

## MAKRA ZSOLT–KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ

### Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon

---

Tanulmányunkban a kisvállalkozás-finanszírozás Magyarországon egy kevésbé ismert formáját kívánjuk bemutatni. Az úgynevezett üzleti angyalok (*business angels*) olyan nem intézményi kockázatitőke-befektetők, akik részesedést szereznek tőzsdén nem jegyzett, növekedni képes vállalkozásokban, és gyakran részt vesznek azok fejlesztésében is. Kérdőíves felmérésünk bebizonyította, hogy Magyarországon is létezik egy alacsony fejlettségű informális kockázatitőke-piac. Az eredmények ismeretével felrajzoljuk a hazai üzleti angyalok egy szűk körének karakterét, érvelünk az általuk alkalmazott befektetési forma fontossága mellett, és javaslatokat fogalmazunk meg a piac fejlesztése érdekében.\*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G24, G28, M13.

---

Az új, illetve növekedésük kezdeti szakaszában lévő vállalkozások gazdaságban betöltött szerepével tanulmányok sokasága foglalkozott az elmúlt évtizedben. Az Európai Unióban és a világ számos országában a kisvállalati szektort és kiemelten az induló vállalkozásokat tekintik a *munkahelyteremtés, a gazdasági növekedés és az innováció fő forrásának* (Sørheim–Landström [2001], Osnabrugge–Robinson [2000], Wetzel [1981]). Az Egyesült Államokban az innovatív, nagy növekedési képességekkel rendelkező kisvállalkozások – melyek az ország innovációvezérelt gazdaságának az alapjai – 1979 és 1995 között 24 millió (a nettó új munkahelyek 75 százalékának megfelelő) munkahelyet teremtettek, míg 1995 és 1996 között egyedül az egy évnél fiatalabb vállalkozások voltak képesek hozzájárulni a foglalkoztatottság növekedéséhez (Acs és szerzőtársai [2003], Wetzel–Freear [1996]). Problémát jelent azonban, hogy e vállalkozások fejlődésük úgynevezett *korai szakaszában*<sup>1</sup> nem jutnak hozzá megfelelő mennyiségű pénzügyi forráshoz, ami megnehezíti továbbfejlődésüket, és jelentős mértékben rontja túlélési esélyeiket (Harding [2002], Harrison–Mason [1996], Mason–Harrison [1995], [2002a], [2002b], Osman [1998]).

A kisvállalkozások növekedésének finanszírozása máig nagy kihívás, egyes szerzők egyenesen egyfajta „finanszírozási krízisről” beszélnek (Harrison–Mason [1996]). A

\* A tanulmány bővített változata A kockázati tőke helyzete, szerepe az innovatív vállalkozások finanszírozásában Magyarországon című kutatás keretein belül készült. A sokrétű és önzetlen segítségért köszönettel tartozunk Karsai Juditnak.

<sup>1</sup> A vállalkozás növekedése és finanszírozása szempontjából korai szakasznak tekintjük a magvető (*seed*), induló (*start up*) és korai növekedési (*early growth*) fázisokat. Ezt követi a terjeszkedési (*expansion*) vagy más néven későbbi (*later*) szakasz (Mason [2002]).

---

Kosztopolosz Andreász egyetemi tanársegéd, SZTE Gazdaságtudományi Kar pénzügytani tanszék (e-mail: koszti@eco.u-szeged.hu).

Makra Zsolt doktorandusz hallgató, PTE Közgazdaságtudományi Kar Regionális Politika és Gazdaságtan Doktori Iskola (e-mail: mzas03pr@tk.pte.hu).

többnyire az alapító megtakarításaiból, a családtagok és a barátok kölcsöneiből<sup>2</sup> létrehozott cégek fejlődésük korai szakaszában gyakran szembesülnek a tőkepiac elégtelen működésével: a fejlesztési források elérhetősége jelentősen beszűkül számukra. A tőkéhez való korlátozott hozzáférés miatt jön létre az úgynevezett *tőke- vagy finanszírozási szakadék* (*equity gap, finance gap*)<sup>3</sup>, ami nem más, mint a kis összegű magvető, induló és fejlesztési források hiánya (Kosztópulosz–Makra [2004], Osnabrugge–Robinson [2000]). Az egyensúlytalanságot a tőke kínálói és a finanszírozásra váró vállalkozók együttesen okozzák, mivel nem veszik figyelembe a kockázat és a megtérülés között lévő kényes egyensúlyt. Mindez a felek között létrejövő információs aszimmetriák kialakulásához vezet (Harding [2002]).

A probléma kulcsszempontjai: a szereplők között meglévő információ- és bizalomhiány, valamint a finanszírozók méretgazdaságosságra, kockázatkerülésre való törekvése. A *keresleti oldalon* a tőke után kutató kisvállalkozások általában nem ismerik megfelelően a kockázattőke-finanszírozás előnyeit,<sup>4</sup> bizalmatlanok a befektetőkkel szemben, féltik az ötletüket és a döntési szabadságukat, kerülik a vállalkozás feletti ellenőrzés (legtöbbször részleges) átengedését. Ugyanakkor nem rendelkeznek nyomon követhető előélettel és ellenőrizhető múltbeli teljesítménnyel (*track record*) és az előkészített üzleti tervek, projektek is gyakran alacsony minőségűek (Harding [2002]). E tényezők a befektetők szemében mind-mind a kockázatot növelik.

A bankok vonakodnak a biztosíték, banki előélet nélküli, speciális kockázatkezelési technikák alkalmazását igénylő *kisvállalkozások hitelezésétől*, tekintettel a hitelbírálat és a hitelnyújtás magas fix költségére és a hiányos információáramlásra<sup>5</sup>. A kis összegű tranzakciók a hitelügyletet gazdaságtalanná tehetik (Kállay–Imreh [2004]). A probléma fokozottan érvényesül az olyan országokban, ahol a hitelfelvétel a kisvállalati finanszírozási kultúra alapja, így többek között Magyarországon is (Kosztópulosz–Makra [2004]).

Ezzel párhuzamosan a nyolcvanas évek közepétől megfigyelhető, hogy az *intézményszerű kockázattőke-ágazat* egyre inkább a tulajdonosi kör megváltoztatásának (*management buy out, management buy in*), a piaci terjeszkedések (*expansion*) és az átszervezések (*turn around*) finanszírozása felé fordult. Az indok egyszerű: a vállalkozás átvilágításának (*due diligence*) és a befektetés menedzselésének magas állandó költsége (értékelési, számviteli, jogi költségek stb.) és a kockázatok leszorításának igénye a befektetők részéről kikényszerítette a gazdaságosabb részesedésszerzéseket a biztonságosabb, már jelentős múltú nagyobb vállalkozásokban (Mason–Harrison [1995], Harrison–Mason [1996], Karsai [1999], [2000], Harding [2002]). Emellett a kilencvenes évek második felében rekordnagyságú összegek áramlottak a kockázattőke-alapokba, így az egyre terebélyesedő szervezeteknél automatikusan megemelkedett a minimális befektetésnagyság (Harrison–Mason [2000]). A kilencvenes évek végétől a trend átmenetileg megfordult: érezhetően megnőtt a kockázattőke-társaságok étvágya a korai fázisban levő, elsősorban technoló-

<sup>2</sup> Az alapító, család, barátok (*founder, family, friends*) hármastőkeforrást a szakirodalom gyakran *3F*-nek nevezi, amely az angol szavak kezdőbetűiből adódóan tréfásan az alapító, család, bolondokat is jelentheti, ezzel is utalva a kezdő vállalkozásba való befektetés kockázataira. A *3F* felől érkező forrásokat gyakran „szeretetpénznek” (*love money*) is nevezik.

<sup>3</sup> A szakirodalom a tőke- és finanszírozási szakadék kifejezéseket gyakran szinonimaként használja. Véleményünk szerint a finanszírozási szakadék tágabb fogalom: egyaránt utal a hitel- és a tőkealapú forrásokhoz való korlátozott hozzáférésekre, míg a tőkeszakadék csak a kockázati tőke iránti kereslet és kínálat problematikáját vizsgálja meg. Jelen tanulmányban a tágabb értelmezés elemzését kíséreljük meg.

<sup>4</sup> Több kutatás kimutatta, hogy a kockázati tőkések által finanszírozott cégek jobban teljesítenek a tőzsdére kerülés után is, mint azok a vállalkozások, melyek mögött nem állt kockázati tőke (Harding [2002]).

<sup>5</sup> A bankok kisvállalkozásokkal szembeni egyre nagyobb információigénye, amely a kockázatok mérséklésére hivatott, paradox módon tovább növelheti a hitelezés költségeit, és teszi egyre több vállalkozás számára elérhetetlenné a banki hiteleket (Harrison–Mason [1996]).

giai cégekbe történő befektetések iránt, ám az „internetbuborék” kipukkanása véget vett ennek a rövid időszaknak. Meg kell jegyezni, hogy a kockázatitőke-alapok által kezelt tőkének még ekkor is csupán igen kis százaléka jutott a magvető szakasz finanszírozására. A formális kockázatitőke-befektetők tehát fokozatosan felhagytak a klasszikus kockázati tőke (*classic venture capital*) nyújtásával és a *fejlesztő- vagy kereskedelmi tőke (development, merchant capital)*<sup>6</sup> kínálata felé fordultak, azaz jórészt elszakadtak a tényleges innováció finanszírozásától (*Mason–Harrison* [1995], *Karsai* [1997], [2000], [2002]).

A leírt elégtelenség következtében a vállalkozások korai életszakaszát finanszírozó tőkeforrások kínálata egyre inkább az informális kockázatitőke-piac minél aktívabb működésétől függ (*Bygrave és szerzőtársai* [2003]). Az üzleti angyalok által végrehajtott befektetési tranzakciók mérete sokkal jobban igazodik az induló vállalkozások tőkeigényéhez, tehát a méretgazdaságosság eltérítő hatásából eredő probléma itt fel sem merül. Az üzleti angyalok által végzett befektetési tevékenység képes lehet áthidalni a család és barátok „kéznél levő” forrásai és a bankok, intézményi kockázati tőke között tátongó tőke- és tudásszakadékot (*Kosztópulosz–Makra* [2004]).

### „Angyali zűrzavar” – fogalmi értelmezések

A kockázatitőke-piac két részre osztható: 1. *egy intézményesült piacrészre*, amelyet befektetési társaságok és alapok uralnak, és 2. *egy informális*, „láthatatlan és anonim” magánszemélyek által dominált szegmensre, amely tulajdonképpen „egy gigantikus bújócská, ahol mindenki bekötött szemmel játszik” (*Gaston* [1989] 4. o.). A nem intézményesült kockázatitőke-piac kínálati oldalát képviselő *üzleti angyalok* a kockázati tőkéhez hasonló vállalkozásfinanszírozó és -fejlesztő tevékenységet ellátó magánszemélyek (*Osman* [1999]), akik speciális jellemzőiknek köszönhetően képesek betölteni a tőkepiacon „tátongó” finanszírozási szakadékot, és hozzájárulni az innovatív vállalkozások sikerességéhez. Szerepük azért sem elhanyagolható, mivel a legnagyobb kockázatitőke-forrásnak<sup>7</sup> tekinthető az innovatív kisvállalkozások számára (*Bygrave és szerzőtársai* [2003], *Mason–Harrison* [1995], [2000], *Osnabrugge–Robinson* [2000]).

De kik is valójában az üzleti angyalok? Az angolszász elnevezést a szakirodalom több szinonimával (üzleti angyal, angyal befektető, „informális befektető”, privát kockázati tőkés, informális kockázati tőkés stb.) együtt használja. Az egyes definícióváltozatokat három aspektusból vizsgáljuk meg: a befektetők személyének, a befektetés formájának és a tőkét kereső vállalkozások körének a szemszögéből.

<sup>6</sup> A kockázatitőke-befektetések átrendeződésével a fogalom értelmezése is megváltozott. A szakirodalomban az új, minden típusú kockázati tőkére kiterjedő fogalommal egyre inkább a *magántőke (private equity)* elnevezés válik. A *private equity* egyrészt a tőzsdén kívüli tőkebefektetésekre utal, néhány országban azonban a teljes kockázatitőke-iparágat takarja, míg mások a kivásárlási üzletrezt értik rajta. A „hagyományos”, valóban kockázatos, innovatív vállalkozásokat előnyben részesítő befektetéseket *klasszikus kockázatitőke-befektetésnek* nevezzük. A terjeszkedési szakaszba irányuló, nagyrészt a tulajdonosváltásokat (mbo, mbi) elősegítő befektetésekre a *fejlesztő tőke (development capital)* vagy *kereskedelmi tőke (merchant capital)* kifejezések utalnak (*Harrison–Mason* [1996], *Karsai* [1997]).

<sup>7</sup> Több becslés született arra vonatkozóan, hogy mekkora az informális kockázatitőke-piac mérete az egyes országokban. *Osnabrugge–Robinson* [2000] szerint az Egyesült Királyságban és az Egyesült Államokban az üzleti angyalok 3-5-ször többet fektetnek be, mint a kockázatitőke-alapok. *Gaston* [1989] felmérése alapján ez az arány 4-10-szeres. 2001-ben a Global Entrepreneurship Monitor szerzői megállapították, hogy a kutatásban részt vevő országokban átlagosan a GDP 1,13 százalékának megfelelő összeget fektettek be informálisan, igaz bővebb definíciót alkalmaztak az előbbi kutatóknál (*Bygrave és szerzőtársai* [2003]). A finanszírozott vállalkozások számát figyelembe véve még nagyobb az eltérés (hiszen az üzleti angyalok kisebb átlagos befektetési nagysága multiplifikálja): egyes becslések szerint az üzleti angyalok 30-40-szer annyi céget finanszíroznak, mint az intézményi kockázati tőke (*Osnabrugge–Robinson* [2000]).

*Az üzleti angyalok magánszemélyként tevékenykednek.* Ez azt jelenti, hogy nem különböző intézményi befektetők, kockázatitőke-társaságok hajtják végre a befektetéseket, hanem saját célok által vezérelt természetes személyek. Néhány definíció szerint követelmény bizonyos összegű vagyon (*Hindle–Wenban* [1999], *Osman* [1998], *Shorter* [1996], *Wetzel–Freear* [1996]), illetve vállalkozói tapasztalat (*Osnabrugge–Robinson* [2000]). *Wetzel* [1981] az informális befektetők körét kizárásos alapon határozta meg: a kockázati tőke forrásai, kivéve a professzionálisan menedzselte kockázatitőke-alapokat, a különböző állami tulajdonú befektetési szervezeteket,<sup>8</sup> egyéb intézményi befektetőket és a nyilvános és szervezett tőkepiacokat.

*Az üzleti angyalok közvetlen módon, kockázatitőke-alapú finanszírozást nyújtanak.* Általában a befektető saját forrásait, megtakarításait felhasználva, tőkeemeléssel szerez részesedést a vállalkozásban, ezzel párhuzamosan a tulajdonos részesedése csökken. A vállalkozás úgy jut friss tőkéhez, hogy működését nem terheli kamatfizetési és tőketörlesztési kötelezettség, ám ezzel párhuzamosan a tulajdonos vállalkozás feletti befolyása gyengül. Az ügyletben a befektető saját forrásait felhasználva személyesen, a különféle pénzügyi közvetítő szervezetek és intézmények kiiktatásával vesz részt, a források tehát nem intézményi csatornákon keresztül áramlanak a vállalkozáshoz. Az egyre népszerűbb üzleti angyal-hálózatok nem tekinthetők pénzügyi közvetítőnek, mivel tevékenységük az információ- és partnerközvetítésre korlátozódik. Egyes definíciók a (vissza nem fizetendő) tőkejuttatás formáján felül a biztosíték nélküli hiteleket is beleértik az angyal típusú finanszírozási ügyletekbe (*Aram* [1989], *Mason–Harrison* [2000]). A legtágabb definíciót a Global Entrepreneurship Monitor (GEM) elnevezésű nemzetközi felmérés kutatói alkalmazták, akik informális befektetésen a személyesen nyújtott pénzügyi források összességét (a baráti kölcsönöktől a részesedésátengedés ellenében történő tőkejuttatásig) értették (*Acs és szerzőtársai* [2003], *Bygrave és szerzőtársai* [2003], *Kosztópulosz* [2004]).

*Az angyalbefektetések tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokba irányulnak.* A nyilvános és szervezett piacokon (így például az értékpapírtőzsdéken) forgó vállalati papírok vásárlását egyik definíció sem tekinti elfogadhatónak. Az informális kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások körét a szakirodalomban fellelhető legtöbb meghatározás azonban tovább pontosítja. Gyakori az „új és növekvő” vagy „növekedni képes” kritérium (*EC* [2003], *Gaston* [1989], *Harrison–Mason* [1996]), amely kifejezi, hogy a „tőke fogadói” életük korai szakaszában lévő, lehetőségmotivált, az innovációt vagy annak „magját” magukban hordozó kisvállalkozások, amelyek kockázatosságuk miatt egyébként is a klasszikus kockázatitőke-befektetések célpontjai. Néhány szerző egyenesen a vállalkozások leggyorsabban növekvő „elitjét”<sup>9</sup> helyezi el a finanszírozható cégek körébe (*Kosztópulosz* [2004], *Osnabrugge–Robinson* [2000], *Wetzel–Freear* [1996]), míg több tanulmány csak az új, technológiaorientált vállalkozások<sup>10</sup> szemszögéből elemzi az

<sup>8</sup> Ilyenek például a kisvállalati befektetési társaságok (SBICs) az Egyesült Államokban.

<sup>9</sup> A vállalati kör angol elnevezése: *entrepreneurial firms*. Ezeket a cégeket a kisvállalkozásoktól nem a méretük, hanem sokkal inkább a növekedési képességük különbözteti meg. Üzleti tervük szerint öt-tíz éven belül 50 vagy ennél is több alkalmazottat foglalkoztató jelentős üzleti vállalkozássá válnak, és árbevételük eléri a 10 millió dollárt, legalább évi 20 százalékos növekedést produkálva. Az évente újjára induló egymillió vállalkozás közül legfeljebb 10 százalékot képviselnek az ilyen cégek az Egyesült Államokban, a többit „életforma” cégeknek (*lifestyle firms*) nevezzük. Ezeknek az a törekvésük, hogy a tulajdonosok számára elfogadható életvitelt biztosítsanak, nagyobb kockázatok és gyors növekedési kilátások nélkül (*Kosztópulosz* [2004], *Osnabrugge–Robinson* [2000]). A hazai szakirodalomban gazellaként (*Vecsenyi* [2003]), illetve lehetőség motiválta vállalkozásként (*Acs és szerzőtársai* [2003]) emlegetik a nagy növekedési képességű kisvállalkozásokat. Ebben a felosztásban az „életforma” cégek közé sorolhatnánk többek között a hazai kényiszervvállalkozásokat is.

<sup>10</sup> Az új, technológiaalapú vállalkozások olyan „új vagy nagyon fiatal vállalkozások, melyek kulcstevékenysége új technológiák kifejlesztése, marketingje, felhasználása” (*EC* [2001] 11. o.).

üzletiangyal-típusú befektetéseket (EC [2001], Just [2000]). A befektető és a vállalkozó kapcsolatára vonatkozó kritérium megfogalmazásával több tanulmány szerzője kizárja az angyalfinanszírozásból azokat a vállalkozásokat, melyek tulajdonosai között a befektető barátai vagy családtagjai szerepelnek, illetve amelyben az angyal maga is (rész)tulajdonos (Landström-Sörheim [2001], MIT [2000], Wetzel [1981]), mivel az ebbe a körbe tartozó befektetéseket a gazdasági logikán túlmutató megfontolások is jelentősen befolyásolják.

A heterogén értelmezések legfontosabb jellemzőit szintetizálva, az üzleti angyal fogalmának egy szűkebb és egy tágabb (megengedőbb) változata fogalmazható meg. *Szűkebb értelemben* az üzleti angyalok olyan (általában vagyonos és tapasztalt) magánszemélyek, akik közvetlen módon nyújtanak tőkealapú finanszírozást és szellemi tőkét új és növekvő, tőzsdén nem jegyzett vállalkozásoknak, amelyekkel azt megelőzően nem álltak családi és tulajdonosi kapcsolatban. A szűkebb megközelítéshez tehát az üzleti angyal elnevezés illik leginkább, és elemzésünk fókuszában is ezek a befektetők állnak. Ezzel szemben a „megengedőbb” meghatározás szerint – amely az informális befektetők elnevezéshez áll közelebb – az informális kockázati tőkések olyan nem intézményi befektetők, akik pénzügyi forrásokat nyújtanak tőzsdén kívüli vállalkozások számára.

### Az állam szerepe a nem intézményesült kockázatitőke-piac élénkítésében

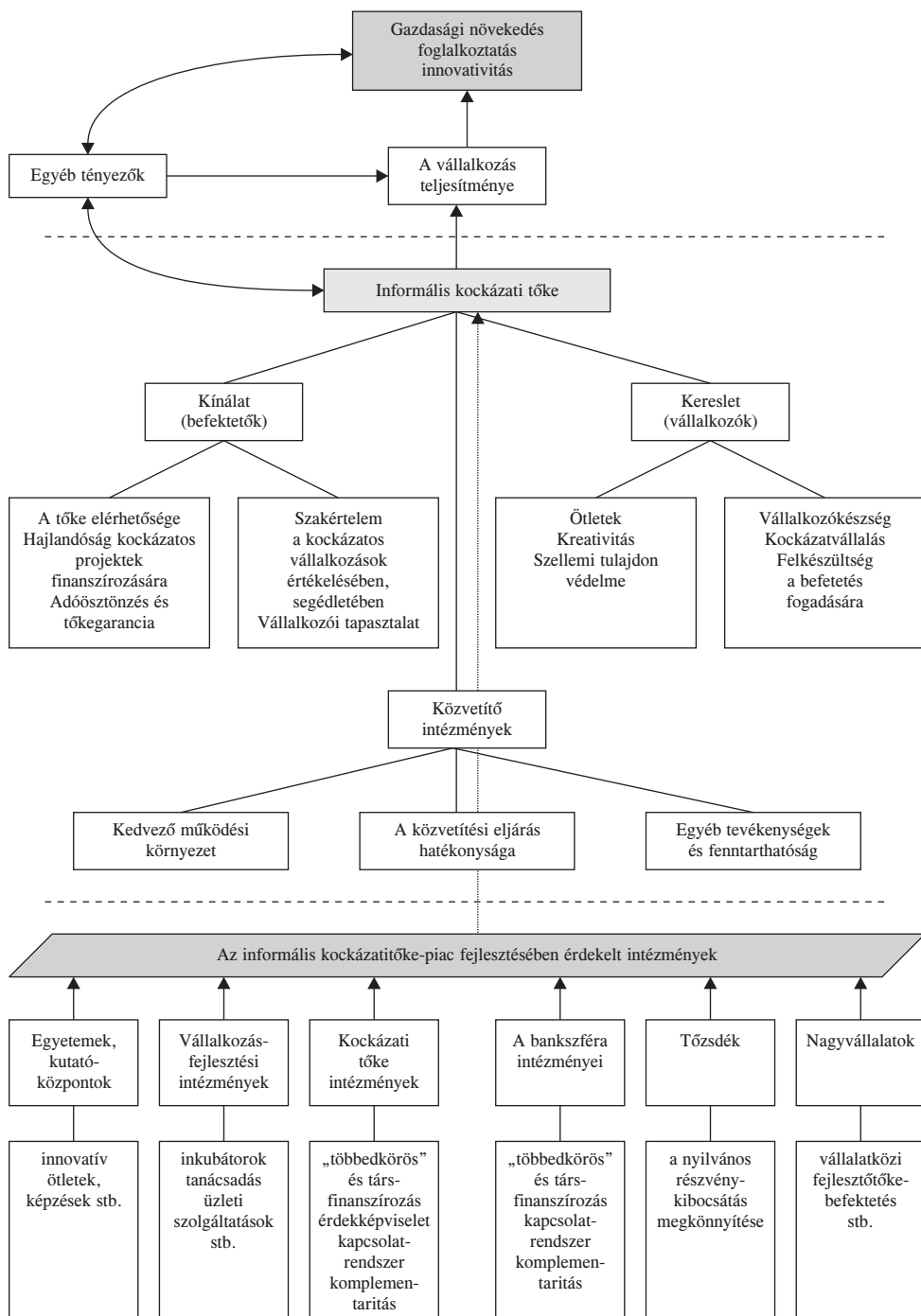
Egy aktív vállalkozói teljesítményre épülő, „életerős” gazdaság számára nélkülözhetetlen az élénk és hatékonyan működő informális kockázatitőke-piac. Ugyanakkor számos jel utal arra, hogy az informális befektetőkben rejlő lehetőségek kihasználatlanok. A *közsféra kezdeményezései* nagymértékben hozzájárulhatnak egy jól működő tőkepiac kifejlődéséhez, beleértve az informális kockázati tőke piacát is. A pénzpiacok hatékonyságának javulása és a vállalkozói kultúra fejlődése egy egymást erősítő és szinergiákkal „tarkított” folyamatot indít el, mivel a sikeres vállalkozók maguk is forrásokkal láthatják el a befektetések piacát, hozzájárulva a további fejlődéshez, és támogatva újabb vállalkozások elindulását. A kis összegű finanszírozási források elérhetőségének javulása továbbá növeli a kisvállalkozások túlélési esélyeit, és pozitív hatást gyakorol a gazdasági növekedésre, a foglalkoztatottságra és az innovativitásra. Főleg ezek az indokok motiválhatják az államot, hogy részt vállaljon az informális kockázatitőke-piac fejlesztésében.

A kormányzati *beavatkozás három fő területre* irányulhat: egyfelől növelheti az informális kockázati tőke kínálatát, másfelől fejlesztheti a keresleti oldalt, hogy megfelelő számú ígéretes ötlet szülessen, és gyarapodjék a befektetések fogadására alkalmas vállalkozások száma. Végül 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 piaci szereplők közötti fontosabb összefüggéseket szemlélteti az *1. ábra*.

Lerner [1998] az informális kockázatitőke-befektetések kínálatának *állami ösztönzése ellen érvel*. Elképzelhetőnek tartja, hogy a kockázati tőkések azért kerülnek el a kis összegű befektetéseket, mert azok egyszerűen nem jövedelmezők, a tranzakciók magas költségekkel járnak, vagy mert a kisebb tőkeerejű cégek nem kecsegtetnek kedvező kilátásokkal. Az utóbbi kijelentést az első ízben nyilvános részvénykibocsátást (IPO) végrehajtó cégek részvényein hosszabb távon elérhető hozamok elemzésével igyekszik alátámasztani. A kutatás szerint azoknál a nyilvános részvénykibocsátásoknál, ahol korábban (intézményi) kockázatitőke-finanszírozás történt, az elért hozamok felülmúlják a más nyilvános kibocsátásokon elért hozamokat, így azokét is, ahol a háttérben magánbefektetők voltak (vö. 4. lábjegyzet). Véleménye szerint a magánszemélyek kis összegű befekteté-

1. ábra

Az informális kockázati tőke-piac szerepe, ösztönzésének lehetőségei és a fejlesztésben érdekelt intézmények



Forrás: Bayan–Freundenberg [2000] 8. o. és EC [2003] 18. o. alapján saját szerkesztés



sek 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 problémát a piaci erőknak kell megoldaniuk.

Ha azonban 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,<sup>11</sup> akkor éppen az üzleti angyalok lehetnek azok a szereplők, akik képesek betölteni a legkisebb vállalkozásokat sújtó finanszírozási űrt. Mason–Harrison [2002b] empirikus eredményei arról tanúskodnak, hogy az üzleti angyaloknak a klasszikus kockázatitőke-befektetéseket végző alapokhoz viszonyítva szignifikánsan kevesebb olyan befektetésük van, amely veszteséget generál, és befektetéseik jelentős része visszahozta a befektetett összeget vagy átlagos mértékben megtérült. Ez az eredmény összhangban van Benjamin–Margulis [1996] azon érvelésével, hogy az üzleti angyalok inkább törődnek, hogy elkerüljék a rossz befektetéseket, semmint azzal, hogy megtalálják az igazi nyerteseket. Mindez pedig azt mutatja, hogy a magánszemélyek befektetési tevékenysége nem okoz társadalmi veszteségeket. Ráadásul egy olyan országban, ahol a kockázatitőke-piac, különösen annak informális szegmense fejletlen, a kínálati oldal állami ösztönzése megadhatja a kezdőlökést a fejlődés útján egy önjáró informális kockázatitőke-piac kialakulásához. Természetesen legalább ennyire fontos a keresleti oldal fejlesztése, illetve a piac hatékonyabb működésének elősegítése is.

#### *Beavatkozási lehetőségek az informális kockázatitőke-piac kínálati oldalán*

A kínálatorientált politikák célja az informális kockázatitőke-piacon olyan befektetési környezet kialakítása, amely ösztönzi a magánszemélyek „informális” befektetéseit, valamint kellő mértékben jutalmazza a kockázatvállalási hajlandóságot, de legalábbis nem bünteti azt (Baygan–Freundenberg [2000]).

Az adórendszer közvetlen hatást gyakorol a kockázatitőke-befektetések vonzerejére, mivel befolyásolja a befektetés tényleges hozamát. Az üzleti angyalok magánszemélyként fektetnek be, így számukra a leglényegesebb adónem a magánszemélyek tőkejövedelme után fizetendő adó. Mivel az induló vállalkozásokba irányuló tőkebefektetések a jólét és a foglalkoztatás növelésének, valamint a növekedés elősegítésének hatékony módját jelentik, a tőkejövedelmeket nem ildomos büntető jelleggel adóztatni, mivel tulajdonképpen ezek a jövedelmek jelentik a kockázatos vállalkozásokba való befektetések jutalmát (EC [2003]). Ennélfogva a tőkejövedelmek adójának egy viszonylag alacsony szintje testesítheti meg a közszféra hozzájárulását az induló vállalkozásokba való befektetések volumenének növeléséhez. Olyan rendszert célszerű alkalmazni, amely nem bünteti a tőzsdén kívüli részvényekbe történő befektetéseket, illetőleg, amely a hosszabb futamidejű befektetésekből származó tőkejövedelmet alacsonyabb adókulccsal sújtja.

Kutatási eredmények igazolták, hogy az adókedvezmények növelik az angyalok befektetési hajlandóságát,<sup>12</sup> noha az adóterhelés elfogadható szintje nem elégséges feltétele az

<sup>11</sup> Sullivan–Miller [1996] az üzleti angyalok befektetéseinek háttérében hedonista és altruista motivációkat tárt fel.

<sup>12</sup> Egy 2003-ban nyilvánosságra hozott hatástanulmány szerint az Egyesült Királyságban a tőkejövedelmek kedvezményes adóztatása jelentős mértékben ösztönözte a növekvő vállalkozások korai életszakaszai-ban végrehajtott befektetéseket: a befektetett összeg 52–62 százalékát nem fektették volna be, amennyiben nincs az Enterprise Investment Scheme elnevezésű kedvezményrendszer (Boyns és szerzőtársai [2003]).

informális kockázatitőke-piac növekedésének. Az *adókedvezmények* alkalmazásának különféle *módjai* ismeretesek. Ilyen például, ha a fizetendő adó a befektetés évében csökkenthető a befektetett összeg meghatározott százalékaival. Egy másik módzat az alacsonyabb adókulcs alkalmazása. Széles körben alkalmazzák az adó megfizetésének elhalaszthatóságát, amennyiben a realizált tőkejövedelmet újra befektetik. Ebben az esetben az adót csak a részvények végső eladásakor kell megfizetni. Egy negyedik variáció a veszteségek leírásának lehetővé tétele az egyéb, nyereséges befektetésekből származó tőkejövedelmekből. Egy, az Egyesült Királyságban végzett felmérés arról tanúskodik, hogy az angyalok a befektetési adócsökkentés kedvezményét részesítették előnyben (*Boyns és szerzőtársai* [2003]).

Az informális befektetések speciális kockázatokat hordoznak. Az effektív hozamok befolyásolásán túl lehetőség van olyan kínálatoldali beavatkozásra is, amely a kockázatok mérséklésével ösztönzi a befektetéseket: *tőkegarancia-rendszerek* bevezetésével a kormányzat átvállalja a befektetőktől a kockázat egy részét. Belgiumban 1999-ben hoztak létre egy regionális tőkegarancia-alapot, amely a növekvő kisvállalkozásokat finanszírozó befektetőket védi azáltal, hogy az esetleges tőkeveszteség maximum 50 százalékát átvállalja egy meghatározott összeghatárig (*Sebroeck* [2000]). Ausztriában egy állami fejlesztési ügynökség nyújthat garanciát az üzleti angyalok befektetéseire.

### *Beavatkozási lehetőségek a keresleti oldalon*

Egy több EU-tagállam támogatási politikájára kiterjedő kutatás megállapította, hogy a kockázatitőke-piac ösztönzésének legeredményesebb módja a *keresletoldali beavatkozás* (*Harding* [2002]). A kockázati tőke iránti keresletet az ígéretes ötletek, jól kidolgozott projektek száma és a befektetések fogadására való felkészültség határozza meg. Ezekre a tényezőkre a kreativitást, az innovációt, a kockázatvállalást és a vállalkozókészséget ösztönző környezet megteremtésével lehet hatni. A jól működő oktatási és innovációs rendszer,<sup>13</sup> a szellemi tulajdon védelmét hathatósan szolgáló szabályozás, továbbá a vállalkozóvá válást ösztönző intézkedések szolgálhatnak olyan keretfeltételekkel, amelyek elősegítik az ötletek megszületését és a kreativitás felbukkanását. A túlszabályozás, az intézményi és adminisztratív akadályok (például a túlságosan bonyolult vállalkozásalapítási eljárás, a jogszabályok betartásának magas költsége) viszont gátolják a kockázatvállalást mind a megalakulás küszöbén álló, mind a tevékenységüket kiterjeszteni szándékozó új vállalkozások körében.<sup>14</sup>

A *vállalkozókészség* az egyik legfontosabb keresletoldali tényező, amely 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. Számos országban 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.

<sup>13</sup> Svédországban és Finnországban üzleti tervekre írnak ki pályázatokat az egyetemeken azzal a céllal, hogy felpezsdítsék a fiatalok vállalkozási kedvét (*EC* [2003]).

<sup>14</sup> 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 országokban, ahol könnyebb vállalkozni, aktívabb kockázatitőke-piacot találunk (*Baygan–Freundenberg* [2000]).



Az egész kockázatitőke-piacot, beleértve annak informális részét is, a versenyhelyzet jellemzi. Csak a legjobb projektek jutnak anyagi tőkéhez, és közülük is csak kevés ér el gyors növekedést. Az erős versenyhelyzetben a siker esélye azáltal növelhető, ha *felkészítik* a vállalkozókat a befektetések fogadására. Az „egymásra találást” nagyban elősegíti, ha a vállalkozók tisztában vannak a finanszírozási módok sajátosságaival és az angyalok speciális követelményeivel.<sup>15</sup> A felkészültség azt is jelenti, hogy a vállalkozó megérti az angyalok aggodalmait, és el is oszlatja azokat az üzleti terv bemutatása során. Gyakran előfordul, hogy a vállalkozó nem képes a befektető szempontjai szerint gondolkodni, és elképzeléseit úgy tálalja, hogy a leendő üzleti angyal nem jut hozzá a megfelelő információkhoz. A vállalkozóknak leginkább a vállalat értékével, a kiszállási lehetőségekkel, a kisebbségi részesedések birtokosainak védelmével, az adózási megfontolásokkal kapcsolatos kérdésekben kell felkészülniük. A felkészültség javításában kulcsszerepe lehet az üzleti angyal-hálózatoknak.

*Az informális kockázatitőke-piac hatékonyságának növelését célzó beavatkozások – közvetítő intézmények működtetése*

Az informális kockázatitőke-piac alacsony hatékonyságát leginkább az jelzi, hogy az angyalok rendre arról számolnak be, hogy szívesen vállalkoznának több befektetésre, ha a befektetési kritérium-rendszerüknek megfelelő ajánlatokat tennének eléjük. Mindeközben az innovációorientált, növekedni képes vállalkozások nagy részének problémát okoz a fejlődéshez szükséges forrásokhoz való hozzájutás (*Kosztópulosz–Makra* [2004]). Az sem meglepő, hogy a befektetők nagyjából elégedetlenek a létező kommunikációs csatornákkal (*Harrison–Mason* [1996]).

Az informális kockázatitőke-piac aktívabb és hatékonyabb működéséhez a hatékonyságot gátló tényezők lebontásán keresztül vezet az út. A vállalkozók és a befektetők között tátongó „információs szakadék” áthidalása közvetítő intézmények létrehozásával, vagyis az *informális piac bizonyos fokú „formalizálásával”* érhető el. Ezek a közvetítő intézmények (általánosan használt terminológiával: üzleti angyal-hálózatok) egyfajta információs csatornát alkotnak 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*. A hálózatok az üzleti világban egyfajta „házasságközvetítő” irodaként működnek. Alapvető feladatuk a befektetők és a vállalkozások egymásra találását segítő, úgynevezett közvetítő, „összeparosító” szolgáltatások nyújtása. A hálózatok lehetővé teszik a vállalkozók számára, hogy egyidejűleg több befektetőnek tegyenek befektetési javaslatot. Emellett a befektetők számára a befektetési javaslatok széles körét kínálják, miközben anonimitásukat egészen a befektetési tárgyalások megkezdéséig megőrzik (*Kosztópulosz–Makra* [2004]).

Az *üzleti angyal-hálózatok* lehetnek az informális kockázatitőke-piac fejlesztését célzó

<sup>15</sup> A befektetők követelményeivel szemben elmaradó vállalkozói felkészültségen többféle szolgáltatás felkínálásával lehet javítani. Ilyen szolgáltatásra mutat példát az Európai Unió eContent programja részeként az Egyesült Királyságban futó „aRe” projekt. Ennek keretében a finanszírozót kereső vállalkozó kezébe olyan eszközt adnak, amellyel értékelhetik saját felkészültségüket a befektetés fogadására, továbbá képességfejlesztő szolgáltatásokat kínálnak fel, és információkat is nyújtanak. A projekt egyik fontos tanulsága, hogy nem vezet könnyű út a tőke megszerzéséhez: még egy teljes mértékben felkészült előterjesztés birtokában is átlagosan 12-16 hetet kellett rászánni a befektető felkutatására (*EC* [2003]).

állami szerepvállalás *kulcsintézményei*. A közvetítő intézmények létrehozásával, működtetésével kapcsolatos állami feladatok három területet érintenek (EC [2003]).

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 üzleti-angyal-hálózat, vagy milyen regionális szervezetben működjön. Az is előfordulhat, hogy az üzleti-angyal-hálózatok működését különféle jogszabályok akadályozzák.<sup>16</sup> A befektetéseket érintő új szabályozások kialakítása során fontos szem előtt tartani az informális kockázatitőke-piac érdekeit is.

A nemzetközi tapasztalatokból kitűnik, hogy az állami szerepvállalás akkor lehet igazán eredményes, ha a *hálózatok támogatásában* is testet ölt (Kosztopolosz–Makra [2004]) mindaddig, amíg a piac el nem éri azt a fejlettségi fokot, hogy a hálózat képes az önfenn tartó működésre. A támogatással párhuzamosan célszerű a hálózatokra telepíteni az informális kockázatitőke-piac szervezésével és fejlesztésével kapcsolatos alapvető funkciókat. Így például a hálózatokra fontos szerezni hárulna a jó minőségű és sikeres közvetítési szolgáltatások nyújtása mellett a széles körű 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*. Az ilyen kapcsolatok kialakulásának katalizálása jelentheti az állami szerepvállalás harmadik formáját a hatékonyan működő informális kockázatitőke-piac érdekében.

Ebben a folyamatban az első lépés a *más üzleti-angyal-hálózatokkal történő együttműködés* kialakítása tapasztalatcserék, közös fórumok szervezésén, közös képzési programok indításán keresztül. Az európai kockázatitőke-piac egységesülése növelni fogja a lehetőséget (és a nyomást is) a határokon átvívelő együttműködésekre, amelyek 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, egyetemekkel, kutatóközpontokkal.

A formális és az informális kockázatitőke-piaci szegmens közti *komplementaritások*<sup>17</sup> kihasználása hatékonyabb lehet, ha a hálózatok együttműködnek a kockázatitőke-intéz-

<sup>16</sup> Így például több országban az üzleti-angyal-hálózatok nem tehetnek 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 [2003]).

<sup>17</sup> Megalapozott érvek szólnak amellett, hogy a különböző típusú finanszírozók egymáshoz fűződő kapcsolatát nem feltétlenül a versengés határozza meg: sok tekintetben inkább munkamegosztás érvényesül közöttük. Az effajta komplementaritás kialakulása fontos lehet a kockázatitőke-piac kiegyensúlyozott fejlődésében is. Rendszerint az informális és az intézményesült kockázatitőke-piac közötti áttételes hatás természetesen más pénzügyi közvetítőkkel kapcsolatban is megjelenik: az üzleti angyalok az általuk finanszírozáshoz jutott vállalkozásokat hitelképessé tehetik, sőt, találkozunk olyan esetekkel is, amelyekben a finanszírozásba bekapcsolódó üzleti angyal mintegy járulékos szolgáltatásként, személyes garanciavállalásával teszi lehetővé a vállalkozás számára bankhitel felvételét. Az informális és az intézményi kockázatitőke-piac egymást kiegészítő működése azonban nem korlátozódik csupán a fenti áttételes hatásra. A komplementaritás más formái szintén fontosak lehetnek a kockázatitőke-piac kiegyensúlyozott fejlődésében, ilyenek lehetnek például az egymásra épülő befektetések a vállalkozások fejlődésének különböző szakaszaiban, a közös befektetések, az ügyletek átirányítása (*deal referral*), valamint az üzleti angyalok kockázatitőke-alapokba történő befektetései (Harrison–Mason [2000], Osman [1998], Osnabrugge–Robinson [2000]).

ményekkel. Ugyanez érvényes a többi pénzügyi közvetítő intézménnyel, például bankokkal, illetve a tőzsdékkal való kapcsolatrendszer kialakítására. A szinergiában rejlő lehetőségek kiaknázásának terepe lehet az üzleti angyalok és a vállalati befektetők (*corporate venturing*)<sup>18</sup> közötti együttműködés is.

Számos európai üzletiangel-hálózat már most is támogatásban részesül a helyi, regionális vagy központi szervektől. Az Európai Regionális Fejlesztési Alapon keresztül szintén érkezik közösségi támogatás. A közszféra támogatása 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 üzletiangel-hálózatok tevékenységének.

### Az informális kockázatitőke-piac Magyarországon

Magyarországon 2001-ben készült először olyan felmérés, amely az informális befektetések jelentőségét is számba vette. A *Global Entrepreneurship Monitor* elnevezésű nemzetközi kutatás a vállalkozói aktivitás és a gazdasági növekedés közötti komplex összefüggésrendszert elemzi, és külön foglalkozik az informális tőkebefektetések vizsgálatával, mint a vállalkozás (*entrepreneurship*) folyamatát alapvetően befolyásoló tényezővel. 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 definíció szerint 144 000 informális befektető található hazánkban, 144 milliárd forinttal<sup>19</sup> támogatva a hazai vállalkozásokat a hároméves periódusban. A viszonylag nagy szám valószínűleg a megengedő definíciónak köszönhető,<sup>20</sup> amely a vállalatalapító családtagjait és rokonait 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 (*Acs és szerzőtársai* [2003]).

Szerb-Varga [2002] az üzleti angyaloknak a hazai technológia alapú induló vállalkozások finanszírozásába történő aktív bekapcsolódására utaló információt publikált: a felmérésük mintájában szereplő tíz, intézményi kockázatitőke-befektetésben részesült hazai csúcstechnológiai cég közül négy nyilatkozott úgy, hogy kapott korábban angyali tőkét. Ez egyúttal a hazai kockázatitőke-piacon az intézményi befektetők és az üzleti angyalok finanszírozási tevékenységének egymásra épülését is mutatja. Hazánkban az együttműködés egy további sajátos formája alakult ki: a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület egyéni tagjai sorában jó néhány üzleti angyalt is találunk, ami valószínűsíti az informális és intézményi kockázatitőke-piac közötti információáramlás meglétét, és a két piac bizonyos mértékű összefonódását, komplementaritását.

Az általunk elemezni kívánt, szűkebb értelemben vett „angyalpiac” méretéről, jellemzőiről, a befektetők motivációiról, preferenciáiról, aktivitásáról és tevékenységéről azonban

<sup>18</sup> A *corporate venturing* kifejezés a magyar nyelvű szakirodalomba Osman [2000] nyomán vállalatközi fejlesztőtőke-befektetés néven vonult be.

<sup>19</sup> 6 557 000 felnőtt lakossal számolva.

<sup>20</sup> Informális befektetők azok a személyek, akik „az elmúlt három év során személyesen nyújtott pénzügyi forrásokat valamely más személy által indított új üzleti vállalkozás részére (a részvénytulajdon nem vehető figyelembe) (*Acs és szerzőtársai* [2003] 7.o.). Új vállalkozás az, amelyet 1998 után alapítottak. A definíció tehát üzletiangel-befektetésnek tekinti a családtagoktól, barátoktól érkező forrásokat, a tőke- és hitelalapú megoldásokat egyaránt számításba veszi, és nem korlátozza jelentősen a vállalkozások körét sem.

máig nem rendelkezünk teljes körű adatokkal Magyarországon.<sup>21</sup> Ma még többnyire csak a téma kutatói és a felkészültebb vállalkozók, szakemberek ismerik e befektetési formát, ami nagyban hozzájárul ahhoz, hogy a hazai informális kockázatitőke-befektetések nagyságrendekkel kisebb szerepet játszanak a növekedni képes vállalkozások életében, mint az angolszász országokban (főleg az Egyesült Államokban és Nagy-Britanniában). A fejletlenség több tényezőre vezethető vissza:

*Fiatál piacgazdaság.* A rendszerváltozás óta eltelt 14 év 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. „A hazai, sikeresnek ígérkező innovatív ötletek megvalósításához első lépésben projektenként körülbelül 10-30 millió forintra lenne szükség”,<sup>22</sup> és ez az összeg a következő finanszírozási tranzakciók után még tovább nőhet. 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 millió vagyona 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” volta: 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 tőkés-társ, illetve csendestárs elnevezés (*Osman* [1998]).

*Hitelalapú, „zárkózott” finanszírozási kultúra.* A hazai vállalkozásfinanszírozási kultúra tradicionálisan a hitelre épül. A vállalkozók sok esetben nem rendelkeznek megfelelő ismeretekkel ahhoz, hogy egy kifinomultabb finanszírozási stratégiát valósítsanak meg. Az üzletiingyál-befektetések elterjedését emellett az is akadályozza, hogy a vállalkozások finanszírozási szempontból meglehetősen zárkózottak: a belső források által megszábotott 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* [2003]).

*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 tőkenyerességet realizálni. A kockázatitőke-befektetésekből való kiszállás egyik lehetséges formája a vállalkozás részvényeinek tőzsdére vitele (IPO), ezért a kockázatitőke-piac fejlettségét nagyban befolyásolja, hogy a részvénypiac milyen hatékonyan működik. 2001-ben Magyarországon mindössze egy új vállalat részvényeit vezették be a tőzsdére, és négy vállalat papírjait vezették ki végérvényesen, így összességében csökkent a Budapesti Értéktőzsdén forgó papírok száma (*BÉT* [2002]). 2002-ben folytatódott a negatív tendencia, kilenc részvénytársorozattal csökkent a

<sup>21</sup> Garab Kinga, az Innostart igazgatója egy előadásában 30 aktív és 100 potenciális üzleti angyalra becsülte a hazai piac nagyságát. *Karsai* [2000] szerint magyar üzleti angyalok eddig körülbelül tucatnyi cég létrehozásában vettek részt, átlagosan 20 millió forintos kisebbségi részt vásárolva.

<sup>22</sup> Az idézet forrása a [www.innostart.hu](http://www.innostart.hu) honlap.

tőzsde terméklistája (BÉT [2003]). Technológiai cégek részvényeire specializálódott tőzsde 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 üzleti angyal-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. Paradox módon a nem intézményesült kockázati-tőke-piac hatékonyságát bizonyos közvetítő intézmények is képesek növelni. Ezek a szervezetek – üzleti angyal-hálózatok – egyfajta kommunikációs csatornát alkotnak az üzleti angyalok és a kockázati tőkét kereső kisvállalkozások között, megkönnyítve ezáltal a partnerkeresés hosszadalmas és költséges folyamatát (*Kosztópulosz-Makra* [2004]). 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 az internetes megoldásokkal kapcsolatos projekteket, fejlesztési terveket mutattak a vállalkozók. A tapasztalatok azt mutatják, hogy a megcélzott befektetői kör azonosítása, megszólítása nem sikerült: a néhány intézményi kockázati tőkes mellett mindössze egy-két angyal képviselteti csak 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.<sup>23</sup>

*A kormányzat érdektelensége.* A hazai kisvállalkozás-fejlesztési politika eddig nem ismerte fel az informális kockázati-tőke-befektetésekben rejlő lehetőségeket, és nem is érzékelhető kormányzati szándék ezen újszerű finanszírozási forma „felkarolására”. A kisvállalkozások tőkehiányának enyhüléséhez a szaktárca leginkább hitelalapú konstrukciók kidolgozásával (például a négylépcsős hitelprogram) kíván hozzájárulni, pedig a vállalkozások életének korai szakaszaiban a kockázati tőke jellegű finanszírozási formák lennének az optimálisak. Az állami kockázati-tőke-programok lebonyolítását állami tulajdonban lévő társaságok (MFB, Kisvállalkozás-fejlesztő Pénzügyi Rt., Beszállítói Befektetési Rt.) végzik, tevékenységük rugalmatlan, és a kihelyezett tőke nagysága kevésbé illeszkedik az induló vállalkozások igényéhez.

*A jog és az 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 üzleti angyal-befektetések létrejöttének másrésztől előfeltétele a megbízhatóság, kiszámíthatóság, 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* [2000]). A társasági jog definiálja a vállalkozások lehetséges szervezeti formáit, jogait és kötelezettségeit, amelyek az informális kockázati-tőke-befektetések szempontjából meghatározó jelentőségűek. „Kockázati-tőke-

<sup>23</sup> *Forrás:* az Üzleti Angyal Klub működéséről az Innostart Alapítvány honlapján ([www.innostart.hu](http://www.innostart.hu)) található adatok, illetve a munkatársakkal való beszélgetés alapján számoltunk be.



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. o.). Magyarországon így a korlátolt felelősségű társaságként vagy részvénytársaságként működő cégeknek van esélye egy angyal befektető „megnyerésére”.

### *A felmérés célja és menete*

2003 tavaszán kérdőíves felmérést végeztünk a hazai üzleti angyalok körében. Az úgynevezett „első generációs” vagy „ABC”<sup>24</sup> kutatásunk kettős célt szolgált: 1. alapvető információk megszerzése az informális kockázatitőke-piacról: a befektetési aktivitásról, a befektetők magatartásáról és főbb jellemzőiről; 2. a későbbi, átfogóbb kutatások megalapozása.

A minta összeállításakor semmiféle kész adatbázisra nem támaszkodhattunk. Ennek oka, hogy a meglehetősen kezdeti stádiumban lévő 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 ismervek alapján lehet a *minta reprezentatív*. A minta kis mérete és az előbb említett bizonytalanságok miatt az eredményeket nem lehet komolyabb statisztikai elemzéseknek alávetni, hasonlóan a legtöbb első generációs külföldi felméréshez (*Harrison–Mason* [1996], *Hindle–Lee* [2002], *Hindle–Wenban* [1999], *Just* [2000], *Weber és szerzőtársai* [2000]).

A kutatás során a legnagyobb nehézséget a *minta összeállítása* jelentette. A szakirodalom *három módszert* dolgozott ki az angyalbefektetők azonosítására (*Hindle–Wenban* [1999], *Sørheim–Landström* [2001]). Az első lényege, hogy valamilyen, az üzleti anyagokra 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. Előzetesen egy 28 nevet tartalmazó listát állítottunk össze,<sup>25</sup> amelyből a visszajelzéseket követően kiderült, hogy 18 ténylegesen foglalkozik magánszemélyként kockázati tőke jellegű befektetésekkel. A kérdőíveket 14 személy volt hajlandó kitölteni, így a tényleges visszaküldési arány 78 százalék lett.<sup>26</sup>

<sup>24</sup> Az első generációs tanulmányok célja az egyes országokban az informális kockázatitőke-piac alapvető vonásainak feltárása: a befektetők aktivitásának (*activity*), magatartásának (*behaviour*) és jellemzőinek (*characteristics*) megismerése.

<sup>25</sup> A lista összeállításakor több módszert alkalmaztunk. Egyrészt megkerestük a témával foglalkozó intézményt – Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület – és néhány személyt: Karsai Juditot, Rácz Andrást (Innostart), akiknek ezúton is szeretnénk köszönetet mondani a segítségükért. A mintába belevettük azt a néhány befektetőt, akiknek a neve angyalként közismertté vált, illetve akiket személyesen is ismertünk. Továbbá alkalmaztuk a hólabdamódszert, azaz a már meglévő személyektől kértünk további neveket és tippeket.

<sup>26</sup> 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 rövidegsége azonban határokat szabott a kérdések számát illetően. A magyar mellett igény mutatkozott angol nyelvű kérdőívekre

## Az eredmények elemzése

A felmérésben vizsgált angyalok férfiak, átlag 44 évesek, és 86 százalékuk felsőfokú végzettséggel rendelkezik. A legsűrűbben előforduló diploma a gazdasági (nyolc), ezt követi a műszaki (három). Lakhelyüket tekintve a mintába bekerült befektetők közül tizenketten budapesti, illetve Pest megyei lakosok, a fennmaradó részük szegedi. A mintába kerültek 93 százaléka jelenleg is cégtulajdonos, átlagosan 14 éves vállalkozói tapasztalattal. Érdekes, hogy az azonosított befektetők közül négyen nem magyar állampolgárok, és további két személy kettős állampolgár. Öten közülük korábban angolszász területen élt, ahol az informális kockázati tőke-befektetések jóval ismertebbek és népszerűbbek, mint Magyarországon. Állandó lakhelyüket tekintve egy kivétellel mindannyian Magyarországon élnek. Nemzetközi összehasonlításban a hazai angyalok lakhelyüket, tapasztalatukat, végzettségüket, foglalkozásukat tekintve kissé homogénebb csoportot alkotnak, mint külföldi társaik. Ez azonban valószínűleg a kis mintának köszönhető. Az összetetésből kitűnik, hogy a magyar angyalok „kollégáik” közül a legaktívabbak, a legképzettebbek és a legnagyobb arányban rendelkeznek vállalkozói tapasztalattal is (*1. táblázat*). A jövedelmek összetétele 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 (10 és 20 millió forint között, 210 forint/dollár árfolyamon számítva).

Az angyalbefektetők 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 hasznosítás 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 befektetőtípust az különbözteti meg a „racionális” befektetőktől, hogy az anyagi hasznok mellett a „pszichikai jövedelmeket” is fontosnak tartja (*Sullivan–Miller [1996]*).

A mintába bekerült magánszemélyek a magas tőke megtérülés mellett leginkább hedonista okokból (kedvtelés, szakmai kihívás) vállalkoztak informális tőkebefektetésre, míg az altruista, emberbarát motivációk (például egy fiatal vállalkozónak, egy barátjának való segítség) csak kevésbé hangsúlyosan jelentek meg (*2. táblázat*). A magyar felmérés is igazolta tehát, hogy *nemcsak a gazdasági motivációk vezérlik az üzleti angyalokat*. Németországban a befektetett tőke átlagon felüli megtérülése mint motiváció csak a harmadik helyre került, míg az Egyesült Államokban elsődlegesen a pénzügyi megfontolások, és csak ezt követően jelennek meg az altruista, hedonista okok. A különbségek valószínűleg az egyes országok eltérő hagyományaira, szokásaira vezethetők vissza.

A töredezett, információs veszteségek által „sújtott” informális kockázati tőke-piacon sorsdöntő, hogy *a tőkét kínáló magánszemélyek és a finanszírozási forrásokat kereső vállalkozók honnan szereznek tudomást egymásról*. Magyarországon egyértelműen az informális, személyes információforrások vannak túlsúlyban: az angyalok leginkább üz-

---

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 angyalokként definiáltuk azokat a magánszemélyeket, akik közvetlen módon tőkét nyújtanak olyan vállalkozásoknak, amelyekkel a befektetést megelőzően nem álltak családi és tulajdonosi kapcsolatban.

I. táblázat  
Az üzleti anyagok néhány jellemzőjének nemzetközi összehasonlítása

Megnevezés	Egyesült Államok	Nagy-Britannia	Németország	Norvégia	Ausztrália	Magyarország
Kor (év)	47 (medián)	53 (átlag)	48 (átlag)	47 (átlag)	40 (medián)	44 (átlag)
Nem (férfiak százalékaránya)	95	99	100	97	100	100
Éves jövedelem (ezer forint)	18 900 (medián)	17 020 (átlag)	64 000–128 000* (medián)	16 023 (átlag)	37 800 (átlag)	10 000 felett (medián)**
Vagyon (ezer forint)	157 500 (medián)	115 440 (átlag)	1 155 000 (átlag)	86 100 (átlag)	420 000 (átlag)	n. a.
Végzettség (diplomások százalékaránya)	72	n. a.	n. a.	n. a.	67	86
Vállalkozói tapasztalata van (a válaszadók százalékéka)	83	57	75	46	n. a.	93
Befektetési aktivitás (a befektetések száma az elmúlt 3 évben)	2	2	4,8	3,7	n. a.	4,9
A befektetés átlagos mérete (ezer forint)	12 369	3 700	42 000	16 023	n. a.	15 000***
Minta (fő)	435	86	48	425	36	14

\*A háziartás jövedelme. \*\* 8 válasz alapján. \*\*\*10 válasz alapján.

Az értékek átszámításához a következő árfolyamokat vetük alapul: 210 forint/dollár, 250 forint/euro, 370 forint/font, 128 forint/márka.

Forrás: Gaston [1989], Harrison–Mason [1996], Brettel [2001], Weber és szerzőitársai [2000], Reitan–Sorheim [2000], Hindle–Lee [2002] alapján saját összeállítás.

## 2. táblázat

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

Motiváció	Magyar		Német		Amerikai	
	rang	érték	rang	érték	rang	érték
Az átlagon felüli megtérülésben bízva	1.	4,64	3.	3,58	1.	3,99
Mert számomra szakmai kihívást jelent	2.	3,93	–	–	–	–
Kedvtévésből, e tevékenység örömet okoz	3.	3,29	1.	4,58	4.	2,43
A jövőbeli osztalékért	4.	2,86	7.	1,16	–	–
Hogy támogassam a fiatal vállalkozókat	5.	2,29	2.	3,84	5.	2,38
A társadalom számára fontos termékek előállítását segítem	6.	2,07	4.	2,26	6.	2,20
Adózási megfontolásból	7.	1,71	5.	1,54	3.	2,85
Egy közösség, a társadalom megbecsülésének kivívásáért	8.	1,64	6.	1,46	7.	1,71
Rendszeres kiegészítő jövedelem megszerzése céljából	9.	1,57	–	–	2.	3,47

*Megjegyzés:* a német felmérés 48, az amerikai 214 fős mintán alapul. A magyar és amerikai véleményeket 1–5-ig terjedő skálán mérték, a német kutatás három fokozatot állított fel: nagyon fontos, fontos, nem fontos, és az eredményeket százalékos formában szemléltette. Hogy a német értékek is kompatibilisek legyenek, a nagyon fontos 5-ös, a fontos 3-as, a nem fontos 1-es súllyal szerepel. Az így keletkezett értékekből felállított rangsor megegyezett a szerző által szerkesztett rangsorral.

*Forrás:* a szerzők saját kutatása valamint Brettel [2001] és Sullivan–Miller [1996].

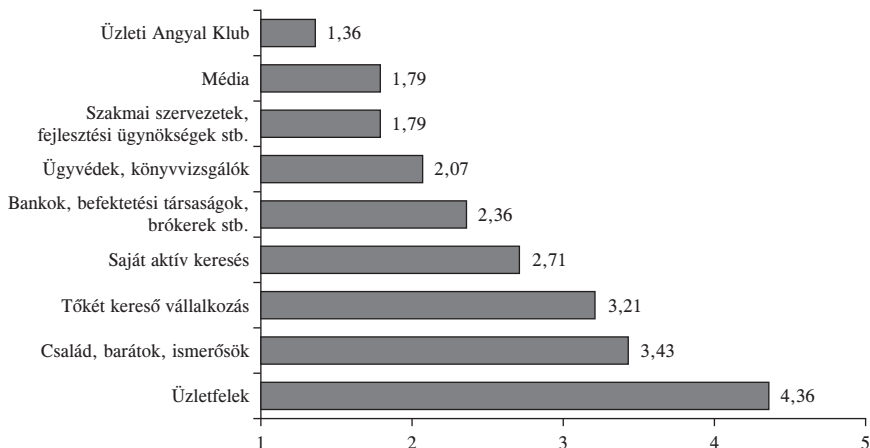
leti partnereiken, személyes ismerősökön keresztül találnak rá a vállalkozásokra, és viszonylag fontos módszer a vállalkozók és befektetők aktív keresése is (2. ábra). Az úgynevezett formális források (pénzügyi közvetítők, könyvelők, ügyvédek, szabadalmi ügyvivők stb.) és még inkább az erre szakosodott szervezetek (vállalkozásfejlesztési ügynökségek stb.) a partnerek egymásra találásában csekély szerepet játszanak. A felmérés jól érzékelteti, hogy a hazai informális kockázatitőke-piac fejlesztését semmilyen közvetítő vagy szakmai szervezet nem karolta fel, és a média sem foglalkozik a témával. Egy hasonló típusú norvég felmérésben a megkérdezett angyalok barátaiktól, ismerőseiktől kapták a legtöbb hírt befektetési lehetőségekről, ez után következett a média, a bankok, az üzletfelek és a saját keresés (Reitan–Sørheim [2000]).

*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 vállalkozó képességei és a növekedési lehetőségek. 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 Magyarországra is érvényesek: a döntéskor a cég jelenlegi helyzeténél a növekedési képesség, a precízen elkészített üzleti tervnél a jó ötlet többet nyom a latban (3. ábra). Az intézményes kockázatitőke-befektetésekre jellemző az a magatartás, hogy már „beszálláskor is fél szemmel a kijárat felé kacsingatnak”, azaz a jövőbeli kiszállás lehetősége elsődleges a befektetés kiválasztásakor. Felmérésünk azt mutatja, hogy a hazai angyalok számára is döntő tényező a sikeres kiszállás lehetősége.

Az angyal típusú finanszírozás előnye, hogy a befektető a tőkén kívül gyakran a kapcsolatait, eddig felhalmozott tudását és tapasztalatait is a vállalat rendelkezésére bocsátja. Ez a *vállalkozásfejlesztő, -segítő közreműködés* a kockázatkezelés egyéni megnyilvánulásként is értelmezhető: a külső befektető saját tevékenységével igyekszik a finanszírozás-

2. ábra

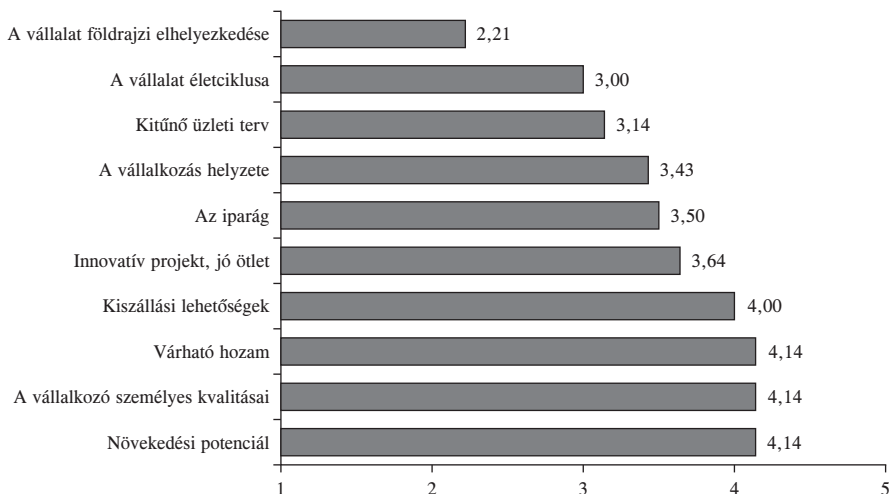
A befektetési lehetőségről szerzett információ forrásai



*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.

3. ábra

A befektetés kiválasztásának kritériumai



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

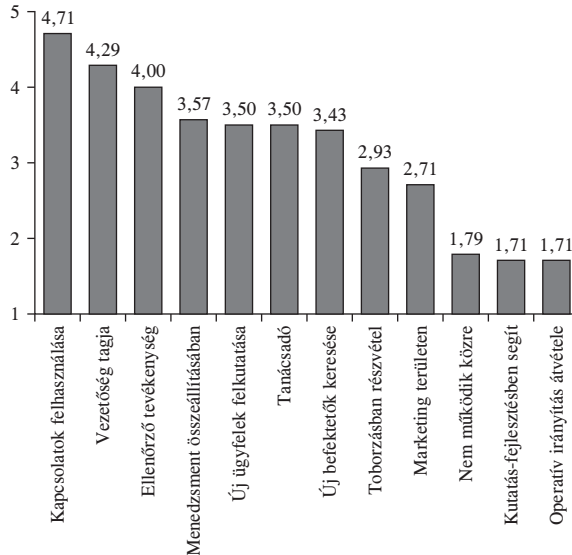
ból eredő pénzügyi kockázatokat csökkenteni és a fellépő információs aszimmetriák által okozott problémákat orvosolni. Az egyes befektetők közreműködése és fejlesztő tevékenysége nagyban függ az adott személy szakmai háttérétől, képességeitől és dolgozni akarásától (MIT [2000]).

A mintába bekerült angyalbefektetők egytől ötig terjedő skálán értékelték, hogy az



4. ábra

Az angyalbefektető közreműködése a finanszírozást kapott vállalkozásnál



*Megjegyzés:* 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.

ábrán felsorolt tevékenységek mennyire jellemzők a *közreműködésükre* (4. ábra). Kiemelkedően magas (4,71-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 (3,5 körüli) értéket kapott a tanácsadás, a menedzsment-összeállításában, új vevők, további befektetők felkutatásában játszott szerep, így ezek a funkciók is általánosak lehetnek a magyarországi informális magánbefektetők esetében. Az egyes szakterületekhez köthető tevékenységekbe (humán erőforrás-gazdálkodás, marketing, kutatás-fejlesztés) való bekapcsolódás általában a hozzáértés és végzettség függvénye, ennek köszönhetően a befektetők csak kisebb része körében 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 válaszdók saját bevallásuk szerint ezt a nem éppen „sportszerű” és a vállalkozók számára kifejezetten „kellemetlen” magatartást nem alkalmazzák.

A *befektetési aktivitás* mérésénél a szakirodalomban elfogadott hároméves időintervallumot alkalmaztuk. Az elmúlt három évben a megkérdezett angyalok összesen 68 vállalkozásba fektettek, és az egy főre jutó 4,9-es átlag nemzetközi összehasonlításban is magasnak tekinthető (1. táblázat). Tíz válaszdók alapján – akik a 68 vállalkozásból 38-ban szereztek részesedést – az összbefektetés értéke elérte az 576 millió forintot. A 14 angyal a tíz válasz alapján becslve összesen 1 milliárd forint körüli összeggel járult hozzá a kisvállalkozások tőkeszükségletéhez 2001 és 2003 között. A megkérdezett angyalok 93

## 3. táblázat

A vállalkozásban jellemzően szerzett részesedés nagysága

A részesedés nagysága (százalék)	Gyakoriság
–5	15
5–25	54
25–50	62
50–	31

*Megjegyzés:* 13 válasz alapján, az említések százalékában (az összeg a 100 százalékot meghaladja).

százaléka szokott másokkal együtt befektetni: több mint négyötödük más magánszemélyekkel, fele pedig bankokkal, kockázati tőke-társaságokkal, befektetési intézményekkel közösen. Az állami partnereket a válaszadók 7 százaléka említette mint társbefektetőt. A vállalkozásban szerzett részesedés nagyságát vizsgálva kiderül, hogy a hazai angyalok leginkább 25–50 százalék közötti üzlet rész „megkaparintására” törekednek, fontossági sorrendben ezután az 5–25 százalék közötti részesedés következik, míg egyharmaduk említette jellemzőként a többségi tulajdonrész (3. táblázat).

Az informális kockázati tőke-befektetések számának *szektorális megoszlása* Magyarországon teljesen kiegyenlített: az általunk használt kategóriák (például pénzügybiztosítás–ingatlan, egyéb szolgáltatások, biotechnológia, internetgazdaság, mezőgazdaság stb.) mindegyike közel egyenlő súllyal szerepelt a válaszokban. A befektetések értékének megoszlásáról nem készült adatgyűjtés.

\*

Befejezésül a hazai informális kockázati tőke-befektetések számának és szerepének növelése érdekében néhány konkrét javaslatot kívánunk megfogalmazni.

1. Alapvető fontosságú lenne egy átfogó felmérés elvégzése, illetve a folyamatos *információgyűjtés* a hazai informális kockázati tőke-piac helyzetéről, amire támaszkodva megalapozott fejlesztési döntések szülehetnek.

2. Magyarországon az üzleti angyalok fogalma és tevékenysége kevésbé ismert, ezért elengedhetetlen egy *tájékoztató kampány* indítása, tanulmányok, publikációk közzétevése, sikertörténetek, brosúrák, hirdetések megjelentetése stb., hogy a lehetséges üzleti angyalok és a vállalkozók megismerjék az új finanszírozási mód előnyeit.

3. Az *adórendszer* oly módon érdemes átalakítani, hogy ösztönözze a tőzsdén kívüli vállalkozásokba való befektetéseket.

4. Egy *üzleti angyal-hálózat*, illetve közvetítő szolgáltatást nyújtó szervezet létrehozása az informális kockázati tőke-piac fejlesztésének „zászlóshajója” lehet. A befektetők és a tőkét kereső vállalkozók „összehozása” mellett képzési, tanácsadási, érdekképviseleti feladatokat is elláthatnak. Fontos szerepük lehetne a vállalkozások felkészítésében a befektetések fogadására. Létrehozásukat, működésük kezdeti szakaszát érdemes közpénzekkel is támogatni.

Az általunk vázolt intézkedések meghozatalával néhány éven belül a hazai üzleti angyalok is képesek lennének jelentősebb mértékben hozzájárulni az innovációorientált kisvállalkozások és ezzel a teljes gazdaság fejlődéséhez. Úgy gondoljuk, már e kutatás létrejötte is biztató jelnek tekinthető.

## Hivatkozások

- ACS, J. Z.–SZERB LÁSZLÓ–ULBERT JÓZSEF–VARGA ATTILA [2003]: GEM 2001 Magyarország. Vállalkozások Magyarországon globális összehasonlításban. Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Pécs.
- ARAM, J. D. [1989]: Attitudes and behaviors of informal investors toward early-stage investment, technology-based ventures, and coinvestors. *Journal of Business Venturing*, 4. 333–347. o.
- BAYGAN, G.–FREUNDENBERG, M. [2000]: The internationalisation of venture capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy. STI Working Paper, 7. OECD. Párizs.
- BENJAMIN, G. A.–MARGULIS, J. [1996]: Finding your wings: how to locate private investors to fund your venture. Wiley, New York.
- BÉT [2002]: Éves jelentés 2001. Budapesti Értéktőzsde, Budapest.
- BÉT [2003]: Éves jelentés 2002. Budapesti Értéktőzsde Részvénytársaság, Budapest.
- BOYNS, N.–COX, M.–SPIRES, R.–HUGHES, A. [2003]: Research into the Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts. Public and Corporate Economic Consultants, Cambridge–London, <http://www.inlandrevenue.gov.uk/research/report.pdf>. Letöltve: 2004. január 10.
- BRETTEL, M. [2001]: Deutsche Business Angels im internationalen Vergleich. WHU-Forschungspapier Nr. 84. WHU, Koblenz, <http://www.whu-koblenz.de/control/Forschungspapiere/FP84.pdf>. Letöltve: 2002. október 28.
- BRETTEL, M. [2003]: Business angels in Germany: a research note. *Venture Capital*, 3. 251–268. o.
- BYGRAVE, W. D.–HAY, M.–NG, E.–REYNOLDS, P. [2003]: Executive forum: A study of informal investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor (GEM). *Venture Capital*, 2. 101–116. o.
- EC [2001]: Informal investor and high-tech entrepreneurship. Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg.
- EC [2003]: Benchmarking business angels. „BEST” report. Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg.
- GASTON, R. J. [1989]: Finding private venture capital for your firm: A complete guide. John Wiley and Sons, New York.
- HARDING, R. [2002]: Plugging the knowledge gap: an international comparison of the role for policy in the venture capital market. *Venture Capital*, 1. 59–76. o.
- HARRISON R. T.–MASON C. M. [1996]: Informal venture capital. Megjelent: *Harrison, R. T.–Mason, C. M.* (szerk.): Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 89–101. o.
- 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*, 3. 223–242. o.
- HINDLE, K.–LEE, L. [2002]: An exploratory investigation of informal venture capitalists in Singapore. *Venture Capital*, 2. 169–177. o.
- HINDLE, K.–WENBAN, R. [1999]: Australia’s informal venture capitalists: an exploratory profile. *Venture Capital*, 2. 169–186. o.
- JUST, C. [2000]: Business Angels und technologieorientierte Unternehmensgründungen. Lösungsätze zur Behebung von Informationsdefiziten am informellen Beteiligungskapitalmarkt aus Sicht der Kapitalgeber. Fraunhofer IRB, Stuttgart.
- KÁLLAY LÁSZLÓ–IMREH SZABOLCS [2004]: A kis- és középvállalkozás-fejlesztés gazdaságtana. Aula, Budapest.
- KARSAI JUDIT [1997]: A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle*, 2. sz. 165–174. o.
- KARSAI JUDIT [1999]: A megfontoltan kockázató tőkések. Kockázattőke-befektetések Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 9. sz. 789–812. o.
- KARSAI JUDIT [2000]: A kockázati tőke szerepe a technológiai alapú induló vállalkozások finanszírozásában. Megjelent *Román Zoltán* (szerk.): Felzárkózás és EU csatlakozás. MTA Ipar- és Vállalatgazdasági Bizottság, Budapest, 324–330 o.

- KARSAI JUDIT [2002]: A kockázati tőke alkalmazásának lehetőségei és hatása a versenyképességre. Részanyag A magyar gazdaság versenyképességének erősítése: helyzetkép és feladatok című kutatás számára. Kézirat.
- KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ [2004]: Befektetők vagy angyalok? Az informális kockázatitőke-befektetések motivációi. Megjelent: *Garai László–Czagány László* (szerk.): A szociális identitás, az információ és a piac. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei. JATEPress, Szeged (megjelenés alatt).
- KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ–MAKRA ZSOLT [2004]: Az üzletiangel-hálózatok szerepe az informális kockázatitőke-piac élénkítésében. Megjelent: *Botos Katalin* (szerk.): Pénzügyek a globalizációban. JATEPress, Szeged (megjelenés alatt).
- LANDSTRÖM, H. [1998]: Informal investors as entrepreneurs. *Technovation*, 5. 321–333. o.
- LERNER, J. [1998]: „Angel” financing and public policy: An overview. *Journal of Banking & Finance*, 22. 773–783. o.
- MASON, C. [2002]: Report on business angels investment activity 2000-2001. NBAN és BVCA, London. <http://www.bestmatch.co.uk/about/overview/Report2002.pdf>. Letöltve: 2003. április 5.
- MASON, C.–HARRISON, R. T. [1995]: Developing the informal venture capital market in the UK: is there still a role for public sector business angels networks? Megjelent: *Bygrave, W. D.–Bird, B. J.–Birley, N. S.–Churchill, N. C.–Hay, M. G.–Keeley, R. H.–Wetzel, W. E. Jr.* (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson College, Wellesley, <http://www.babson.edu/entrep/fer/papers95/mason.htm>. Letöltve: 2002. május 3.
- MASON, C. M.–HARRISON, R. [2000]: Informal Venture Capital and the Financing of Emergent Growth Business. Megjelent: *Sexton, D. L.–Landström, H.* (szerk.): *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*. Blackwell, Oxford. 221–239. o.
- MASON, C. M.–HARRISON, R. T. [2002a]: Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship and regional development*, 14. 271–287 o.
- MASON, C. M.–HARRISON, R. T. [2002b]: Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investmnets. *Journal of Business Venturing*, 17. 211–236. o.
- MIT [2000]: Venture Support Systems Project [2002]: Angel Investors. MIT Entrepreneurship Center, Massachusetts, <http://entrepreneurship.mit.edu/Downloads/AngelReport.pdf>. Letöltve: 2002. április 5.
- OSMAN PÉTER [1998]: Az üzleti angyalok tevékenysége és befektetések szerepe a kis- és kisebb középvállalatok létrehozásában, fejlesztésében. OMFB, Budapest.
- OSMAN PÉTER [1999]: Az üzleti angyalok gazdasági szerepéről és jelentőségéről. *Vezetéstudomány*, 10. 12–19. o.
- OSMAN PÉTER [2000]: A vállalatközi fejlesztőtőke-befektetés szerepe a technológiaintenzív vállalkozások finanszírozásában. Oktatási Minisztérium, Budapest.
- OSNABRUGGE, M. VAN–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.
- REITAN, B.–SØRHEIM, R. [2000]: The informal venture capital market in Norway – investor characteristics, behaviour and investment preferences. *Venture Capital*, 2. 129–141. o.
- SEBROECK, H. VAN [2000]: The financing of innovation with venture capital. Federal Planning Bureau, Brüsszel.
- SHORTER, S. M. [1996]: TECs and the promotion of informal venture capital: the feasibility of an informal investor network in East Lancashire. Megjelent: *Harrison, R. T.–Mason, C. M.* (szerk.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 229–247. o.
- SØRHEIM, R.–LANDSTRÖM, H. [2001]: Informal investors - A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship & Regional Development*, 13. 351–370. o.
- SULLIVAN, M. K.–MILLER, A. [1996]: Segmenting the informal venture capital market: economic, hedonistic and altruistic investors. *Journal of Business Research*, 36. 25–35. o.
- SZERB LÁSZLÓ–VARGA ATTILA [2002]: High tech venture capital investment in a small transition country: the case of Hungary. Megjelent: *Bartzokas, A.–Mani, S.* (szerk.): *Financial systems, corporate investment in innovation and venture capital*. Edgar Elgar, London. 290–321. o.

- VECSENYI JÁNOS [2003]: Vállalkozás. Az ötlettől az újratekésítésig. Aula, Budapest.
- WEBER, J.–BRETTEL, M.–JAUGEY, C.–ROST, C. [2000]: Business Angels in Deutschland. Wie Business Angels in Deutschland junge Unternehmen helfen. WHU, Koblenz, <http://www.whu-koblenz.de/control/Forschungspapiere/FP73.pdf>. Letöltve: 2002. november 4.
- WETZEL, W. E. [1981]: Informal risk capital in New England. Megjelent: *Vesper, K. H.* (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson College Center, Wellesley, 217–245. o.
- WETZEL, W. E.–FREEAR, J. [1996]: Promoting informal venture capital in the United States: reflections on the history of the Venture Capital Network. Megjelent: *Harrison, R. T.–Mason, C. M.* (szerk.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 61–74. o.