3, pp. 1-37.
- Ludányi A. 2001: A tőkeerő és az alapítói háttér hatása a kockázati tőke-szervezetek befektetési magatartására – II. *Közgazdasági Szemle*, 9, pp. 779-797.
- Lumme, A. – Mason, C. M. – Suomi, M. 1998: *Informal venture capital: investors, investments and policy issues in Finland*. Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.
- Madill, J. J. – Haines, G. H. Jr. – Riding, A. L. 2005: The Role of Angels in Technology SMEs: A Link to Venture Capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, pp. 107-129.
- Major I. 2002: Miért (nem) sikeresek a magyar középvállalatok? *Közgazdasági Szemle*, 12, pp. 993-1014.
- Makra Zs. 2003: *Az informális kockázati tőke szerepe a vállalkozás-fejlesztésben és finanszírozásban*. OTDK dolgozat. Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Szeged (kézirat).
- Makra Zs. 2004: Angyalok helyben? Az informális kockázati tőke-befektetések szerepe egy térség gazdasági fejlődésében. In Mezei C. (szerk.): *Évkönyv 2003*. Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar Regionális Politika és Gazdaságtan Doktori Iskola, Pécs, pp. 370-380.
- Makra Zs. – Kosztópulosz A. 2004a: Az informális kockázati tőke-befektetések szerepe az innovatív kisvállalkozások finanszírozásában Magyarországon. Részanyag „A kockázati tőke helyzete, szerepe az innovatív vállalkozások finanszírozásában Magyarországon” című kutatáshoz. MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont, Budapest (kézirat).

- Makra Zs. – Kosztópulosz A. 2004b: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 7-8, pp. 717-739.
- Makra Zs. – Kosztópulosz A. 2005: Üzletiangel-befektetések Magyarországon: elméleti alapvetés és empirikus eredmények nemzetközi összehasonlításban. *Vállalkozás és innováció*, megjelenés alatt.
- Makra Zs. – Szerb, L. – Rappai, G. 2005: *The influential factors and classification of informal investment and the characteristics informal investors in three transitional countries*. 2nd GEM Research Conference presentation, Budapest.
- Malecki, E. J. 1997: *Technology and economic development: the dynamics of local, regional, and national competitiveness*. Longman, Essex.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1995: Developing the informal venture capital market in the UK: is there still a role for public sector business angels networks? In Bygrave, W. D. – Bird, B. J. – Birley, N. S. – Churchill, C. – Hay, M. G. – Keeley, R. H. – Wetzel, W. E. Jr. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research 1995*. Babson College Center, Wellesley, pp. 34-61.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996a: Informal investment business introduction services: some operational considerations. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, pp. 89-101.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996b: Informal venture capital: a study of the investment process, the post-investment experience and investment performance. *Entrepreneurship & Regional Development*, 2, pp. 105-125.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996c: LINC: a decentralised approach to the promotion of informal venture capital. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, pp. 119-141.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996d: The Department of Trade and Industry's informal investment demonstration projects: an interim assessment. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, pp. 248-272.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996e: The UK clearing banks and the informal venture capital market. *The International Journal of Bank Marketing*, 1, pp. 5-14.
- Mason, C. M. – Rogers, A. 1997: The business angel's investment decision: an exploratory analysis. In Deakins, D. – Jennings, P. – Mason, C. M. (eds): *Entrepreneurship in the 1990s*. Paul Chapman, London.

- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1999: Public policy and the developement of the informal venture capital market – UK experience and lessons for Europe. In Cowling, K. (ed): *Industrial Policy in Europe: Theoretical perspectives and practical proposals*. Routledge, London, pp. 199-223.
- Mason, C. M. – Harrison, R. 2000a: Informal Venture Capital and the Financing of Emergent Growth Business. In Sexton, D. L. – Landström, H. (eds): *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*. Blackwell, Oxford, pp. 221-239.
- Mason, C. M. – Harrison, R.T. 2000b: Investing in technology ventures: what do business angels look for at the initial screening stage? In Reynolds, P. D. – Autio, E. – Brush, C. G. – Bygrave, W. D. – Manigart, S. – Sapienza, H. – Shaver, K. D. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research 2000*, Babson College Center, Wellesley, pp 293-304.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2000c: Influences on the Supply of Informal Venture Capital in the UK: An Exploratory Study of Investor Attitudes. *International Small Business Journal*, 3, pp. 11-28.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2001: 'Investment Readiness': A Critique of Government Proposals to Increase the Demand for Venture Capital. *Regional Studies*, 7, pp. 663-668.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2002a: Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 3, pp. 211-236.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2002b: Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 3, pp. 271-287.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2002c: *Addressing Demand Side Constraints in the Informal Venture Capital Market: the example of LINC Scotland's 'trial marriage' scheme*. European Academy of Management, Stockholm.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2004a: Improving Access to Early Stage Venture Capital in Regional Economies: A New Approach to Investment Readiness. *Local Economy*, 2, pp. 159-173.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2004b: Does investing in technology-based firms involve higher risk? An exploratory study of the performance of technology and non-technology investments by business angels. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, pp. 313-332.
- McCall, J. J. 1970: Economics of Information and Job Search. *Quarterly Journal of Economics*, 1, pp. 113-126.
- McKaskill, T. – Weaver, K. M. – Dickson, P. 2004: Developing an exit readiness index: a research note. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2-3, pp. 173-179.

- McNally, K. 1995: Corporate venture capital: the financing of technology businesses. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 3, pp. 9-43.
- MIT 2000: *Venture Support Systems Project: Angel Investors*. Massachusetts Institute of Technology, Entrepreneurship Center, Cambridge (USA).
- Murray, G. 1999: Early-stage venture capital funds, scale economies and public support. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, pp. 351-384.
- Myers, S. C. 1984: The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 7, pp. 575-592.
- Myers, S. C. – Majluf, N. C. 1984: Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 2, pp. 187-221.
- Nagy P. 2004: Az informális és a formalizált kockázati tőke szerepe a finanszírozási rések feloldásában. In Bagó E. – Bélyácz I. – Barta Gy. – Czakó E. – Kádár K. – Katona J. – Mészáros T. – Papanek G. – Perényi Á. – Román Z. (szerk.): *Gazdasági szerkezet és versenyképesség az EU csatlakozás után. A VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia előadásai*. MTA, Pécs, pp. 422-430.
- NCOE 2001: *High Growth Companies: Mapping Americas's Entrepreneurial Landscape*. National Commission on Entrepreneurship, Washington.
- OECD 1996: *SMEs: employment, innovation and growth – The Wahington Workshop*. OECD, Paris.
- OECD 1997: *Small businesses, job creation and growth: facts, obstacles and best practices*. OECD, Paris.
- OECD 2002: *High-Growth SMEs and Employment*. OECD, Paris.
- OECD 2004a: *Fostering Entrepreneurship and Firm Creation as a Driver of Growth in a Global Economy*. OECD, Paris.
- OECD 2004b: *Financing Innovative SMEs in a Global Economy*. OECD, Paris.
- Osman P. 1998: Az üzleti angyalok tevékenysége és befektetések szerepe a kis- és kisebb középvállalatok létrehozásában és fejlesztésében. OMFB, Budapest.
- Osman P. 1999: Az üzleti angyalok gazdasági szerepéről és jelentőségéről. *Vezetéstudomány*, 10, pp. 10-19.
- Osman P. 2000a: *A vállalkozói fejlesztőtőke-befektetés szerepe a technológiaintenzív vállalkozások finanszírozásában*. Oktatási Minisztérium, Budapest.
- Osman P. 2000b: Hogyan lesznek nálunk üzleti angyalok. *Pénzügyi Szemle*, 11-12, pp. 1060-1073.

- Osman P. 2001: A K+F tevékenységet és az innovációt segítő tőkepiaci intézmények. In Jávorka E. (szerk.): *A kutatás-fejlesztést és az innovációt segítő módszerek és alkalmazásuk tapasztalatai az OECD országokban és Magyarországon*. Oktatási Minisztérium, Budapest.
- Osman P. 2004: *A kockázati tőke típusú finanszírozás lehetőségei a jó növekedési képességű magyar KKV-k tőke szükségletének biztosításában, különös tekintettel a technológia-intenzív KKV-re*. Megjelent az „Egy lépés a tudásalapú gazdaság felé. Üzleti innovációs modellek az egyetem-vállalat kapcsolatrendszerében” című konferencia előadásainak anyagát tartalmazó konferenciakötetben. Gazdasági és Közlekedési Minisztérium, Budapest, pp. 21-69.
- Osman P. 2005: A kockázati tőkéről. *Élet és Irodalom*, 17, pp. 14.
- Pálosi-Németh B. 2005: Az intézmények szerepe a feltörekvő országok tőkepiaci fejlődésében. In Hámosi B. – Czeglédi, P. – Jankovics, L. – Sági, B. (eds): *Paradigm Shift – Information, Knowledge and Innovation in the New Economy: conference proceedings*. University of Debrecen, Debrecen, pp. 283-300.
- Reitan, B. – Sørheim, R. 2000: The informal venture capital market in Norway-investor characteristics, behaviour and investment preferences. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, pp. 129-143.
- Riffelmacher, M. 2004: *Business Angels in der Schweiz*, Eidgenössische Technische Hochschule, Zürich. http://www.asban.ch/img/pdf/ba_in_ch.pdf. (Letöltve: 2004. december 5.)
- Rigby, D. 2003: Management tools survey 2003: usage up as companies strive to make headway in tough times. *Strategy & Leadership*, 5, pp. 4-11.
- Romain, A. – Pottelsberghe, B. 2004: *The Economic Impact of Venture Capital*. Discussion Paper No 18. Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.
- Román Z. 2002a: A kutatás-fejlesztés teljesítményértékelése. *Közgazdasági Szemle*, 4, pp. 337-347.
- Román Z. 2002b: Vállalkozáserősítő (és/vagy) kisvállalatpolitika. A vállalkozás- és kisvállalat-kutatásokról. *Vezetéstudomány*, 7-8, pp. 18-26.
- Román Z. 2003: Egy bővülő kutatási terület: a vállalatdemográfia. *Statistikai Szemle*, 5-6, pp. 413-427.
- Saemundsson, R. J. – Sigurðardóttir G. M. 2004: *Informal Investors: Whose Money Are They Investing?* 13th Nordic Conference on Small Business Research. [http://web.bi.no/forskning/ncsb2004.nsf/23e5e39594c064ee852564ae004fa010/a6cb7066ea59eda6c12567f30056ef4d/\\$FILE/Saemundsson&al.pdf](http://web.bi.no/forskning/ncsb2004.nsf/23e5e39594c064ee852564ae004fa010/a6cb7066ea59eda6c12567f30056ef4d/$FILE/Saemundsson&al.pdf) (Letöltve: 2004. november 4.)

- San José, A. – Roure, J. – Aernoudt, R. 2005: Business Angel Academies: Unleashing the Potential for Business Angel Investment. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, pp. 149-165.
- Saublens, C. – Reino, M. 2000: *Introduction to the activities of regional business angels networks*. European Business Angel Network Secretariat, Brussels.
- Scarpetta, S. – Hemming, P. – Tresser, T. – Woo, J. 2002: *The role of policy and institutions for productivity and firm dynamics: evidence from micro and industry data*. Economics Department Working Paper No 329. OECD, Paris.
- Scharle Á. 2000: Önfoglalkoztatás, munkanélküliség és családi kisvállalkozások Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 3, pp. 250-274.
- Scholtens, B. 1999: Analytical Issues in External Financing Alternatives for SBEs. *Small Business Economics*, 2, pp. 137-148.
- Scholtens, B. – van Wensveen, D. 2003: *The Theory of Financial Intermediation: An Essay On What It Does (Not) Explain*. SUERF Studies No 2003/1, The Société Universitaire Européenne de Recherches Financières – The European Money and Finance Forum, Vienna.
- Sheikh, S. – Oberholzner, T. 2001: *Innovative Small and Medium Sized Enterprises and the Creation of Employment*. Report submitted to the European Commission, DG Enterprise, Vienna.
- Shorter, S. M. 1996: TECs and the promotion of informal venture capital: the feasibility of an informal investor network in East Lancashire. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, pp. 229-247.
- Sohl, J. E. 1999: The early stage equity market in the USA. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, pp. 101-120.
- Sohl, J. E. 2003: The private equity market in the USA: lessons from volatility. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1, pp. 29-46.
- Sørheim, R. 2003: The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, pp. 337-364.
- Sørheim, R. – Landström, H. 2001: Informal investors – A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship & Regional Development*, 13, pp. 351-370.
- SQW 2004: *Evaluation of the Investment Readiness Demonstration Projects and fit4Finance. Final Report to the Small Business Service*. SQW Economic and Magement Consultants, Cambridge.
- Stiglitz, J. – Weiss, A. 1981: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 3, pp. 393-410.

- Storey, D. J. 1994: *Understanding the Small Business Sector*. Second edition. Routledge, London.
- Stratégia... 2004: *A kis- és középvállalkozás-fejlesztés hosszú távú stratégiája*. A GKM Kis- és Középvállalkozás Stratégiai és Támogatási Főosztály előterjesztése a Miniszteri Kollégium részére. http://www.gkm.gov.hu/data/1711/KKV_strat_041026.doc. (Letöltve 2004. november 11.)
- Sullivan, M. K. – Miller, A. 1990: Applying theory of finance to informal risk capital research: promise and problems. In Vesper, K. H. – Muzyka, D. F. – Bygrave, W. D. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research, 1990*. Babson College Center, Wellesley, pp. 296-310.
- Sullivan, M. K. – Miller, A. 1996: Segmenting the informal venture capital market: economic, hedonistic and altruistic investors. *Journal of Business Research*, 1, pp. 25-35.
- Szerb L. 2000: *Kisvállalati gazdaságtan és vállalkozástan*. Pécsi Tudományegyetem, Pécs.
- Szerb L. 2004: A vállalkozás és a vállalkozói aktivitás mérése. *Statisztikai Szemle*, 6-7, pp. 545-566.
- Szerb L. – Ulbert J. 2002: A kis- és közepes vállalkozások növekedési potenciáljának átalakulásáról. *Vezetéstudomány*, 7-8, pp. 36-46.
- Szerb L. – Varga A. 2002: High tech venture capital investment in a small transition country: the case of Hungary. In Bartzokas, A. – Mani, S. (eds): *Financial systems, corporate investment in innovation and venture capital*. Edgar Elgar, London, pp. 290-321.
- Szerb L. – Acs, Z. J. – Varga A. – Ulbert J. – Bodor É. 2004: Az új vállalkozások hatásai nemzetközi összehasonlításban: (A Global Entrepreneurship Monitor kutatás, 2001-2003). *Közgazdasági Szemle*, 7-8, pp. 679-698.
- Szerb L. – Rappai G. 2005: A kezdő vállalkozások finanszírozása és az informális tőkebefektetők jellemzői Magyarországon. In Szerb L. (szerk.): *Vállalkozásindítás, vállalkozói hajlandóság, és a vállalkozási környezeti tényezők alakulása Magyarországon a 2000-es évek első felében*. Pécsi Tudományegyetem, Pécs, pp. 75-95.
- Szórádiné Szabó M. 2004: Vállalati pénzügypolitika és finanszírozás. In Bagó E. – Bélyácz I. – Barta Gy. – Czakó E. – Kádár K. – Katona J. – Mészáros T. – Papanek G. – Perényi Á. – Román Z. (szerk.): *Gazdasági szerkezet és versenyképesség az EU csatlakozás után. A VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia előadásai*. MTA, Pécs, pp. 369-376.

- Tashiro, Y. 1999: Business angels in Japan. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3, pp. 259-274.
- Thurik, R. – Wennekers, S. 1999: Linking Entrepreneurship and Economic Growth. *Small Business Economics*, 1, pp. 27-55.
- Thurik, R. – Wennekers, S. 2001: *A note on entrepreneurship, small business and economic growth*. Research in Management Report Series, Erasmus Research Institute of Management, Rotterdam.
- Tidd, J. – Taurins, S. 1999: Learn or Leverage? Strategic Diversification and Organizational Learning Through Corporate Ventures. *Creativity and Innovation Management*, 2, pp. 122-129.
- Timmons, J. A. – Spinelli, S. 2003: *New venture creation: entrepreneurship for the 21st century*. Sixth edition. McGraw-Hill, Singapore.
- Townsend, R. 1978: Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification. *Journal of Economic Theory*, 2, pp. 265-293.
- Ulbert J. 2004: A hazai kezdő és növekvő vállalkozások környezeti feltételeinek alakulása. (A GEM szakértői kérdőívek összehasonlító elemzése 2001-2004.) In Szerb L. (szerk.): *Vállalkozásindítás, vállalkozói hajlandóság, és a vállalkozási környezeti tényezők alakulása Magyarországon a 2000-es évek első felében*. Pécsi Tudományegyetem, Pécs, pp. 96-124.
- Vajda Á. 1999: Munkahelyteremtés a mikrovállalkozásokban. *Közgazdasági Szemle*, 6, pp. 530-547.
- Van Osnabrugge, M. 2000: A comparison of business angel and venture capital investment procedures: an agency theory-based analysis. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, pp. 91-109.
- Van Osnabrugge, M. – Robinson, R. J. 2000: *Angel investing. Matching start-up funds with start-up companies – The guide for entrepreneurs, individual investors and venture capitalists*. Jossey-Bass, San Francisco.
- Van Sebroeck, H. 2000: *The financing of innovation with venture capital*. Federal Planning Bureau Working Paper, Brüsszel. <http://www.plan.be/en/pub/wp/WP0009/WP0009en.pdf>. (Letöltve: 2003. október 14.)
- Vecsenyi J. 1999: *Vállalkozási szervezetek és stratégiák*. Aula, Budapest.
- Vecsenyi J. 2003: *Vállalkozás. Az ötlettől az újramezdésig*. Aula, Budapest.
- Weber, J. – Brettel, M. – Jaugey, C. – Rost, C. 2000: *Business Angels in Deutschland. Wie Business Angels in Deutschland junge Unternehmen helfen*. Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung, Koblenz. <http://www.whu-koblenz.de/control/Forschungspapiere/FP73.pdf>. (Letöltve: 2002. november 4.)

- Wetzel, W. E. Jr. 1981: Informal risk capital in New England. In Vesper, K. H. (ed): *Frontiers of Entrepreneurship Research, 1981*. Babson College Center, Wellesley, pp. 217-245.
- Wetzel, W. E. Jr. 1983: Angels and informal risk capital. *Sloan Management Review*, 4, pp. 23-34.
- Wetzel, W. E. Jr. 1996: Venture capital. In Bygrave, W. D. (ed): *The portable MBA in entrepreneurship*. Second edition. Wiley, New York. pp. 184-209.
- Wetzel, W. E. Jr. – Freear, J. 1996: Promoting informal venture capital in the United States: reflections on the history of the Venture Capital Network. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, pp. 61-74.
- Wiltbank, R. 2005: Investment Practices and Outcomes of Informal Venture Investors. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, pp. 343-357.
- Winborg, J. – Landström, H. 2001: Financial Bootstrapping in Small Businesses: Examining Small Business Managers' Resource Acquisition Behaviors. *Journal of Business Venturing*, 3, pp. 235-254.
- Wong, P. K. – Ho, Y. P. – Autio, E. 2005: Entrepreneurship, Innovation and Economic Growth: Evidence from GEM data. *Small Business Economics*, 3, pp. 335-350.

Melléklet

1. számú Melléklet

KÉRDŐÍV

Az egyéni kockázattőke-befektetők (üzleti angyalok) tevékenységéről

1. Ön miért fektet be magánszemélyként (mint üzleti angyal)? Kérjük értékelje 1-től 5-ig terjedő skálán a szempontok fontosságát (1 – egyáltalán nem fontos, 5 – a legfontosabb)!

- | | |
|--|--------------------------|
| A befektetett tőke átlagon felüli megtérülésében bízva | ☐ |
| Kedvtelésből, mert ez a tevékenység örömet okoz, szívesen csinálom | ☐ |
| Rendszeres kiegészítő jövedelem (havi bér) megszerzése céljából | ☐ |
| Adózási megfontolásokból (pl. adómentesítés) | ☐ |
| Hogy támogassam a fiatal vállalkozókat | ☐ |
| Egy közösség, a társadalom megbecsülésének kivívásáért | ☐ |
| Mert számomra szakmai kihívást jelent | ☐ |
| Hogy a társadalom számára fontos termékek/szolgáltatások előállítását segítsem | ☐ |
| Hogy egy barátnak vagy egy családtagnak segítsek | ☐ |
| A jövőbeli osztalékért | ☐ |

2. Honnan szerzi be az információit, hogyan talál befektetésre érdemes vállalatokat? Értékelje 1-től 5-ig terjedő skálán az egyes információforrások fontosságát (1 – egyáltalán nem fontos, 5 – a legfontosabb)!

- | | |
|--|--------------------------|
| Családtagoktól, barátoktól, ismerősektől | ☐ |
| Üzletfelektől, üzleti partnerektől | ☐ |
| A médiából (magazinok, TV, rádió stb.) | ☐ |
| Szakmai szervezetektől, kamaráktól, vállalkozásfejlesztési intézményektől, inkubátorokháztól | ☐ |
| Az Innostart Üzleti Angyal Klub rendezvényeiről | ☐ |
| Személyes, aktív keresés alapján (pl. interneten, újságokban) | ☐ |
| Bankok, brókerek, befektetési társaságok, kockázati tőke cégek segítségével | ☐ |
| Ügyvédek, könyvvizsgálók, szabadalmi ügyvivők segítségével | ☐ |
| A tőkét kereső vállalkozók közvetlenül fordulnak hozzám | ☐ |
| Egyéb forrásból: _____ | ☐ |

3. Mi az, ami egy vállalkozásban felkelti az érdeklődését ill. amit fontosnak tart a vállalkozás kiválasztásakor? Értékelje 1-től 5-ig terjedő skálán az egyes szempontok fontosságát (1 – egyáltalán nem fontos, 5 – a legfontosabb)!

- | | |
|---|--------------------------|
| Kitűnő üzleti terv | ☐ |
| Figyelemreméltó, innovatív ötlet, projekt | ☐ |

- A vállalkozó fellépése, személyes kvalitásai ☐
- A vállalkozás szervezettsége, piaci helyzete, professzionalitása ☐
- A vállalat földrajzi elhelyezkedése ☐
- Az, hogy a vállalat milyen életciklusban van (pl. induló, terjeszkedő) ☐
- Milyen iparágban működik a vállalat (otthonosan mozog-e Ön ezen a szakterületen) ☐
- Milyenek a kiszállási (exit) lehetőségek ☐
- Mekkora a várható hozam és a megtérülési idő ☐
- A vállalat és a piac növekedési potenciálja ☐

4. Jelenleg milyen megyékben és hány darab befektetése van Önnek?

_____ megye _____ db
 _____ megye _____ db
 _____ megye _____ db
 _____ megye _____ db
 külföldön _____ db

5. Lakóhelyétől ill. munkahelyétől kb. hány km-re van a legtávolabbi ilyen (üzleti angyal) típusú befektetése?

_____ km

6. Az utóbbi 3 évben összesen hány ilyen (üzleti angyal) típusú befektetést hajtott végre? _____ db

Az **utóbbi 3 évben** összesen kb. mekkora összeget fektetett be így? _____ millió Ft

7. Milyen tevékenységet fejt ki a kiválasztott vállalatnál? Értékelje 1-től 5-ig terjedő skálán, hogy az egyes tevékenységek mennyire jellemzőek a közreműködésére (1 – egyáltalán nem fontos, 5 – a legfontosabb)!

- Ellenőrző, felügyelő tevékenységet végzek ☐
- Segítek a menedzsment összeállításában ☐
- Részt veszek a munkatársak kiválasztásában ☐
- Átveszem az operatív irányítást ☐
- További befektetőket, kockázati tőkések keresek ☐
- Segítek az ügyfelek, vevők felkutatásában ☐
- A marketing területén működöm közre ☐
- Bekapcsolódom a kutatás-fejlesztésbe ☐
- Semmiféle tevékenységet nem végzek ☐
- Felhasználom a vállalkozás érdekében a kapcsolataimat ☐
- A vezetőség, az igazgatótanács aktív tagjaként működöm közre ☐
- Tanácsadóként segítem a vállalkozást ☐

8. Szokott-e másokkal együtt befektetni?

Igen ☐ Nem ☐

Ha igen, előfordult-e, hogy

- Más magánszeméllyel (üzleti angyallal) együtt fektetett be ☐
- Bankokkal, kockázati tőke társaságokkal, befektetési társaságokkal közösen fektetett be ☐
- Állami befektetőkkel közösen fektetett be ☐
- Egyéb társbefektetőkkel: _____

9. Jellemzően mekkora (hány %-os) részesedést szerez a vállalkozásban? (Kérjük a legjellemzőbb választ jelölje be!)

- 5 % alatti ☐
- 5 – 25 % közötti ☐
- 25 – 50 % közötti ☐
- 50 % feletti ☐

10. Milyen iparágban tevékenykedő vállalatokban rendelkezik befektetéssel?

- Pénzügy, biztosítás, ingatlan ☐
- Kereskedelem ☐
- Egyéb szolgáltatások ☐
- Internet gazdaság (pl. elektronikus kereskedelem) ☐
- Biotechnológia, gyógyszerkutatás ☐
- Egyéb csúcstechnológia (pl. automatizálás, nanotechnológia, űrtechnológia stb.) ☐
- A „hagyományos” iparágak (pl. gépgyártás, építőipar stb.) ☐
- Mezőgazdaság, élelmiszeripar ☐

11. Ön a vállalati fejlődés mely szakaszában lévő befektetéseket preferálja?

- Szervezetileg még nem létező, csak üzleti tervvel vagy egy innovatív ötlettel rendelkező kezdeményezéseket ☐
- Induló vállalkozást, melynek még nincsen kialakult termék- és vevőköre, esetleg próbagyártás zajlik ☐
- A korai növekedés fázisában lévő vállalkozást (befejezte a termék kifejlesztését, az értékesítés már beindult) ☐
- A gyors és fenntartható növekedés fázisában levő vállalkozásokat ☐
- Nemzetközi piacra való kilépésre készülő vállalatot ☐
- Válságban, csődhelyzetben lévő vállalkozásokat ☐

12. Végül kérjük válaszoljon az alábbi (anonim) kérdésekre! A kapott személyes információk bizalmas kezeléséért természetesen felelősséget vállalunk!

Neme: Férfi ☐ Nő ☐

Kora: _____ év

Állampolgársága: Magyar ☐ Egyéb: _____

Állandó lakóhelye: Magyarország ☐ Egyéb: _____

Mi a legmagasabb iskolai végzettsége? (természetesen több válasz is elfogadott)

Nem felsőfokú ☐ Felsőfokú műszaki ☐ Felsőfokú bölcsész (pl. történelem, filozófia) ☐
Felsőfokú természettudományi (pl. fizika, matematika) ☐ Felsőfokú jogi ☐ Felsőfokú gazdasági
☐ Felsőfokú orvosi ☐ Felsőfokú művészeti ☐ Felsőfokú agrár ☐ Egyéb:

Rendelkezik-e vállalkozói tapasztalattal (pl. vállalatalapítás, vezetés)? Igen ☐ Nem ☐

Ha igen, hány éves vállalkozói múlttal rendelkezik? _____ év

Van-e jelenleg saját vállalkozása? Igen ☐

Nem ☐

Mi a jelenlegi foglalkozása? _____

Mekkora az éves nettó jövedelme?

2 millió Ft alatti	☐
2 – 5 millió Ft közötti	☐
5 – 10 millió Ft közötti	☐
10 millió Ft feletti	☐

Mekkora befektethető tőkével rendelkezik?

1 millió Ft alatti	☐
1 – 10 millió Ft közötti	☐
10 – 20 millió Ft közötti	☐
20 – 50 millió Ft közötti	☐
50 – 100 millió Ft közötti	☐
100 millió Ft feletti	☐

Köszönjük szépen a türelmét!