

PTE ÁJK-KTK Könyvtár

KG 85

# DOKTORI ÉRTEKEZÉS

MAKRA ZSOLT

Pécs, 2008

PÉCSI TUDOMÁNYEGYETEM  
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR  
REGIONÁLIS POLITIKA ÉS GAZDASÁGTAN DOKTORI ISKOLA

MAKRA ZSOLT

# INFORMÁLIS KOCKÁZATITŐKE- BEFEKTETŐK MAGYARORSZÁGON

DOKTORI ÉRTEKEZÉS

**Témavezető**

Dr. Szerb László Ph.D

Egyetemi docens

Pécsi Tudományegyetem  
Közgazdaságtudományi Kar

**Doktori Iskola vezetője**

Prof. Dr. Buday-Sántha Attila DSc.

Egyetemi tanár

Pécsi Tudományegyetem  
Közgazdaságtudományi Kar

*fdh*

**MELLÉKLETTEL**

2008.

PTE Egyetemi Könyvtár



P000850025





# Tartalomjegyzék

Tartalomjegyzék .....	3
Ábrajegyzék.....	5
Táblázatok jegyzéke.....	6
Előszó .....	7
Bevezetés .....	8
<b>I. A kockázati tőke jellemzői és elmélete.....</b>	<b>10</b>
1.1. Az új és induló vállalkozások gazdasági szerepe és finanszírozási nehézségei .....	10
1.2. A kockázati tőke fogalma, szerepe és megjelenési formái .....	13
1.2.1. <i>Az intézményi kockázati tőke változó arca.....</i>	<i>18</i>
1.2.2. <i>Az intézményi kockázati tőke-piacok térbelisége.....</i>	<i>23</i>
1.2.3. <i>A vállalati kockázati tőke (corporate venture capital) .....</i>	<i>31</i>
1.3. A kockázati tőke elméleti keretei.....	33
1.3.1 <i>Információs aszimmetriák, kontraszelekció és erkölcsi kockázatok.....</i>	<i>34</i>
1.3.2. <i>Információs aszimmetriák, tőkeszerkezet és növekedési ciklusok.....</i>	<i>40</i>
1.3.3 <i>Társadalmi tőke és helyi kapcsolatok.....</i>	<i>44</i>
1.3.4. <i>Térbeli koncentráció és a pénz földrajza.....</i>	<i>47</i>
<b>II. Az egyéni (informális) kockázati tőke-befektetők jellemzői .....</b>	<b>52</b>
2.1. Az egyéni kockázati tőke szállítói .....	53
2.2. A befektetések mozgatórugói .....	57
2.3. Értékkeremtés a finanszírozás után: bekapcsolódás a vállalkozás működtetésébe .....	61
2.4. „Balkanizált” és lokális informális kockázati tőke-piacok .....	65
2.5. Az informális kockázati tőke-befektetők tipizálása .....	70
<b>III. Egyéni (informális) kockázati tőke Magyarországon .....</b>	<b>77</b>
3.1. Korábbi kutatások eredményei .....	77
3.2. A hazai informális tőkebefektetők jellemzői a GEM adatok tükrében.....	81
3.2.1. <i>A Global Entrepreneurship Monitor kutatásról .....</i>	<i>81</i>
3.2.2. <i>Hipotézisek.....</i>	<i>84</i>
3.2.3. <i>A minta, a módszertan és az elemzés során használt változók .....</i>	<i>88</i>
3.2.4. <i>Az informális tőkebefektetők demográfiai jellemzői .....</i>	<i>90</i>
3.2.5. <i>Az informális tőkebefektetővé válást meghatározó tényezők és a befektetők     alcsoportjai .....</i>	<i>92</i>
3.2.5. <i>A felmérés és az elemzés gyenge pontjai.....</i>	<i>97</i>
3.3. Következtetések .....	97
<b>IV. Állami szerepvállalás és informális kockázati tőke .....</b>	<b>100</b>
4.1. Állami szerepvállalás az intézményi kockázati tőke-piacon .....	100
4.2. Érvek és ellenérvek az informális kockázati tőke-befektetések állami ösztönzése kapcsán.....	103



4.3. A nem intézményi kockázatitőke-piac fejlesztésének lehetséges eszközei .....	106
4.3.1. Ösztönző szabályozási környezet kialakítása .....	107
4.3.2. Adókedvezmények .....	109
4.3.3. Tőkegarancia-rendszerek bevezetése .....	110
4.3.4. A formális és az informális kockázatitőke-befektetők közötti együttműködések ösztönzése .....	111
4.3.5. Az üzleti angyalok közötti szindikátusok ösztönzése .....	115
4.3.6. A vállalkozói kultúra erősítése .....	115
4.3.7. Új megközelítés: a vállalkozások komplex felkészítése a kockázatitőke- befektetésekre .....	118
4.4. Híd az informális tőkebefektetők és a vállalkozások között: az üzleti angyal hálózatok szerepe .....	120
4.4.1. A hálózatok lehetséges szolgáltatásai .....	123
4.4.2. A hálózatok finanszírozása és árpolitikája .....	125
4.4.3. Szervezeti kérdések .....	129
4.4.4. A hálózatok tipizálása .....	131
4.5. A programok értékelése és magyarországi javaslatok .....	134
<b>V. Összefoglalás .....</b>	<b>140</b>
<b>Felhasznált irodalom .....</b>	<b>146</b>

## Ábrajegyzék

1. ábra: A tőkefinanszírozás módjai a vállalkozás életciklusaiban.....	12
2. ábra: A befektetések értékének megoszlása a portfólióvállalat fejlettségének szakaszai szerint az EVCA tagországokban 1987 és 2004 között .....	20
3. ábra: Az ügynökelmélet sematikus ábrája .....	36
4. ábra: A pénzügyi rendszerek és azok területi jellemzői két alapvető közgazdasági irányzat tükrében.....	48
5. ábra: Az egyéni (nem intézményi) kockázattőke-befektetők lehetséges csoportjai .....	56
6. ábra: Az egyéni kockázati tőkék vállalkozás érdekében végzett tevékenységeinek kategorizálása.....	64
7. ábra: Az üzleti angyalok tipizálása az Egyesült Királyságban .....	73
8. ábra: A norvég egyéni kockázattőke-befektetők tipizálása .....	75
9. ábra: A GEM koncepcionális modellje: az új vállalkozások, a létező cégek és a gazdasági növekedés közötti kapcsolatrendszer .....	82
10. ábra: A korai fázisú vállalkozói aktivitás (KVA) és a gazdasági fejlettség közötti kapcsolat .....	84
11. ábra: A vállalkozásfejlesztési politika logikai kerete.....	104
12. ábra: Az üzleti angyal hálózatok működtetésének „reputációs modellje” .....	128
13. ábra: Az üzleti angyal hálózatok lehetséges szervezeti keretei.....	130



## Táblázatok jegyzéke

1. táblázat: A kockázati tőke térbeli „csomósodása” az Egyesült Államokban a nyolcvanas évek végén ..... 25
2. táblázat: A magyarországi kockázati és magántőke befektetések regionális megoszlása 1990 és 2005 között ..... 28
3. táblázat: A régiókban megvalósult kockázati és magántőke-befektetések a regionális bruttó hazai termék és az ott működő jogi személyiséggel rendelkező társas vállalkozások számának tükrében ..... 29
4. táblázat: A kockázati tőke LQ (location quotient) indexe a régiókban ..... 30
5. táblázat: A közvetett és a közvetlen vállalatközi tőkebefektetések fő előnyei, hátrányai és lehetséges stratégia céljai ..... 33
6. táblázat: A társadalmi tőke elméletének irányzatai ..... 45
7. táblázat: A befektetéstől elvárt hasznok alapján képzett üzleti angyal klaszterek jellemzői ..... 59
8. táblázat: Az angyal befektetők földrajzi preferenciái az Egyesült Királyságban ..... 68
9. táblázat: A befektetések elhelyezkedése a New England-i térségben ..... 68
10. táblázat: Az üzleti angyalok néhány jellemzője nemzetközi összehasonlításban ..... 79
11. táblázat: A hazai informális tőkebefektetők leíró statisztikája ..... 91
12. táblázat: Az informális tőkebefektetővé válást meghatározó tényezők Magyarországon ..... 93
13. táblázat: A családi és nem családi kötődésű cégekbe történő befektetési hajlandóságot meghatározó tényezők és a köztük lévő különbségek ..... 95
14. táblázat: A hazai informális tőkebefektetők négy lehetséges „klasztere” ..... 96
15. táblázat: Üzleti angyal hálózatok az Európai Unióban és Norvégiában ..... 122
16. táblázat: Néhány üzleti angyal hálózat bevételeinek forrása 2005-ben ..... 126
17. táblázat: Az üzleti angyal hálózatok hagyományos és kibontakozó új modelljei ..... 134

## Előszó

„A tudomány volt a legszabadabb hely a világon” – visszhangzott a fejemben Bródy András interjúból kiragadott mondata a disszertáció írása alatt, és mindvégig arra gondoltam, hogy az idézet jelen időben is igaz: a tudomány művelése talán még mindig teret enged a kreativitásnak, az önálló gondolatoknak, a szabad alkotásnak, az értelmes vitáknak.

A tudomány iránti komolyabb érdeklődésem 2002-ben a Szegedi Tudományegyetemen kezdődött. Egy sikeres, az üzleti angyalokról tartott szemináriumi előadás után elhatároztam, hogy e témában írt dolgozattal elindulok a helyi TDK-n. Az erőfeszítések nem voltak hiábavalók, a helyi döntő második helyezése után a gyöngyösi OTDK-n a Vállalatfinanszírozás szekcióban országos első helyezést értem el. Az egyik bíráló megjegyezte, hogy a dolgozat olyan jó felépítésű és tartalmú, hogy egy Ph.D disszertáció is kinőhet belőle. Az anonim opponens kedves szavai elgondolkodtattak és a munkahelykeresés mellett a pécsi regionális doktori képzésre is jelentkeztem.

Jelen értekezés egy több mint öt éves kutatómunka eredményeire támaszkodik, azokat összegzi. Elsőként három embernek szeretnék köszönetet mondani, akik nélkül nem sikerült volna eljutni idáig. A Kosztópulosz Andreással folytatott baráti beszélgetéseink, szakmai vitáink, közös kutatásaink, Szerb László iránymutatása, tanácsai, kristálytisztá meglátásai és Karsai Judit szakmai észrevételei, önzetlen segítsége döntően befolyásolta munkámat. Emellett köszönetemet fejezem ki mindazok, akik az elmúlt években valamilyen módon segítettek, bátorították, egyengették munkámat, akár szakmai tanácsokkal, akár biztatással: Sofia Avdeitchikova, Bajmócy Zoltán, Becskyné Nagy Patrícia, Buzás Norbert, Dékány Julianna, Gál Zoltán, Gubcsi Lajos Levente, Imreh Szabolcs, Kállay László, Kovács Tamás, Lengyel Imre, Málovics György, Rácz Gábor, Teszkó Szilvia. Köszönöm a házi védésen résztvevőknek az értékes megjegyzéseket és a doktori iskola vezetőjének, Buday-Sántha Attila tanár úrnak tanácsait, segítségét és barátságos hozzáállását.

Köszönöm a Manager Képzés Alapítvány és a Laky Teréz kutatói ösztöndíj anyagi támogatását.



## Bevezetés

A globalizáció és a multinacionális vállalatok korát éljük, ahol felvásárlások, összeolvadások közepette a gazdasági szervezetek folyamatos koncentrációja zajlik, a nagyok még nagyobbakká válnak, a szupermarketek polcain pedig kis túlzással minden országban ugyanazokkal a termékekkel találkozhatunk. Ennek ellenére a mondás beigazolódni látszik, a sok kicsi ugyanis sokra megy: a milliányi apró gazdasági egység, a kisvállalkozások együttesen mégis fontosabb szerepet játszanak a nemzetgazdaságokban (és a társadalmakban), mint a nagyok. Ezzel párhuzamosan a világon majd' mindenhol felismerték a vállalkozás, a vállalkozók és a kisvállalatok stratégiai fontosságát, a munkahelyteremtésben, innovációban, regionális fejlődésben betöltött kulcsszerepét. Az egyik legnagyobb kihívás az új vállalkozások finanszírozási forrásokhoz való hozzáféréseinek biztosítása.

Dolgozatomban a kockázati tőke piacának nem intézményi szegmensét kívánom bemutatni. A téma roppant érdekes és aktuális, emellett több közgazdasági aldiszciplína határán, a vállalati pénzügyek, a vállalkozástan, az innováció gazdaságtanának mezsgyéin található. Ugyanakkor az informális kockázati tőke tudományos eszközökkel történő elemzése nem egyszerű feladat. Hivatalos statisztikák, nyilvános adatbázisok nem érhetőek el, a létező felmérések pedig általában nem reprezentatívak, így általános következtetések levonására nem alkalmasak. Könyvtárnyi szakirodalmából több doktori értekezés is születhetett volna, de mindvégig igyekeztem egy világos logika mentén felépíteni mondanivalónkat, amely egyben új eredményeket is tartalmaz.

Az értekezésben az alábbi fő kérdésekre keresem a választ:

- Hogyan lehet a nem intézményi (egyéni) kockázati tőke-befektetők csoportját, csoportjait egyértelműen meghatározni?
- Milyen speciális jellemzőkkel bírnak, mi határozza meg befektetési magatartásukat?
- Milyen szerepet töltenek be az induló vállalkozások életében?
- Miért fontosak a helyi és regionális gazdaságok számára, mi mondható el a piac térbeli jellemzőiről?
- Vannak-e Magyarországon egyéni kockázati tőkések, milyen jellemzőkkel írhatóak le és különböznek-e a külföldi befektetőktől?
- Milyen eszközökkel ösztönözhető az informális kockázati tőke-piac fejlődése és Magyarországon melyek alkalmazhatóak?

Az **első fejezet** a kockázati tőke tágabb világát mutatja be. A piac három, egymástól nehezen elválasztható, speciális jellemzőkkel bíró szegmensre bontható, amelyeket igyekeztem egyenként röviden bemutatni. Ennek oka, hogy az intézményi kockázati tőke megismerése nélkül nem érthető meg az értekezés témáját sem. A fejezet második része a kockázati tőkére vonatkozó közgazdasági, szociológiai és gazdaságföldrajzi-regionális elméleteket szedi össze és tesz kísérletet azok integrálására.

A **második fejezet** klasszikus **szakirodalmi áttekintés**, azaz szekunder adatok alapján elemzi az üzleti angyalok általam legfontosabbnak vélt tulajdonságait, jellemzőit. A téma szempontjából fontos periodikák, tudományos újságok közül kettő kiemelkedik: a *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* című negyedéves folyóirat és a *Frontiers of Entrepreneurship Research* című évente megjelenő konferenciakötet, amely rendszeresen közli a legújabb releváns kutatásokat, elemzéseket. Az áttekintés természetesen nem teljeskörű, de egy színes képet nyújt az olvasónak a nem intézményi kockázati tőke-piac állapotáról, jellemzőiről.

A **harmadik fejezet** az **empirikus rész**, a hazai informális kockázati tőke-befektetők karakterisztikáját, csoportjait, viselkedését befolyásoló tényezőket veszi górcső alá. A primer adatok a 2001-2006 közötti magyar **Global Entrepreneurship Monitor** kérdőíves kutatásból származnak, az elemzés pedig ökonometriai módszerekkel történik. A statisztikai vizsgálatok után következtetéseket vontam le a magyar befektetőket illetően.

Az elméleti és empirikus fejezetek után egy **„gazdaságpolitikai” irányultságú** következik, ahol a piac ösztönzésére irányuló lehetséges állami eszközöket gyűjtöm össze. Külön alfejezetet szenteltem az általam a kormányzati beavatkozások kulcseszközének tartott üzleti angyal hálózatok bemutatásának.

Az **összegzés** a dolgozat legfontosabb eredményeit kívánja megszerezni, még egyszer összefoglalni.



# I. A kockázati tőke jellemzői és elmélete

## 1.1. Az új és induló vállalkozások gazdasági szerepe és finanszírozási nehézségei

Vállalkozni annyi, mint erőfeszítéseket tenni, elszánni magunkat egy feladat elvégzésére egy bizonytalan cél elérése érdekében. Gazdasági értelemben a **vállalkozás** (entrepreneurship) egy olyan folyamat, melyben az emberek bizonyos lehetőségeket kívánnak kiaknázni tekintet nélkül arra, hogy milyen erőforrásokkal rendelkeznek (Stevensont és Jarillot idézi Hart és szerzőtársai 1995). Ezen emberi cselekvés kulcstényezője tehát inkább a **lehetőség felismerése**, semmint a pillanatnyi anyagi lehetőségek (Thurik és Wennekens 2001). Mindez igaz abban az értelemben, hogy egy jó ötletet, egy újdonságot, egy találmányt nehezebb külső forrásból beszerezni, mint a hozzá szükséges finanszírozást előteremteni. A meghatározás azonban elsiklik a folyamat olyan lényeges elemei felett, mint a kockázatvállalás, az új értékek teremtése, a környezeti tényezők fontossága stb.

Bygrave (1993, 257. o.) szerint „a **vállalkozás** egy olyan folyamat, amely magában foglalja az összes olyan funkciót, tevékenységet és cselekedetet, amely a lehetőség felismerésével és az annak megvalósítását szolgáló szervezet létrehozásával kapcsolatos”, a **vállalkozó** pedig az a személy, aki észleli a lehetőséget és annak kiaknázására az új szervezetet létrehozza. A **vállalat** pedig a vállalkozás szervezeti kerete, amely a célok elérését szolgálja (Chikán 2003).

A fenti „Schumpeter-i” értelmezésben az egyént valamilyen pozitív kilátás motiválja, pl. egy jó ötlet, egy új termék vagy szolgáltatás létrehozása, ami akár iparági, technológiai változásokat<sup>1</sup> generálhat (Thurik és Wennekens 2001). A vállalkozók másik típusát a megélhetés, a napi túlélés hajtja, és a vállalat alapítást gyakran olyan negatív események is befolyásolják, mint a munkahely elvesztése vagy az attól való félelem (Szerb 2005). E vállalkozásokat nevezzük **kényszervállalkozásoknak** (necessity entrepreneurship), a másik típust pedig **lehetőség-motiválta cégeknek** (opportunity entrepreneurship) (Acs és szerzőtársai 2003).

---

<sup>1</sup> Schumpeter kreatív rombolás (creative destruction) elmélete szerint az innovatív, új technológiákat kifejlesztő kisvállalkozások akár új iparágakat is teremthetnek, és ezzel régi, piacvezető cégek eltűnését is elősegíthetik. A kutató később felülvizsgálta nézeteit, és úgy találta, hogy a méretgazdaságosság annyira fontos tényezővé vált, hogy a nagy K+F laboratóriumokkal rendelkező nagyvállalatok fogják uralni az ipari innovációs folyamatokat (Autio-Parhankangas 1998).

A közgazdaságtudomány igazából a hetvenes évekig háttérbe szorította a kisvállalkozások tanulmányozását, és leginkább David Birch 1979-es dolgozata<sup>2</sup> adott lökést az új és fiatal vállalkozások gazdaságban betöltött szerepe feltérképezésének. Mára 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 és Landström 2001, van Osnabrugge és 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 és Freear 1996).

Problémát jelent azonban, hogy e vállalkozások fejlődésük úgynevezett **korai szakaszában**<sup>3</sup> nem jutnak hozzá megfelelő mennyiségű pénzügyi forráshoz, ami megnehezíti továbbfejlődésüket, és jelentős mértékben rontja túlélési esélyeiket (Harding 2002, Harrison és Mason 1996, Mason és Harrison 1995, 2002a, 2002b). A többnyire az alapító megtakarításaiból, a családtagok, barátok<sup>4</sup>, ismerősök, kollégák befektetéseiből, kölcsöneiből létrehozott cégek fejlődésük korai szakaszában gyakran szembesülnek a tőkepiac elégtelen működésével: a fejlesztési források elérhetősége jelentősen beszűkül számukra (Kosztopolosz és Makra 2004).

A **keresleti oldalon** a külső tőke után kutató kisvállalkozások általában nem ismerik megfelelően a kockázatitőke-finanszírozás speciális jellemzőit, 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, és az előkészített üzleti tervek, projektek is gyakran alacsony minőségűek, azaz nem állnak készen a befektetések fogadására (Harding 2002).

A **bankok vonakodnak** a biztosíték, banki előélet nélküli, speciális kockázatkezelési technikák alkalmazását igénylő **kisvállalkozások hitelezésétől**, tekintettel a hitelbírálat és a

---

<sup>2</sup> Birch kutatásai azt mutatták, hogy a nettó új munkahelyek kétharmadát a 20 fő alatti, 81%-át a 100 fő alatti cégek hozták létre az Egyesült Államokban (Autio és szerzőtársai 2000).

<sup>3</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).

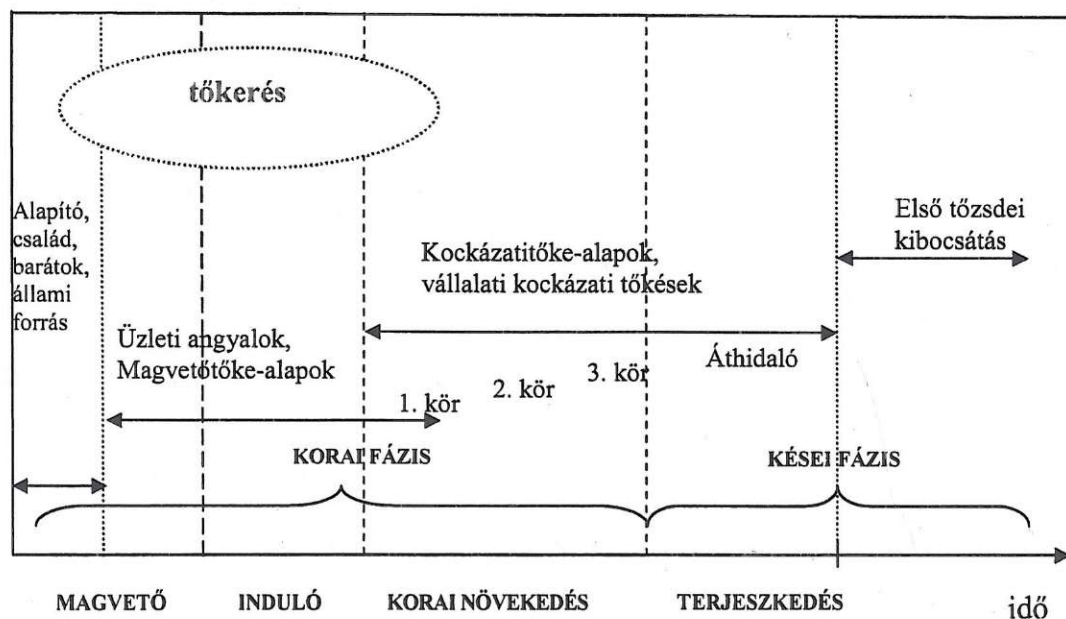
<sup>4</sup> A szakirodalom 3F ként emlegeti az alapító, család, barátok kört, néha pedig tréfásan a founder, family, fools háromossal is találkozhatunk.



hitelnyújtás magas fix költségére és a hiányos információáramlásra<sup>5</sup>. A kis összegű tranzakciók a hitelügyletet általában gazdaságtalanná teszik (Kállay és Imreh 2004). A probléma fokozottan érvényesül az olyan országokban, ahol a hitelfelvétel a kisvállalati finanszírozási kultúra alapja, így többek között Magyarországon is.

A hitelfelvétel helyett az induló és új vállalkozások számára a kockázati tőke jelenthet finanszírozási alternatívát. Látni kell azonban, hogy hiába növekedett rohamos ütemben az **intézményi kockázattőke-befektetők** által összegyűjtött tőke összege világszerte 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 2004b). A kockázattőke-iparág erőteljes területi koncentrációja, valamint a befektetők megváltozott finanszírozási fókusza egyaránt hátrányosan érinti a kisvállalkozásokat<sup>6</sup> (Lumme és szerzőtársai 1998). Rendkívül fontos szerepe ellenére tehát az intézményes kockázattőke-piac nem képes az új és innovatív, növekedésorientált kisvállalkozások széles köre számára elérhető finanszírozási alternatívát adni.

1. ábra: A tőkefinanszírozás módjai a vállalkozás életciklusában



*Forrás:* Kosztopolosz és Makra (2005, 331. o.) alapján saját összeállítás

<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 hiteletet (Harrison és Mason 1996).

<sup>6</sup> A probléma további részletes vizsgálata a következő fejezetekben található.

A finanszírozás keresletére és kínálatára ható tényezők – a tőkekihelyezés kockázatára és a várható hozamokra vonatkozó aszimmetrikus információk, a szereplők potenciálisan opportunistá viselkedése, céljaik különbözősége és eltérő kockázatvállalási hajlandósága, a források ára, a finanszírozók területi elhelyezkedése – gyakran egyensúlytalanságot okoznak a tőkepiacokon, amelyet a szakirodalomban leginkább **tőkerészként** (equity gap)<sup>7</sup> emlegetnek (1. ábra) (Szerb 2006). A tőkerés tulajdonképpen egy **piaci elégtelenség**, egy olyan egyensúlytalansági állapot, amelyben a piac nem képes annyi forrást biztosítani, mint amennyi iránt a cégek részéről kereslet lenne, függetlenül attól, hogy hajlandóak lennének-e megfizetni annak árát (Murray 1998, Maula és Murray 2003, Deloitte & Touche 2003). Az egyensúlytalanságot a tőke kínálói és a finanszírozásra váró vállalkozók együttesen okozzák, mivel nem tudják vagy nem akarják figyelembe venni a megtérülés és a kockázat között fennálló kényes egyensúlyt<sup>8</sup> (Harding 2002).

A **tőkerés különböző dimenziókban** értelmezhető: a cégek egy-egy csoportját érinti a beruházás méretének, a vállalkozás életciklusának, az alkalmazott technológiának és földrajzi elhelyezkedésének függvényében. Érthetjük rajta **egy adott összeghatár alatti források** korlátozott rendelkezésre állását, amelyet a finanszírozóknak méretgazdaságossági okok miatt nem éri meg nyújtani. Jelentkezhet a vállalkozások bizonyos **életszakaszában**, általában a magvetés és indulás fázisában. A tőkerés kialakulhat bizonyos **iparágakban, szektorokban** működő vállalkozások esetében, mint pl. az innovatív terméket, szolgáltatást előállító cégek. A tőkerés végül **területi dimenzióba** helyezve (regionális tőkerés) olyan, a centrumrégióktól távoli, periférikus térségekben alakul ki, ahol egyrészt kevés az ígéretes projekt, másrészt a kockázati tőke-befektetők nincsenek jelen irodákkal vagy tanácsadóikkal (Harrison és Mason 2000b, Nagy 2004).

## 1.2. A kockázati tőke fogalma, szerepe és megjelenési formái

A modern **kockázati tőke-iparág** gyökerei a második világháború utáni időszakra nyúlnak vissza. Az Egyesült Államokban 1946-ban jött létre az első kockázati tőke-társaság, az American Research and Development azzal a céllal, hogy tőkét nyújtson új és gyorsan

<sup>7</sup> A szakirodalom a tőke- és finanszírozási szakadék kifejezéseket gyakran szinonimaként használja. Véleményem szerint a finanszírozási szakadék tágabb fogalom: egyaránt utal a hitel- és a tőkealapú forrásokhoz való korlátozott hozzáférésre, míg a tőkeszakadék csak a kockázati tőke iránti kereslet és kínálat problematikáját világítja meg. Jelen tanulmányban a tágabb értelmezés elemzését kísérelem meg.

<sup>8</sup> A tőkerés részletes elméleti megalapozása és vizsgálata az 1.3. fejezetben található.



növekvő technológiai vállalkozásoknak. A befektetési célpontok kiválasztását nagyban meghatározta az alapítók szoros kapcsolata a térség kutatási és felsőoktatási fellegváraival, a Harvarddal és az MIT-vel<sup>9</sup>. Az eredeti koncepció tehát egyértelmű volt: spekulatív jellegű, de hatalmas haszonnal kecsegtető, gyors növekedésre képes, tőzsdén nem jegyzett cégeknek nyújtani részvénytőke-típusú finanszírozást (Bygrave és Timmons 1992). A szektor **robbanásszerű növekedése** a nyolcvanas évek elején, a tőkenyereségadó csökkentése és a nyugdíjalapok befektetési szabályainak lazítása után következett be, és 1995-re a befektetések értéke már elérte a 4 milliárd dollárt (Mason és Harrison 1999a). Az elmúlt három évtizedben a „**technológiai forradalmat**” levezénylő, az új technológiák és új iparágak létrehozásában élen járó észak-amerikai innovatív kisvállalkozások többsége kockázattőke-finanszírozást kapott, azaz e finanszírozási mechanizmus, e „pénzügyi innováció” jelentősen hozzájárult a fenti modernizációs, szerkezetváltási folyamat lejátszódásához.

Jelentős fáziskéséssel ugyan, de hasonló nagyságú kockázattőke-piac fejlődött ki Európában is, melynek legfejlettebb szegmense kétség kívül az Egyesült Királyságban található. A technológiai versenyfutásban, az „új gazdaság” kiépítésében és a gazdasági versenyben **Európa** azonban jócskán lemaradt Amerika mögött, mivel az öreg kontinens **innovatív cégei** még mindig sokkal **nehezebben találnak maguknak finanszírozót** (Sunley és szerzőtársai 2005, Martin és szerzőtársai 2002, 2003).

A **kockázati tőke** általában növekedési potenciállal rendelkező, tőzsdén nem jegyzett vállalatok számára nyújtott tőkebefektetés, amelynek célja a megszerzett részesedés középtávon nagy haszonnal történő értékesítése. A befektetést kapott vállalkozást **portfolióvállalatnak** (portfolio company ill. investee company) nevezzük. Egyedülálló és hiánypótló, főként **saját vagy részvénytőke (equity) alapú finanszírozási eszköz**, melyet a befektetők gyakran kiegészítenek átváltható vagy alárendelt, esetleg hagyományos kölcsönnel. Hiánypótló, mert olyan magas fokú bizonytalanságok közepette működő, likvid vagyonnal nem rendelkező cégeket is finanszíroz, melyek számára más forrás nem elérhető. Olcsó és drága is egyben: a vállalkozás korai szakaszában olcsó finanszírozási forrásnak számít, mivel a befektetés időtartama alatt kamatot (és gyakran osztalékot sem) kell fizetnie, így e kifizetések nem rontják a cash flowt. Drága, mivel a felvállalt extra kockázatokért cserébe a befektető magas hozamot vár el, melyet nagyrészt üzletrésze értékesítésekor, a

---

<sup>9</sup> Az első befektetés a High Voltage Engineering Corporation nevű, öt MIT-s fizikus és mérnök által alapított cég volt. A társaság később az első olyan technológiai cégek között szerepelt, melyet kockázattőke-finanszírozás után vezettek be a New York-i tőzsdére.



kiszálláskor realizál. Emellett a vállalkozónak cége feletti „korlátlan hatalma” is csorbul, mivel egy külső fél is tulajdonosi jogosítványokhoz jut vállalkozásában.

A kockázati tőke fogalma eredetileg szorosan összekapcsolódott az ötlet, az újdonság, egy új cég, lényegében az innováció finanszírozásával, pontosabban az e területre történő tőkebefektetéssel (Karsai 1997). A nyolcvanas években bekövetkezett iparági fókuszváltás azonban új befektetői szemléletet hozott és új elnevezéseket hívott életre. A „**hagyományos kockázati tőke**” (classical venture capital) alatt elsősorban a technológia-intenzív, gyorsan fejlődő fiatal vállalkozásokat kereső tőkét kell érteni (Karsai 1997), amely „türelmes és bátor” maradt (Bygrave és Timmons 1992). A kockázati tőkéseknek a másik csoportját pedig azok a befektetési társaságok/alapok teszik ki, amelyek az igen kockázatos induló vállalkozások helyett inkább az érett vállalatokat, a vezetői kivásárlásokat (MBO)<sup>10</sup> és a cégek feljavítását célzó tőkeinjekciókat részesítik előnyben. A hagyományos kockázati tőkétől megkülönböztetve a szakirodalom ez utóbbi típusú finanszírozási forrást **fejlesztési tőkének** (development capital) vagy **kereskedelmi tőkének** (merchant capital) (Mason és Harrison 1995) nevezi. A kockázati tőke-iparág átrendeződésének gyümölcse a **magántőke** (private equity) kifejezés is, amely kettős jelentésű: **egyrészt egy gyűjtőfogalom**, amely egyaránt lefedi a klasszikus kockázati tőke és a fejlesztési tőke kategóriáját, **másrészt magántőke alatt kizárólag a ki- és bevásárlási ügyleteket** is lehet érteni. Ez utóbbi gyakorlat az Egyesült Államokra jellemző leginkább, ahol a vezetői ki- és bevásárlások piacát teljesen elkülönülten kezelik a kockázati tőke-befektetésektől. Véleményem szerint is **indokolt** a vezetői ki- és bevásárlások, a hitelből történő kivásárlások (LBO) és a másodlagos kivásárlások (secondary purchase) piacát a kockázati tőkétől **elválasztva kezelni** és kutatni, mivel azok méretükben, az általuk finanszírozott tranzakciók, felhasznált pénzügyi instrumentumok és más speciális jellemzőik tekintetében egyre inkább eltávolodnak a kockázati tőke „világától”.

A **befektető kockázata** abban rejlik, hogy a vállalkozás – ideiglenes – társtulajdonosává válik, így egy esetleges felszámolás esetén az eredeti alapítókkal együtt a kielégítési rangsor végére kerül, ezzel szemben pl. a hitelezők kedvezőbb pozícióból várhatják követeléseik megtérülését (főleg, ha azokat különböző biztosítékokkal lefedték). Ezért a kockázati tőkés

---

<sup>10</sup> A vezetői kivásárlások (management buy-out, MBO) során a cég vezetői a kockázati tőke-befektető közreműködésével az irányítás átvételéhez szükséges nagyságú üzletrészt vásárolnak az adott vállalatban. A menedzsmentbe való bevásárlás (management buy-in, MBI) során egy külső csapat vásárolja fel a céget részben vagy egészben a kockázati tőkés segítségével.

valamilyen módon általában részt vállal a vállalkozás működtetésében, fejlesztésében, ellenőrzésében, és számos hatékony kockázatkezelési módszert dolgozott ki<sup>11</sup>.

A **kockázati tőke hatása** rendkívül sokoldalú és széles körben ismert. A vállalatok szintjén egyrészt **katalizátor**<sup>12</sup> szerepet tölt be a **vállalkozói és az értékteremtési folyamatban** azáltal, hogy forrásokkal és gyakran tanácsokkal látja el a nagy növekedés előtt álló cégeket, amelyek a „hagyományos” pénzügyi forrásokhoz egyébként nem férnének hozzá (Bygrave és Timmons 1992, Harrison és Mason 2000b). A cég kezdeti szakaszában hozzájárul annak **szervezeti megerősödéséhez**, valamint a piac és a **kereskedelmi értékesítés** felé orientálja az addigi kutatási eredményeket, technológiai fejlesztéseket, termékprototípusokat. Az üzletresz megszerzésével és a későbbi kiszállásával elősegítheti a kisebb családi vállalkozásokban a **tulajdonosváltást**. Emellett az MBO, MBI ügyletek az állami vállalatok privatizálását is előmozdítják (Harrison és Mason 2000b).

A fenti mikroszintű folyamatok szélesebb gazdasági hatása, hogy a kockázati tőke által megerősített cégek növelik a **foglalkoztatottságot, az exportot, a K+F kiadásokat, az állami adóbevételeket és a térség gazdasági teljesítőképességét**. Másrészt a klasszikus kockázati tőke az **innovációs folyamat fontos elemévé** vált: lehetővé teszi **új technológiák** kifejlesztését, piacra juttatását, elősegíti **új iparágak** (pl. személyi számítógépgyártás, mikroszámítógép szoftver, biotechnológia) **megszületését**, és ezáltal felgyorsítja a technológiai fejlődést (Bygrave és Timmons 1992, Florida és Kenney 1988/b, Harrison és Mason 2000b, EVCA 1996, Harding 2002).

Az **innovációk megvalósulása és a kockázati tőke-finanszírozás** közötti pozitív korrelációról empirikus bizonyítékok is napvilágot láttak. Kortum és Lerner (2000) kutatásai szerint az USA-ban 1983 és 1992 között a vállalati K+F kiadások 3%-ának megfelelő összeg az ipari innovációk ennél jóval nagyobb, 8%-os arányát eredményezte. Botazzi és Da Rin (2002) által, több mint 500, az Euro.nm tőzsdén jegyzett cég jelentései alapján végzett európai felmérés is pozitív kapcsolatról számolt be, kijelentve, hogy a kockázati tőke jelenléte segítséget jelent az európai innovatív cégeknek azáltal, hogy biztosítja számukra a létrejöttükhöz és a fejlődésükhöz nélkülözhetetlen tőkét (Kosztópulosz és Makra 2005).

A **2000 és 2004 közötti időszakban** Európában a kockázati- és magántőke-finanszírozást kapott cégek **1 millió új munkahelyet** teremtettek, melyből 420 ezer a kivásárlásoknak köszönhető. A releváns éves növekedési ráta 5,4%-ot tett ki (EVCA 2005). Az EVCA (2002)

---

<sup>11</sup> A kockázatkezelési módszerek elemzése az 1.3.1. fejezetben található.

<sup>12</sup> A kockázati tőkés egyszerűen: catalyst and capitalist, azaz katalizátor és tőkés.



ezt megelőző tanulmánya arról számolt be, hogy 1995 és 2001 között a megbízásából készült felmérésben résztvevő 351 cég a befektetők<sup>13</sup> beszállása óta összesen 16143 munkahely létrehozásával járult hozzá a foglalkoztatottság növekedéséhez, ami átlagosan 46 munkahelyet jelent vállalatonként. A magvetés és indulás szakaszában járó vállalkozók 72%-a azt nyilatkozta, hogy a befektető hozzájárulása nélkül sohasem jött volna létre a vállalkozása, míg a piaci terjeszkedés szakaszában tartó cégek 90%-a állította, hogy a kockázati tőkés nélkül társasága vagy nem is létezne vagy sokkal lassabban fejlődne. A kutatás azonban hasonló jellemzőkkel bíró kontrollcsoportot nem vizsgált, így a kockázati tőke által finanszírozott cégek teljesítményét nem tudjuk mivel összevetni.

Az EVCA (1996) még korábbi kutatása szerint 1991 és 1995 között a felmérésben résztvevő, kockázati tőkét kapott 500 cég árbevétele évi 35%-kal nőtt, munkatársaik számát átlagosan évi 15%-kal növelték, és 1995-ben árbevételük 8,6%-át költötték K+F kiadásokra. Ezzel párhuzamosan az európai top 500 vállalat a vizsgált időszakban „csak” fele olyan gyorsan tudta növelni eladásait, a munkahelyek számát évi 2%-kal bővítette, és kutatási tevékenysége is elmaradt a fenti cégekhez képest. A két minta összevetése annyiban lehet kérdéses, hogy a kockázati tőkét bevont cégek közepesek, míg az európai TOP 500 vállalatok nagyok, így az egyes mutatók növekedése az eltérő bázis miatt „becsapós” lehet.

A kockázati tőke piaca két részre bontható: egy intézményesült (formal) és egy nem intézményesült (informal) szegmensre. Az intézményi kockázati tőkések a finanszírozók és a finanszírozottak közé „beékelődő” pénzügyi közvetítők, míg az informális piaci szegmensben magánszemélyek közvetlenül hajtanak végre befektetéseket saját megtakarításaikat felhasználva. A két piaci szegmens azonban egymástól nem elkülönülten, hanem egymást kiegészítve működik<sup>14</sup>. Átmenetet képeznek a vállalati kockázati tőke-befektetések vagy vállalatközi fejlesztőtőke-befektetések<sup>15</sup> (corporate venturing), ahol nagyobb vállalatok nyújtanak kockázati tőke-típusú finanszírozást kisebb cégeknek közvetlen vagy közvetett formában. A hétköznapi nyelvben és a tájékoztató vagy tudományos jellegű tanulmányokban is a kockázati tőkét gyakran az intézményi kockázati tőkével azonosítják.



<sup>13</sup> A felmérés az MBO, MBI ügyleteket nem vette figyelembe, csak a klasszikus kockázati tőke-befektetéseket.

<sup>14</sup> A komplementaritás formái meghatározóak lehetnek a kockázati tőke-piac kiegyensúlyozott fejlődésében. Ilyenek lehetnek például az egymásra épülő befektetések a vállalkozások fejlődésének különböző szakaszaiban, a közös befektetések, az ügyletek átírányítása (deal referral), valamint az üzleti angyalok kockázati tőke-alapokba történő befektetései (Makra és Kosztópulosz 2004a).

<sup>15</sup> A magyar elnevezést Osman (2000a) vezette be a szakirodalomba.



Az intézményi tőkebefektetések lebonyolítása leggyakrabban az alapkezelő – alap szervezeti felállásban történik. A **kockázatitőke-alapok** korlátolt felelősségű szervezeti formában, zárt befektetői kör által létrehozott, zártvégű, jellemzően 10-12 éves futamidejű pénzalapok (Szlovák 2006, Söderblom és Wiklund 2005). Az alapot általában egy **alapkezelő vagy kockázatitőke-társaság** (venture capital firm) menedzseli, amelyet a „szakma” GP-nek (general partner) hív, míg az alapba fektető intézményeket és magánszemélyeket LP-ként (limited partners) emlegetik. Európában 2004-ben az alapok tőkéjének legnagyobb része bankoktól és nyugdíjbiztosítóktól származott, míg Magyarországon a vállalati befektetők és az állam vezette a rangsort 2005-ben (Szlovák 2006, EVCA 2005).

Az intézményi kockázatitőke-piac szereplői a **független kockázati tőke alapok/társaságok**, melyek különböző pénzügyi intézményektől, nyugdíjalapoktól, alapítványoktól, biztosítóktól illetve magánszemélyektől gyűjtik forrásaikat. A független kockázatitőke-társaságok az Egyesült Államokban a formális kockázatitőke-ágazat által végrehajtott befektetések mintegy 75%-a e társaságok közreműködésével jött létre. A befektetők egy másik csoportját a **nem független (kapcsolt) kockázatitőke-társaságok** (captive venture capital firms) alkotják, melyeket pénzügyi társaságok<sup>16</sup> hoznak létre azzal a céllal, hogy az anyacég megbízásából hajtsanak végre befektetéseket. Ide sorolhatóak a különböző bankok, nyugdíjalapok, biztosítók kockázatitőke-társaságai. A kockázati tőke szervezetek egy további fajtája az **állami alapok**, amelyet a kormányzat hoz létre bizonyos gazdasági célok megvalósítása érdekében (BÉT 2003, Kosztópulosz és Makra 2005, Söderblom és Wiklund 2005)

**Európában a nyolcvanas évek közepétől** – az ágazat növekedésével egyidejűleg – figyelhető meg az intézményi kockázatitőke-befektetők finanszírozási fókuszának változása. Ennek eredményeként az elmúlt 20 évben **nagymértékben csökkent** a technológiai (és a nem technológiai), fejlődésük **korai** (főleg az indulás) **életszakaszában** járó vállalkozásokba irányuló befektetések összege (Murray 1995, Murray és Mariott 1998), valamint mintegy felére csökkent a vállalatok terjeszkedését finanszírozó befektetések értékének aránya is (2. ábra). Ez azt jelenti, hogy háttérbe szorult a befektetések eredeti „kockázatos” jellege és a kockázati tőkések figyelme egyre inkább a cégek tulajdonosi köre megváltoztatásának, a

---

<sup>16</sup> A nem pénzügyi, hanem iparvállalatok által létrehozott kockázatitőke-cégeket külön elemezzük a következő fejezetben.

vezetői be- és kivásárlások (MBO, MBI, LBO) és a válságban lévő cégek szerkezeti átalakításának (turn around) finanszírozása felé fordult. A kilencvenes évek végétől (1999-től) a trend – 2-3 évre – átmenetileg megfordult: az amerikai sikerek hatására az európai kockázatitőke-társaságok étvágya is érezhetően megnőtt a korai fázisban levő, elsősorban technológiai cégekbe történő befektetések iránt, ám az „internetbuborék” kipukkanása véget vetett ennek a rövid időszaknak. Meg kell jegyezni, hogy a kockázatitőke-alapok által kezelt tőkének még ekkor is csupán igen kis része (alig 1-2 százaléka) jutott a magvető szakasz finanszírozására (2. ábra).

Néhány kivételtől eltekintve elmondható, hogy minél fejlettebb egy térségben a kockázatitőke-ágazat, a befektetők (akiktől az alapok pénze származik) és az alapkezelők annál inkább hajlamosak a nagyobb és kevésbé kockázatos ügyletek finanszírozására (Murray és Mariott 1998). Az intézményi kockázatitőke-befektetők stratégiaváltásának egyik következménye az lett, hogy **lecsökkent a klasszikus kockázatitőke-befektetések száma és összege**, amely a korábban „hagyományos” célpontnak számító, valóban kockázatos, innovatív induló vállalkozásokat részesíti előnyben. Emellett nagymértékben megnőtt a fejlesztő- vagy kereskedelmi tőke kínálata, amely a vezetői ki- és bevásárlásokat elősegítő befektetésekre koncentrál<sup>17</sup> (Mason és Harrison 1995, Karsai 1997), azaz az intézményi befektetők jórészt elszakadtak a fejlődésük korai szakaszában levő, innovatív tevékenységet folytató vállalkozások finanszírozásától.

Az **Egyesült Államokban** ezzel szemben a befektetők „pálfordulása” **kevésbé látványos**: az 1990-es évek elején pl. arányaiban még mindig háromszor annyi kockázati tőke áramlott a fiatal, technológiai cégekbe, mint az Egyesült Királyságban. Ha a statisztikai eltéréseket kiszűrjük<sup>18</sup>, akkor is kijelenthető, hogy az USA-ban tevékenykedő kockázatitőke-befektetők sokkal inkább hajlandóak és képesek is az új, technológia-orientált cégek finanszírozására, mint európai „kollégáik” (Murray és Mariott 1998, OECD 2003). Emellett Izrael, Kanada és Korea is sikeresnek tekinthető a klasszikus kockázati tőke „becsatornázásában”.

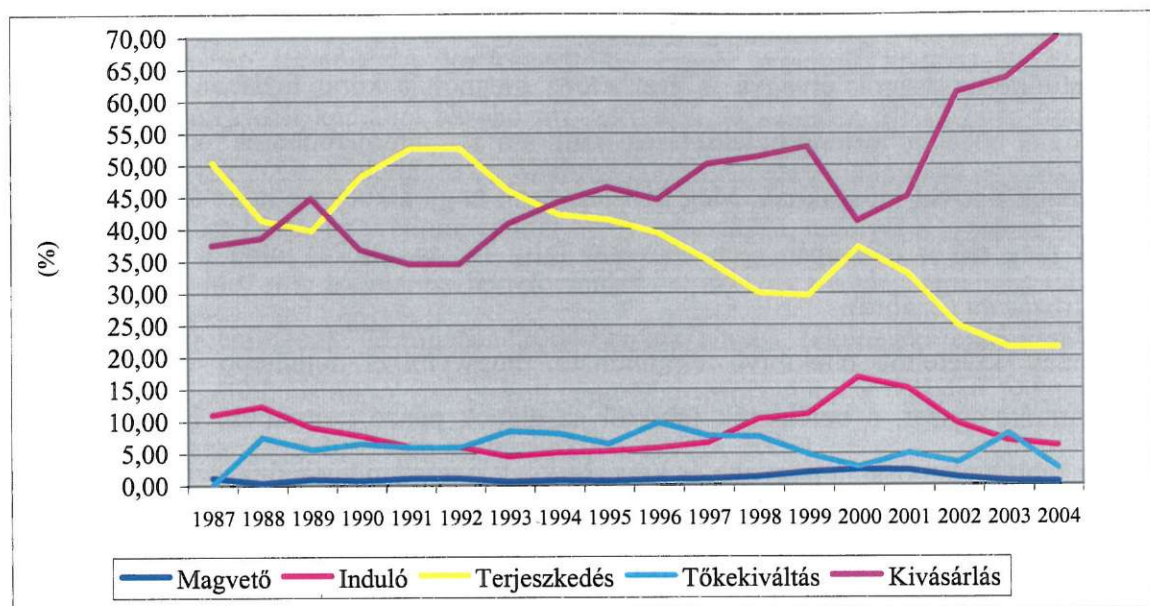
---

<sup>17</sup> Az Egyesült Királyságban a kivásárlások piaca rekordévet zárt 2005-ben: közel 25 milliárd font értékű üzlet kötött, ami 27%-os növekedést jelent 2004-hez képest. Eközben az átlagos tranzakció mérete 154 millió fontra emelkedett, de előfordulnak 1 milliárd font feletti ügyletek is (Real Deals 2006).

<sup>18</sup> Az Egyesült Államokban a hitelből történő vezetői kivásárlásokat (LBO) nagyrészt speciális pénzügyi intézmények bonyolítják le, melyek nem részei a kockázatitőke-iparágaknak (Murray és Lott 1995).



2. ábra: A befektetések értékének megoszlása a portfólióvállalat fejlettségének szakaszai szerint az EVCA tagországokban 1987 és 2004 között



Forrás: EVCA (1992, 1997, 2003, 2005)

A kockázati tőke-befektetők által előnyben részesített ügyletek átrendeződésének, a megváltozott befektetői magatartásnak több magyarázata is lehetséges, azonban az egyes indokok egymással sokszor összefüggésben állnak. A fiatal, technológiaorientált cégek finanszírozási igénye nagyságrendekkel eltér a későbbi szakaszba irányuló ügyletek tőkeszükségletétől. A kilencvenes évek második felében azonban rekordnagyságú összegek áramlottak a kockázati tőke-alapokba, és az egyre terebélyesedő méretű szervezeteknél automatikusan megemelkedett a minimális befektetés nagysága (Harrison és Mason 2000), így a **növekvő méretű alapok tulajdonképpen növekvő méretű tranzakciókat eredményeztek**. Paradox módon tehát éppen a befektethető tőke mennyiségének megugrása tehető részben felelőssé a korai életszakaszban járó vállalkozások finanszírozásának elkerüléséért (Kosztópulosz és Makra 2005). A több száz millió és egyre inkább több milliárd eurót allokáló kockázati- és magántőke-alapok működése egyszerűen megbénulna, ha tevékenységük során több száz kis értékű (pl. egymillió euró alatti) ügyletet kellene finanszírozniuk. Az alap menedzsmentjének kell gondoskodnia arról, hogy a zárt végű befektetési intézményként funkcionáló alap forrásait a rendelkezésre álló idő alatt kihelyezze.

A kockázati tőkések a **standard iparági „menedzsment díj”** – amely általában az összegyűjtött pénzeszközök 2-2,5 százaléka körül mozog – miatt is érdekeltek a nagy likviditású alapok szervezésében és működtetésében, mivel a nagyobb allokált tőke után több



pénzből gazdálkodhatnak és személyesen is több pénz „ütheti a markukat” (Murray 1999, Kosztopulosz és Makra 2005).

Az alapkezelők érdeke az is, hogy a befektetésekből származó nyereséget a működés során keletkező költségek ne csökkentsék túlzott mértékben. Mivel a tranzakciós (jogi, tanácsadói stb.) költségek lényegében ügyletenként hasonló nagyságúak, a nagyobb befektetések fajlagosan kisebb ráfordításokkal járnak, így kifizetődőbb ezek irányába orientálódni.

A méretgazdaságossági problémák nemcsak az egyes ügyletek szintjén értelmezhetőek: a korai szakaszra specializálódott, kisméretű alapok működtetése általában véve is rendkívül gazdaságtalan. Az alapkezelők az éves menedzsment díjból fedezik a működés során keletkező összes kiadást, beleértve személyes jövedelmüket is.<sup>19</sup> Éppen ezért a kisebb tőkeerejű szervezetek esetén az alapkezelők – a befektetőkkel történő alkuk során – a menedzsment díjakat is olyan szintre tornásszák fel, hogy azok megfelelő szintű jövedelmet biztosítsanak számukra amellet, hogy az alap működése is biztosítva legyen. A „ragadós” (nominálisan a nagyobb tőkeerejű alapokhoz mérhető) menedzsment díjak így alaposan megbüntetik a kisméretű, korai szakaszra specializálódott alapokat, mivel egy összességében kisebb tőkeerejű szervezetnek kell(ene) fedeznie a magas állandó költségeket (Murray 1999). Sikeres alapkezelőknek viszont csak akkor érdekük kisméretű alappal dolgozni, ha el tudják fogadtatni a befektetőkkel a magasabb arányú menedzsment díjat. Másrészt viszont a befektetők nem szívesen helyezik pénzüket olyan alapba, ahol az allokált tőke számottevő részét „elnyeli” a „beragadt” menedzsment díj. Murray (1999) modellszámítása szerint a menedzsment díjak egy százalékpontos növelése 6,6 százalékkal csökkenti a befektetők hozamát.

A magvetőtőke-alapok gazdaságtalan működésének paradoxona a „22-es csapdáját” idézi. A kisméretű befektetéseket csak a kisebb tőkeerejű kockázattőke-alapok hajlandóak végezni. Ebből következik, hogy a magvető- és indulótőke-befektetések ösztönzésének egyik módja, ha a cégek számára javul a kisebb méretű, specializált alapok elérhetősége. A kisebb méretű alapok azonban a magas működési költségek miatt nem életképesek. A befektetők pedig megtakarításaikat elsősorban a sikeres múlttal rendelkező menedzserek által irányított, nagyobb megtérüléssel kecsegtető tőkealapokban helyezik el, így nem biztosítottak kellő mértékben a kisebb alapok forrásai sem (Murray 1999).

---

<sup>19</sup> Emellett a menedzserek általában részesednek az elért hozamokból is, ehhez azonban nyereséget kell termelniük.

Murray és Marriott (1998) egy modell segítségével mutatta be, hogyan hat a tőkeerő, a működési költségek nagysága és a kormányzati támogatás a kisméretű, technológiai fókuszú alapok teljesítményére. Az elvégzett számítások azt mutatták, hogy egy 15 millió font alatti tőkeerejű alap sem a befektetők, sem az alapkezelők számára nem vonzó, mivel nem biztosítja számukra az elvárt jövedelmet. Véleményük szerint a minimális alapnagyságnak – amely gazdaságosan és mindkét fél elvárásai szerint működtethető – 20 millió font körül kellene lennie.

A kockázati tőkések új cégekbe való befektetések iránti **elutasító magatartása múltbeli rossz tapasztalatokra is visszavezethető**. A nyolcvanas évek közepéig jelentős nagyságú kockázati tőke-befektetések áramlottak a brit technológiai cégekbe, melyek nagy része később csődbe ment. E sikertelenség is nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a kockázati tőkések a kevésbé kockázatos és gyorsan fejlődő kivásárlási piac felé forduljanak (Murray 1999). Az 1996. december 31-ig kiszámított európai kumulált megtérülési adatok is azt mutatják, hogy a korai fázisba történő befektetések alacsonyabb megtérülést (évi 5,7%-os IRR-t) generáltak, mint a vezetői kivásárlásoké (17,6%) (Murray és Marriott 1998). Mindebből arra a következtetésre juthatunk, hogy **a felvállalt többletkockázatot nem minden esetben ellensúlyozza a magasabb szintű tőkemegtérülés**.

A magvető- és indulótőke-alapok sikeres működését gyakran korlátozza, hogy **gyenge tőkeerejük miatt nem képesek ugyanabban a cégben újabb tőkeemelést végrehajtani**.<sup>20</sup> Ezzel együtt romlanak az alap kiszállási és megtérülési esélyei is, mivel a portfóliócégeket nem tudják a hozammaximalás szempontjából optimális időpontig megtartani. A tőzsdei részvénykibocsátás általában a vállalkozás magasabb fejlettségi szintjén jöhet szóba, így amíg a cég nem kelti fel a szakmai befektetők érdeklődését, addig a kiszállás szempontjából a legkézenfekvőbb lehetőség a későbbi életszakaszokra specializálódott kockázati tőke-alapoknak történő értékesítés lehetne. Murray (1994) felmérése szerint az Egyesült Királyságban azonban nem jellemző az együttműködés – az elméletben egymást egyébként jól kiegészítő – szervezetek között. Így a korai szakasz végén, a piaci terjeszkedés finanszírozásának kezdetén a kis alapok kiszállási, a portfólió cégek pedig tőkeszerzési nehézségekkel szembesülhetnek, melyet **második tőkerésnek** is aposztrofálhatunk.

A magvetőtőke-befektetések keretében a **tőke és a tudás** (tanácsadás formájában) együtt, egymást kiegészítve kerül a vállalkozásokhoz, így egy-egy tranzakció sikeres végrehajtása

---

<sup>20</sup> A lépcsőzetes finanszírozás a tőkeerős befektetők kockázatmentesítési stratégiájának részét képezi: a forráskihelyezés nem egyszerre, egy nagyobb összegben történik, hanem igazodik a portfólióvállalat fejlődésének szakaszaihoz. Így sikertelen működés vagy csőd esetén is kisebb lehet az elvesztett vagyon.



rendkívül sokoldalú tudást és tapasztalatot igényel. A befektetési ügylet lebonyolítása mellett az alapkezelőknek tisztában kell lenniük a portfóliójukba tartozó cégek által fejlesztett technológiák lényegével és piaci lehetőségeivel is. A kockázati tőkéseknek általában aktívabban be kell kapcsolódniuk az induló cégek operatív működtetésébe is, mivel a tulajdonosok (akik gyakran mérnökök, természettudományi háttérrel rendelkező kutatók) vállalkozói tapasztalata és menedzsmenttudása sokszor hiányos. Egyes térségekben, sőt egyes országokban is megfigyelhető, hogy kevés a helyi ismerettel rendelkező, tapasztalt és rátermett alapkezelő, aki rendelkezik egy korai szakaszra specializálódott alap irányításához szükséges összetett képességekkel.

### *1.2.2. Az intézményi kockázati tőke-piacok térbelisége*

A kockázati tőke könyvtárnyi irodalma mellett eltörpül az a néhány tucat munka, amely a piac területi jellemzőit vizsgálja. Hiába található egy régióban ugyanis nagy számú innovatív vállalkozás, ha számukra a kockázati tőke nem hozzáférhető és fordítva: hiába áll bőségesen rendelkezésre a tőke, ha nem talál elegendő befektetési célpontot az adott térségben. Ha a kereslet és kínálat térben nem illeszkedik megfelelően egymáshoz, a kockázati tőke pozitív és szinergikus hatásai nem érvényesülhetnek. A kockázati tőke területi megoszlása és térbeli folyamatai a regionális politika számára is fontos tanúságokkal szolgálhatnak.

A kockázati tőke alapvető jellemzője, hogy térben egyenlőtlenül oszlik el. A gazdasági tevékenységekhez hasonlóan a kockázati tőke-alapok és az általuk megvalósított befektetések területileg erősen koncentrálódnak (Florida és Kenney 1988a, b, c, Florida és Smith 1993a, Mason és Harrison 2002b, Martin és szerzőtársai 2002, Martin 1989, 1999). Empirikus vizsgálatok bizonyították, hogy az Egyesült Államokban néhány pénzügyi és csúcstechnológiai klaszterben, Európában pedig a főbb innovációs magtérsekben koncentrálódik az irodák és a befektetett pénzek jelentős része (Florida és Kenney 1988a, c, Florida és Smith 1993b, Karsai 2002, Leinbach és Amrhein 1987, Martin és szerzőtársai 2002). A térbeli folyamatokat négy szempontból érdemes megvizsgálni: az alapok és az általuk allokált tőke (a kínálat) és a megvalósult befektetések (kereslet) elhelyezkedése, a szereplők közötti együttműködések (kialakult hálózatok, szindikátusok, társbefektetések)



földrajzi jellemzői és a tőke interregionális mozgása (Florida és Smith 1993/b). Jelen alfejezetben a keresleti és kínálati oldal legfontosabb területi jellemzőit tekintjük át.<sup>21</sup>

Az **Egyesült Államokban** a nyolcvanas évek végén, kilencvenes évek elején több, a kockázati tőke térbeliségét vizsgáló tanulmány született (Florida és Kenney 1988a, b, c, Florida és Smith 1993b, Leinbach és Amrhein 1987). A felmérések alapján a befektetések leginkább olyan térségekben valósulnak és valósultak meg, amelyek fejlett **csúcstechnológiai (Kalifornia)** vagy **pénzügyi (New York) iparágakkal** rendelkeznek és ahol nagyszámú innovációorientált kisvállalkozás működik. Az ágazat **földrajzi koncentrációjára** jellemző adat, hogy egyedül Kalifornia és a délnyugati térség<sup>22</sup> a kockázati tőke 20,4%-át kapta 1982-ben, New York és New Jersey a 19,5%-át, New England<sup>23</sup> a 15,5%-át, és a közép-nyugati térségb<sup>24</sup>e irányult a pénzek 9,7%-a (Florida és Kenney 1988a). 1996-ban a Szilícium völgyben<sup>25</sup> realizálódott a befektetések 24,1%-a, ezt követte New England (13,4%), a délnyugati országrész (11,4%), Közép-Nyugat (9,4%) és Texas és New York térsége<sup>26</sup> (7-7%) (Mason és Harrison 1999a). Az időbeli adatokból – a kissé eltérő területi felosztás ellenére – látható, hogy tovább növekedett a Szilícium völgy súlya, New England és Közép-Nyugat részaránya pedig közel változatlan maradt.

Florida és Kenney (1988a) empirikus adatok alapján **hét kockázati tőke-centrumot** azonosított az USA-ban, melyek az alapok által allokált tőke több mint nyolcvan, a befektetési társaságok hetven százalékát képviselik (1. táblázat). A komplexumokat három csoportba sorolták: San Francisco és a Szilícium völgy térsége **technológiai jellegű központ**, ahol a fiatal csúcstechnológiai cégek nagy száma miatt a kockázati tőke-alapok helyben fektetik be az összegyűjtött pénzeket és a régió emellett nettó tőkebefogadó. New York és Chicago környéke **pénzügyi jellegű kockázati tőke-komplexum**, amely a globális pénzügyi szolgáltatók bázisán, velük szoros együttműködésben jött létre és amely jelentős kockázati tőke-exportőr is egyben. A „hibridek” közül Boston és térsége inkább technológiaorientált, amelynek tőke behozatala és kivitele egyaránt jelentős, de mégis nettó kockázati tőke-exportőr. A fennmaradó három komplexum kisebb jelentőségű és heterogén jellemzőkkel bír.

---

<sup>21</sup> E túlnyomórészt leíró jellegű részhez az elméletet az 1.3.4. alfejezet tartalmazza.

<sup>22</sup> Utah, Arizona, Új Mexikó, Nevada által alkotott terület.

<sup>23</sup> Maine, New Hampshire, Vermont, Massachusetts, Rhode Island és Connecticut (kivéve Fairfield megye) területe.

<sup>24</sup> Illinois, Missouri, Indiana, Kentucky, Ohio, Michigan, Nyugat Pennsylvania területe.

<sup>25</sup> Észak-Kalifornia, Bay térség és partvidék összessége.

<sup>26</sup> New York, Észak New Jersey és Fairfield megye Connecticutban.

1. táblázat: A kockázati tőke térbeli „csomósodása” az Egyesült Államokban a nyolcvanas évek végén

	Alapok által összegyűjtött tőke		Befektetési alapok		Államközi befektetési arány
	Értéke (millió USD)	Aránya (%)	Száma (db)	Aránya (%)	
<i>Technológia-orientált komplexumok</i>					
Kalifornia (Szilícium völgy/San Francisco)	5 296	32,5	173	27,3	2,20
<i>Pénzügyi komplexumok</i>					
New York	3 626	20,0	95	15,0	0,32
Illinois (Chicago)	863	5,3	23	3,6	0,09
<i>Hibrid komplexumok</i>					
Massachusetts (Boston/ 128-as út)	2 054	12,6	60	9,5	0,49
Connecticut	794	4,9	21	3,3	0,14
Texas	775	4,8	54	8,5	1,14
Minnesota (Minneapolis)	380	2,3	15	2,4	0,78
<i>Komplexumok összesen</i>	13 424	82,3	441	69,6	-
<i>USA összesen</i>	16 308	100,0	634	100,0	-

*Megjegyzés:* az államközi befektetési arány a térségbe be- ill. onnan kiáramló kockázati tőke hányadosa. Ha értéke nagyobb egynél, az adott régió nettó kockázati tőke-importőr.

*Forrás:* Florida és Kenney (1988a) alapján saját szerkesztés

Az Egyesült Államokban a kockázati tőke azokban a térségekben a legjelentősebb, ahol az „**innováció társadalmi struktúrájának**” részévé vált (Florida és Kenney 1988b). A siker legfontosabb elemei a kis távolságok (földrajzi koncentráció), a klaszteresedés, a személyes kapcsolatok, a kreatív légkör, az információk gyors megosztása, a személyes ismeretségen alapuló hálózatok, a csúcstechnológiai vállalkozások nagy „sűrűsége” és a különböző intézmények (egyetemek, pénzügyi szolgáltatók stb.) közötti hatékony együttműködés. Az országban egyértelműen kijelenthető, hogy a kockázati tőke kulcsszerepet játszott a technológiai újítások piacra kerülésében és a gyors regionális fejlődésben azáltal, hogy közreműködött a fiatal technológiai vállalkozások létrejöttében, növekedésében azáltal, hogy forrásokkal látta el őket (Florida és Smith 1993b).



Az észak-amerikainál kisebb jelentőségű és méretű, de a 90-es évek eleje óta villámgyors növekedést produkáló **európai kockázatitőke-piacok** eltérő mértékben, de térben szintén koncentráltak. A fregmentált összeurópai piacon a Szilícium-völgy típusú klaszteresedés kevésbé jellemző, a befektetések leginkább a hagyományos nemzeti pénzügyi és gazdasági központokba öszpontosulnak. Az EU öt legnagyobb gazdaságát áttekintve **Franciaországban és Nagy-Britanniában a legnagyobb a kockázati tőke földrajzi koncentrációjának mértéke.** A francia Ile de France-ban 1999-ben 58%-a, az angol Délkeleti régióban 1992 és 2000 között átlagosan a befektetések 45%-a valósult meg (Mason és Harrison 2002b, Martin és szerzőtársai 2002). Hollandiában a legnagyobb kockázati tőke központ az észak holland tartomány (33%), ezt követi Noord Brabant (19%) és Dél Hollandia (18%). Olaszországban az észak-dél, Németországban a nyugat-kelet megosztottság jól tükröződik a kockázati tőke eltérő térbeli aktivitásában is. Míg Lombardia 26%-kal a vezető olasz régió e tekintetben, az elmaradott déli országrészbe a befektetések mindössze 4-5%-a realizálódik. Németországban a déli országrész (Bajorország és Baden-Württemberg) illetve Berlin, Hessen és Észak-Vesztfália vonzza a legtöbb kockázati tőkést, a keleti tartományok szerepe marginális (Martin és szerzőtársai 2002).

A **német kockázatitőke-piac** azonban sokkal kevésbé koncentrált, mint pl. az angol vagy a francia. A **kínálati oldalt vizsgálva** hét nagyváros emelhető ki, ahol a kockázatitőke-alapok irodái tömörülnek: München (36), Frankfurt (29), Hamburg (18), Berlin (16), Düsseldorf (13), Hannover (7) és Stuttgart (7). Mind a hét város fejlett és kiterjedt bankszektormal büszkélkedhet és mindegyik helyszínen működik tőzsde is. Együtt a kockázatitőke-irodák 66%-át „adják” (Klagge és Martin 2005). A **megvalósult befektetések regionális eloszlását áttekintve** hasonló sorrend állítható fel: Bajorország és Észak-Rajna-Vesztfália vonzotta az összes tőke egyötöd-egyötöd részét, Baden-Württemberg 13%-ot, Berlinbe és Hessenbe pedig a kockázati tőke 10-10%-a áramlott (Martin és szerzőtársai 2003). Az öt tartományban realizálódott a kockázatitőke-befektetések közel 75%-a (Klagge és Martin 2005). Az **ország déli felének dominanciája és a keleti tartományok elmaradottsága** a befektetésekben is megmutatkozik: Bajorország és Baden-Württemberg az összes tőke harmadát kötötte le, míg az egykori szocialista országrésznek be kellett érnie néhány százalékkal.

Láthattuk, hogy a kockázati tőke ott fejt a legnagyobb hatást, ahol a fiatal technológiai cégekkel, az üzleti és pénzügyi szolgáltatókkal, egyetemekkel és kutatóintézetekkel **klaszterekbe tömörülnek**, és közöttük szinergikus folyamatok indulnak el. Emellett azonban Európában és a világ más részein is sok a **kockázati tőke hiányos**, főként periférikus térség, melyet a befektetők különböző okok miatt elkerülnek. A kockázati tőke térbeli dinamikájának

a regionális fejlődésre gyakorolt hatását tekintve így két eltérő álláspont, elképzelés körvonalazódik: vajon a **klaszteresedést vagy a befektetések szétterítését érdemes állami eszközökkel ösztönözni** (Martin és szerzőtársai 2002)? Egyáltalán, a két eltérő szempont alternatívája-e egymásnak, vagy bizonyos mértékben összeegyeztethetőek?

Az EU és OECD különböző dokumentumaiban **mindkét megközelítés, célkitűzés fellelhető**. Azt mindenesetre nehéz elképzelni, hogy minden tagállamban sikeresen átültethető a regionális high-tech klaszterek amerikai gyakorlata. A kockázati tőke egyenletes területi eloszlásának ösztönzése sem egyszerű feladat, mivel a kínálat növelése egy alacsonyabb fejlettségű térségben automatikusan nem teremti meg a saját – technológiai kisvállalkozásokból összeálló – keresletét. Véleményem szerint a politikaalkotó szakembereknek saját országuk, régiójuk gazdasági helyzetéhez illesztett komplex eszközrendszert kell kidolgozniuk, európai szinten pedig az ehhez szükséges ajánlásokat és keretfeltételeket kell megteremteni<sup>27</sup>.

Magyarországon a rendszerváltozás óta eltelt tizenhat évben egy **regionális viszonylatban fejlettnak mondható kockázati tőke-iparág** jött létre (Karsai 2006). A Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület megbízásából Karsai (2006) összegyűjtötte az 1989 és 2004 közötti kockázati és magántőke-befektetéseket. Az időszakban 269 ügylet keretében 1,1 milliárd dollárt fektettek magyarországi székhelyű cégekbe, és összesen 2,6 milliárd dollár állt befektetésre készen. Az adatbázis, amelyből a regionális adatokat is számítottuk, a becslések szerint az összes befektetett tőke 70%-át, a tranzakciók 50%-át tartalmazza.

A kockázati tőke kínálatát elemezve elmondható, hogy a Magyarországon aktív és ott irodát fenntartó<sup>28</sup> **befektetők kivétel nélkül a központi régióban, azon belül is Budapesten helyezkednek el**. Ennek egyik oka, hogy a külföldi befektetők az ország kis mérete miatt legfeljebb egy irodát nyitnak hazánkban, és annak helyszínéül a politikai-gazdasági központot, Budapestet választják, ahol a gazdasági, üzleti infrastruktúra (pl. speciális jogi irodák, tanácsadók, pénzügyi intézmények) az országban a legfejlettebb. A releváns állami befektetők pedig az ország „Budapest-centrikus” hagyományai miatt is Budapestet választják székhelyül, ami kényelmes megoldás a vezetők és a politikusok számára egyaránt. Ehhez

---

<sup>27</sup> Ilyen lépés az Európai Bizottság részéről pl. a Kockázati Tőke Akcióterv (Risk Capital Action Plan) megalkotása (Makra és Rác 2006).

<sup>28</sup> A globális alapok többsége Magyarországon tanácsadók, ügynökök, pénzügyi szolgáltatók segítségével kutatja fel a befektetési lehetőségeket, külön irodát nem tart fent. A regionális alapok nagy része rendelkezik budapesti képvisellel.



kapcsolódik, hogy Közép-Magyarországon koncentrálódik a GDP közel 45%-a és itt található a jogi személyiségű társas vállalkozások 52%-ának székhelye<sup>29</sup>.

2. táblázat: A magyarországi kockázati és magántőke befektetések regionális megoszlása  
1990 és 2005 között

Régió	Megvalósult befektetések				Átlagos befektetés (millió USD)
	Darab	Százalék	Érték (millió USD)	Százalék	
Dél-Alföld	12	4,60	56,0	5,49	4,67
Dél-Dunántúl	2	0,77	22,9	2,24	11,45
Észak-Alföld	8	3,07	32,1	3,15	4,01
Észak-Magyarország	12	4,60	27,4	2,69	2,28
Közép-Dunántúl	10	3,83	24,1	2,36	2,41
Nyugat-Dunántúl	2	0,77	3,8	0,37	1,9
Közép-Magyarország	215	82,38	854,1	83,70	3,97
<i>ebből Budapest</i>	200	76,63	787	77,13	3,94
<b>Összesen</b>	<b>261</b>	<b>100,0</b>	<b>1020,4</b>	<b>100,0</b>	<b>3,91</b>

Forrás: saját számítás

A 16 év alatt megvalósult – és a felmérésbe bekerült – befektetések értékének 84%-a Közép-Magyarországon, 77%-a pedig Budapesten realizálódott (2. táblázat).<sup>30</sup> Ha a tranzakciók számát vizsgáljuk, úgy is hasonló nagyságú adatot kapunk. Meglepetésre a második helyen Dél-Alföld áll, ahova értékében és számában is a második legtöbb „pénz” áramlott, és amely egyébként a harmadik legelmaradottabb magyar régió. Hasonlóan érthetetlen, hogy az egyébként dinamikusan fejlődő Nyugat-dunántúli régióban mindössze 3,8 millió dollár kockázati tőkét fektettek be a vizsgált időszakban. A fennmaradó négy magyar térségben egyenként az összbefektetések 2-3 %-a realizálódott.

Az átlagos befektetési tranzakció nagysága 4 millió dollár körül alakult, amely azt is jelzi, hogy a tőke kisebb hányada irányulhatott az alacsonyabb összegű befektetést igénylő korai szakasz finanszírozására. A Magyarországon tevékenykedő alapok minden tizedik forintot fektették a fejlődésük korai szakaszában járó cégekbe, ezen belül az 1 millió USD alatti tranzakciókra az összes tőke 3%-a jutott (Karsai 2006). A Dél-Dunántúlon mindössze két

<sup>29</sup> 2004-es adatok, forrása a KSH stADAT rendszer.

<sup>30</sup> A felmérés gyengesége, hogy a vállalkozások székhelye szerint elemzi a területi jellemzőket. Előfordulhat azonban, hogy egy cég Budapesten rendelkezik székhellyel, de vidéken végzi tényleges tevékenységeit.

befektetés történt, azonban azok magas összértéke (22, 9 millió USD) az átlagot – a hét érték közül a legmagasabbra – 11 millió USD fölé emelte.

Kérdés, hogy Budapest túlsúlya mennyiben magyarázható annak hagyományos gazdasági erőfölényével? A 3. táblázatból jól látszik, hogy a főváros és Közép-Magyarország a vizsgált időszakban még **egységnyi jogi személyiségű társas vállalkozásra és GDP-re számítva** is toronymagasan a legnagyobb összegű (több mint háromszor annyi) kockázati és magántőkét realizált a megfelelő átlagokhoz képest. Mindkét rangsorban a Dél-alföldi régió áll a második helyen, azaz vállalkozói aktivitásához és fejlettségi szintjéhez képest is az átlagosnál több kockázati tőkét tudott felszívni. Észak-Alföld, Észak-Magyarország és Dél-Dunántúl ezeknek a mutatóknak a tekintetében is hasonló értékeket kapott, melyek így is átlag alattiak.

3. táblázat: A régiókban megvalósult kockázati és magántőke-befektetések a regionális bruttó hazai termék és az ott működő jogi személyiséggel rendelkező társas vállalkozások számának tükrében

<i>Régió</i>	<i>Bruttó hazai termék 2004-ben (beszerzési áron, millió Ft)</i>	<i>Jogi személyiségű társas vállalkozások száma 2004-ben (darab)</i>	<i>I vállalkozásra jutó kockázati tőke-befektetés (USD)</i>	<i>I millió Ft GDP-re eső kockázati tőke-befektetés (USD)</i>
Dél-Alföld	1 894 444	13 592	4 120	29,56
Dél-Dunántúl	1 414 001	10 917	2 098	16,20
Észak-Alföld	2 043 700	13 836	2 320	15,71
Észak-Magyarország	1 713 269	10 109	2 710	15,99
Közép-Dunántúl	2 148 899	12 877	1 872	11,22
Nyugat-Dunántúl	2 114 346	12 310	309	1,80
Közép-Magyarország	9 100 797	79 555	10 736	93,85
<i>ebből Budapest</i>	<i>7 060 066</i>	<i>61 999</i>	<i>12 694</i>	<i>111,47</i>
<b>Összesen</b>	<b>20 429 456</b>	<b>153 196</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Átlag</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3 452</b>	<b>26,33</b>

*Forrás:* saját számítás a KSH<sup>31</sup> adatai alapján

Annak eldöntésére, hogy a **régióban** ténylegesen **kockázati tőke-koncentráció** vagy **hiány van-e**, a fenti mutatók mellett leginkább az **LQ index** használható. A mutató a kockázati tőke kínálati és keresleti oldalát hasonlítja egymáshoz egy adott területi egység vonatkozásában. A mutató kiszámítása az alábbiak szerint történt: a régió részaránya a

<sup>31</sup> KSH stADAT rendszer (www.ksh.gov.hu)



megvalósult kockázati-tőke-befektetésekből / a régió aránya a gazdasági társaságok összes saját tőkéjéből<sup>32</sup>. A táblázatból kitűnik, hogy a közép-magyarországi és a dél-alföldi mutató értéke nagyobb egynél, tehát ebben a két térségben tapasztalható a kockázati tőke relatív „sűrűsödése”. A mutató azt is jól szemlélteti, hogy a Nyugat-dunántúli régióban hatalmas a kockázati tőke „hiánya” a vállalkozások saját tőkéjéhez viszonyítva (4. táblázat).

4. táblázat: A kockázati tőke LQ (location quotient) indexe a régiókban

	Vállalkozások saját tőkéje (2004)		Megvalósult kockázati-tőke-befektetés (%)	LQ
	ezer Ft	%		
Dél-Alföld	777 228 737	4,45	5,49	1,23
Dél-Dunántúl	688 586 215	3,94	2,24	0,57
Észak-Alföld	1 160 299 019	6,64	3,15	0,47
Észak-Magyarország	917 063 003	5,25	2,69	0,51
Közép-Dunántúl	1 365 577 122	7,82	2,36	0,30
Nyugat-Dunántúl	1 496 660 957	8,57	0,37	0,04
Közép Magyarország	11 058 309 285	63,32	83,70	1,32
<i>ebből Budapest</i>	10 248 143 267	58,68	77,13	1,31
<b>Összesen</b>	<b>17 463 724 338</b>	<b>100,00</b>	-	-

*Forrás:* GKM adatai alapján saját számítás<sup>33</sup>

A magyarországi kockázati- és magántőke-piac riasztó mértékben Budapest-centrikus, azonban ez a felismerés mégsem meglepő. A drámai fokú koncentráció egyik oka lehet, hogy a külföldi befektetők Budapesten nyitnak irodát és tanácsadók, ügynökeik is főként itt rendelkeznek kapcsolatokkal, ismeretekkel. Másrészt a keresleti oldal is felelőssé tehető a kialakult térbeli “vízfejért”: a legjobb befektetési lehetőségek, az innovatív cégek döntő része szintén Közép-Magyarországon található. Ezek mellett a túlsúly kialakulásában a fejlett üzleti infrastruktúra is jelentős szerepet játszott. Ugyanakkor a dinamikusan fejlődő

<sup>32</sup> A location quotient (LQ) esetében a kereslet a jogi személyiségű társas vállalkozások jegyzett vagy saját tőkéjében fejezhető ki. Adatok csak az összes vállalkozásról álltak rendelkezésre, így a számításoknál annyi mozgásterem maradt, hogy a saját vagy a jegyzett tőkére vonatkozó adatokat vegyem figyelembe. Végül a saját tőke kategória mellett döntöttem, mivel az már a gazdálkodás során felhalmozott eredményt is tartalmazza, továbbá annak elemei – az értékelési tartalék kivételével – szükség esetén a jegyzett tőke felemelésére fordíthatóak. A befektető ugyanis általában tőkeemeléssel száll be a cégbe, és adott esetben fontos lehet, hogy kisebbségi tulajdonos maradjon.

<sup>33</sup> Köszönöm Dr. Kállay Lászlónak, hogy a regionális és megyei bontású saját tőke adatok megszerzésében segítséget nyújtott.

Nyugat-Dunántúlt a felmérés alapján elkerülték a kockázatitőke-befektetők, melynek okait csak találgatni lehet.

### 1.2.3. A vállalati kockázati tőke (corporate venture capital)

A kockázatitőke-befektető nem kizárólag pénzügyi közvetítő vagy magánszemély lehet, hanem olyan **termelő- vagy szolgáltató** tevékenységet végző **vállalat** is, amely **stratégiai célú kockázatitőke-típusú befektetéseket is végez**. Napjainkban a **vállalatközi fejlesztőtőke-befektetések** (corporate venturing) egyre jelentősebb szerephez jutnak a vállalkozások tőkefinanszírozásának lehetséges eszköztárában. A vállalatközi fejlesztőtőke-befektetés során rendszerint **egy nagyobb cég tőke típusú finanszírozást nyújt egy kisebb, független, innovatív cégnek**. Köztük a továbbiakban kialakuló együttműködés azonban messze túlmutat a finanszírozó-finanszírozott hagyományos viszonyrendszerén. A kockázatmegosztás illetőleg a pénzügyi megtérülés mellett a motivációk között legalább ugyanilyen súllyal szerepel **a másik fél stratégiaileg fontos erőforrásaihoz** (pl. új technológiák, termékek) **való hozzáférés** lehetősége is. Általánosabban megfogalmazva a vállalatközi fejlesztőtőke-befektetés formalizált, közvetlen kapcsolat rendszerint egy nagy és egy tőle független kisebb cég között, melyben mindketten rendelkezésre bocsátanak pénzügyi, menedzsment vagy technikai erőforrásokat, megosztva a kockázatot és a hozamot a kölcsönös növekedés érdekében (Bank of England 2001).

A „corporate venturing” **főbb ismérvei** a következők (Osman 2000a, Biczók 2006):

- A finanszírozott cég megőrzi önállóságát, a befektető kisebbségi tulajdont szerez, azaz **nem tekinthető felvásárlásnak**.
- Gyakran olyan **innovációt finanszíroz**, melyet a befektető cég saját szervezeti keretei között nem tudna megvalósítani. Cél lehet új termékek kifejlesztése, új piacokra és iparágakra való belépés vagy olyan technológiai áttörések elérése, amelyek alapvetően átalakítják az iparágat.
- A **szektoriális kapcsolódás** nagyon fontos, ugyanis a befektető is termelő- (szolgáltató-) vállalkozás, amely gyakran ugyanabban vagy esetleg valamilyen kapcsolódó szektorban tevékenykedik, mint a kisebb cég.
- Míg a kockázatitőke-társaságokat szinte kizárólag a minél jövedelmezőbb kiszállás lehetősége motiválja, addig a vállalati befektető számára az **együttműködés alatt elérhető nem pénzügyi előnyök** is rendkívül fontosak.



- Az együttműködés során a felek **kiegészítik egymást**: a kisvállalkozás méretből fakadó előnyei (pl. gyors reagálás, rugalmasság, tanulás, kockázattűrés) párosulnak a nagyvállalati előnyökkel (külső információforrások, méretgazdaságosság, tőkeerő, menedzsment, alkupozíció). A **kölcsönös előnyökből fakadó közös érdekelttség** az együttműködés mozgatórugója, melynek legfőbb haszna a vállalati versenyelőnyök feltárása, kiaknázása, a vállalatok versenyképességének növekedése.

A vállalati kockázati tőke jellemzői tekintetében az **informális és az intézményi kockázati tőke-befektetés között helyezkedik el**. A finanszírozási kapcsolat jellege alapján megvalósulhat **közvetlen formában**: ekkor a nagyobb vállalat vagy közvetlenül, vagy leánycégen keresztül szerez részesedést a kisebb vállalkozásban, illetve ölthet **közvetett jelleget** is: ekkor egy professzionális kockázati tőke-szervezeten, esetleg inkubátorházon keresztül végzi a nagyvállalat a befektetési tevékenységét. Az első esetben az informális befektetési jellegzetességek, az utóbbi esetben pedig az intézményi befektetési jellegzetességek erősödnek fel. Mindkét módozatnak vannak előnyei és hátrányai egyaránt, a legfontosabbakat összegzi az **5. táblázat**.

A **lehetséges stratégiai előnyök** perspektívájából nézve az indirekt finanszírozás révén egyfajta hálózatépítés is megvalósul (ha a befektetéssel foglalkozó részleget is különállónak tekintjük, akkor legalább három szereplő érintett), s ez a későbbiekben az együttműködés nagyon sok formájának kialakulását is elősegítheti, másik oldalról segíti az esetleges felvásárlási lehetőségek megismerését. A közvetlen beruházások már létező technológiához való hozzáférés biztosítása mellett megteremtik az új piaci szegmensekre való bejutást, ezáltal új vásárlók elérését, s így esetlegesen a kereslet ösztönzésének eszközeivé is válhatnak. Ugyanakkor természetesen az üzleti kapcsolatok elmélyülését is eredményezik, hiszen a partnerek napi üzleti kapcsolatban állhatnak egymással (Kosztópulosz és Makra 2005).

Az **egyéb előnyök** kategóriájához tartozó jellemzőkkel összefüggésben azt mondhatjuk, hogy a közvetett finanszírozás kevesebb saját forrás igénybevételével teremt pénzt a beruházónak, hiszen nem tartalmaz olyan támogató háttérrel, mint a közvetlen kapcsolat esetében. Ugyanakkor a közvetlen beruházásnál mindenképpen előnyként szolgál, hogy a pénzügyi célok mellett a stratégiai megfontolásokat is mindvégig figyelembe veszik, s ez egyfajta hozzáadott értéket jelent mindkét vállalkozás számára, ráadásul a beruházó maximális irányítást szerezhet a finanszírozott vállalatban.

5. táblázat: A közvetett és a közvetlen vállalatközi tőkebefektetések fő előnyei, hátrányai és lehetséges stratégia céljai

	<i>Közvetett finanszírozás</i>	<i>Közvetlen finanszírozás</i>
<b>Előnyök</b>	Komolyabb kiválasztási folyamat. Kevesebb belső forrásra épít. Inkább a pénzkeresést szolgálja.	Maximális irányítást biztosít. Szorosabb az együttműködés. Stratégiai és pénzügyi haszon A finanszírozott vállalkozásnak többletértéket ad.
<b>Hátrányok</b>	Nem szólhatnak bele a döntésekbe. Korlátozott, vagy nem létező kapcsolat A kockázati tőketársaságnak fizetett díj csökkenti a nyereséget.	Profi befektetőkkel kell versenyezni. Többletberuházást igényelhet. Nagyobb a kockázat, beleszólhat a döntésekbe. Több forrást igényel.
<b>Lehetséges stratégiai célok</b>	Új üzleti modellek megismerése Hálózatépítés Terjeszkedési lehetőségek felismerése	Új piaci szegmens és fogyasztók elérése Új termékek Üzleti kapcsolatok fejlődése

*Forrás:* Kosztopulosz és Makra (2005, 346. o.)

Ami az egyik befektetési formánál előny, a másikonál **hátrány**, és viszont. A közvetlen beruházás ellen szól, hogy más – profibb – befektetőkkel kell versenyezni, így magasabb a pénzügyi kockázat, és természetesen több odafigyelést igényel. Ezzel szemben a közvetett irányítás alatt nem lehet beleszólni a támogatott cég döntéseibe, és emellett még a befektető által fizetett költségek is csökkentik a beruházás megtérüléséből eredő hasznot (Kosztopulosz és Makra 2005).

Összefoglalva a fentieket, a „corporate venturing” jelensége természetes módon **kapcsolódik az innováció, a kockázati tőke, a stratégiai szövetségek, a klaszteresedés és hálózatosodás, valamint a szervezetelmélet témaköréhez.** Ebben az összefüggésben az ilyen típusú kockázati tőke-tranzakciók nem tekinthetők pusztán finanszírozásnak: sokkal inkább korunk jól ismert stratégiai kihívásaira adott szervezeti válaszként kell értelmeznünk mind a két partner szempontjából.

### 1.3. A kockázati tőke elméleti keretei

A kockázati tőke könyvtárnyi irodalma ellenére máig **nem alakult ki annak összefüggő elméleti háttere**, amely többféleképpen is magyarázható. Egyrészt a kockázati tőke



meglehetősen gyakorlatorientált, alkalmazott gazdaságtani kutatási terület, melyben az empirikus felmérések és gazdaságpolitikai ajánlások „népszerűbbek”, „hasznosabbak” a száraz elméleti modelleknél. Másrészt a téma interdiszciplináris jellegéből – a vállalati pénzügyek, a vállalkozások gazdaságtana, az innováció gazdaságtanának határterületén fekszik – adódóan több forrásból tud meríteni, így a téma kutatóin talán nem volt akkora nyomás önálló elméleti keretek kialakítására. Harmadrészt a terület annyira szerteágazó és heterogén, hogy talán nem is érdemes egy átfogó teória kialakítására törekedni, inkább az egyes kapcsolódó iskolák elképzeléseit kell szintetizálni, továbbfejleszteni.

Jelen fejezetben kísérletet teszek arra, hogy a kockázati tőke speciális attitűdjeit valamiképpen magyarázó elméleteket összegyűjtsük és a téma kontextusában elemezzük őket.

### *1.3.1 Információs aszimmetriák, kontraszelekció és erkölcsi kockázatok*

A finanszírozási rések kialakulását és a kockázati tőke-ügyletek sajátosságait az ügynöki költségekkel, az aszimmetrikus információkkal, a kontraszelekció és a morális kockázatok problematikájával összefüggésben is lehet magyarázni. Úgy véljük, hogy az **ügynökelmélet** (agency theory) adalékul szolgálhat a formális és informális kockázati tőke-befektetések bizonyos aspektusainak jobb megértéséhez.

Az új intézményi közgazdaságtan áramlatába tartozó **ügynökelmélet** a 60-as, 70-es évek eleji, a magánszemélyek és csoportok kockázatmentesítésének elveit elemző kutatási irányt fejlesztette tovább és szélesítette ki (Eisenhardt 1989). Az elmélet középpontjában a szervezeteknél a tulajdonosi és irányítói funkciók szétválásával egyre fontosabbá váló megbízó-ügynök (képviselő) kapcsolatrendszer és az azt szabályozó szerződés vizsgálata áll. Az elmélet egyik leggyakrabban idézett szerzőpárosa, Jensen és Meckling (1976, 310. o.) meghatározása szerint „a **megbízó-ügynök kapcsolat** egy olyan szerződés, melyben egy vagy több személy (a megbízó[k]) arra szerződtet egy másik személyt (az ügynököt), hogy bizonyos tevékenységet végezzen az ő érdekében, és egyúttal bizonyos döntési jogokat is átruház az ügynökre”. A viszonyban az információk jelentős része csak az egyik fél számára hozzáférhető, azaz információs aszimmetria áll fenn a résztvevők között. A cselekvőről az elmélet mindkét oldalon haszonmaximalizáló magatartást feltételez, ezért az ügynök és a megbízó között érdekütközések alakulhatnak ki, mivel az ügynök céljai nem feltétlenül esnek egybe a megbízóival. A felek eltérő céljaiból és különböző kockázati preferenciáiból eredő

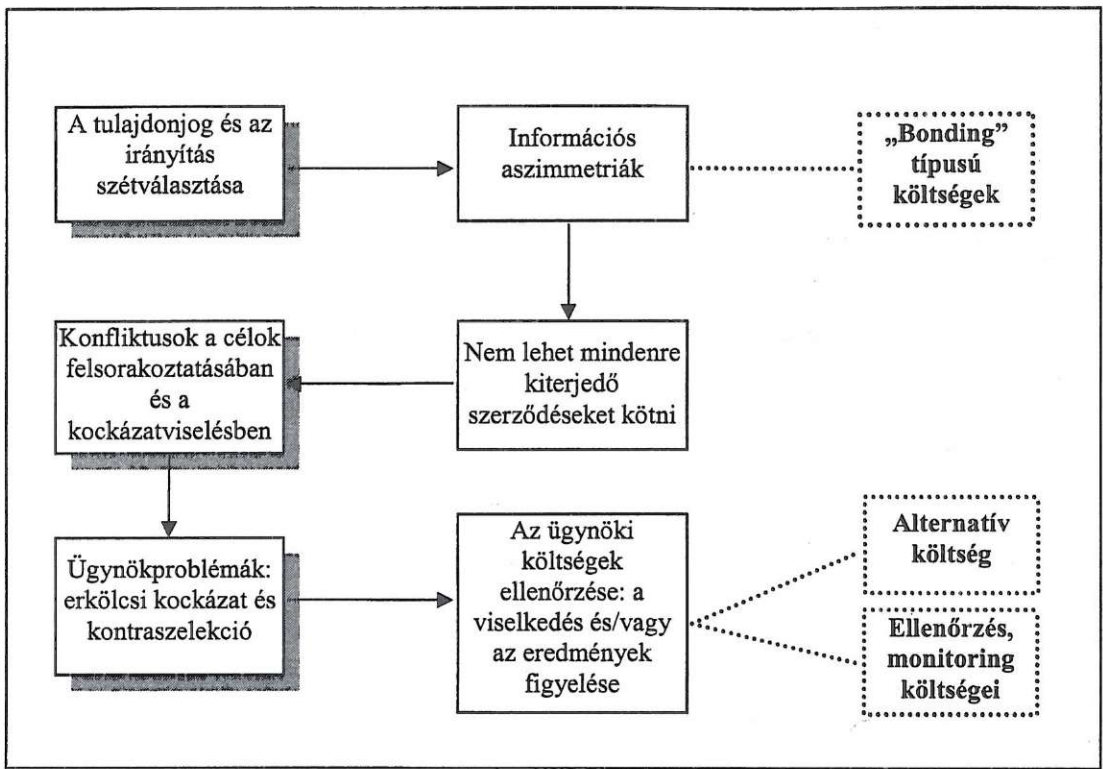
problémákat nevezzük **ügynökproblémának** (agency problem) (Landström 1993a, Eisenhardt 1989, Van Osnabrugge 2000).

A felek közötti konfliktusos célrendszer és az egymástól eltérő kockázatviselési hajlandóság következtében olyan részleges ügynöki problémák állhatnak elő, mint a kontraszelekció veszélye (adverse selection) és az erkölcsi kockázat (moral hazard) (Van Osnabrugge 2000). Az ügynökelmélet kontextusában a **kontraszelekció** veszélye arra utal, hogy a megbízó számára a szerződés megkötése előtt nehézséget okozhat meggyőződni arról, hogy az ügynök valóban megfelel-e a szerződés kívánalmainak illetve arról, hogy rendelkezik-e a szükséges képességekkel. Amennyiben a képviselő saját kompetenciáinak hamis bemutatásával jut egy feladathoz, a megbízó eredeti szándékával ellentétes kiválasztás valósul meg. **Erkölcsi kockázat** akkor jelentkezik, ha a szerződés megkötése után az ügynök opportunista módon, nem az eredeti megegyezésnek megfelelően tevékenykedik, hanem saját érdekeinek megfelelően: például túl kockázatos befektetések mellett dönt, vagy lényeges információkat tart vissza, ferdít el (Makra és Kosztópulosz 2006b, Van Osnabrugge 2000).

A legtöbb megbízó-ügynök kapcsolatrendszerben lehetetlen költségmentesen elérni azt, hogy a képviselő a megbízó érdekeit maximálisan figyelembe vevő, az ő szempontjából optimális döntéseket hozzon. Így a viszonyt a mindkét felet érintő ún. **ügynöki költségek** (agency costs) terhelik, melyek a tökéletes tőkepiaci helyzethez képest fellépő többletköltségekként értelmezhetőek (McMahon 2004). Három fő fajtájuk a **monitoring költségek**, a „**bonding**” típusú költségek és a megbízó **alternatív költsége** (Jensen és Meckling 1976). A megbízó felléphet az ügynök nem kívánatos tevékenységének korlátozása érdekében, megfelelő ösztönzési rendszer kialakításával, illetve az ellenőrzés költségeinek felvállalásával. Sőt, bizonyos helyzetekben az ügynök számára is kifizetődő lehet, hogy anyagi és nem anyagi erőforrásokat áldozzon annak garantálására, hogy nem tesz olyat, ami sértené a megbízó érdekeit, vagy hogy felvállalja a megbízó ellentételezését, amennyiben mégis ilyet tenne. Ezek mellett alternatív költséget jelent az ügynök döntése és a megbízó jólétét maximalizáló döntés közötti különbség (Jensen és Meckling 1976). Az ügynökelmélet végső soron arra az általános kérdésre keresi a választ, hogy milyen típusú szerződés kialakításával lehet a leghatékonyabban kezelni a megbízó-ügynök kapcsolatban felmerülő problémákat és csökkenteni az így képződő költségeket (3. ábra).



3. ábra: Az ügynökelmélet sematikus ábrája



*Forrás:* Van Osnabrugge (2000) alapján saját szerkesztés

Az ügynökelméleten belül **három irányzat** körvonalazódik, amelyek az ügynöki problémát eltérő hangsúlyokkal kívánják kezelni. A **megbízó-ügynök megközelítés** e kapcsolatrendszer általános elméletére koncentrálna, gyakran matematikai nyelven kívánja meghatározni az optimális szerződést, amely képes befolyásolni a képviselő magatartását. Ezek a **szerződések lehetnek magatartásorientáltak vagy teljesítményszemléletűek**. Az előbbiben az ügynök megbízó által elvárt magatartása kerül meghatározásra, a képviselő fondorlatos tetteinek, opportunist magatartásának korlátozása érdekében. Az ilyen szerződések akkor alkalmazhatóak, ha az ügynök viselkedése jól megfigyelhető és ellenőrizhető. Az utóbbiban a megbízó az ügynök teljesítményét befolyásoló ösztönzőket épít be a szerződésbe, és a megvalósítás kockázatait is áthárítja rá. Az eredmény bizonytalansága a viselkedésalapú szerződéseknek, az alacsony bizonytalanság pedig a teljesítményorientált szerződéseknek kedvez. A viselkedés és az eredmény mérésének költsége közötti kompromisszum, valamint a kockázatnak a képviselőre való hárítása a „lelke” a megbízó-képviselő iskolának (Van Osnabrugge 2000, Eisenhardt 1989). A második, **pozitivist** irányzat kevésbé matematizált, elemzési fókuszja szűkebb. Képviselői főként a nagy cégek

tulajdonosai és vezetői közötti speciális kapcsolatrendszer vizsgálatával foglalkoznak és olyan irányítási mechanizmusokat keresnek, melyek korlátozhatják az ügynökök öncélú viselkedését (Eisenhardt 1989). Egy újabb áramlat, a **tökéletlen szerződés** (incomplete contract) **irányzat** szerint a szerződések elkészítése tetemes költséggel jár, és ezért mindig hiányosak lesznek. A szerződések három tényező felmerülése miatt hiányosak, ezek a tranzakciós költségek, a korlátozott racionalitás és az információs aszimmetriák. A tökéletes szerződés elkészítése helyett sokkal lényegesebb az irányítás ex post (szerződéskötés utáni) leosztása (Van Osnabrugge 2000).

Az ügynökelmélet nemcsak a tulajdonosok és menedzserek nexusát modellezi, ugyanis a megbízó-ügynök kapcsolat a vállalkozások külső forrásszerzési tevékenysége során is kiépül, vagyis az **ügynöki költségek befolyásolják a vállalkozások forrásszerkezetének kialakulását**. A klasszikus ügynökelmélet úgy tekint a vállalatra, mint szerződések összefüggő rendszerére, amelyek lebonthatók egyének közötti szerződéses kapcsolatokra. A továbbiakban a külső forrásbevonási tevékenységet a vállalkozó (vállalatvezető) és a (tőke)finanszírozó kapcsolataként értelmezzük, ahol alapesetben a **forrás nyújtója a megbízó, a vállalkozás vezetője pedig az ügynök**.

Az aszimmetrikus információk, a kontraszelekció és az erkölcsi „hazardírozás” a hitel- és tőkepiacokon egyaránt éreztetik hatásukat. A vállalat vezetői és a külső finanszírozók közötti ügynöki konfliktusok befolyásolják a hitelezők és a tőkebefektetők forráskihelyezési hajlandóságát és feltételeit. Amennyiben a cég külső tőkebefektetőktől szerez friss pénzt, a menedzserek abban válhatnak érdekeltté, hogy pazarló kiadásokba bocsátkozzanak, mivel ezek előnyeinek túlnyomó részét ők élvezik, azonban a költségeket csak kisebb részben viselik. Hasonlóan, hitelfelvétel esetén a menedzser érdekelt lehet a kockázatok túlzó mértékűre duzzasztásában. Mivel a finanszírozók tisztában vannak ezekkel a problémákkal, a potenciális kockázat fedezésére pótlólagos pénzáramot követelnek, azaz a **külső finanszírozók által elvárt hozam magasabb, mintha a források belül képződtek volna**. Annak ellenére, hogy a menedzser a részvényesi érték maximalizálásában érdekelt, az információs aszimmetriák a külső tőke megszerzését költségesebbé, sőt, teljesen mértékben lehetetlenné is tehetik (Makra és Kosztópulosz 2006b).

Az ügynökelmélet rendszerében részben eltérő módon értelmezhető az intézményi és nem intézményi kockázattőke-befektető tevékenysége és magatartása. Az **intézményi befektetők** egyszerre töltik be a kétféle szerepkört a megbízó-ügynök kapcsolatrendszerben: **ügynökként viselkednek az alap befektetőivel szemben és megbízóként járnak el a portfólióvállalkozások irányában** (Kelly és Hay 2003). Több lépcsőben történő vagy



szindikált befektetések esetén a hagyományos „vertikális” ügynöki költségek mellett a befektetők közötti ún. **horizontális ügynökkonfliktusok és -költségek** is felmerülhetnek, főként a kiszállás módjának és a vállalkozás finanszírozási stratégiájának megválasztása tekintetében (Bartlett 2006).

Az intézményi kockázati tőkések és a szakirodalom több módszert dolgozott ki az **ügynöki problémák minimalizálására** (Brierley 2001, Bartlett 2006, Mason és Harrison 1999a, Bygrave és Timmons 1992). A potenciális **projekteket megbízható** és professzionális forrásból, saját közvetítőiken (tanácsadók, jogászok, könyvvizsgálók stb.) keresztül szerzik be. A **befektetési lehetőségek alapos értékelésének és átvilágításának** – amely maga is jelentős költségekkel jár – célja, hogy elejét vegye a későbbi, a téves kiválasztásból eredő tetemes ügynöki költségeknek (pl. csőd, alkalmatlan menedzsment lecserélése). A **több lépcsőben történő befektetés** (staged investment) egyidejűleg lát el monitoring funkciókat, a további finanszírozás felkínálásával ösztönzőleg hat a vállalkozóra és lehetővé teszi, hogy a kockázati tőkésnek egy esetleges csőd esetén ne a teljes befektetésre szánt összeget kelljen leírnia. A vállalat **teljesítményéhez kötött javadalmazási rendszerek** (pl. részvényjuttatási opciók) a tulajdonosi szemlélet megteremtésével csökkentik annak kockázatát, hogy a cégvezetők opportunista módon viselkedjenek és csakis önérdeküket kövessék munkájuk során. A minden részletre kiterjedő, **precízen kidolgozott befektetési szerződések** csökkenthetik a kockázati tőkés és a vállalkozó közötti ügynökkonfliktusok felmerülésének esélyét. A vállalkozás gazdálkodásának szigorú ellenőrzése, az **alapos monitoring** szintén mérsékelheti a megbízó-ügynök viszonyból származó kockázatokat. Gyakori, hogy a befektetők **elsőbbségi részvények** kibocsátását várják el a vállalkozástól, amelyek az osztalékfizetésnél, a szavazásnál, csőd esetén biztosítanak bizonyos többletjogosítványokat tulajdonosaik számára. Végül az ügynöki költségek csökkentésének eszköze lehet a **szindikált befektetések végrehajtása**, ahol több kockázati tőkés az információkat és szaktudásukat megosztva száll be egy cégbe<sup>34</sup>.

Az ügynökelmélet kontextusában jól magyarázható az üzletiangyal-finanszírozás több előnyös vonása is. Kisvállalati környezetben a kontraszelekció veszélyéből és a morális kockázatból eredő költségek meghatározóak lehetnek, ezért az a forrásbevonási mód lehet sikeres, amely képes valamiképpen hozzájárulni ezen többletráfordítások csökkentéséhez. Minthogy az **informális kockázattőke-befektetők** általában rendelkeznek egyfelől kellő előismerettel az iparágról, másfelől a szükséges tapasztalatokkal, készségekkel a

---

<sup>34</sup> Ekkor azonban megjelenhetnek a fent idézett horizontális ügynöki költségek is.

vállalkozásban és a vállalkozóban rejlő kockázatok felbecsüléséhez, ez alkalmas lehet a **szerződés előtti átvilágítás viszonylag alacsony költségű elvégzésre**. Ugyancsak hatékony megoldást jelenthet, hogy a szerződéskötés során jellemzően nem egy mindenre kiterjedő, igen részletes megállapodás jelenti a kockázatmérséklés alapvető eszközét (ahogyan ez a kockázatitőke-befektető intézmények esetén jellemző), hanem hangsúlyosabb szerephez jutnak a **bizalmi struktúrák** (Harrison és szerzőtársai 1997), a **pozitív és bizalmi jellegű kapcsolatok** (Kelly és Hay 2003) és az **üzleti megérzések** (Mason és Harrison 2002a). A bizalom ebben az összefüggésben úgy értelmezhető, mint a döntéshozatal és tárgyalások felgyorsításának eszköze, mivel csökkenti az ügynöki költségeket. A szerződéskötést követően pedig az erkölcsi kockázat mérséklése érdekében vállalt többletköltségek minimalizálásának talán legjobb útja a befektetés feletti bizonyos mértékű befolyás gyakorlása, amit a befektető a **vállalkozásban való aktív közreműködéssel** képes lehet elérni. Mivel az üzleti ingatlan-befektetők személyesen és anyagilag is érdekeltek abban, hogy bekapcsolódásukkal hozzájáruljanak a vállalkozás sikeréhez, ennél fogva egyfajta vállalkozásfejlesztő, inkubátor szerepet is betöltenek (Makra és Kosztópulosz 2006a). Tulajdonképpen az egyéni kockázatitőke-befektetők és az intézményi kockázati tőkések eltérő módon, más megközelítéssel kívánják az ügynöki problémákat kezelni: előbbieket viselkedésük a **tökéletlen szerződések megközelítéssel** lehet jellemezni, utóbbiak tevékenységét pedig inkább a **megbízó-ügynök iskola** „tanaival” lehet leírni (Van Osnabrugge 2000, Kelly és Hay 2003).

Ezzel megegyező eredményre jutott Fiet (1995a, b) az üzleti ingatlanok és az intézményi kockázati tőkések **kockázatkezelési és –elkerülési magatartását** elemezve. A szerző a befektetés során felmerülő kockázatokat két nagy csoportba sorolta: **ügynöki és piaci**<sup>35</sup> **kockázatok**. A felmérés szerint az egyéni befektetők sokkal inkább hajlamosak megbízni a vállalkozó munkájában a piaci kockázatok elkerülése tekintetében, és jobban érdekli őket az ügynöki kockázatok kezelése. Ezzel szemben az intézményi befektetők inkább a piaci kockázatok miatt aggódnak, mivel az ügynöki kockázatoktól megvédi őket az aprólékosan kidolgozott szerződés. Mindez úgy is interpretálható, hogy **az üzleti ingatlanok jobban aggódnak az ember, a vállalkozó** (az ügynöki kockázat), mint a **verseny** (a piaci kockázat) miatt (Kelly és Hay 2003), vagy hogy **inkább a vállalkozóba fektetnek mint a cégbe**

---

<sup>35</sup> A piaci kockázat olyan bizonytalanság, ami a környezeti tényezőkből fakadó versenyelőnyök megszerzése során merül fel (Fiet 1995a).



(Landström 1998, Harrison és Mason 2002<sup>36</sup>), sőt még befektetési preferenciáikat is hajlandóak fellazítani egy nagyon hiteles és megbízható menedzsmenttel rendelkező befektetési lehetőség kedvéért (Mason és Harrison 2002c).

### 1.3.2. Információs aszimmetriák, tőkeszerkezet és növekedési ciklusok

A vállalkozások oldaláról is érdemes megvizsgálni, hogy a működésükhöz nélkülözhetetlen források beszerzésekor milyen esetekben és milyen okból kifolyólag választják a kockázati tőkét, amelyet egyébként az egyik legdrágább finanszírozási formaként emlegetnek.

A tőkeszerkezet rangsorelméleti megközelítése (pecking order) is az információs aszimmetriák létéből indul ki. Megfogalmazója, Myers (1984) a *Journal of Finance* hasábjain cáfolta meg a vállalkozás-finanszírozás addig mérvadó „választásos”, átváltási elméletét (trade-off theory<sup>37</sup>). Véleménye szerint az információs aszimmetria lényege, hogy a vállalatvezetők többet tudnak a vállalat jövőbeli lehetőségeiről, kockázatáról és értékéről, mint a kívülálló piaci szereplők, azonban ezekről a jó növekedési kilátásokról képtelenek meggyőzni a piacot. Ez a körülmény befolyásolja mind a belső és külső finanszírozás, mind pedig a kötvény- és részvénykibocsátás közötti választást (Myers és Majluf 1984). A tőkeszerkezetben nem létezik egy egyértelműen meghatározható, optimális idegen forrás – saját forrás arány, ehelyett a vállalatok egy rangsort állítanak fel a finanszírozási források vonatkozásában, amelyben a belső forrásokat preferálják, és ha külső finanszírozásra van szükségük, akkor a legbiztonságosabb értékpapírok (kötvény) kibocsátásától haladnak a legkockázatosabb (részvény) felé. A tőkeszerkezetben a kölcsön aránya maradékelven határozódik meg, és a visszaforgatott nyereség, az osztalékpolitika és a beruházási lehetőségek függvényében változik (Myers 1984, 2001, Brealey és Myers 1999, Szerb 2003, 2006).

Myers eredeti elmélete meglehetősen keveset árul el a vállalkozások kockázatitőkebevonásának sajátosságairól, okairól, mivel e forrást külön nem elemzi a külső saját tőke típusú finanszírozáson belül (Szerb 2006). A teóriából levezethető, hogy egy adott ágazaton

---

<sup>36</sup> Harrison és Mason (2002) nagyon találóan úgy fogalmaz, hogy az angyalok inkább a lovasra (vállalkozóra) fogadnak, mint a lóra (az üzleti tervre, a vállalkozásra).

<sup>37</sup> A „trade-off” elmélet a hazai szakirodalomban több néven terjedt el: a tőkeszerkezet választásos elmélete (Brealey és Myers 1999), optimalizálási, átváltási elmélet (Szerb 2003). Az elmélet szerint a vállalat tőkeszerkezete akkor optimális, amikor a hitelfelvétel miatt keletkező adómegettakarítás határértéke egyensúlyozza az eladósodás miatti esetleges pénzügyi nehézségek költségének jelenértékét (Myers 2001, Brealey és Myers 1999).

belül miért van fordított kapcsolat a nyereség és az idegen források aránya között, de azt **nem magyarázza meg**, hogy miért eltérő az egyes ágazatokban működő cégek tőkeáttétele, és a gyorsan növekvő, főleg csúcstechnológiai cégek miért adósodnak el kevésbé, mint amennyire a modell szerint tehetnék (Brealey és Myers 2005). Az is világos, hogy a vállalkozások fejlődésük eltérő fázisaiban különböző pénzügyi „rangsorokat” követnek. Myers (2001) saját bevallása szerint is a hierarchiába rendezés modellje csak a kiinduló feltételek (pl. a vállalatvezetők információs előnye) figyelembe vételével működik kielégítően. Mindezek mellett az **elmélet empirikus tesztelése is vegyes eredményekkel járt** (Myers 2001, Shyam-Sunder és Myers 1999, Szerb 2006).

A rangsorba rendezés elmélete **eredetileg a nagy, tőzsdén jegyzett vállalatok tőkeszerkezetével kapcsolatos döntéseket modellezi**, amelyeknek de facto egyaránt lehetőségük van kötvény- és részvénykibocsátására. A források bizonyos fokú rangsorolása azonban kisebb cégeknél is megfigyelhető, ahol a külső forrásból származó saját tőke az utolsó a lehetőségek közül. Ennek két oka van: a kisvállalkozások számára az értékpapírtőzsdék kevésbé elérhetőek és a vállalkozó-tulajdonosok előnyben részesíti azokat a forrásokat, melyek nem járnak együtt tulajdonosi és irányítási jogaik sérülésével (Zoppa és McMahan 2002).

A kisvállalkozások működésének, finanszírozásának speciális jellemzőit (pl. „kvázi saját tőke” a rokonoktól, barátoktól, a finanszírozási rések problematikája, a tulajdonjogok átengedésének kerülése stb.) figyelembe vevő **módosított rangsorelmélet** a kisvállalkozások finanszírozási „preferencia-sorrendjét” az alábbiak szerint írja le (Zoppa és McMahan 2002):

1. A nyereség visszaforgatása
2. Rövid távú idegen források (kereskedelmi bankok hitelei, beleértve a vállalkozó folyószámla-hiteleit is)
3. Hosszú távú idegen források bevonása (a tulajdonosok, rokonok, barátok hosszú távú kölcsöneitől kezdve)
4. A tulajdonosok tőkeinjekciói (beleértve a családtagokat, barátokat)
5. Saját tőke külső befektetőktől (üzleti angyalok, kockázatitőke-társaságok).

A rangsorelmélet mögé betekintve mégis néhány dolgot „kiolvashatunk” az informális kockázatitőke-piac keresleti oldalának jellemzőiről. Rámutat arra, hogy a kisvállalkozó részesedésének „felhígulásától” való félelme hogyan vezet a **külső tőkejellegű források bevonásával szembeni tartózkodáshoz**. Az elmélet alapján az is egyszerűen belátható, hogy a finanszírozási lehetőségek e csoportján belül az üzleti angyaloktól származó tőke prioritást



élvez, hiszen egyrészt nem terhelik magas díjak az igénybevételét (Harrison és Mason 1991), másrészt az üzleti ajánlatának feltételei kevésbé szigorúak, mint a kockázattípus-alapokéi, és a vállalkozó számára nagyobb a mozgástér a szerződéses feltételek megszabásában (Mason és Harrison 2002c).

A **hitel és a tőke közötti választás**, valamint a kisvállalkozások korlátozott finanszírozása más elméletekben is központi helyet foglal el. A hitelintézetek esetében a hitel nyújtója mindig kevesebb és kevésbé megbízható információval rendelkezik a vállalkozásról, mint annak vezetője, így nehéz megítélni, hogy melyik vállalkozás mennyire kockázatos és milyen jövőbeli kilátásokkal rendelkezik. A bankok a magas kockázatok miatt megemelik a hitelek kamatait, hogy „megszűrjék” a keresletet, azonban ezzel ellentétes hatást érhetnek el: a magas elvárt megtérüléssel rendelkező projektek más finanszírozási lehetőséget keresnének, míg az alacsony hozamokkal kecsegtető cégek elfogadnák a szigorú feltételeket. Ezzel a bankok Akerlof megfogalmazásával élve „citromokat”<sup>38</sup> választanak ki a „mogyorók” helyett (Cumming 2004). A bankok azonban, hogy elkerüljék a kontraszelekciónak bekövetkeztét, nem emelik meg a hitelek kamatlábát, hanem a teljes kínálatot fogják vissza: bekövetkezik a **hitelek „adagolása”** (credit rationing) (Stiglitz és Weiss 1981). A hiteladagolás következtében a vállalkozások hiába lennének hajlandóak magasabb árat fizetni a forrásért, mégsem juthatnak hozzá, azaz a piac tökéletlenül működik. A probléma leginkább a kisebb cégeket érinti, ahol a hitelintézet számára az információhoz való hozzáférés a leginkább problémás és költséges (Equinox 2001).

De Meza és Webb (1987) a Stiglitz-Weiss dolgozat megállapításával részben **ellentétes eredményeket** közölt úgy, hogy a hitel mellett a tőkét (equity) is figyelembe vette, mint finanszírozási alternatívát. Kompetitív modelljükben kimutatták, hogy a hitel nyújtója és a vállalkozó közötti információs aszimmetria következménye nem a hiteladagolás, hanem éppen a túlzott hitelkínálat, azaz túl sok befektetés lesz. Véleményük szerint ha az **elvárt hozamok tekintetében áll fenn az információs aszimmetria**, a befektetők a hitelnyújtást preferálják a tőkével szemben, és **társadalmi szinten túl sok befektetés valósul meg**. Ha a projektek kockázatát ítélik meg eltérően a felek, a befektetők a tőkét preferálják a hitellel szemben, és a piacon társadalmi szinten egyensúly áll be, tehát nem történik tőkeadagolás.

Hellmann és Stiglitz (2000) olyan modellt dolgoztak ki, ahol a vállalkozónak lehetősége van hitel felvételére és tőke bevonására egyaránt, valamint az aszimmetrikus információk a

---

<sup>38</sup> Akerlof (1971) úttörő munkájában az autópiac példáján bemutatta, hogy az eladó és vevő közötti információs aszimmetria a termék minőségéről kontraszelekciónak vezet: a rossz termékek (autók esetében ezeket citromoknak hívják Amerikában) kiszoríthatják a jókat a piacról.

projekt elvart hozamára és kockázatára is vonatkoznak. Véleményük szerint De Meza és Webb számításai azért tértek el az ő korábbi eredményeiktől, mert modelljükben nem tudták egyszerre kezelni a kockázat és az elvart hozam tekintetében az információs aszimmetriákat. Dolgozatukban bebizonyították, hogy **a hiteladagolás, a tőkeadagolás (equity rationing) és a kettő egyidőben is bekövetkezhet a piacon az adott keretfeltételek mellett. Éppen a két piac, a két típusú befektető közötti verseny vezethet az adagoláshoz.**

A **finanszírozás növekedésiciklus-elmélete** a rangsorelmélettel szemben az elérhető források kínálatából indul ki, kevésbé matematizált, és szintetizálni igyekszik a korábbi eredményeket. Berger és Udell (1998) szerint alapvetően a **kisvállalkozások információs homályossága (informational opacity) határozza meg forrásbevonási képességüket.** A nagyobb cégektől eltérően ugyanis a kisvállalatok által kötött szerződések nem kapnak publicitást; jellemzően nem bocsátanak ki nyilvános, a piac által folyamatosan árazott értékpapírokat; pénzügyi beszámolóik nehezebben hozzáférhetőek és gyakran nincsenek is auditálva. Mivel ilyen körülmények között a piaci szereplők számára költségesebb megítélni, hogy mennyire vonzó a finanszírozás tekintetében egy adott kisvállalat, kulcsszerephez jutnak a **pénzügyi közvetítők.** Ezek az intézmények képesek megbízhatóan értékelni a vállalkozásokat, és megoldást kínálnak az átláthatatlanságból fakadó problémákra az átvilágítás, a szerződéskötés és a folyamatos ellenőrzés tevékenységének hatékony felvállalásával. A közvetítés elmélete arra épül, hogy általában hatékonyabb megoldást jelent, ha a nagyszámú forrástulajdonos alappá szerveződve rábízza egy közvetítőre az információgyűjtés költséges feladatát, mintha egyenként és párhuzamosan igyekeznének összegyűjteni egy adott vállalkozás megítéléséhez szükséges információkat (Bhattacharya és Thakor 1993).

A növekedésiciklus-elmélet központi gondolata, hogy **a vállalatok finanszírozási szempontból egy fejlődési folyamatot követnek, melynek egymást követő szakaszaiban a pénzügyi szükségleteik és lehetőségeik folyamatosan változnak, ahogy növekszenek, tapasztalatokat szereznek és információs szempontból áttekinthetőbbé válnak.** A kisebb/fiatalabb/kevésbé átlátható cégeknek rendszerint az induláskor rendelkezésre álló belső forrásokra, az üzleti partnerek hiteleire és/vagy az üzletiangyal-finanszírozásra kell hagyatkozniuk. Ahogy a vállalkozás növekszik, hozzáférhetővé válnak számára a közvetítők által kínált források, mind a tőkejellegűek (kockázati tőke), mind pedig a hitelszerűek (bankok, egyéb pénzügyi intézmények stb.). Ha a cég életben marad és tovább növekszik, már hozzájuthat a nyilvános tőke- és hitelpiacokon rendelkezésre álló forrásokhoz is.



A vállalkozók szándékai mellett a források elérhetőségét is hangsúlyozó növekedésiciklus-elmélet csak látszólag mond ellent az üzletiangyal-finanszírozás alapvető szerepének akkor, amikor a közvetítés fontosságát emeli ki. Az üzleti angyalok által befektetett pénz nagyságrendje azonban illeszkedik az induló vállalkozások tőkeigényéhez, így nem jelentkezhethet a párhuzamosságból eredő információs redundancia (Berger és Udell 1998). A közvetítés egyébiránt – nem pénzügyi, hanem információközvetítés formájában – nélkülözhetetlen szerepet játszhat az informális kockázattőke-piaci hatékonyság javításában (Kosztópulosz és Makra 2004).

### *1.3.3 Társadalmi tőke és helyi kapcsolatok*

A **társadalmi tőke elmélete** a szociológia birodalmából kilépve vált interdiszciplináris kutatási területté, amely politikai, társadalmi, közgazdasági és szervezeti problémákat egyaránt képes lehet magyarázni. Maga a kifejezés egy „esernyőfogalom”, amely olyan jelenségeket, összetevőket takar, mint a **bizalom**, a **kölcsönösség (reciprocitás)**, az **emberi kapcsolatok**, **informális szerveződések**, **társadalmi beágyazódottság**, **hálózatok** stb. (Csizmadia 2003). Az elmélet abból a felismerésből eredeztethető, hogy az ember családja, barátai, ismerősei, kollégái révén különböző előnyökre tehet szert (Woolcock és Narayan 2000), pl. egy barát társaságának kellemes mivolta, számíthat rá egy tragédia bekövetkeztekor vagy általa bizonyos anyagi hasznokat realizálhat.

A társadalmi tőke meghatározása éppen annak összetettsége és sokszínűsége miatt nehezen megoldható és vitatott. A legegyszerűbb és a gyakorlati életben is világosan beazonosítható értelmét Burt (2001) fogalmazta meg: a **társadalmi tőke az előnyszerzés, vagyis az emberek és csoportok társadalmi struktúrában betöltött helyzetéből származó előnyök metaforája**, ami mögött egy olyan feltételezés áll, hogy ha valakinek jobban „megy”, akkor az illető biztosan jobb kapcsolatokkal rendelkezik. A különféle önkéntes szervezésekben való részvétel tehát társadalmi tőkét generál a civil kezdeményezések hálózatai, az általánosított reciprocitás normái és a kialakult bizalom formájában (Kopasz 2005).

A társadalmi tőke „hivatalosabb formában” olyan **normák és hálózatok összessége**, a **társadalmi struktúra olyan jellegzetessége**, ami lehetővé teszi az emberek számára a **társadalmi, közösségi cselekvéseket** (Woolcock és Narayan 2000, Csizmadia 2003). A definíció inkább a társadalmi tőke forrásaira, mint a következményeire fókuszál és olyan jellegzetességeit is érzékelteti, mint a bizalom vagy a kölcsönösség. A meghatározás

ugyanakkor világossá teszi azt is, hogy a társadalmi tőke elemzésének fókuszában a közösség, és nem az egyén vagy a háztartás áll.

Más kutatók a társadalmi tőkét nem a társadalmi szerkezet jellegzetességeként értelmezik, hanem inkább bizonyos magatartási diszpozíciókkal, hitekkel azonosítják. A legátfogóbb definíciók olyan szereplőket is magukban foglalnak, mint a kormányzat, a politikai rendszer vagy más intézmények (Kopasz 2005). Woolcock és Narayan (2000) rendszerező munkájában a társadalmi tőke elméletrendszerének **négy irányzatát** azonosította: a közösségi, hálózati, intézményi és a szinergikus megközelítést (6. táblázat).

6. táblázat: A társadalmi tőke elméletének irányzatai

<i>Perspektíva</i>	<i>Szereplők</i>	<i>Politikai ajánlás</i>
<i>Közösségi álláspont</i> Helyi szerveződések	Közösségi csoportosulások Önkéntes szervezetek	„A kicsi gyönyörű” A szegények társadalmi vagyonának felismerése
<i>Hálózati álláspont</i> Összefűző (bonding) és összekötő (bridging) közösségi kapcsolatok	Vállalkozók Üzleti csoportok Információközvetítők	Decentralizáció Vállalkozói övezetek létrehozása Szociális ellentétek áthidalása
<i>Intézményi álláspont</i> Politikai és jogi intézmények	Magán- és állami szektor	Civil és politikai jogok támogatása A felelősségre vonhatóság és az átláthatóság intézményesítése
<i>Szinergikus álláspont</i> Közösségi hálózatok és az állami – civil szféra közötti kapcsolatok	Közösségek, civil szervezetek, cégek, államok	Koprodukció, komplementaritás Részvétel, kapcsolódások A helyi szervezetek szerepének és kapacitásának erősítése

*Forrás:* Woolcock és Narayan (2000, 239. o.)

Dolgozatom szempontjából a **társadalmi tőke hálózati megközelítése** lehet a legérdekesebb és egyszersmind releváns, amely számításba veszi e tőketípus előnyei mellett annak hátrányait is, az emberek közötti vertikális és horizontális kapcsolatok fontosságát egyaránt hangsúlyozza, és olyan entitásokat is bevon az elemzések körébe, mint pl. a vállalatok. E megközelítés rámutat arra, hogy a közösséghez tartozás bizonyos (anyagi és nem anyagi) hátrányokkal is járhat, pl. a csoporthoz való lojalitás elszigetelheti a tagokat a jobb álláslehetőségekről szóló információktól. Ezzel párhuzamosan a **társadalmi tőkének két**



**dimenziója** különböztethető meg. Az **összezáró (bonding)** típusú inkább befelé forduló (exkluzív), a közösségen belüli erős kötések jellemzik, amely hajlamos újratermelni a kizárólagos identitásokat és homogén csoportokat, és amely ösztársadalmi szinten gyakran negatív hatást gyakorol<sup>39</sup>. Ezzel szemben az **összekötő vagy összekapcsoló (bridging)** társadalmi tőke kifelé tekintő (inkluzív), gyengébb kötésű és heterogén csoportokat köt össze egymással, és jobban hozzásegíti a tagokat a külső erőforrásokhoz (Putman 2000).

A közösségek jellegzetességeit az **összezáró és összekötő társadalmi tőkével való ellátottság** nagyban befolyásolja, és a társadalmi tőke két típusának kombinációja határozza meg a „végtermék”, azaz az abból származó költségek és hasznok eredőjének optimális szintjét is. Woolcock és Narayan (2000) egy mikrohitel program sikeres résztvevőit említi azok között, akik magas szintű közösségen belüli és kívüli kapcsolatokkal rendelkeznek, azaz mindkét típusú társadalmi tőkével rendelkeznek és abból profitálni tudnak.

A társadalmi tőke elmélete a kockázattőke-finanszírozás több jellegzetességének megértéséhez is hozzásegíthet minket. A csakis összezáró társadalmi tőkével rendelkező, elmaradott térségben tevékenykedő vállalkozók rendkívüli mértékben függenek a szomszédok, barátok, azaz a szűkebb közösségük támogatásától, hiteleitől, információitól. A **helyi közösség tagjai közül kerülnek ki az informális tőkebefektetők**, akik a bizalom és reciprocitás alapján forrásokkal látják el a vállalkozást, és akik számára garanciát és a kockázatok mérséklődését jelentheti a személyes ismeretség és a csoporthoz tartozás erkölcsi attitűdje. A cég további növekedéséhez azonban újabb és más típusú erőforrásokra, képességekre és tudásra van szükség, amelyet ismerősei útján már nem tud elérni. A kockázattőke-befektető (**üzleti angyal vagy kockázattőke-alap**) megjelenése éppen az **összekötő társadalmi tőke hiányát tudja pótolni**, melynek hozadéka pl. a korszerű tudáshoz, modernebb termékekhez, technológiákhoz, külső információkhoz való hozzáférés, az újabb üzleti partnerek és beszállítók megjelenése lehet. Véleményem szerint tehát az informális tőkebefektető pénzügyi támogatása az összezáró társadalmi tőke eredménye lehet, míg az üzleti angyalok és az intézményi kockázati tőkések a közösségen kívüli kapcsolatokat, az összekötő társadalmi tőkét bocsátják a vállalkozás rendelkezésére, amely elengedhetetlen annak továbbfejlődéséhez.

A befektető **társadalmi tőkéje** és annak lokalizált mivolta nagyban **meghatározza a befektetési folyamat több elemét**: a potenciális befektetési lehetőségeket, azok

---

<sup>39</sup> Putman (2000) klasszikus példája a bűnöző bandák, melyek bonding társadalmi tőkét képeznek, illetve a bowling klubok, melyek bridging társadalmi tőkét generálnak. A közösségen belüli társadalmi tőkének is vannak azonban pozitív hatásai, így a fenti példa kissé félreérthetőnek tűnhet.

elhelyezkedését, a projektek értékelését, a közreműködés jellemzőit és a kiszállás módját. Korábbi kutatások kimutatták, hogy az egyéni kockázati tőkések általában saját informális hálózataira, barátaiból, üzletfeleiből álló kapcsolataira támaszkodva azonosítják a későbbi ügyleteket (Sørheim 2003, Reitan és Sørheim 2000). A hálózaton belül a releváns információkhoz való hozzáférés és azok megosztása kölcsönös, **személyes, bizalmi jellegű kapcsolatokat igényel**, sőt valamilyen fokú elismertség kivívását teszi szükségessé a partnerek körében. Emellett a vállalkozóval vagy a társbefektetővel való problémamentes együttműködést is nagyban megkönnyíti a felek között kialakuló **közös vízió, közös nyelvezet és a kölcsönös megbízhatóság** (Sørheim 2003).

#### *1.3.4. Térbeli koncentráció és a pénz földrajza*

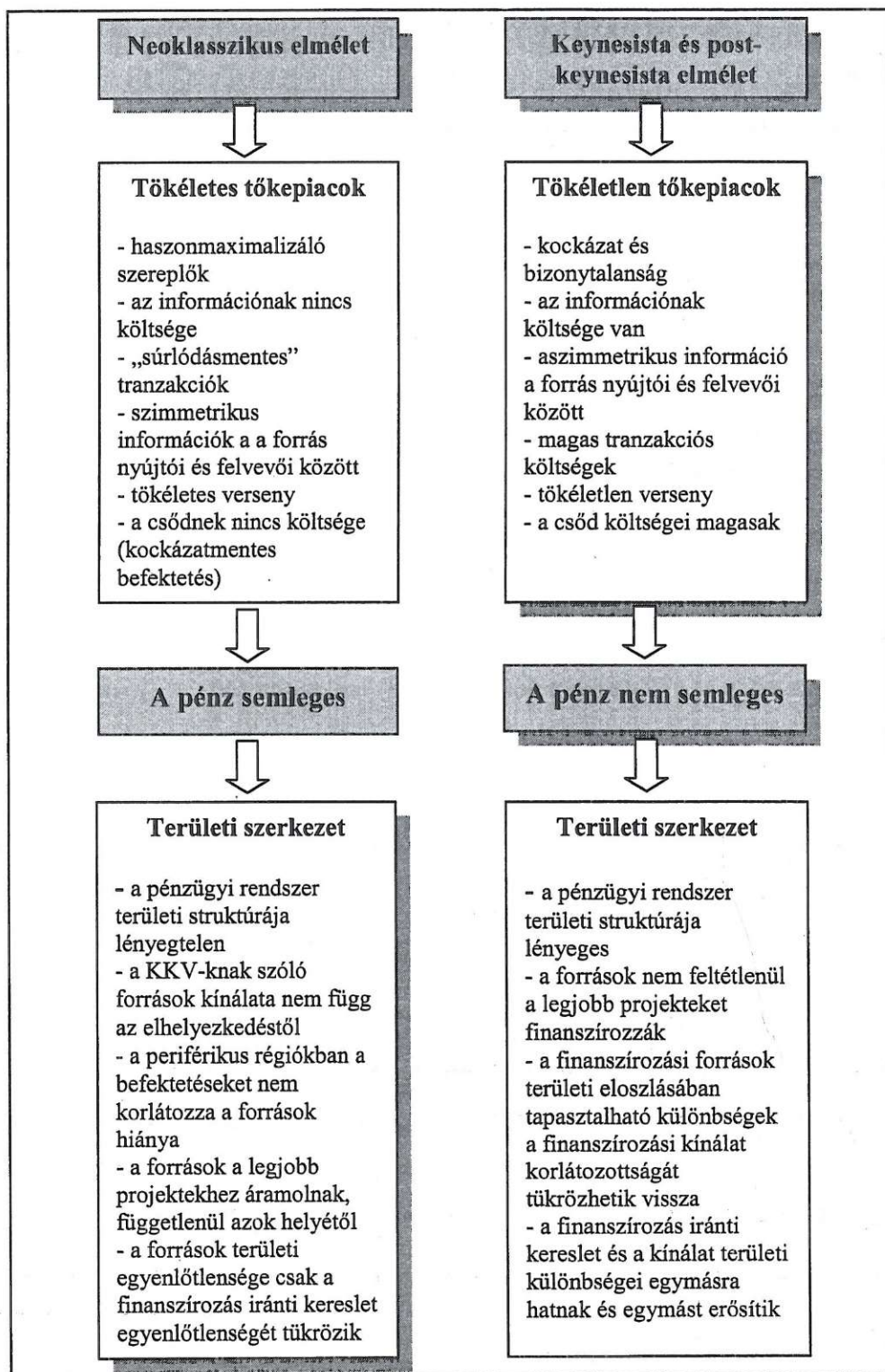
A „**pénzügyi rendszerek természetüknél fogva térbeliek**” (Martin 1999, 6. o.), mégis a pénzügyi források területi jellemzőinek vizsgálata az 1980-as évekig a gazdaságföldrajzi és regionális gazdaságtani kutatások kevésbé „érdekes”, periférikus területe maradt. A fenti időponttól azonban elméleti és empirikus jellegű kutatások indultak annak megértésére, hogy a pénz, a finanszírozás miként befolyásolja a gazdaság „térképét”. A tisztán elméleti okfejtések mellett e kutatások jelentős része a különböző pénzügyi intézmények (pl. bankok, tőzsdék, nyugdíjalapok, kockázattők-társaságok) területi eloszlásával, viselkedésével foglalkozott, míg mások a vezető globális pénzügyi központok politikai, gazdasági, társadalmi szerepét elemezték, illetve a regionális finanszírozási folyamatok és a regionális gazdasági fejlődés kapcsolatrendszerét taglalták. Mára úgy tűnik, hogy a „pénz földrajza” az új gazdaságföldrajz gondolkörén belül egy aldiszciplínává fejlődött (Martin 1999).

Annak eldöntése, hogy a **pénzügyi rendszerek területi struktúrája valóban befolyásolja-e a cégek számára elérhető források allokációját**, leegyszerűsíthető arra a kérdésre, hogy a **pénz semleges-e vagy sem** a reálgazdaság működése szempontjából (Klagge és Martin 2005). A neoklasszikus közgazdaságtan hatékony (tökéletes) piacokat feltételez, ahol a szereplők tökéletesen informáltak és mindig racionális döntéseket hoznak (4. ábra). Ebben a modellben a piacok a tőke hatékony allokációját valósítják meg térben és a cégek között egyaránt, így nem léteznek finanszírozási „rések”, minden rentábilis (pozitív nettó jelenértékű) befektetési lehetőség megvalósul, és a beruházások finanszírozása tekintetében a külső források tökéletesen helyettesítik a cég belső forrásait. A befektetések függetlenek az adott térség megtakarításaitól, és a források helyi kínálata nem akadályozhatja meg egy projekt finanszírozását. Amennyiben egy régióban a gazdaság gyengélkedik, a visszaeső



kereslet hatására csökkennek az árak, és így a (termelési) költségek is. Az alacsony árak és költségek magasabb hozamokat eredményezhetnek, amely arra ösztönzi a tőketulajdonosokat,

4. ábra: A pénzügyi rendszerek és azok területi jellemzői két alapvető közgazdasági irányzat tükrében



*Forrás: Klagge és Martin (2005, 392. o.)*

hogyan az adott térségben fektessenek be. Mindez azt is jelenti, hogy a pénzügyi intézmények a térben optimálisan helyezkednek el, és hogy a tőke szabad áramlása megszünteti a régiók közötti egyenetlen fejlődést (Klagge és Martin 2005, Martin 1999).

A **poszt- és újkeynesista elmélet** a fenti „idealisztikus” feltételeket feloldja. Az információk beszerzése idő- és pénzigényes folyamat, és a forrás nyújtója a megtérülés és a visszafizetés valószínűségének függvényében, az összes ismert kockázatot mérlegelve dönt annak odaítéléséről. A felek közötti információs aszimmetria, a bizonytalanság, az ügynökprobléma, a tranzakciók magas költsége és a hozzájuk kapcsolódó skálahatás azt eredményezheti, hogy a kisebb befektetők és cégek kirekesztődnek a tőkepiacról, azaz **tőkepiaci elégtelenségek** lépnek fel. A modellben a pénz nem semleges a gazdaságra, a források nem hatékony allokációja is megvalósulhat, és a piacon finanszírozási rések jelenhetnek meg.

Ugyanebben az elméleti keretben az is belátható, hogy a **pénzügyi rendszerek területi szerkezete is hozzájárulhat a pénzek tökéletlen allokációjához**. A térben centralizált (egy központtal rendelkező) pénzpiacon azok a cégek, akik földrajzi értelemben közelebb vannak a központhoz (a fő pénzügyi intézményekhez), a megbízhatóbb és nagyobb mennyiségű információk miatt könnyebben juthatnak forrásokhoz, mint a távoli cégek (Klagge és Martin 2005). Így térben is **bekövetkezhet a hitelek adagolása**: a nem helyi pénzügyi intézmény az információk hiánya miatt nem hajlandó kölcsönt nyújtani a régió belüli vállalkozásnak (Rodríguez-Fuentes 1996). A poszt-keynesista szerzők azonban rámutatnak arra, hogy a kínálati oldal (pl. a bankrendszer fejlettsége), a szereplők likviditási preferenciái, a keresleti oldal és más regionális szereplők is közrejátszanak a regionális hiteladagolás kialakulásában.

Emellett a **finanszírozók területi struktúrája a gazdaság centrum-periféria jellegű térszerkezetének újratermelődését is okozhatja** hosszú távon. A periférikus térségben a viszonylag magas szintű gazdasági volatilitás és bizonytalanság ellenére a szereplők magas **likviditási preferenciával**<sup>40</sup> rendelkeznek, ezért inkább a centrumrégió pénzügyi eszközeiben tartják a pénzüket, melyek sokkal likvidebbek az élénk és fejlett tőkepiac miatt. A központ

---

<sup>40</sup> A likviditási preferencia szűkebb értelemben azt jelenti, hogy a gazdasági szereplők vagyonuk egy részét likvid eszközökben, jellemzően készpénzben vagy bankbetétben akarják tárolni. Tágabb értelemben azonban nemcsak a likvid összeállítású portfóliók iránti magas igényt jelenti, hanem hogy bizonyos esetekben a kölcsön felvevői nem hajlandók likviditásukat feladva újabb jelentős kiadásokba bocsátkozni, valamint a kölcsönök nyújtói nem hajlandók új hitelek megítélésével likviditásukat veszélyeztetni (Rodríguez-Fuentes és Dow 2003). Regionális szinten ez azt jelenti, hogy a bank nem hajlandó hitelt nyújtani, ha az észlelt kockázati szint a térségben túl magas vagy nehéz azt megítélni (Rodríguez-Fuentes 1996).



pénzügyi termékei iránti nagy kereslet tovább növeli a kínálat „bőségét” és a pénzügyi intézmények agglomerálódását, aktivitását. Emellett a nemzeti bankok kevésbé hajlandóak hitelt kihelyezni a leszakadó régiókba, mivel a források kihelyezése a helyi megtakarítási hányad függvénye is. A regionális megtakarítások azonban a központi pénzügyi piacokra áramolnak, így egy **önerősítő folyamat** indul be, mivel a kevesebb hitel alacsonyabb gazdasági növekedést idéz elő a periférián, amit a megtakarítások elvándorlása gerjeszt (Klagge és Martin 2005, Rodríguez-Fuentes 1996). A **pénz** (hitel) kínálata így régióon belüli (**endogén**) tényezővé válhat, mivel a hitel kínálatát egyre inkább a bankok és hitelfelvevők (kínálat és kereslet) likviditási preferenciája határozza meg, semmint a központi bankok közvetlen beavatkozásai (Rodríguez-Fuentes és Dow 2003, Rodríguez-Fuentes 1996).

Ugyanezzel a megközelítéssel bebizonyítható, hogy a **kockázati tőkét közvetítő pénzügyi intézmények területi szerkezete is kihat egy adott régióon belül a kockázati tőke keresletének és kínálatának alakulására**. A pénzügyi integráció előrehaladtával a kockázati tőke-alapok is – a bankokhoz hasonlóan – térben koncentrálnak, igyekeznek kihasználni az agglomerálódásból származó előnyöket. A fejletlen régióban a megtakarítók a likvid és széleskörű befektetési lehetőségeket keresik, ami ahhoz vezet, hogy forrásaik a központi régió pénzügyi intézményeihez folynak. A centrumtól távol eső kisebb cégek azonban az aszimmetrikus információk, a magas fajlagos tranzakciós költségek és kockázat/megtérülés hányados miatt nehezebben vonnak be tőkét a központi régióban székelő kockázati tőkésektől.

Az intézményi kockázati tőkések térbeli elhelyezkedése több tényező együttes eredménye. A befektetők ahhoz, hogy cégeik fejlődését folyamatosan nyomon kövessék, bekapcsolódhassanak működtetésükbe, hozzájuk közel kell elhelyezkedniük (Mason és Harrison 1999a, Christensen 2004, Florida és Smith 1993b). A **fizikai távolság szerepe** tehát nem értékelődött le olyan mértékben, mint azt sokan a kommunikációs csatornák viharos fejlődésével megjósolták. A személyes kapcsolatok fenntartása, a szakmai segítségnyújtás igénye, a tulajdonosi jogok és kontroll speciális gyakorlása, a bizalmi viszony mind-mind megkövetelik a **befektető és portfóliócége közötti közelséget**. A klasszikus kockázati tőke-társaságok területi eloszlása ezért követi a gyors növekedésre képes, technológiai vállalkozások térbeli megoszlását, melyek a kockázati tőke bevonására potenciális alkalmasak és megfelelő nyereségkiszáratokkal kecsegtetnek. A befektetők telephelyválasztását az is nagyban determinálja, hogy **információforrásaik**, a velük folyamatosan együttműködő szereplőkből álló hálózatok is „személyre szabottak”, informálisak, „helyhez kötöttek”, **lokalizáltak** (Florida és Kenney 1988c).

Emellett a kockázatitőke-társaságok, mint speciális pénzügyi szolgáltatók hajlamosak a nagy nemzeti pénzügyi központokat választani székhelyükül, hogy kihasználják a pénzügyi szektor területi koncentrációból eredő hasznokat. Az **agglomerációs előnyök** három típusa (Lengyel 2003) közül itt leginkább a lokalizációs előnyök említhetőek: a magasan képzett speciális munkaerő, az iparágban felhalmozódott szaktudás, a speciális üzleti és pénzügyi szolgáltatók (pl. szabadalmi ügyintézők, tanácsadók, jogi irodák stb.) és a releváns információkhoz való könnyű hozzáférés.

A lokalizációs hasznokból való részesedés természetesen a klasszikus kockázati tőkéeket is érinti: a befektetéshez szükséges kulcskompetenciák megszerzése, a helyi hálózatokhoz való hozzáférés, a tudás „túlcsoordulásának” hasznosítása, a helyi üzleti információk begyűjtése mind-mind alátámasztja a területi koncentrációt. Amíg a korai szakasz finanszírozására szakosodott „klasszikus” kockázati tőke piaca erősen lokalizált, addig a nagyobb összegű, késői szakaszt finanszírozó vagy MBO, MBI tőkepiac pedig inkább **nemzeti**, sőt (főként a vezetői kivásárlásoknál) egyre inkább nemzetközi (Mason és Harrison 1999a, Christensen 2004). Az Egyesült Államokban mindkét típusú térbeli koncentráció megfigyelhető, ahol a **kockázatitőke-társaságok és az őket körülvevő technológiai cégek vagy pénzügyi intézmények** és egyéb szolgáltatók egymással egyfajta szimbiózisban élnek, **klasztereket alkotnak** (Florida és Kenney 1988c).

A befektetési szindikátusok mellett, hogy lehetővé teszik a kockázati tőkések között az információk, kockázatok és tapasztalatok megosztását, **fellazíthatják a befektetések földrajzi korlátait** (Sorenson és Stuart 2001, Mason és Harrison 1999, Christensen 2004, Florida és Kenney 1988c). A szindikátus passzív tagjai számára nem létfontosságú, hogy a portfólióvállalathoz közel helyezkedjenek el, ez csak a vezető befektető (lead investor) számára követelmény. A folyamatot gyengíti, hogy a társbefektetések gyakran egyazon régióon belül történnek.

Az **informális tőkebefektetők térben sokkal egyenletesebben találhatók meg**, mint intézményi társaik (Mason és Harrison 1999a, Gaston 1989). Azonban feltételezhető, hogy azokban a térségekben, ahol a vállalkozói kultúra erős, a lakosok jelentős része vagyonos, a vállalkozók társadalmi elismertsége magas és nagy számban megtalálható sikeres, gyorsan növekvő cég, az angyal befektetők jobban koncentrálnak. Mindez ismét egy öngerjesztő folyamatot indíthat be: az informális befektetők forrásokkal látják el a helyi ígéretes cégeket, melyek vezetői később maguk is vállalkoznak üzleti angyal befektetésekre (Cowling és szerzőtársai 2003).



## II. Az egyéni (informális) kockázatitőke-befektetők jellemzői

„Nem férhet hozzá kétség, hogy az angyalok léteznek” – állapítja meg az informális kockázatitőke-piac három nagy múltú kutatója, Freear, Sohl és Wetzel (2002, 278. o.) a téma legfontosabb tudományos folyóiratában, a „Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance”-ben megjelent cikkben. A ma már evidensnek tűnő kijelentés megfogalmazásáig azonban hosszú út vezetett.

Az üzleti angyalok történetét kutató tanulmányok szerint már Alexander Graham Bell telefontársaságának elindítását is angyalok finanszírozták 1874-ben, valamint Henry Ford autósbirodalmát is öt üzleti angyal alapozta meg 40.000 dollár befektetéssel (Van Osnabrugge és Robinson 2000). Magát az elnevezést az 1900-as évek elején használták először a Broadway produkcióit finanszírozó gazdag producerek megjelölésére, akik hajlandóak voltak a színházi darabok bukásának kockázatát felvállalni (Kosztópulosz 2004). A magánszemélyek által nyújtott kockázati tőke az Egyesült Államokban a hetvenes évektől olyan technológiai sikertörténetekhez járult hozzá, mint az Apple Computer vagy az Amazon.com (Van Osnabrugge és Robinson 2000). Hazánkban a tőkéstárs vagy csendestárs elnevezések pedig arra utalnak, hogy ez a finanszírozási mód a második világhégés előtt Magyarországon sem lehetett ismeretlen (Osman 1998).

A kutatók közül elsőként talán **Gordon Baty** ismerte fel az egyéni befektetők szerepét a kutatás-orientált új cégek finanszírozásában. Az 1964-re datált, a Bostoni Szövetségi Központi Bank által publikált dolgozatában<sup>41</sup> a szerző – huszonöt New England-i befektetővel készített interjú alapján – olyan áttekintést nyújtott a piacról, amelynek megállapításai a mai napig érvényesek (Baty 1964). Az üzleti angyalok tevékenységének empirikus eszközökkel történő kutatását **William E. Wetzel**, a téma nagy úttörője folytatta és szélesítette ki. 1981-ben írt tanulmányában<sup>42</sup> megrajzolta a New England-i térségben tevékenykedő „vagyonos egyének”<sup>43</sup> részletes profilját, meghatározta személyes jellemzőiket, befektetési aktivitásukat, preferenciáikat, kockázatra, hozamra és a befektetésből való kiszállásra vonatkozó

---

<sup>41</sup> A kutatási jelentés MIT-s egyetemi diplomamunkaként van megjelölve.

<sup>42</sup> A kutatás finanszírozója, az Egyesült Államok Kisvállalkozási Titkársága (US Small Business Administration) nagyban hozzájárult a nem intézményi kockázatitőke-piac feltérképezéséhez azáltal, hogy számos további tanulmány létrejöttéhez nyújtott anyagi segítséget (Mason és Harrison 2000a).

<sup>43</sup> Az Egyesült Államokban akkreditált befektetőnek, vagyonos egyénnek (high net worth individual) a Securities and Exchange Commission (SEC) 501-es szabálya alapján az a magánszemély minősül, akinek nettó vagyona (nem beleértve a lakóingatlanát) meghaladja az 1 millió dollárt, éves keresete pedig a 200.000 dollárt.

elvárásaikat, illetve a befektetési lehetőségekről kapott információ forrásait (Wetzel 1981, Mason és Harrison 2000a, Makra és Kosztópulosz 2006a). A kilencvenes évek elejétől a terület legismertebb és legdinamikusabb szerzőpárosa **Richard T. Harrison és Colin M. Mason** lett, akik e tudományterület fejlődésének zászlóshajóivá váltak és az általuk útjára indított folyóirat segítségével az új kutatási területek meghatározásában is vezető szerepet vállaltak.

Wetzel és Baty leíró jellegű, ún. **első generációs tanulmányát**<sup>44</sup> számos további követte, főként az Egyesült Államok különböző régióiban (pl. Wetzel 1983, Gaston 1989), majd Kanadában és az Egyesült Királyságban (pl. Harrison és Mason 1990, 1992, Coveney és Moore 1998). A kilencvenes évek közepétől Svédországban (Landström 1993b), Finnországban (Lumme és szerzőtársai 1998), Norvégiában (Reitan és Sørheim 2000), Dániában (DIF 2002), Hollandiában, Németországban (Weber és szerzőtársai 2000, Brettel 2003), Svájcban (Riffelmacher 2004), Franciaországban, Skóciában (Paul és szerzőtársai 2003), Walesben (Hurcombe és szerzőtársai 2006), Európán kívül pedig Ausztráliában (Hindle és Wenban 1999), Szingapúrban (Hindle és Lee 2002) és Japánban (Tashiro 1999) is elkészítették az adott országra vonatkozó tanulmányokat. A felmérések hozzájárultak ahhoz, hogy térben diverzifikáltabb információk álljanak rendelkezésre a piacról, és lehetővé váljon az azonos módszertan alapján kapott adatok összehasonlítása, az esetleges nemzeti karakterek azonosítása.

## 2.1. Az egyéni kockázati tőke szállítói

Hasonlóan más aldiszciplínákhoz és kutatási területekhez, a kockázati tőke világában sincs egyetértés arról, hogy pontosan mit takar az angolszász eredetű **üzleti angyal fogalom**. A szakirodalom több **más elnevezéssel** (pl. angyal befektető, informális tőkebefektető, privát kockázati tőkés, informális kockázati tőkés stb.) **együtt általában szinonimaként** használja azt. Az egyes definíció-változatokat három aspektusból vizsgáljuk meg: a befektetők személyének, a befektetés formájának és a tőkét kereső vállalkozások körének szemszögéből (Makra és Kosztópulosz 2004a).

Az üzleti angyalok **magánszemélyként** tevékenykednek. Ez azt jelenti, hogy nem különböző intézményi befektetők, kockázattőke-társaságok hajtják végre a befektetéseket,

---

<sup>44</sup> A tanulmányokat ABC dolgozatoknak is nevezik, mivel a befektetők tevékenységét (activity), viselkedését (behaviour) és jellemzőit (characteristic) vizsgálják.



hanem saját célok által vezérelt természetes személyek. Néhány definíció szerint követelmény bizonyos összegű vagyon (Hindle és Wenban 1999, Osman 1998, Shorter 1996, Wetzel és Freear 1996), illetve vállalkozói tapasztalat (Van Osnabrugge és Robinson 2000) megléte. Wetzel (1981) az informális befektetők körét kizárásos alapon határozta meg: a kockázati tőke forrásai, kivéve a professzionálisan menedzselte kockázati tőke-alapokat, a különböző állami tulajdonú befektetési szervezeteket,<sup>45</sup> egyéb intézményi befektetőket, valamint a nyilvános és szervezett tőkepiacokat. Coveney és Moore (1998) az aktív üzleti angyalok egyik csoportjaként definiálta a vállalati angyalokat, akik társaságuk érdekeit szem előtt tartva végzik tevékenységüket.

Az üzleti angyalok közvetlenül és saját vagyonukat fektetik be a kiválasztott vállalkozásba. A befektető a pénzügyi közvetítő intézmények kikerülésével, saját forrásait, megtakarításait felhasználva nyújt finanszírozást. A források tehát nem intézményi csatornákon keresztül áramlanak a vállalkozáshoz. Véleményem szerint a szervezett formában működő angyal csoportokat, szindikátusokat és az adózási megfontolásból cégen keresztül befektető magánszemélyeket meg kell különböztetni a „corporate venturing” típusú tevékenységet végző cégektől. Míg előbbieket a társasági formát csak bizonyos praktikus okok (nagyobb és mindig elérhető tőke, gyorsabb befektetés, adóminimalizálás stb.) miatt választják, addig utóbbiak a mások által rájuk bízott pénzeket helyezik ki. Az egyre népszerűbb üzleti angyal hálózatok nem tekinthetők pénzügyi közvetítőnek, mivel tevékenységük az információ- és partnerközvetítésre korlátozódik.

Egyes definíciók kizárólag a **tőkeemelés formájában történő befektetéseket** (és az üzletrész vételi opciót) sorolják az üzleti angyal investíciók körébe (Wetzel 1983), míg mások emellett a (gyakran biztosíték nélküli) kölcsönöket és a **garanciavállalást** (pl. készfizető kezesség) is beleértik az angyal típusú finanszírozási ügyletekbe (Aram 1989, Mason és Harrison 2000a, Gaston 1989, Sullivan és Miller 1990). A legtagabb 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). Több meghatározás az anyagi források mellett kihangsúlyozza a nem anyagi javak vállalkozó számára történő átadását is (Mason 2006), beleértve a korábbi vállalkozói és szakmai tapasztalatokat, valamint a kapcsolattantrendszert.

---

<sup>45</sup> Ilyenek például a kisvállalati befektetési társaságok (SBICs) az Egyesült Államokban.

A befektetési célpont mindig **tőzsdén nem jegyzett vállalkozás**, azaz a nyilvános és szervezett piacokon (így például az értékpapírtőzsdéken) forgó vállalati papírok vásárlását egy definíció sem tartja elfogadhatónak. Az informális kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások körét a szakirodalomban fellelhető legtöbb meghatározás azonban tovább pontosítja. Gyakori az új (Acs és szerzőtársai 2003), „új és növekvő” vagy „növekedni képes” kritérium (EC 2003a, Gaston 1989, Harrison és 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 kockázattőke-befektetések célpontjai. Néhány szerző egyenesen a leggyorsabban növekvő cégeket (entrepreneurial firms)<sup>46</sup> helyezi el a finanszírozható cégek körébe (Van Osnabrugge és Robinson 2000, Wetzel és Freear 1996), míg több tanulmány csak az új, technológiaorientált vállalkozások szemszögéből elemzi az üzleti angyal típusú befektetéseket (EC 2001, Just 2000).

A **befektető és a vállalkozó közötti korábbi kapcsolatot** tekintve több tanulmány szerzője kizárja az angyal finanszírozásból azokat a vállalkozásokat, melyek tulajdonosai között a befektető családtagjai is szerepelnek, illetve amelyben az angyal maga is (rész)tulajdonos (Sørheim és Landström 2001, Linde és Prasad 2000, Wetzel 1981), mivel az ebbe a körbe tartozó befektetéseket a gazdasági logikán túlmutató megfontolások is jelentős mértékben befolyásolhatják.

A heterogén értelmezéseket áttekintve az üzleti angyalok fogalmának egy szűkebb és egy tágabb (megengedőbb) változata rajzolható fel. **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. Ezzel szemben a „**megengedőbb**” meghatározás szerint az informális tőkebefektetők olyan nem intézményi befektetők, akik pénzügyi forrásokat nyújtanak tőzsdén kívüli vállalkozások számára (Makra és Kosztopolosz 2004b).

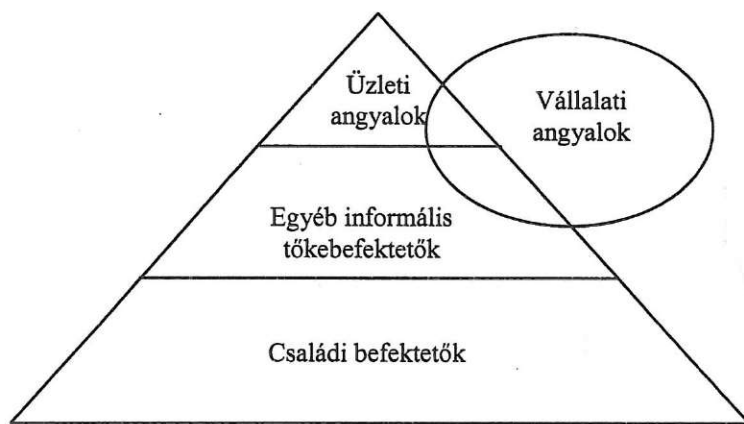
---

<sup>46</sup> E 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 újtárra induló egymillió vállalkozás közül legfeljebb 10 százalékot képviselnek az ilyen cégek az Egyesült Államokban, a többit „életforma” cégeknek (lifestyle firms) hívjuk. Ezeknek az a törekvésük, hogy a tulajdonosok számára elfogadható életvitelt biztosítsanak, nagyobb kockázatok és gyors növekedési kilátások nélkül (Kosztopolosz 2004, Van Osnabrugge és Robinson 2000).



Az informális kockázati tőkések halmaza több **eltérő típusú befektetői kört** foglal magába (5. ábra). Az elitet a vállalkozói, menedzseri vagy speciális szakmai (pl. könyvvizsgálat) tapasztalattal és megfelelő nagyságú vagyonnal rendelkező professzionális befektetők alkotják, akik száma korlátozott. Egy 18 országra kiterjedő reprezentatív felmérés szerint az informális tőkebefektetések 50%-a családi, 29%-a barátok vagy szomszédok által tulajdonolt cégbe, 11%-a munkatársak, míg 8%-a korábban nem ismert személyek vállalkozásába folyt (Bygrave és szerzőtársai 2003), ami jelzi az üzleti angyalok relatív alacsony számát. A családi befektetők és egyéb informális tőkebefektetők egy sokkal szélesebb és heterogénebb finanszírozói közösséget alkotnak, mint az üzleti angyalok, viszont vállalkozásfinanszírozói szerepük jóval kiterjedtebb. Feltételezhető, hogy a családi befektetők hajlamosak leginkább figyelmen kívül hagyni a pénzügyi megfontolásokat, és náluk a leggyakoribb az emocionális okokból történő, ill. ad hoc jellegű forráskihelyezés. Az egyéb tőkebefektetőket alacsonyabb szintű hozzáértésük, kisebb befektetői aktivitásuk vagy pénzügyi forrásaik korlátozott mivolta különbözteti meg az üzleti angyalok csoportjától. A jogi személyiséggel rendelkező befektetők egy része cégbe szervezett angyal befektetők vagy intézményesült üzleti angyal szindikátusok, ezeket az üzleti angyalok közé sorolhatjuk.

5. ábra: Az egyéni (nem intézményi) kockázati tőke-befektetők lehetséges csoportjai



*Forrás: saját szerkesztés*

A jól működő informális kockázati tőke-piac előfeltétele egy versenyképes és élénk kisvállalati szektor kialakulásának és megkerülhetetlen szerepet játszik a gazdaság fejlődésében (Mason 2006, Harrison és Mason 1996). Számos tanulmány rámutatott arra, hogy a **kockázati tőke legnagyobb forrását az intézményi befektetők helyett az üzleti angyalok jelentik** (Van Osnabrugge és Robinson 2000, Bygrave és szerzőtársai 2003, Mason

és Harrison 1995, 2000a, Gaston 1989). Az informális magántőkepiac méretéből és rejtett tartalékaiból arra lehet következtetni, hogy képes biztosítani a korai szakaszban levő vállalkozások finanszírozását. Az USA-ban több becslés is született a befektetők számát és a megmozgatott tőkét illetően. Gaston (1989) szerint 720.000 angyal évente 490.000 befektetést valósít meg 87.000 vállalkozásban mintegy 56 milliárd dollárt megmozgatva, melyből 32 milliárd tőkebefektetés, 24 milliárd pedig kölcsön és garanciavállalás. A helyi felnőtt lakosság négy ezreléke tekinthető angyalnak, és a piac mérete nyolcszor akkora, mint az intézményesülté. Mások szerint az amerikai háztartások 2,8%-ban lelhető fel egy-egy angyal befektető (Van Osnabrugge és Robinson 2000). Wetzel és Freear (1996) számításai alapján évente mintegy 300.000 üzleti angyal 30 milliárd dollárt helyez ki körülbelül 100.000 cégbe. 2001-ben a Global Entrepreneurship Monitor felmérés alapján megállapították, hogy a kutatásban részt vevő országokban átlagosan a GDP 1,13%-ának megfelelő összeget fektettek be informálisan, igaz bővebb definíciót alkalmaztak az előbbi kutatóknál (Acs és szerzőtársai 2003). Az Egyesült Királyságban 1993-as becslések alapján 2-4 milliárd font körül alakult a piac mérete, amíg a kockázati tőke-alapok 1 milliárd fontot helyeztek ki 1995-ben (Harrison és Mason 1996). Németországban 0,7 milliárd euro a becsült összeg, de a hatékonyságot gátló tényezők megszüntetésével a potenciális piac nagysága akár a tíz-, tizenkétszeresére is nőhetne (Weber és szerzőtársai 2000, Just 2000, Van Osnabrugge és Robinson 2000).

## 2.2. A befektetések mozgatórugói

„A homo economicus talán nem is olyan anyagi és nem is olyan racionális, mint ahogy azt a hagyományos elméletek hirdetik” (Sullivan és Miller 1996, 26. o.). E találó kijelentésre és az 1.3.1. fejezetben bemutatott ügynökelméletre támaszkodva könnyen belátható az a megfigyelés, miszerint az **üzleti angyalokat más tényezők is befolyásolják, motiválják befektetési tevékenységük során, mint a kockázati tőke-társaságokat.** E **pénzügyi közvetítők** vezetői ugyanis más pénztulajdonosok erre a célra kölcsönadott forrásait fektetik be (azaz maguk is ügynökök egy megbízó-ügynök kapcsolatban), és befektetési döntéseik kizárólag közgazdasági megfontolásokon alapulnak. Az **üzleti angyalok** ezzel szemben **magánszemélyek**, akik saját megtakarításaikat használják fel, így nem felelősek senki másnak azért, hogy hogyan és milyen okból fektetik azt be. Természetesen a legtöbb egyéni tőkebefektető számára is a befektetés várható hozama a legfőbb motiváció, ez azonban egy ilyen heterogén és hatalmas piacon nem tekinthető kizárólagosnak. A „love money” jelensége is arra utal, hogy a befektetések háttérében szerteágazó, gyakran „emberi” okok húzódnak



meg, mint a segíteni akarás, szeretet, sajnálat, vagy a kockázatok keresése, a tudás átadásának vágya stb.

Már az első **empirikus kutatások** is sokszínű motívumokat tártak fel a befektetések hátterében: a pénzügyi hozamon kívül Baty (1964) olyan „**emocionális**” okokat azonosított, mint a részvétel szándéka új és növekvő vállalkozásokban, a társadalmi felelősségtudat, a befektetésben rejlő öröm és izgalom átélésének vágya. Wetzel (1983) is felhívta a figyelmet arra, hogy a tisztán **pénzügyi jellegű megfontolásokon túl léteznek olyan egyéb tényezők is**, amelyek befolyásolják az informális kockázattitőke-befektetők döntését. Az általa végzett felmérés mintájában szereplő informális tőkebefektetők közül többen jelezték, hogy befektetéseikkel segíteni akarnak a vállalkozóknak, támogatni új vállalkozások elindulását, ily módon hozzájárulva a foglalkoztatottság növekedéséhez, vagy éppen egy társadalmi szempontból hasznosnak vélt új termék kifejlesztéséhez (Kosztopoulos 2004).

A német egyéni befektetők körében, 48 fős mintán végzett **felmérés meglepő eredményt hozott**: a magas profit, mint motiváló tényező csak a harmadik helyre került, maga elé engedve a szórakozásból való befektetést és a fiatal vállalkozóknak való segítségnyújtást (Brettel 2001, 2003). **Angliai felmérések** is megerősítették, hogy a nem pénzügyi szempontok fontos másodlagos tényezők az üzleti angyallá válás folyamatában, azonban főként a „filantróp”, altruista tényezőket a megkérdezettek nagy többsége egyáltalán nem tartotta fontosnak<sup>47</sup> (Mason és Harrison 2002c). Sullivan (1996) által **Tennessee államban** végzett felmérésben a 198 megkérdezett 72%-a azt vallotta, hogy elsődlegesen anyagi okok motiválták a befektetési döntés meghozatalakor, 17%-ukat altruista tényezők és 11%-ukat „élvezeti” megfontolások. A befektetési döntések meghozatalakor a gazdasági (pl. az elvárt magas megtérülés) és nem gazdasági motivációs tényezők (pl. a szakmai vágyak kielégítése) nem feltétlenül zárják ki egymást, csak más-más hangsúllyal jelennek meg.

A témában mérföldkőnek számító kutatás során Sullivan és Miller (1996) a **befektetéstől várt hasznosság alapján szegmentálta az informális kockázattitőke-piacot**. Véleményük szerint az egyes befektetők más-más előnyöket (morális célok, pszichikai jövedelmek stb.) várnak a befektetéstől, és a végső hasznosság több motiváló tényező eredőjeként jön létre. Empirikus kutatásukban 214 üzleti angyalt kérdeztek meg az Egyesült Államok négy délkeleti államában. A kutatás során 11 különféle befektetési motivációt azonosítottak, melyek közül nyolc korábbi tanulmányokból származott, három további lehetőséget pedig egy ismert

---

<sup>47</sup> „A közösség elismerésének kiharcolását” a megkérdezettek 96%-a, a „barátnak vagy családtagnak segíteni egy cég elindításában” tényezőt 87%-a, a „társadalmilag hasznos termék vagy szolgáltatás támogatását” 85%-a egyáltalán nem tartotta fontosnak (Mason és Harrison 2002c).

informális befektetőkből álló fókuszcsoporttal folytatott megbeszélés során tártak fel. A válaszadók ötfokozatú skálán értékelték a befektetés során követett szempontok fontosságát, majd a kapott adatokat klaszterelemzésnek vetették alá (Sullivan és Miller 1996, Kosztopulosz 2004).

7. táblázat: A befektetéstől elvárt hasznok alapján képzett üzleti angyal klaszterek jellemzői

<b>1. csoport</b>	<b>Anyagias befektetők (N=101)</b>
➤	Kizárólag a pénzügyi motiváció számít
➤	A legmagasabb az elvárt hozamigényük
➤	A legnagyobb (észlelt) kockázatot vállalják fel
➤	Előnyben részesítik a tisztán tőkebefektetést
➤	Az esetükben a legrövidebb a befektetési időtáv
➤	Hajlandóak nagyobb befektetéseket végrehajtani
➤	A legkevésbé elégedettek a befektetéssel
➤	A legnagyobb valószínűséggel ők hagyatkoznak egy jól ismert befektető ajánlására
<b>2. csoport</b>	<b>Hedonista befektetők (N=66)</b>
➤	Az (észlelt) kockázat náluk a legalacsonyabb
➤	Mindenki másnál szívesebben fektetnek be egy csoport tagjaként
➤	Valószínűbb, hogy befektetésüket valamilyen hitel-tőke kombinációban hajtják végre
➤	Fontosnak tartják mind a pénzügyi, mind pedig a nem pénzügyi motivációkat
➤	Élvezik, hogy a részesei lehetnek egy vállalkozás életének
➤	A leginkább elégedettek a befektetéssel
➤	A legvalószínűbb, hogy 55 év feletti
<b>3. csoport</b>	<b>Altruista befektetők (N=47)</b>
➤	A társadalmi hasznosság is motiválja őket
➤	Őket érdekli legkevésbé a pénzügyi megtérülés
➤	Ők hajtanak végre a leggyakrabban kisebb nagyságú befektetéseket
➤	A legtürelmesebbek a befektetésből való kiszállás tekintetében
➤	Hajlamosak inkább önmagukra támaszkodni ahelyett, hogy mások véleményét kérnék
➤	A legvalószínűbb, hogy középkorúak

*Forrás:* Sullivan és Miller (1996, 33. o.)

Az első befektetőtípus az ún. „anyagias” befektetők csoportja (economic investors), akiknél az ún. gazdasági jellegű motivációs tényezők (tőkemegtérülés, jelenbeli és jövőbeli jövedelmek és adóelőnyök) szerepeltek magas pontszámokkal. A másik két klaszterbe tartozó befektetők számára is viszonylag fontos a pénzügyi aspektus, azonban számukra más



tényezők is lényegesek (7. táblázat). A második klaszter befektetői a „hedonisták” (hedonistic investors), mivel a befektetés élvezeti oldalára viszonylag nagy hangsúlyt helyeztek. Az ő esetükben olyan, a személyes elégedettséggel összefüggő faktorok kaptak nagy hangsúlyt, mint pl. befolyást gyakorolni egy befektetésen keresztül, élvezni a vállalkozói szerepkört, átélni egy izgalmas befektetés örömét, megszerezni a közösség megbecsülését. A harmadik csoportban szereplő befektetők adták a legmagasabb pontszámokat az altruizmussal összefüggésbe hozható motivációkra, és esetükben a legalacsonyabb a pénzügyi megfontolások szerepe. Őket „altruista” befektetőknek (altruistic investors) nevezték el, és olyan tényezők motiválják őket, mint segíteni egy barátnak vagy családtagnak, segíteni az új vállalkozásokat, támogatni egy társadalmilag hasznos terméket (Kosztopoulos 2004, Sullivan és Miller 1996).

A vállalkozók számára a szegmentáció legfontosabb gyakorlati eredménye az lehet, hogy a befektető keresése során a megtérülés bemutatása mellett más (nem anyagi) tényezőket is érdemes lehet kihangsúlyozni. Marketingeszközök alkalmazásával a cégek képesek lehetnek több tőkét magukhoz vonzani, ha a befektetői piacot a finanszírozók által elvárt hasznok szerint szegmentálják, és a különböző beállítottságú angyalokhoz igazítják ajánlataikat (Sullivan és Miller 1996).

A GEM kutatás reprezentatív, nagy egyedszámú mintái áttörést hoztak az informális kockázati tőkével foglalkozó kutatások minősége és az elemzés során felhasználható statisztikai eszköztár tekintetében. Maula és szerzőtársai (2005) nagy mintán vizsgálták a demográfiai tényezők, a vállalkozói attitűdök és egyéb faktorok szerepét a befektetések mögötti okok feltérképezésében Finnországban. Eredményeik azt mutatják, hogy az üzleti angyallá válásban a legfontosabb tényezők a vállalkozói készségek és a korábbi tapasztalatok (vállalkozásindításban szerzett jártasság, vállalkozói előélet, ismeretségek a vállalkozók világában), viszont a demográfiai tényezők (nem, kor, végzettség, jövedelem, munkaviszony) közül egyedül a nem bír erős magyarázó erővel.

Véleményem szerint a befektetések mögötti okokat a nemzeti és helyi kulturális viszonyok, normák is nagymértékben befolyásolják. Összetartó helyi közösségekben valószínűleg magasabb fokú altruizmus figyelhető meg az angyal befektetők körében. A nagyfokú társadalmi szolidaritást mutató kontinentális Európa angyalainak szociális elkötelezettsége is magasabb lehet, mint angolszász társaiké.

A motivációk összefüggésbe hozhatók Maslow klasszikusnak számító szükségleti piramisának hierarchikus szintjeivel. Ezek szerint a befektetés tisztán gazdasági alapú motivációi az alsóbb szintű igényekkel (fiziológiai, biztonsági) állíthatók párhuzamba, a

társadalmi kapcsolatok és az önbecsülés iránti vágy a személyes öröme vagy hedonista motívumokra emlékeztetnek, az önmegvalósítás pedig magában foglalhatja az altruista magatartásból származó hasznok felismerését (Sullivan és Miller 1996).

### 2.3. Értékteremtés a finanszírozás után: bekapcsolódás a vállalkozás működtetésébe

Az informális tőkebefektetés – hasonlóan az intézményihez – a vállalat felé gyakran valamiféle **hozzáadott értéket közvetít**, a befektető a vagyona mellett eddigi ismereteit, tapasztalatait, kapcsolatait, know-how-ját is a vállalat rendelkezésére bocsáthatja, ellenőrzi a cég teljesítményét, sőt sokszor az operatív irányításba is bekapcsolódik (Harrison és Mason 1992, Mugler és Fath 2005, EMC 2001). E tevékenység egyszerre hordoz értékteremtő és kockázatcsökkentő funkciót: a tudásátadás a cég sikereinek esélyét növeli, a közvetlen kapcsolat és monitoring pedig a külső forrásbevonásból adódó ügynöki kockázatokat mérsékli (Ardichivili és szerzőtársai 2000, Van Osnabrugge 2000).

Az **intézményi kockázatitőke-befektetőknek** a vállalkozásba történt beszállása utáni tevékenységét számos elemzés vizsgálta. Sapienza és szerzőtársai (1996) négy ország kockázatitőke-piacát tanulmányozva a tranzakció utáni befektetői szerepeket három csoportba sorolta: stratégiai (pl. üzleti és stratégia tanácsadás), interperszonális (pl. a ügyvezetővel való bizalmi kapcsolat) és hálózatosodási (pl. kapcsolatok felhasználása). Erlich és szerzőtársai (1994) szerint az intézményi befektetők sokkal szorosabb kontrollt gyakorolnak a portfóliócég felett, mint az egyéni befektetők. Ez a típusú segítség főként akkor hasznos, a vállalkozás működése során valamilyen problémával szembesül. Ebben az esetben ugyanis az alapkezelők aktívan részt is vesznek a krízis megoldásában, amelyre a cégeknek általában nagy szükségük van (Erlich és szerzőtársai 1994, Harrison és Mason 1992). Véleményem szerint az intézményi és a magánbefektetők szerepvállalása közötti alapvető különbség, hogy az előbbi szabályozottabb, inkább stratégiai, utóbbi pedig rugalmasabb, inkább operatív jellegű.

A friss tőke mellett az üzleti angyal finanszírozás legnagyobb előnye a befektető által a vállalkozás érdekében kifejtett munka, közbenjárás, tudás-, kapcsolat- és tapasztalatátadás lehet. Minél nagyobb mértékű a vállalkozás munkájának segítése érdekében kifejtett erőfeszítés, a vállalkozásfejlesztési tevékenység általában annál értékesebb. A **közreműködés és fejlesztő tevékenység mértéke** azonban nagyban függ az adott személy szakmai múltjától, képességeitől, szabadidejétől, motivációitól és dolgozni akarásától. Az angyalok tevékenységével keletkező hozzáadott érték **forrása** döntő mértékben a múltbeli **vállalkozói karrier és vállalatindítási tapasztalat**. Az Egyesült Államokban Wetzel (1981) kimutatta,



hogy az informális tőkebefektetők 78%-ának, míg Gaston (1989) felmérése szerint 83%-ának volt vállalkozásindítási előélete. A Skandináv országok közül Svédországban a mintába bekerült befektetők 96%-a, míg Finnországban 95%-a rendelkezett ilyen jellegű tapasztalatokkal (Landström 1993b, Lumme és szerzőtársai 1998). Hasonló eredményekről tanúskodik több ország (pl. Németország, Egyesült Királyság, Szingapúr) első generációs felmérése is (Brettel 2003, Politis és Gabrielsson 2006.).

Az informális kockázati tőkéseknek a vállalkozás érdekében történő közreműködését **empirikus felmérések** is alátámasztják. Paul és szerzőtársai (2003) skóciai felmérésükben úgy találták, hogy a befektető bevonásából származó legfontosabb nem pénzügyi hasznok az üzleti kapcsolatok megosztásából, a menedzsment készségek fejlődéséhez való hozzájárulásból és az új források felhajtásában való segítségből eredtek. Az **Egyesült Államokban** a megkérdezett befektetők fontosság szerint rangsorolva tipikusan az olyan területeken nyújtanak segítséget, mint a menedzsment kiválasztása és tréningje, közreműködés a finanszírozási stratégia kidolgozásában, további kockázati tőke felkutatása, az igazgatótanács kiválasztása, szövetségek és ügyfelek felkutatása (Linde – Prasad 2000). Az **Egyesült Királyságban** az egyéni befektetők leginkább egy új üzleti stratégia kidolgozásával, a menedzsment részére történő közvetlen tanácsadással és a pénzügyi teljesítmény monitoringjával járultak hozzá a cég fejlődéséhez (Harrison és Mason 1992).

A kérdést a vállalkozások szemszögéből elemezve arra kaphatunk választ, hogy nekik milyen típusú segítségnyújtásra van szükségük ill. mit várnak el e téren a befektetőktől. 33 informális tőkét kapott cég vezetőjével készült felmérés alapján az egyéni kockázati tőkések közreműködésének **hat legáltalánosabb formája** közül messze a legfontosabb a főként pénzügyi, de egyéb területeket is érintő **tanácsadás**, majd a **befektető kapcsolatainak felhasználása** és az **aktív segítségnyújtás** különféle napi ügyekben. Emellett az üzleti angyalok gyakran hivatalosan is a **vezetői vagy a működést ellenőrző** (felügyelő bizottság) **testületek** tagjává válnak, ami segítségével a felek közötti információáramlást gátló tényezők jórészt megszüntethetőek. A befektető **piaci és üzleti hírek közvetítésével** segítheti a döntéshozatalt, a piaci terjeszkedést vagy a termékfejlesztést. Áttételes hatásként egy „jó név” megjelenésével egyidőben megnövekszik a cég hitelessége, valamint **hitelképessége** is, ami megkönnyíti számára a további finanszírozási csatornákhöz való hozzáférést. Ez utóbbi három funkciót (testületi tagság, hírszerzés, hitelképesség) a megkérdezett vállalkozók a felsorolás sorrendjében csökkenve kisebb jelentőségűnek tulajdonították (EMC 2001). Erlich és szerzőtársai (1994) kutatásukban szintén arra a következtetésre jutottak, hogy a **vállalkozók részéről a legnagyobb igény a pénzügyi és személyzeti ügyekben való tanácsadás és**

segítség iránt mutatkozik. Amíg a felmérésben résztvevő vállalkozások általánosságban elégedettek voltak az intézményi befektetőknek a cégük munkájában történő részvételével, addig az angyaloktól több közreműködést vártak el leginkább a válságmenedzsment, a pénzügyi monitoring, az értékesítés és az általános segítségnyújtás területén.

Milyen tényezők befolyásolják, hogy az egyéni kockázati tőkés közreműködő tevékenysége valóban értéket képviseljen a vállalkozó szemében és értéket teremtsen a vállalkozás folyamatában? Előfeltétel, hogy a szerződéskötést megelőzően bebizonyosodjon, hogy a felek együtt tudnak dolgozni, a befektető magatartása, tevékenysége, elvárásai illeszkednek a vállalkozáshoz, annak szűkebb és tágabb (pl. iparági) környezetéhez. A befektetést követően a legfontosabb befolyásoló faktorok a közreműködés mennyisége (pl. havonta hány napot dolgozik átlagosan az angyal a cég érdekében), minősége (rendelkezik-e a megfelelő tudással, tapasztalattal), a vállalkozó együttműködési készsége és a vállalkozó konkrét igényei a közreműködés iránt (Mugler és Fath 2005).

Érdeemes áttekinteni, hogy az elméletben kifejtett tevékenységek, funkciók a gyakorlatban milyen formában, milyen esetekben hasznosíthatóak a portfólióvállalkozás mindennapi működése során. A vállalat alapítási, vállalkozói tapasztalat főleg a még nem működő vagy most induló cégeknél lehet hasznos, pl. a menedzsment és az igazgatótanács összeállításakor, a feladatkörök szétosztásánál. Ilyenkor a befektető „katalizátor szerepet tölt be a vállalat létrehozásában és az alapító csapat teljessé tételében” (Weber és szerzőtársai 2000, 4. o.). A szaktudásukat pl. a termék piaci bevezetésekor (marketing) vagy a finanszírozási stratégiák kialakításakor (pénzügy) kamatoztathatják. Az adott szakterületen szerzett speciális műszaki tudás fejlesztések menedzselésénél, prototípusok előállításakor lehet hasznos (Weber és szerzőtársai 2000). Kapcsolati hálójukat a vállalati együttműködések kialakításában, vevők keresésében és a megfelelő pótlólagos tőkeforrás felkutatásában hasznosíthatják. Gyakran előfordul, hogy a tőkebefektető barátait, régi üzletfeleit keresi fel újabb finanszírozási források biztosítása érdekében. Az üzletemberi know-how, amely a sikeres üzleti múltból ered, pl. a gyors és határozott döntéseket igénylő helyzetekben hasznosítható.

Politis és Gabrielsson (2006) a korábbi empirikus eredményeket szintetizálva, a közös elemeket kiemelve az informális tőkebefektetők közreműködő tevékenységét négy fő funkció köré csoportosította. A befektető az anyagi forrásokon kívül humán tőkét (tudás) és társadalmi tőkét (kapcsolatok) bocsáthat a vállalkozás rendelkezésére. Ezek részben jól megfogható, konkrét tevékenységként, eredményként tárgyasulnak (pl. egy új vevő, pénzügyi terv elkészítése), részben nehezen „megfogható”, a vállalat fejlődése szempontjából mégis



fontos értékek, hasznok származnak belőlük. A mátrix (6. ábra) a befektető tevékenységéből származó értéktöbbletet (value added) kategorizálja.

A **hálózati funkció** köré szervezett tevékenységek a vállalkozás érintettjeivel (stakeholder) való kapcsolatok megerősítését szolgálják, és a szakirodalomban sokszíniúen jelennek meg. Ide tartozik pl. a befektetői kapcsolatok kiépítése, az új ügyfelek, szállítók felkutatása, pótlólagos források bevonásának elősegítése. A befektetők társadalmi hálóinak használata a cég számára versenyelőny jelenthet, mivel segítségükkel a vállalkozás piaci és üzleti kapcsolatai megerősödnek, újjászerveződnek, és további vállalkozói lehetőségek tárulkoznak fel (Politis és Gabrielsson 2006).

6. ábra: Az egyéni kockázati tőkések vállalkozás érdekében végzett tevékenységeinek kategorizálása

	Társadalmi tőkén alapuló hozzáadott érték	Humán tőkén alapuló hozzáadott érték
„Kézzelfogható” előnyök	Hálózati funkció	Stratégiai funkció
Kevésbé „kézzelfogható” előnyök	Mentorálási funkció	Vállalkozási funkció

*Forrás:* Politis és Gabrielsson (2006, 17. o.)

A **mentorálás és tanácsadás** kevésbé megfogható produktumokat eredményez, mint az előzőekben bemutatott kapcsolatok felhasználása. A befektető ilyenkor egyfajta „szócső” (sounding board) szerepét játsza el, akihez a vállalkozó bármilyen probléma esetén fordulhat. A vállalkozó olyan személy segítségére számíthat, aki a mindennapi problémák megoldásában támogatja, vagy akire a szorult, gyors döntéseket igénylő helyzetekben számíthat (Mugler és Fath 2005). A cél a felek közötti bizalmon alapuló munkakapcsolat

kialakítása, amely azért fontos, mert ezáltal csökkenhetők az ügynöki kockázatok (Landström 1993a, Harrison és szerzőtársai 1997), továbbá e légkör ösztönzi a kollektív tanulást és egy kölcsönös elfogadással, közös víziókkal jellemezhető vállalati kultúra fejlődhet ki (Politis és Gabrielsson 2006).

A **stratégiai jellegű segítségnyújtás** során az egyéni kockázati tőkés saját korábbi tapasztalatait, üzleti know-how-ját kamatoztathatja. Ebbe a csoportba sorolható pl. a stratégiai jellegű tanácsadás, a pénzügyi teljesítmény ellenőrzése, üzleti tervek készítése. Szerepe azért kiemelkedő, mert a fiatal, és főként a technológiai cégek döntően híján vannak a menedzsment és stratégiai kompetenciáknak.

A **vállalkozási funkcióhoz** sorolt tevékenységek – hasonlóan a stratégiai jellegű segítségnyújtáshoz – a befektető szakmai múltjából eredeztethetőek, azonban sokkal kevésbé mérhető előnyök származnak belőlük a cég és a cégvezetés számára. Mint említettük, a befektetők gyakran maguk is vállalkozók (voltak), így képesek lehetnek a vállalkozói értékeket, szemléletmódot az új szervezetbe átültetni, beilleszteni, a cégvezetők látókörét kitéríteni, a vállalkozói energiákat felszabadítani. Ide tartozhat továbbá a „terhek megosztása”, a vállalkozó motiválása (Politis és Gabrielsson 2006).

Végezetül meg kell említeni, hogy a vállalkozás aktív segítése valószínűleg leginkább az üzleti angyalok tevékenységének sajátossága, akik professzionális befektetőként rendelkeznek az ehhez szükséges képességekkel, készségekkel, akarattal stb. Az informális kockázati tőke-befektetők egy széles csoportja a szó szoros értelmében **csendes társ**ként, meglehetősen passzív módon vesz részt a cég életében, nem szól bele annak működtetésébe, teljesítményébe. Ennek okai teljesen hétköznapiak lehetnek: az alacsony összegű befektetés, az időhiány, az átadható ismeretek, tapasztalatok, felhasználható kapcsolatok hiánya stb. Ezzel ellentétben, az angyal befektetők egy szűk csoportja tevékenysége során csakis saját érdekei által vezérelve, opportunista módon tevékenykedik a cégnél, és átveszi annak irányítását is. A szakirodalom viccesen az üzleti angyal kifejezés kontrasztjaként „ördögöknek” nevezi e befektetőket (Gaston 1989, Van Osnabrugge és Robinson 2000).

#### **2.4. „Balkanizált” és lokális informális kockázati tőke-piacok**

Az **egyéni kockázati tőke** térben egyenletes(ebb)en oszlik el és kevésbé **koncentrálódik** (Van Osnabrugge és Robinson 2000, Gaston 1989, Avdeitchikova 2005), mint intézményi „társ”, és nagymértékben **lokális forrásokból származik** (Harrison és szerzőtársai 2003, Lumme és szerzőtársai 1998, Gaston 1989). A kínálat szórt területi



elhelyezkedése abból adódik, hogy a befektethető pénzzel rendelkező egyének térbeli eloszlása kevésbé egyenetlen, mint a kockázati tőke-társaságoké, hiszen „angyalok jóformán mindenhol élnek” (Gaston 1989, 4. o.). Az informális kockázati tőke-piacok emellett széttöredezték, „balkanizáltak”<sup>48</sup>, millió egymástól elszigetelt, egymással alig érintkező befektető és tőkét kereső vállalkozó, ill. csekély számú intézmény alkotja őket. A piac lokalitása jelen esetben azt jelenti, hogy a befektetésben részesült vállalkozások nagyobb részben saját térségükben, régiójukban találtak maguknak informális finanszírozót. A továbbiakban a rendelkezésre álló – viszonylag kevés – szakirodalmi információ, empirikus megfigyelés alapján a jelenség részletes vizsgálatára teszünk kísérletet. Az elemzés kiterjed (i) a befektetők területi elhelyezkedésére, (ii) a megvalósult befektetések regionális eloszlására és (iii) a befektető és befektetése közötti távolság értékelésére, valamint a háttérben meghúzódó okok feltárására.

Az egyéni tőkebefektetők viszonylag **egyenletes térbeli eloszlását számos tényező korlátozhatja**, így Robert Gaston fenti kijelentését kissé árnyaltabbá kell tenni. Azokban a gazdaságilag fejlett centrumrégiókban, ahol a lakosság jövedelmi viszonyai kedvezőbbek és a vagyon-felhalmozódás erőteljesebb, nagyobb az esély arra, hogy valaki informális tőkebefektetésekre vállalkozzon. Ezekben a térségekben az erős innováció-orientált KKV szektor miatt a befektetési lehetőségek is „csábítóbbak”, és minden bizonnyal nagyobb a sikeres és tapasztalt vállalkozók száma is. Egyesült Királyságbeli vizsgálatok is azt támasztják alá, hogy az üzleti angyalok országszerte megtalálhatóak, de felülreprezentáltak a déli térségekben (köztük Londonban) (Mason és Harrison 1999a)

Avdeitchikova és Landström (2005) svédországi kutatásukban a megvalósult befektetéseket tekintve a fentiekhez (nagyra) hasonló eredményre jutott. A szerzők előzetesen arra számítottak, hogy a nagyvárosi régiókban, ahol a vagyon, a jövedelem és a gyorsan növekvő cégek koncentrálnak, az informális tőkebefektetések is nagyobb arányban valósulnak meg. A Stockholm, Göteborg és Malmö/Lund által megtestesített centrumrégiókban a megvalósult informális kockázati tőke-befektetések (számuk alapján) **nem, értékük alapján azonban felülreprezentáltak** az egyéb svéd országrészekhez képest. Mindez azt is jelenti, hogy a nagyvárosi régiókban nagyobb méretű befektetéseket végeznek, mint az azokon kívül eső területeken.

---

<sup>48</sup> A szó a Balkán-félsziget 20. századi politikai megosztottságára utal.

Empirikus adatokkal alátámasztható, hogy az üzleti angyalok befektetéseik többségét lakó- vagy munkahelyükhöz képest **elérhető távolságon<sup>49</sup> belül** (általában 50-150 km) hajtják végre, vagyis a felek közötti földrajzi távolság valamilyen módon befolyásolja a befektetési folyamatot és a források elérhetőségét<sup>50</sup>. Az üzleti angyalok hajlamosak „**otthonukhoz közel**” kifejtetni tevékenységüket, és olyan befektetéseket realizálni, amelyek 2-3 óra autóúttal elérhetőek (Wetzel 1981, 1983, Freear és szerzőtársai 1992, Mason 2002, Gaston 1989, Lumme és szerzőtársai 1998). A lokális befektetés fogalmát ezeken kívül még többféleképpen lehet értelmezni, a definíció gyakran a felmérések adta lehetőségekhez igazodik. Történhet egy megyén belül, vagy a megyében és a szomszédos megyékben (Mason 2002), vagy pl. a helyi munkaerőpiacon (csomóponti régió) belül (Avdeitchikova 2006).

**Finnországban** 38 aktív angyal befektetővel készült interjú alapján vizsgálták a nemzeti informális kockázatitőke-piac jellemzőit. A felmérés időpontjában, 1994-ben a mintában szereplő 122 befektetés földrajzi elhelyezkedését viszonyították a befektető lakó- vagy munkahelyéhez. Megállapították, hogy a finanszírozást kapott vállalkozások közel hatvan százaléka 50 km-es, **68%-uk pedig 100 km-es távolságon belül helyezkedett el** a befektetőhöz képest, azaz (az 50 kilométeres távolságot nézve) „helyben” volt. A portfólióvállalatok közel ötöde esetében a távolság 100-500 kilométert tett ki. A tranzakciók értéke szerinti megoszlásról sajnos nincs információ, és a (kis elemszámú) minta sem reprezentatív, ezért a következtetések levonásával óvatosan kell bánni. A felmérés adatai azt mutatják, hogy a finn „angyal piacok” valóban nagyfokú lokalizáltságot mutatnak (Lumme és szerzőtársai 1998).

Mason (2002) az **Egyesült Királyságban** – amely Európában a legfejlettebb informális kockázatitőke-piaccal büszkélkedhet – 22 üzleti angyal hálózat regisztrált befektetőinek befektetési aktivitását vizsgálta 2000 júliusa és 2001 júniusa között. A portfólióvállalkozások befektetőkhöz viszonyított elhelyezkedését az előzőektől eltérő kategóriák segítségével mérte. A vizsgált 265 befektetés 53%-át lokálisan végezték, azaz a befektető ugyanabban vagy a szomszédos megyében él, mint ahol befektetése található. A lokális befektetők kisebb összegeket fektetnek be, mint nem lokális társaik, így a befektetések értékét tekintve kisebb a helyi investíciók aránya (8. táblázat).

---

<sup>49</sup> Az elérhető (földrajzi) távolság értéke relatív, országonként és régióként változhat, függ annak közlekedési infrastruktúrája fejlettségétől, közlekedési szokásaitól, az ország méretétől stb.

<sup>50</sup> Wetzel (1983, 27. o.) egyenesen azt tanácsolta egy cikkében a finanszírozási források után kutató vállalkozóknak: „nézz körbe az otthonod közelében”!



8. táblázat: Az angyal befektetők földrajzi preferenciái az Egyesült Királyságban

<i>Befektető elhelyezkedése</i>	<i>Befektetés számának megoszlása (%)</i>	<i>Befektetett összeg megoszlása (%)</i>
Lokális befektető	53	31
Nem lokális befektetők	29	37
Lokális és nem lokális befektetők együtt vegyesen	3	2
Tengeren túli vagy offshore befektetők	5	17
Szindikátusok	10	12

*Forrás:* Mason (2002, 12. o.) alapján saját szerkesztés

Wetzel (1981, 1983) a New Hampshire-i Egyetem oktatójaként a New England-i térségben 1980-ban nagyszabású empirikus felmérést végzett, amely során 133 „vagyonos egyén” (high net worth individuals), vagyis informális tőkebefektető tevékenységét vette górcső alá. A földrajzi preferenciákat kétféleképpen vizsgálta: az 1976 és 1980 között már megvalósult 320 befektetés elhelyezkedését viszonyította az üzleti angyalok lakó- vagy munkahelyéhez, majd a jövőbeli kockázattőke-befektetések várható térbeli eloszlására kérdezett rá. A múltbeli tranzakciók több mint kétharmada 300 mérföldön belül jött létre, amely – amerikai viszonylatban és szemlélettel – autóval néhány óra alatt megközelíthető. A jövőbeli, tervezett befektetések elhelyezkedésének földrajzi preferenciái azonban rugalmasabbak: a megkérdezettek valamivel több, mint fele kíván a jövőben az otthonától mért 300 mérföldes sugarú körön belül befektetni, és negyven százalékuknak egyáltalán nem számít a távolság (9. táblázat).

9. táblázat: A befektetések elhelyezkedése a New England-i térségben

<i>Távolság</i>	<i>1976-1980</i>		<i>1987-1991</i>	
	<i>Múltban</i>	<i>Jövőben**</i>	<i>Múltban</i>	<i>Jövőben**</i>
50 mérföldön belül	58	36	37	32
50-300 mérföld között	20	17	28	20
300 mérföldnél több, de USA-n belül	22*	7	28	19
USA-n kívül	-	-	8	5
Nincs földrajzi korlátozás	-	40	-	24

*Megjegyzés:* \* 300 mérföldnél több, megkötés nélkül \*\* A kérdés: hol lesz az a vállalat, amelybe a jövőben fektetni fog?

*Forrás:* Wetzel (1981, 225. o.) és Freear és szerzőtársai (1992, 385. o.) alapján saját szerkesztés

A felmérést 1991-ben megismételték, Connecticut és Massachusetts államra koncentrálva. Az öt éves periódusban a megkérdezett 146 üzleti angyal összesen 482 befektetést hajtott végre, 65%-ban 300 mérföldön, 37%-ban 50 mérföldön belül (9. táblázat). A jövőbeli elvárásokat vizsgálva a kép ismét árnyaltabb: a megkérdezettek 52%-a választana 300 mérföldes távolságon belül magának befektetést, de 24%-ának nincsenek a vállalkozás térbeli elhelyezkedésére vonatkozó korlátozásai (Freear és szerzőtársai 1992, 1994). Az utóbbi arányszám jelentős csökkenést jelent a 11 évvel korábbihoz képest. A 300 mérföldön belüli befektetések aránya 13 százalékponttal lett kevesebb az 1987-1991-es időszakban.

Valójában mi lehet az oka annak, hogy az informális kockázatitőke-befektetések jelentős hányada helyben valósul meg? Több válasz is lehetséges. **Először** is az üzleti angyalok gyakran **aktívan közreműködnek a vállalkozás fejlesztésében**, működtetésében, amihez elengedhetetlen, hogy azok bizonyos időn (max. 2-3 órán) belül elérhetőek legyenek. Hagyományos munkakapcsolat csak adott távolságon belül alakulhat ki, a helyi befektetések biztosítják az angyalok számára a vállalkozás fejlesztésében való tevékeny részvétel lehetőségét. **Másodszor**, a befektetési lehetőség értékeléséhez ismerni kell a vállalkozás működési környezetének elemeit, azok jellemzőit: a térség demográfiai adatait, a munkaerő minőségét, a felvevőpiacokat, az adórendszert stb. A legbővebb információk pedig a befektető szűkebb környezetéről állnak rendelkezésre. **Harmadszor**, a befektetők társadalmi tőkéje is **nagyrészt lokális**: a családtagoktól, barátoktól, üzletfelektől, a helyi médiából származó megbízható információk a közeli vállalkozásokról szólnak, és a tőkét kereső vállalkozók is legelőször a térségben lévő befektetőket találják meg. Azaz, a helyi befektetési lehetőségek sokkal nagyobb hányadban keltik fel az üzleti angyalok figyelmét, mint a távoliak. A földrajzi közelség elengedhetetlen ahhoz, hogy a társadalmi tőke kialakuljon, amely aztán megbízható információs hálózatokhoz nyújt hozzáférést. **Negyedszer**, bizonyos befektetőknek a helyi közösség elismerésének kivívása is fontos lehet, és ezért támogatják azokat a vállalkozásokat, amelyeket helyben ismertek.

Számos bizonyíték utal arra, hogy a helyben megvalósult befektetések **nem mindig tudatos stratégia következményei**. Erre utalnak azok az empirikus felmérésekből származó eredmények is, amelyek szerint a befektetők döntési kritériumrendszerében a vállalkozás elhelyezkedése kevésbé hangsúlyos helyen szerepel (Landström 1998, Mason és Harrison 1996e, Makra és Kosztópulosz 2004b). Hasonló következtetést vonhatunk le a 9. táblázat megállapításaiból is: a jövőbeli portfólióállalat földrajzi elhelyezkedését a válaszadók mindössze egyharmada tette 50 mérföldön belültre, és jelentős azon válaszadók száma, akiknél nincsen a távolság korlátozva. Az üzleti angyalok befektetési magatartására az is igaz,



hogy gyakran nem tudatos módon keresik az üzleti célpontokat, hanem a társadalmi és üzleti kapcsolatrendszerükön keresztül azonosított lehetőségekre reagálva fektetnek be (Harrison és szerzőtársai 2003).

Az informális kockázatitőke-piacon a fizikai távolság tehát fontos a felek közötti bizalom kialakulása, a személyes kapcsolatokon alapuló együttműködés, a tudásátadás és a hatékony információáramlás miatt. Mégis **távoli befektetések is megvalósulnak**. A nem helyi befektetésekre gyakorta igaz, hogy magasabb összegűek, mint a lokálisak, kevésbé fókuszálnak a korai szakasz finanszírozására (Mason 2002, Harrison és szerzőtársai 2003, Lumme és szerzőtársai 1998), továbbá a „távolabbi” tranzakciókat megvalósító befektetők aktívabbak és hajlamosabbak a szindikált befektetésekre (Harrison és szerzőtársai 2003). Amennyiben a befektetőnek a korábbi tapasztalatai egy adott iparágból származnak, hajlamosabbak az ennek megfelelő cégekre specializálódni, ami szintén a feloldhatja a földrajzi korlátokat (Sørheim 2003, Avdeitchikova 2006, EC 2003a). További indok lehet, hogy a befektető egyszerűen nem talál magának az elvárásainak megfelelő, a régióban lévő befektetési lehetőségeket. Az üzleti angyal hálózatok munkája hozzájárulhat az informális tőkebefektetések más térségekbe történő „exportjához” is (Mason és Harrison 1995).

Egy lokális „angyal tőkepiacnak” kulcsszerepe lehet a helyi gazdaság bázisát jelentő, növekedésorientált induló és kisvállalkozások megerősítésében. Az informális tőkebefektetőket „**endogén erőforrásoknak**” is tekinthetjük, akik a helyben képződött megtakarításokat helyben fektetik be. A regionális fejlődés szempontjából „üdvözlendő” kumulatív folyamat indulhat be: a helyben keletkezett vagyon a régióon belül hasznosul újra, növelve ezzel a helyi gazdaság bázisát jelentő növekedésorientált kisvállalkozói kör versenyképességét, erősítve a vállalkozói kultúrát. A szerkezetátalakítás-orientált regionális stratégiák egyik kulcseleme a helyi tőkepiacok újjászervezése, amibe beletartozik a helyi angyal befektetőkben rejlő potenciál felismerése és kihasználása. A regionális, ill. helyi gazdaságfejlesztési stratégiák kidolgozásánál érdemes figyelembe venni e „láthatatlan” magánszemélyek tevékenységéből származó előnyöket, és erőfeszítéseket tenni a piac fejlesztése érdekében – akár közpénzek felhasználásával is.

## **2.5. Az informális kockázatitőke-befektetők tipizálása**

Az **informális kockázatitőke-piac** rendkívül sokszínű, **heterogén**, a kínálatot megtestesítő szereplők jellemzői, döntései, viselkedési formái változatosak. Maga az üzleti angyal meghatározás, e kategóriába tartozó befektetők kör lehatárolása is ellentmondásos, így

lehetőség van többféle szempont szerinti, más és más megközelítésű tipizálásokra. A kategorizálásokat tovább színesíti, hogy a befektetők országoként eltérő karakterekkel, szokásokkal is rendelkezhetnek.

A piac szegmentálása **nem öncélú tevékenység**, segítségével pontosan megrajzolható a sokaságon belül megbújó egyes befektetői típusok karaktere. A munka a „**politikaalkotók**” és a **vállalkozók számára is gyakorlati hasznot hajthat**: előbbiek kormányzati programjaik elemeit, utóbbiak finanszírozási javaslataikat, üzleti tervüket tudják „hozzácsiszolni” a kapott eredményhez, a kiválasztott befektetői típushoz. A 2.2. alfejezetben már bemutatott (hasznosság alapú) kategorizáláson kívül még három tipizálást fogok bemutatni.

Gaston (1989) az **Amerikai Egyesült Államokban** végzett viszonylag nagy (435 fős) mintán felmérést, és az eredmények alapján az **üzleti angyalok 10 „kasztját” állította fel**. Úttörő jellegű könyvében – amelyet a vállalkozók számára is közérthető stílusban és nyelvezettel írt – elsőként értékelte részletesen az ország teljes informális kockázatitőkepiacát<sup>51</sup>. A kutatás nemcsak a befektetők szemszögéből elemzi az egyes angyal típusokat, hanem a befektető-vállalat relációt is vizsgálja, és az adatokat az „átlagos amerikai angyal” megfelelő mutatóihoz is viszonyítja. A felmérés előnye talán hátránya is, hiszen az egyes „kasztokat” túl sok dimenzió alapján állították fel, ezért nehéz bennük elhelyezni egy-egy „hús-vér” befektetőt. Nem szabad elfelejteni azonban, hogy a kutatás a nyolcvanas évek végi állapotokat írja le, az eltelt idő alatt (19 év) a befektetők viselkedése, preferenciái, így az egyes csoportok jellemzői is nagymértékben megváltozhattak.

A tíz, általában nagyon találó névvel ellátott befektetői kategória a következő:

- Az „**üzleti ördög**” átveszi az irányítást a vállalatnál, a szavazati jogok több mint 50%-a felett rendelkezik. Előfordulása gyakori, a befektetők 21%, a projektek 27%-a került ebbe a kategóriába.
- A „**keresztapa**”<sup>52</sup> viszonylag idős (50 év feletti) és vagyonos, egykor sikeres vállalkozó, aki egy fiatal vállalkozás mentoraként kíván aktív maradni és folytatni eddigi tevékenységét. Gyakran tanácsadói vagy részmunkaidős állást is vállal a cégnél, és befektetései kimagaslóan sikeresek.

---

<sup>51</sup> A teljes piaci profil három részből áll össze. Először az egyes csoportokba tartozó angyalok 20 jellemzőjét (kor, végzettség, elégedettség stb.) viszonyítja az átlagos amerikai angyalhoz, „+” jellel mutatva a legfontosabb különbségeket. Ezután az adott angyaltípussal kapcsolatba került sikeres vállalat jellemzőit (a vállalkozó demográfiai adatai, a cég helye, foglalkoztatottjainak száma stb.) vázolja a fent említett relációban. Végül az ide tartozó angyalok és cégek között létrejött megállapodás jellemzőit (a befektető szavazati súlya, elvárt éves megtérülési ráta stb.) valószínűsíti.

<sup>52</sup> Az idősebb kockázati tőkések nevezik az Egyesült Államokban a nyugdíjas korú, sikeres vállalkozói múlttal rendelkező üzleti angyalokat keresztapának (Gaston 1989).



- Az „arisztokrata” (Peer) viszonylag fiatal vállalatulajdonos vagy vállalatvezető (átlagosan 39 éves), aki helyben (50 mérföldes távolságon belül) segít kevésbé tapasztalt, fiatal vállalkozóknak. Az egyik legnagyobb csoport, minden harmadik befektető ebbe az altípusba tartozik.
- „Randy kuzin” (Cousin Randy) csak családi vállalkozásba investál, átlagosan 39 éves vállalkozó, aki más üzleti lehetőségek iránt nem is érdeklődik. Minden 10. angyal tartozik ebbe a kategóriába.
- Dr. Kildare<sup>53</sup> munkáját tekintve szellemi szabadfoglalkozású (orvos, jogász, könyvelő stb.), de nem műszaki és természettudományi végzettségű, az átlagosnál képzetesebb angyal, aki információit barátoktól szerzi, és a vállalkozás napi irányításába nem szól bele. Az angyalok 9%-a „Dr. Kildare”.
- A „vállalati törtető” (Corporate Achiever) valamilyen nagyvállalatnál középvezetőként dolgozott, és most vállalkozóként szeretne továbblépni. Kulcspozícióra tör, gyakran megszerzi a vállalat feletti irányítást. 13% tartozik ebbe a kategóriába.
- „Warbucks papa” (Daddy Warbucks<sup>54</sup>) milliomos, akinek nagy összegű befektetései általában sikeresek, befektetési információit elsődlegesen üzleti szövetségektől szerzi be, és saját céggel is rendelkezik. Preferált szektorok: pénzügy, biztosítások, ingatlanüzlet.
- A „csúcstechnológia-orientált angyal” (High-Tech Angel) a csúcstechnológiai termékeket gyártó cégekre specializálódott, az átlagnál gazdagabb és tapasztaltabb, társbefektetésekre gyakran vállalkozó befektető. Az összes angyal 6%-a tartozik ide.
- A „részvényes” az angyalok közül a legkevésbé aktívan működik közre a vállalat tevékenységében. Általában társbefektetőkkel együtt, kisebb összegekkel vág bele egy-egy üzletbe.

---

<sup>53</sup> Az elnevezés egy (a hetvenes években játszott) amerikai filmsorozatból származik. A betegekkel mindig példamutatóan humánus Dr. Kildare egy nagyvárosi kórház fiatal orvosaként a „nézők szeme előtt” tanulja ki szakmája minden csínját-bínját, miközben küzd az idősebb kollégák elismeréséért.

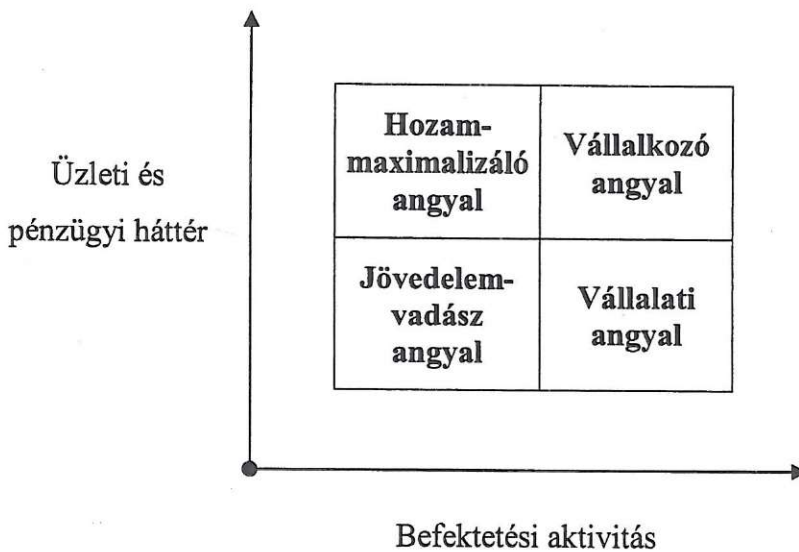
<sup>54</sup> Daddy Warbucks szintén nem hús vér ember, egy rajzfilmfigura. Az „amerikai álmot” bemutató történetben a tizenévesen elárvult gyermek a semmiből küzdi fel magát és válik a társadalom elismert tagjává. Hősünk az egyetem mellett dolgozik és 21 éves korában már megkeresi az első millióját. Daddy Warbucks később híres üzletemberré és milliárdossá válik, aki gazdagon sem felejtkezik el arról, hogy honnan is jött valójában. A hazájáért mindent megtevő patriótaként és a szegényeket támogató milliárdosként válik híressé és kerül be a köztudatba.

- A „**mohó angyal**” (Very Hungry Angel) olyan befektető, aki a korábbi lehetőségeihez képest kétszer annyi befektetést szeretne megvalósítani. Magas megtérülést vár el, de nem hajlandó magasabb kockázatot vállalni. A teljes minta 15%-át alkotja.

Coveney és Moore (1998) az **Egyesült Királyságban** végzett felmérésük alapján az üzleti angyalok „közösségét” **hat csoportra** osztotta fel. A befektetők **vállalkozói-üzleti és pénzügyi háttérét** valamint befektetési aktivitását elemezve négy típust ismertek fel, de emellett azonosítottak két „passzív” csoportot is, akik jelenleg nem rendelkeznek befektetéssel (7. ábra).

A „**vállalkozó angyal**” (Entrepreneur angel) a leginkább aktív és tapasztalt angyal, magas kockázati tűrőképességgel. Az egyéni befektetők közül a legnagyobb befektetéseket végzi, főként anyagi (pénzügyi) jellegű megfontolásokból. Jelentős vállalkozói karrier áll mögötte.

7. ábra: Az üzleti angyalok tipizálása az Egyesült Királyságban



*Forrás:* Coveney és Moore (1998, 9. o.)

A „**vállalati angyal**” (Corporate angel) olyan vállalat vagy vállalatvezető, aki üzleti angyalként fektet be nagyrészt pénzügyi megfontolásból, a saját vállalatának előnyeit szem előtt tartva és annak forrásait felhasználva. A legnagyobb befektethető tőkével rendelkezik, és aktív szerepet vállal a portfólióvállalat irányításában, fejlesztésében.



A „**jövedelemvadász angyal**” (Income seeking angel) kevésbé vagyonos, az elmúlt 3 évben egy vagy két kisebb összegű befektetést realizáló magánszemély, aki a megszerzett vállalati tulajdonát kiegészítő jövedelemforrásnak és munkahelynek tekinti.

A „**hozammaximalizáló angyal**” (Wealth maximising angel) a vállalkozó angyalhoz hasonló vagyonnal rendelkező személy, aki viszonylag ritkán fektet be, magas hozamelvárással és magas kockázatviselési hajlandósággal, magának teljes munkaidős állást keresve. Kisebb vállalkozói tapasztalattal rendelkeznek, és a befektetési kritériumok közül a vállalat alapítóról alkotott benyomások számára a legfontosabbak.

A passzív befektetők csoportjában a „**rejtőzködő angyal**” (Latent angel) az elmúlt három évben nem helyezett ki pénzt kisvállalkozásokba, de korábban tevékenykedett már üzleti angyalként, és bármikor kész újra befektetni. Ezzel szemben az ún. „**szűz angyalnak**” (Virgin angel) korábban még nem volt kockázatitőke-befektetése, kevésbé tapasztalt és magas a hozamelvárása.

A felmérés érdeme, hogy az aktívan tevékenykedő angyalok mellett a **potenciális befektetők** jellemzőit is feltérképezte. Mivel a passzív angyalok száma jóval nagyobb, mint az aktív angyaloké, **hatalmas kihasználatlan tőkeforrást képviselnek** (EC 2001) és megfelelő intézkedések meghozatalával a kockázati tőkét kereső vállalkozások számára elérhetővé válhatnak. A tipizálás további előnye, hogy egy logikus elhatároláson (aktív-passzív<sup>55</sup>) és jól megfogható dimenziókon (üzleti és pénzügyi háttér, befektetési aktivitás) alapul, ezért az Egyesült Királyságon kívül bármely országban alkalmazható.

A **potenciális és a tényleges üzleti angyalok vizsgálatára** Freear és szerzőtársai (1994) a kilencvenes évek elején vállalkoztak. A két csoport között nagyon sok közös jellemzőt fedeztek fel, pl. a helyi befektetési lehetőségek, a korai szakaszban járó, növekedni képes vállalkozásokba való befektetés preferálása. A potenciális befektetők leginkább másokkal együtt kívánnak tőkét kihelyezni és a portfólió cég fejlődésének nyomon követésében, ellenőrzésében külső segítséget vennének igénybe.

Sorheim és Landström (2001) **Norvégiában kategorizálta a felmérésükben szereplő 425 egyéni kockázatitőke-befektetőt**. A vizsgálat alapidimenziójául a befektetési aktivitást és a hozzáértést (szaktudás, kompetencia) választották (8. ábra). Az eredmények alapján négy jól elhatárolható csoportot alakítottak ki, amelyekben nagyjából egyenletesen oszlottak el a minta egyedei.

---

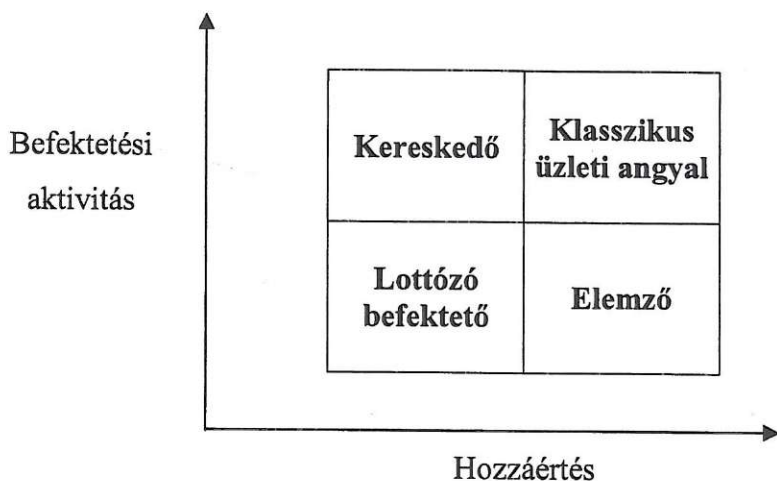
<sup>55</sup> A passzív szó itt nem a befektetőnek a portfólióvállalatnál végzett tranzakció utáni közreműködésére utal.

A kereskedők (traders) viszonylag aktívak, a megkérdezés előtti három évben átlagosan 4,5 befektetést hajtottak végre. A többi csoporthoz képest magas jövedelemmel és vagyonnal rendelkeznek, amely nagy részét tőzsdén nem jegyzett vállalatokba fektetik. Mint vállalkozók kevésbé tapasztaltak, és ennek megfelelően a kiválasztott vállalatnál a közreműködésük is korlátozott.

A találó elnevezéssel élve akár lottószelvényt is vehetnének a pénzükön az ún. **lottózó befektetők** (lotto investors), mivel ők a legkevésbé tapasztaltak és hozzáértők, valamint anyagi lehetőségeik is korlátozottak. Legfontosabb információforrásuk a média, üzleti közvetítőket ritkán keresnek fel.

Az **elemzők** (analytical investors) tapasztaltak és rendkívül körültekintőek, ha befektetésre szánják el magukat, azt általában más üzleti angyalokkal együttműködve valósítják meg. Befektetési célpontjaikat elsősorban barátoktól és ismerősöktől kapott információk alapján találják meg.

8. ábra: A norvég egyéni kockázati tőke-befektetők tipizálása



*Forrás: Sørheim és Landström (2001, 358. o.)*

A leginkább aktív és hozzáértő befektetők a „klasszikus” **üzleti angyalok**. A kiválasztott három évben átlagosan 7,3 vállalkozásba „szálltak be”, és befektetéseiket mint vezető befektetők (lead investors) általában több angyallal szindikátust alkotva hajtották végre. A leginkább aktívan működnek közre a vállalatnál, az igazgatótanács tagjaként vagy tanácsadóként segítve annak sikeres működését.

A **tipizálás** összevetésére csak korlátozott lehetőség nyílik, mivel az egyes felmérésekben eltérő módon határozták meg a vizsgált befektetői kört. Gaston (1989) az



akkori észak-amerikai piacnak egy rendkívül részletes portréját adta meg, és definícióját is egy tágabb értelmezés szerint alakította ki, amelyből a családi kötődésű befektetőket sem zárta ki. Coveney és Moore (1998) más irányba nyitott: egyrészt az üzleti angyalokhoz hasonló karakterekkel bíró, de a vizsgált időszakban, illetve még soha befektetést nem végző magánszemélyeket, másrészt az informális és formális kockázati tőke-piac határán mozgó vállalati befektetőket is bevonta az elemzésbe. A norvég kategorizálás több ponton eltér az előző kettőtől: (i) módszertana a leginkább kifinomult, és ellentétben a másik két elemzéssel, nem a vállalkozók számára, „kézikönyv” stílusban íródott, hanem tudományos jellegű, (ii) alkalmazott definíciójában a családi befektetéseket kizárja, (iii) az eredmények alapján javaslatokat fogalmaz meg a befektetők, gazdaságpolitikusok, vállalkozók és kutatók számára egyaránt.

### III. Egyéni (informális) kockázati tőke Magyarországon

Az előző fejezetekben láthattuk, hogy az intézményi és nem intézményi kockázati tőke milyen fontos szerepet tölt be a gyorsan növekvő kisvállalkozások finanszírozásában a világ számos országában, de főként az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban<sup>56</sup>. Rámutatunk arra is, hogy Magyarországon egy viszonylag fejlett intézményi kockázati tőke-iparág alakult ki a rendszerváltást követően a többi közép-kelet európai országhoz képest. A befektetések értéke 2004-ben meghaladta a magyar GDP 0,12%-át, amely érték ugyan jócskán elmarad az európai átlagtól, de az összes térségbeli országnál magasabb (Karsai 2006, MKME 2006). Ugyanakkor a **kockázati tőke-piac informális szegmenséről** meglehetősen **korlátozott információk** álltak rendelkezésre.

Makra és Kosztópulosz (2004b) összegyűjtötte azokat a tényezőket, melyeknek a **piac fejletlensége és ismeretlensége** köszönhető:

- A vagyonszerzés a rendszerváltás után indult csak be a társadalom egy vékony rétegénél.
- A vállalkozói kultúra alacsony fejlettségű, az üzleti angyal jellegű finanszírozási lehetőség szinte ismeretlen.
- A háztartások meglehetősen konzervatív befektetési politikát valósítanak meg.
- Magyarországon a kontinentális Európára jellemző hitelalapú vállalkozás-finanszírozási kultúra alakult ki.
- A kormányzat passzív módon áll hozzá a témához, nem ismerte fel a benne rejlő lehetőségeket.
- Kétséges a vállalkozások jogkövető magatartása, a szerződések betartásának jogi úton történő kikényszerítése hosszadalmas, a gazdasági szereplők között alacsony fokú a bizalom.

#### 3.1. Korábbi kutatások eredményei

Magyarország 2001 óta vesz részt a **Global Entrepreneurship Monitor** nevű nemzetközi kutatásban, amely keretében az informális befektetők hazai tevékenységéről is némi

---

<sup>56</sup> A szakirodalmat egyértelműen az angolszász országokban készült felmérések, tanulmányok uralják, ezekben az országokban szentelnek a legtöbb figyelmet e piacok kutatásának.



információkhoz juthatunk<sup>57</sup>. Szerb és Rappai (2005) három év tapasztalatai alapján megállapította, hogy az itthoni informális tőkebefektetők kevesen vannak és nemzetközi összehasonlításban rendkívül alacsony összeget fektetnek be. A **felnőtt lakosság** átlagosan **2,2%-a nyújtott forrást egy más által tulajdonolt, tőzsdén nem jegyzett új cégnek** a felmérést megelőző három éves időintervallumban, ezzel a mutatóval Magyarország a vizsgált 32 ország alsó harmadában helyezkedett el. Az éves átlagos befektetés összege 1085 dollár körül alakult, amivel csak három dél-amerikai országot tudtunk megelőzni. Az eredmények alapján az informális tőkebefektetések értéke évi 156 millió dollár körül alakult a három év átlagadatai alapján. Ezzel szemben az intézményi befektetők a vizsgált időszakban átlagosan évi 97 millió dollár tőkét helyeztek ki, azaz a GEM definíció szerinti **magyar informális tőkepiac mintegy másfélszer akkora, mint az intézményi társa**<sup>58</sup>.

Makra és Kosztópulosz (2006b) 2003 és 2004 során 21 magyarországi üzleti anglyalt azonosított és vont be egy kérdőíves kutatásba<sup>59</sup>. A nem reprezentatív felmérésben<sup>60</sup> a vizsgált **angyalok férfiak, középkorúak (átlag 44 évesek) és 88%-uk felsőfokú végzettséggel rendelkezik.** A legsűrűbben előforduló „diploma” a gazdasági (tizenhárom), ezt követi a **műszaki (öt).** A mintába kerültek 86%-a jelenleg is **cégtulajdonos**, és átlagosan **12 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 Magyarországon élnek. A mintába került befektetők közül tizenöt válaszolt a jövedelmi és vagyoni helyzetét firtató kérdésre: 80%-uk 10 millió forint feletti nettó jövedelmet könyvelhet el évente és 40%-uk vagyona meghaladja a 100 millió forintot is (10. táblázat). Az első generációs hazai és nemzetközi felmérések eredményeinek összehasonlítása után nem fedeztünk fel egyértelmű „nemzeti karaktert” a hazai üzleti angyalok körében.

---

<sup>57</sup> A kutatásról bővebben és az informális befektetők definíciójáról a következő fejezetekben fogok írni.

<sup>58</sup> Karsai (2006) adatai alapján 2001, 2003 és 2004-ben 60, 100 és 131 millió USD tőkét helyeztek ki Magyarországon az intézményi befektetők. Az informális befektetők becsült száma 144.000 fő.

<sup>59</sup> Az első eredmények 14 fő részvételével már korábban publikálásra kerültek (Makra és Kosztópulosz 2004b).

<sup>60</sup> A hasonló németországi felmérés 48, a japán 10, az ausztrál 36 személy megkérdezésén alapul, így Magyarországon viszonylag jó eredménynek számít 21 angyal befektető azonosítása.

10. táblázat: Az üzleti anyagok 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)	43 (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 (medián) -104.790 <sup>a</sup>	10.000 felett <sup>b</sup>
Vagyron (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)	n. a.
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	90
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	16.925 <sup>c</sup>
Minta (fő)	435	86	36	425	38	52	48	21

Megjegyzés: <sup>a</sup> a háztartás jövedelme, <sup>b</sup> 15 válasz alapján, nettó jövedelem, <sup>c</sup> 17 válasz alapján. Valutaárfolyamok: 210 HUF/USD, 250 HUF/EUR, 370 HUF/GBP, 128HUF/DEM.

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



A mintába bekerült magánszemélyek a **magas tőkeemegtérülés** mellett – amely kiugróan a legnagyobb értéket kapta – leginkább **hedonista okokból** (kedvtelés, szakmai kihívás) vállalkoztak informális tőkebefektetésre, míg az altruista, emberbarát motivációk (pl. egy fiatal vállalkozónak, egy barátnak való segítség) elhanyagolható jelentőségűek voltak. A befektetési **információforrások** közül egyértelműen az **informális, személyes csatornák, kapcsolatok** dominálnak: az angyalok leginkább üzleti partnereiken, személyes ismerősökön keresztül találnak rá a vállalkozásokra, és viszonylag fontos módszer az aktív keresési tevékenység is.

Mit tartott fontosnak egy hazai 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** voltak. A forrásokat kereső vállalkozás menedzsmentjének, a vállalkozó személyének, tehetségének, tudásának kiemelkedő fontosságát így a hazai kutatás is igazolta. A válaszadók cég érdekében végzett tevékenységei közül a legmagasabb (ötös skálán 4,52-es) értéket a **kapcsolati tőke rendelkezésre bocsátása** kapta. A befektetők nagy része a vezetőség (illetve az igazgatótanács) aktív tagjává is válik, és rendszeresen felügyeli, ellenőrzi a cég működését.

A megkérdezett 21 angyal a vizsgált három éves időintervallumban összesen **97 vállalkozásba** fektetett, és az egy főre jutó 4,6-es átlag nemzetközi összehasonlításban is magasnak tekinthető. 17 válaszadó alapján – akik a 97 vállalkozásból 67-ben szereztek részesedést - az összbefektetés értéke elérte a 1134 millió Ft-ot. A 21 angyal a 17 válasz alapján becsülve **1,6 milliárd Ft feletti összeggel** járult hozzá a kisvállalkozások tőkeszükségletéhez három év alatt. Az **átlagos befektetés nagysága 17 millió Ft** körül alakult.

A két felmérés összevetéséből jól kirajzolódik a **két kategória közötti markáns különbség**, amely a 2.1. alfejezetben leírtakat támasztja alá. Az informális befektetők a „tipikus” üzleti angyaloknál egy jóval szélesebb finanszírozói kört fednek le: pl. a családi jellegű befektetések és a baráti kölcsönök is ebbe a csoportba tartoznak<sup>61</sup>. Ezzel párhuzamosan a befektetők jellemzőiben is jelentős különbségek fedezhetőek fel: az informális tőkebefektetők között közel fele-fele arányban találunk férfit és nőt, 88% helyett „mindössze” 8%-uknak van diplomája, 86% helyett „csak” 29%-uk cégtulajdonos (Szerb és Rappai 2005), és a kihelyezett forrás átlagos mérete is nagyságrendekkel alacsonyabb. Az

---

<sup>61</sup> A definíció azonban kizárja a 3,5 évnél régebbi cégeknek történt forrásnyújtást, amely egyben a befektetői kört szűkíti is (Acs és szerzőtársai 2001).

eltérés abból adódik, hogy az üzleti angyal felmérésben az informális tőkebefektetők elitjét sikerült lekérdezni.

## 3.2. A hazai informális tőkebefektetők jellemzői a GEM adatok tükrében

### 3.2.1. A Global Entrepreneurship Monitor kutatásról

A Global Entrepreneurship Monitor (GEM) kutatást 1999-ben a Babson College és a London Business School indította a Ewing Marion Kauffman Alapítvány támogatásával. Kezdetben 10 ország vett részt a felmérésben, számuk 2001-ben 29-re, 2002-re 37-re, 2006-ra 42-re bővült. A program alapvető céljai a következők (Reynolds és szerzőtársai 2003, Csanaky és szerzőtársai 2005):

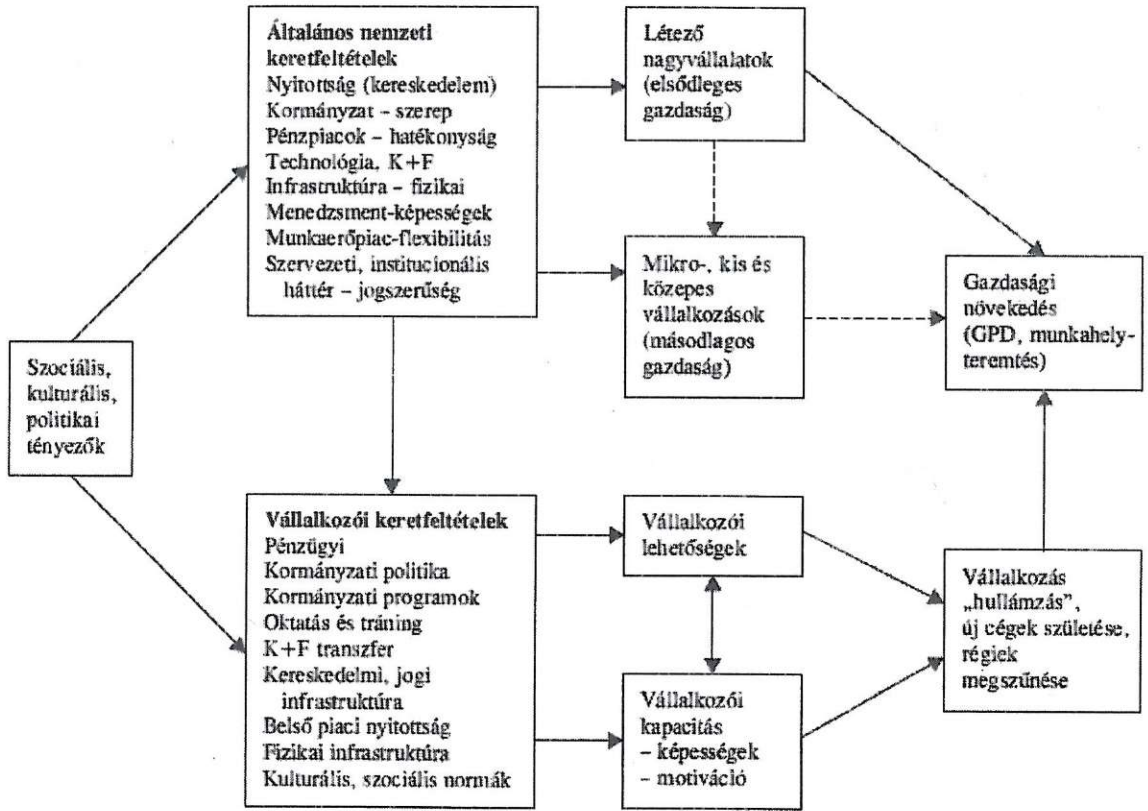
- az egyes országok vállalkozási aktivitásában megmutatkozó különbségek mérése,
- a gazdasági növekedés és a vállalkozói aktivitás közötti kapcsolat vizsgálata,
- a magasabb szintű vállalkozói aktivitáshoz vezető tényezők felfedezése,
- gazdaságpolitikai ajánlások megfogalmazása.

A GEM kutatás mögött meghúzódó elméleti keretrendszer a nemzetgazdaság **nagyvállalatai mellett az új vállalkozások gazdasági növekedésre gyakorolt hatását is magába foglalja** (9. ábra). A koncepcionális modell **függő változója a gazdasági növekedés**. A nagyméretű, megállapodott társaságok működését, versenyképességét nagymértékben meghatározzák az adott ország általános gazdasági keretfeltételei. E nagyvállalatok, multinacionális társaságok főként új cégek, leányvállalatok alapításával, vagy régi üzemeik helyett modernebbek indításával járulhatnak hozzá a gazdasági növekedéshez. Ha a makrogazdasági feltételek kedvezőek, az pozitívan befolyásolja a kis- és középvállalati szektor tevékenységét is, amely megmutatkozik az adott nemzet gazdasági teljesítményében is. **A gazdasági fejlődés másik fő forrása a vállalkozási folyamatban keresendő.** Az adott ország üzleti környezete mellett más tényezők, az ún. vállalkozói keretfeltételek is nagyban meghatározzák, hogy egy egyén vállalkozás indítása mellett dönt-e, azaz létrejön-e új vállalat. A nemzeti vállalkozói környezet meghatározza a vállalkozói lehetőségeket és teljesítőképességet, amelyek az új cégek születését és megszűnését eredményezik. Az új cégek pedig munkahelyeket teremtenek, új technológiákat terjesztenek el és ezzel közvetlenül



hozzájárulnak a gazdasági növekedéshez (Acs és szerzőtársai 2005, Szerb és szerzőtársai 2004).

9. ábra: A GEM koncepcionális modellje: az új vállalkozások, a létező cégek és a gazdasági növekedés közötti kapcsolatrendszer



Forrás: Szerb és szerzőtársai (2004, 682. o.)

A gazdasági növekedés mögött meghúzódó tényezők feltárása rendkívül komplex feladat. A sikeres vállalkozások és a létező nagy cégek egymásra is hatással vannak, mindkettő működését befolyásolja a gazdasági és vállalkozási környezet, és mindkettő teljesítménye elengedhetetlen a nemzetgazdaság jó „egészségéhez”. A társadalmi, kulturális, politikai tényezők jelentős része rövidtávon állandónak tekinthető, ám az egyes országok tekintetében már jelentős különbségek figyelhetők meg ezen a téren (Acs és szerzőtársai 2005).

Az GEM kutatás során az adatgyűjtés módszertanát úgy alakították ki, hogy az minden résztvevő országban standard módon történjen, és az eredményeket országszinten össze lehessen vetni egymással. A kutatás primer és szekunder adatforrásokat egyaránt felhasznál:

- **kérdőíves, illetve telefonos reprezentatív felmérés** az adott ország felnőtt (18-65 év) lakosainak körében,
- **szakértői mélyintejük** kormányzati szakemberekkel, politikusokkal, vállalkozókkal, kutatókkal,
- az ENSZ, az OECD és egyéb szervezetek adatbázisaiból nyert makrogazdasági és demográfiai adatok.

A vállalkozási aktivitás mérése egy egységes definíció alapján történik<sup>62</sup>. A **Teljes Vállalkozói Mutató** (Total Entrepreneurial Activity)<sup>63</sup> országonként megmutatja, hogy egyrészt a felnőtt lakosság mekkora része tett konkrét lépéseket (pl. üzleti terv készítése, telephely keresése stb.) a felmérést megelőző 12 hónapban új vállalkozás indítása céljából, másrészt a válaszadást megelőző 42 hónapban mekkora hányaduk indított olyan vállalkozást, melynek vezetésében aktívan résztvesz. A vállalkozói tevékenység előbbi dimenzióját születőben lévő (nascent) vállalkozásnak, utóbbit új vállalkozásnak nevezik.

A vállalkozások népes taborán belül a GEM két kategóriát különböztet meg. A **lehetőség motiválta vállalkozások** (opportunity entrepreneurship) egy jó üzleti lehetőség felismerése céljából jönnek létre, a **kényszervállalkozások** (necessity entrepreneurship) pedig más választás híján, a megélhetés biztosítása miatt. A GEM adatokból megfigyelhető, hogy az alacsony fejlettségű (1 főre jutó GDP-vel rendelkező) országokban alacsony a lehetőség-vezérelt vállalkozások kényszervállalkozásokhoz viszonyított aránya, és a fajlagos bruttó hazai termék növekedésével ez az arány exponenciálisan növekszik. A résztvevő országok egészét vizsgálva átlagosan a vállalkozások 65%-a egy jó „üzletet” látva jön létre (Acs és szerzőtársai 2005), Magyarország mutatója (75%) az átlagot kissé meghaladja a 2005-ös felmérés szerint (Bosma és Harding 2006).

A GEM egyik legnagyobb eredménye, hogy bebizonyította, a **vállalkozási hajlandóság** a világon régióként, országonként és időben is nagymértékben változik. A teljes vállalkozói mutató 2006-ban 2,7% (Belgium) és 40,2% (Peru) között szóródott, Magyarország esetében (2001-től tartó nagymértékű csökkenés után) 6%-ot ért el<sup>64</sup>. Egyre több jel mutat arra, hogy az

<sup>62</sup> „Vállalkozásnak tekinthető minden olyan új üzleti egység létrehozása vagy létrehozási kísérlete, mint magánfoglalkoztatás, új vállalkozói szervezet alapítása, vagy egy már létező vállalkozás bővítése, amelyet magánszemélyek, csoportok vagy egy már létező üzleti vállalkozás akar megvalósítani” (Csanaky és szerzőtársai 2005, 23. o.)

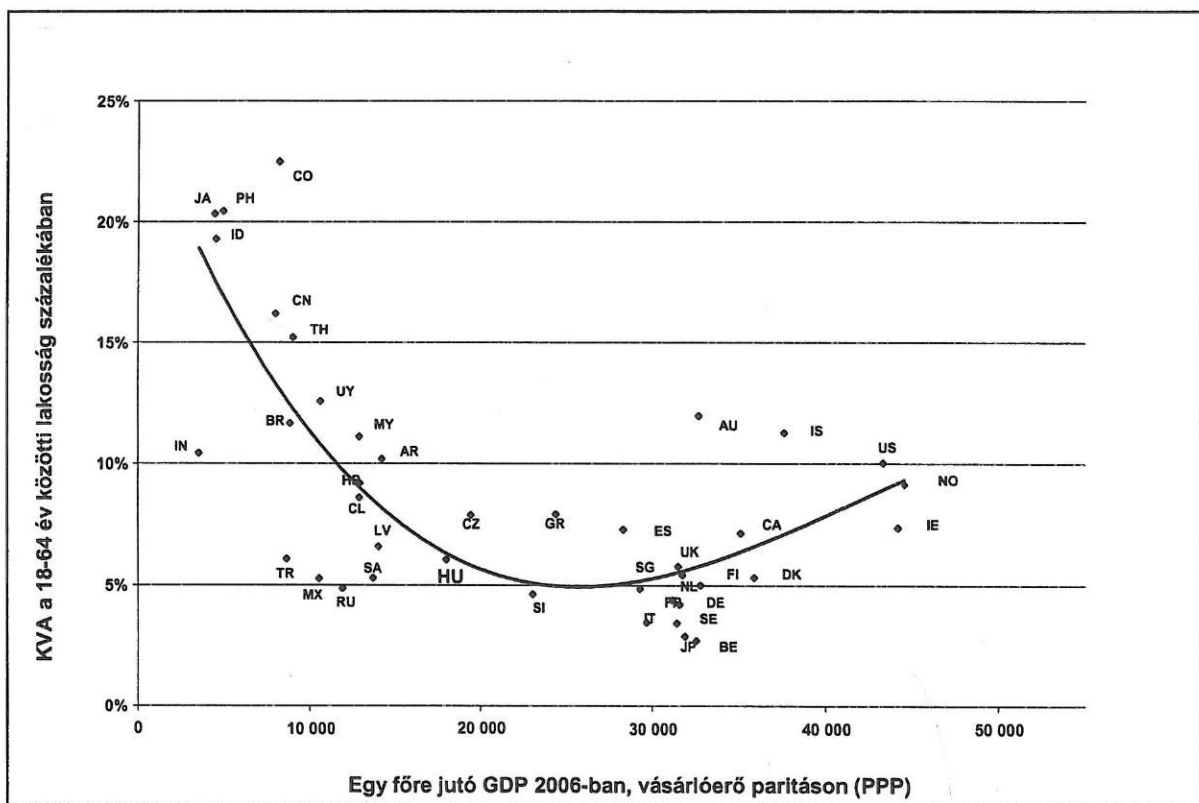
<sup>63</sup> 2005-től Korai fázisú vállalkozás (Early stage entrepreneurship) a mutató elnevezése.

<sup>64</sup> Magyarországon 2001-től a TVM 11,4%-ról 6%-ra zuhant, amely csökkenésnek valószínűleg világgazdasági és belső strukturális indokai is lehetnek.



egyres országok fejlettségi szintje és vállalkozói aktivitása között szisztematikus kapcsolat áll fenn. Az alacsony fajlagos GDP-vel rendelkező nemzetek vállalkozói hajlandósága a legmagasabb, majd a jólét növekedésével a TVM mutató fokozatosan csökken és elér egy 5% körüli szintet. Ebbe a kategóriába tartoznak az EU fejlett államai közül a legtöbben. A legfejlettebb országokban a vállalkozási aktivitás (főként a lehetőség vezérelte) ismét emelkedni kezd, így egészében egy U-alakú görbe rajzolható fel (10. ábra) (Bosma és Harding 2006). Mindemellett a GEM eredményei erős sztochasztikus kapcsolatot mutatnak a vállalkozói aktivitás és a munkahelyteremts között is (Szerb és szerzőtársai 2004).

10. ábra: A korai fázisú vállalkozói aktivitás (KVA) és a gazdasági fejlettség közötti kapcsolat



*Forrás:* Bosma és Harding (2006, 13. o.) alapján saját szerkesztés

### 3.2.2. Hipotézisek

Mint azt az előző fejezetben bemutattam, a GEM kutatás főként a vállalkozási aktivitás, a vállalkozásindítás és az azokat befolyásoló tényezők komplex, több országra kiterjedő vizsgálatára jött létre. A vállalkozás folyamatát meghatározó faktorok egyike a finanszírozás, ezért a felmérésben kezdetektől fogva helyet kaptak az új cégek forrásellátására és

kifejezetten az informális befektetésekre vonatkozó kérdések is. A magyar informális befektetők elemzésekor a keretet tehát a GEM felmérés során alkalmazott kérdőív, az abban szereplő változók jelentik, ezért kutatási hipotéziseimet is ezek figyelembe vételével kellett megalkotnom, az elemzés körébe bevont változókat egy adott készletből kellett kiválasztanom. Jóllehet a GEM adatbázis segítségével nem lehet az informális befektetések minden aspektusát feltárni, mégis hatalmas segítséget nyújt e rejtett, valóban „informális” piaci szegmens jobb, teljesebb megismeréséhez. Mindemellett a minta reprezentativitása és kellően magas száma kifinomult statisztikai eszközök alkalmazását, az egységes adatfelvételi módszertan pedig nemzetközi összehasonlításokat is lehetővé tesz.

Az első generációs üzleti angyal felmérések megmutatták, hogy a tipikus befektető inkább férfi, a 40-es, 50-es éveiben jár és felsőfokú végzettségű (Gaston 1989, Hindle és Lee 2002, Reitan és Sørheim 2000, Lumme és szerzőtársai 1998, Tashiro 1999). A GEM felmérés során lekérdezett informális tőkebefektetői kör egy szélesebb „közösséget” ölel fel, de a fenti feltételezéseket ekkor sem vetjük el. Wong és Ho (2005) emellett a tervezett cselekvés elméletből (theory of planned behaviour) kiindulva levezette, hogy a magas végzettség növeli az informális befektetés valószínűségét. Mindezek tükrében azt feltételezem, hogy:

**H1:** A férfiak körében nagyobb a valószínűsége annak, hogy informális kockázati tőke-befektetéseket végeznek, mint a nők körében.

**H2:** A középkorú egyéneknek nagyobb a hajlandósága informális kockázati tőke kihelyezésére azoknál, akik fiatalabbak vagy idősebbek náluk.

**H3:** A felsőfokú végzettségű egyének hajlamosabbak informális kockázati tőke-befektetéseket végezni, mint az annál alacsonyabb végzettségűek.

A háztartások portfólióelmélete szerint a **biztos jövedelem** növeli a kockázatos befektetési döntések valószínűségét (Maula és szerzőtársai 2006). Ennek tükrében arra számítottok, hogy:

**H4:** A teljes munkaidőben foglalkoztatottak hajlamosabbak informális kockázati tőke-befektetéseket végezni, mint azok, akik nem állnak teljes munkaidős foglalkoztatásban.



Magyarország **Budapest-központúsága** a gazdasági, kulturális és társadalmi élet szinte minden területén kitapintható. Korábban bemutattam, hogy az ország GDP-jének, vállalkozásainak és intézményi kockázatitőke-befektetéseinek mekkora hányada koncentrálódik a fővárosban. A jövedelmi viszonyokat is figyelembe véve azt feltételezem, hogy:

**H5:** A Közép-magyarországi régióban élő személyek hajlamosabbak informális kockázatitőke-befektetéseket végezni, mint a nem ott élők.

A szakirodalom szerint az informális kockázatitőke-befektetők jelentős része **rendelkezik vállalkozással, vállalkozói tapasztalattal**, melyet észak-amerikai, norvég, német, angliai és magyar empirikus felmérések is alátámasztanak (Gaston 1989, Reitan és Sørheim 2000, Brettel 2001, Harrison és Mason 1996, Lumme és szerzőtársai 1998, Makra és Kosztopulosz 2006b)<sup>65</sup>. A vállalkozói ismeretekre akkor is szüksége van a befektetőnek, ha közvetlenül be akar segíteni a vállalkozás működtetésébe. A **vállalkozó személyes ismerete** pozitív példákat, normákat közvetíthet az egyén felé, amely szintén növeli a befektetés valószínűségét. Mason és Harrison (2002c) arról számolt be, hogy a vállalkozókkal való szegényes ismeretség egy befektetést gátló tényező lehet. Ezek alapján azt feltételezem, hogy:

**H6:** Azok a személyek, akik rendelkeznek a vállalkozásindításhoz szükséges készségekkel, tudással, nagyobb valószínűséggel lesznek informális kockázatitőke-befektetők.

**H7:** Azok a személyek, akik személyesen ismernek vállalkozót, nagyobb valószínűséggel lesznek informális kockázatitőke-befektetők, mint akik nem ismernek.

**H8:** Azok a személyek, akiknek jelenleg is van vállalkozásuk, nagyobb valószínűséggel lesznek informális kockázatitőke-befektetők.

Az üzleti angyal befektetések a magasabb kockázatot hordozó befektetési kategóriák közé sorolhatóak, ahol érvényesül a pénzügyek egyik alapszabálya: a felvállalt magasabb

---

<sup>65</sup> Lásd 2.3. és 3.1. alfejezetek.

kockázatért magasabb hozamot várnak el. Akiket a bukástól való félelem tart vissza a vállalkozásindítástól, azok valószínűleg kevésbé hajlamosak kockázatvállalásra, alacsonyabb a kockázattűrő képességük:

**H9:** Azok a személyek, akiket a kudarcból való félelem gátol a vállalkozásindításban, kisebb valószínűséggel lesznek informális kockázatitőke-befektetők.

Az üzleti lehetőségek észlelése elengedhetetlen ahhoz, hogy egy magánszemély informális tőkebefektetésre vállalkozzon: a megfelelő mennyiségű és minőségű befektetési célpont azonosítása nélkül ugyanis nem valósulhat meg a források kihelyezése. Ezért azt prognosztizálom, hogy:

**H10:** Azok a személyek, akik jó üzleti lehetőségek felismerése miatt új vállalkozás indítását tervezik, nagyobb valószínűséggel lesznek informális kockázatitőke-befektetők.

Az egyéni kockázatitőke-befektetők halamzán belül léteznek olyan alcsoportok, amelyek befektetési magatartását eltérő mértékben és módon befolyásolják a fenti demográfiai és vállalkozói-magatartási tényezők, és amelyek egymástól jól elkülönülnek. A kizárólag a családtagok cégeibe fektető magánszemélyek esetén a gazdasági racionalitást háttérbe szoríthatják az érzelmek, a rokoni kötődés. Véleményem szerint a nem rokonok vállalkozásaiba fektető magánszemélyek inkább hasonlítanak a klasszikus üzleti angyalokra, mint a családi befektetők. Ennek fényében arra számítok, hogy:

**H11:** (a) A férfi nembe való tartozás, (b) a felsőfokú végzettség, (c) a vállalkozásindításhoz szükséges képességek megléte és (d) a vállalkozói státusz nagyobb mértékben befolyásolja a nem családi cégekbe történő befektetéseket, mint a családtagok által tulajdonolt cégekbe irányuló befektetéseket.

**H12:** Az informális tőkebefektetők csoportja további homogén alcsoportokra bontható, ahol a régióba tartozás fontos klaszterképző ismérv.



Adataink a 2001-2006-os magyar felmérésekből, öt év adatbázisának egyesítéséből származnak (2003-ban nem történt lekérdezés)<sup>66</sup>. Az időszakban a 12 254 fős, a teljes magyar felnőtt lakosságot reprezentáló mintából összesen 193 felnőtt személy válaszolt igennel arra a kérdésre, hogy az adatfelvételt megelőző három évben személyesen nyújtott-e pénzügyi forrásokat valamely más személy által indított új üzleti vállalkozás részére. Mindez azt jelenti, hogy az informális tőkebefektetési ráta átlagosan 1,6%-ot tett ki a vizsgált időintervallumban, a legmagasabb értéket 2001-ben (2,2%), a legalacsonyabbat 2006-ban (0,8%) érte el.

Az első tíz hipotézis vizsgálatára bináris logisztikus regresszióanalízist alkalmazok. A mintát súlyozva veszem figyelembe, a számításokat pedig ENTER módszerrel végzem el, amely valamennyi független változót egyszerre építi be a modellbe. A 11. hipotézis helytállóságát első lépésben multinominális logisztikus regresszió, majd kétmintás (Student) t-próba segítségével döntöm el. A logisztikus regresszió nem törődik a változók eloszlásával és nem kívánja meg a homoszkedaszticitás<sup>67</sup> teljesülését sem, a multinominális logisztikus regresszió pedig lehetővé teszi a bináris, kategóriális és folytonos (független) változók egyszerre való kezelését (Székelyi és Barna 2005). A bináris logisztikus regressziószámítás során használt függő változót itt kategóriálisra cserélem, ahol a referenciakategória a „nem befektető” lesz. A változó másik két értékének (családi és nem családi befektető) paramétereit a modell külön-külön becsüli a maximum likelihood módszer segítségével (Szerb és Rappai 2005). Ezután a kétmintás t-próba segít eldönteni, hogy a kapott regressziós együtthatók egymástól szignifikánsan különböznek-e. A teszt során 5%-os szignifikanciaszintet határoztam meg, és az ehhez és a megfelelő szabadságfokhoz tartozó kritikus értéket pedig Hunyadi és szerzőtársai (1997) által összeállított táblázatból kerestem ki. A 12. hipotézis tesztelése K-közép klaszterelemzés segítségével történik. Ennek során a heterogén sokaságon belül olyan csoportokat keresek, amelyek bizonyos ismérvek alapján homogének. A program egy iterálási folyamat során újra és újra klaszterközéppontokat keres egészen addig, amíg ki nem alakul a stabil klaszterstruktúra (Székelyi és Barna 2005).

---

<sup>66</sup> A hazai GEM kutatásnak a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kara ad otthont, a kutatócsoportot Dr. Szerb László vezeti.

<sup>67</sup> A (lineáris) regressziós modellekben a hibátag varianciáinak állandóságára tett feltételt homoszkedaszticitási feltételnek nevezzük (Hunyadi és szerzőtársai 1997).

A bináris logisztikus regresszióelemzés során a függő változó az informális tőkebefektető (busang). Értéke 1, ha a válaszadó az elmúlt három évben személyesen nyújtott pénzügyi forrásokat egy más által indított új (42 hónapnál nem régebbi) vállalkozásnak (tőzsdei részvények és befektetési alapok jegyeinek vásárlása kizárva), egyéb esetben pedig 0. A multinominális logisztikus regresszióanalízis esetén a függő változó (informal) kategoriális lett. 0 értéket vesz fel, ha a válaszadó az elmúlt három évben nem nyújtott személyesen pénzügyi forrásokat egy más által indított új vállalkozásnak (ugyanúgy, mint az előző esetben), 1 az értéke, ha az illető egy közeli családtag vagy rokon új cégének nyújtott anyagi forrásokat és 2 az értéke, ha a felmérésben résztvevő személy egy nem rokonok által tulajdonolt új vállalatba fektetett be. Tehát az informális tőkebefektető kategória lett két részve osztva aszerint, hogy a válaszadó családtagok, rokonok vagy nem rokonok cégébe helyezte-e ki pénzt.

A független változók közül öt demográfiai jellegű ismérv, öt pedig a vállalkozói magatartással, attitűdökkel kapcsolatos jellemzőket méri:

- A „nem” (gender) bináris változó, értéke 1, ha a válaszadó férfi, 0, ha nő<sup>68</sup>.
- A „kor” mérése két változó alkalmazásával történt. Az egyik kategoriális változó (age3c), amely 3 csoportba sorolta a minta egyedeit: a 18 és 39 év közöttiek 1-es, a 40 és 55 év közöttiek 2-es, az 56 és 64 év közöttiek 3-as értéket kaptak. A másik alkalmazott változó (age2c) bináris, értéke 1, ha a válaszadó középkorú (40 és 55 év közötti), egyéb esetben 0.
- Az „iskolai végzettség” (jointedu) változó értéke 1, ha a felnőtt magánszemély felsőfokú végzettségű, azaz egyetemet vagy főiskolát végzett, minden egyéb esetben 0.
- A lakóhely szerepét egy bináris változó (huregion2c) segítségével vizsgálom, amely értéke Közép-magyarországi lakhely esetén 1, egyébként 0.
- A foglalkoztatás státuszát tekintve egy bináris változót (jointoccu) alkalmazok, ahol 1 = a válaszadónak teljes munkaidős állása van, 2 = a válaszadó részmunkaidőben dolgozik vagy valamilyen okból kifolyólag nincs állása (tanuló, nyugdíjas stb.).
- A „vállalkozásindításhoz szükséges készségek, tudás” bináris változó (suskill) értéke 1, ha az egyén úgy gondolja magáról, hogy rendelkezik az ilyen típusú tapasztalatokkal, ismeretekkel.

---

<sup>68</sup> A klaszterelemzés során még az eredeti kódolást használtuk, ahol 1=férfi, 2=nő.



- A **vállalkozó ismeretére** vonatkozó változó (knowent) értéke 1, ha a válaszadó személyesen ismer valakit a környezetében, aki a felmérést megelőző két évben vállalkozást indított.
- A **„tulajdonos vállalatvezető”** változó (ownmge) 1-es értéket vesz fel, ha az adott személy a válaszadás időpontjában egyedül vagy másokkal együtt a tulajdonosa egy cégnek, melynek vezetésébe is besegít.
- A **„kudarctól való félelem”** szintén bináris változó (fearfail). Értéke abban az esetben 1, ha a válaszadó úgy nyilatkozik, hogy a bukástól való félelem miatt nem indít vállalkozást.
- Az **„üzleti lehetőségek”** változó (oport) szintén két értéket vehet fel. Ha a felmérésben résztvevő arra számít, hogy az elkövetkező 6 hónapban egy vállalkozás beindításához szükséges jó lehetőségek lesznek a lakókörnyezetében, akkor a változó értéke 1, ellenkező esetben 0.
- Ezek mellett a **„családi befektető”** (faminv) független változó azt mutatja, hogy az informális befektető valamely családtag vagy rokon cégének nyújtott anyagi forrásokat (értéke 1), vagy mások által (barát, szomszéd, kolléga, idegen) tulajdonolt vállalatnak (értéke 0).

### *3.2.4. Az informális tőkebefektetők demográfiai jellemzői*

A befektetésre vállalkozó magánszemélyek **alig több mint fele férfi**, ami a szakirodalom ismeretének tükrében meglepetést okozott számunkra (11. táblázat). Átlag **40 év körüliek**, negyedük felsőfokú végzettségű és 50%-uk jövedelmüket a legfelső harmadba sorolta. **60%-uk Pest megyei lakos**. A vállalkozói jellemzőket vizsgálva szembeötlő, hogy **mindössze negyedrészüik vállalkozó**, ami az üzleti angyal kutatások eredményeihez képest szerénynek mondható. A tipikus befektető személyesen is ismer más vállalkozót a környezetében, rendelkezik vállalkozásindítási képességekkel és tapasztalatokkal, valamint közel fele jó üzleti lehetőségeket is felismert lakókörnyezetében. 149 válaszadó alapján a finanszírozási tranzakciók mérete **30 ezer és 10 millió Ft között mozgott**, átlagosan 930 ezer Ft körül alakult.

11. táblázat: A hazai informális tőkebefektetők leíró statisztikája

	<i>Nem családi befektető</i>	<i>Családi befektető</i>	<i>Érvényes mintaszám (db)</i>	<i>Összes informális tőkebefektető</i>	<i>Érvényes mintaszám (db)</i>
Férfi	67,7%	49,5%	171	57,0%	193
Kora (év, átlag)	40,27	42,99	171	41,6	193
Felsőfokú végzettségű	25,8%	22,0%	171	23,3%	193
Háztartás jövedelme a legmagasabb harmadban van	36,8%	56,0%	129	49,7%	143
Közép-Magyarországon él	60,0%	69,8%	131	60,0%	150
Tulajdonos vállalatvezető	32,8%	25,3%	141	25,4%	193
A kudarctól való félelem gátolja a vállalkozásindításban	25,0%	30,1%	159	25,3%	158
Az elmúlt 12 hónapban abbahagyta a vállalkozást	9,5%	4,8%	126	5,6%	143
Személyesen ismer vállalkozót	83,9%	81,5%	170	80,5%	190
Rendelkezik a vállalkozás indításához szükséges képességekkel, tudással	78,9%	54,3%	162	63,5%	181
Az elkövetkező három évben vállalkozás indítását tervezi	32,5%	11,3%	120	18,4%	136
Kedvező üzleti lehetőségeket észlel	37,0%	45,7%	146	42,6%	162
Nem kéri vissza a tőkét	9,1%	10,5%	79	10,0%	80
1 millió Ft-nál többet fektetett be	31,4%	20,8%	147	24,2%	149

Az informális tőkebefektetők 64%-a családi kötődésű cégekbe fektet, őket **családi befektetőknek** neveztem el. Ebben a csoportban a nem családi befektetőkhez viszonyítva kevesebb a férfi, jövedelmi helyzetük kedvezőbb, valamint nagyobb mértékben élnek Közép-Magyarországon. További különbség, hogy kisebb arányban rendelkeznek vállalkozói készségekkel, tulajdonolnak céget és vállalkozás indítását is kevesebben tervezik, azonban nagyobb hányaduk észlel kedvező üzleti lehetőségeket a környezetében, mint a nem családi befektetők. Meglepő, hogy a rokoni tulajdonú vállalatokat forrásokkal ellátó magánszemélyek közel ugyanakkora része nem kéri vissza a kihelyezett tőkét, mint a másik kategóriába tartozó befektetők.



### 3.2.5. Az informális tőkebefektetővé válást meghatározó tényezők és a befektetők alcsoportjai

Az elemzés során vizsgált, az informális tőkebefektetővé válást befolyásoló tényezőket korábban két csoportra osztottam. A **demográfiai változók** közül rögtön észrevehető, hogy a kor és a végzettség nem szignifikánsan hat az informális tőkebefektetővé válásra. A felsőfokú végzettség esetén a kapcsolat iránya sem felel meg a hipotézisben megfogalmazottaknak. A nem esetében a megbízhatóság éppen átlépi a 90%-os határt, így nem tekinthető szignifikánsnak, emellett magyarázóereje sem túl meggyőző: egy férfi esetében 1,2-szer nagyobb az esélye annak, hogy informális befektetővé váljon, mint egy nő esetében. Az **1., 2. és 3. hipotézisünket tehát nem támogatta a modell**. A többi változó kontroll alatt tartásával kijelenthető, hogy a **teljes munkaidőben történő foglalkoztatottság** esetén **2,3-szeresére, közép-magyarországi lakóhely esetén 3,8-szeresére nő annak az esélye<sup>69</sup>**, hogy valaki informális tőkebefektetésre vállalkozzon. A **4. és 5. hipotézisünket tehát elfogadjuk**. A (bináris) logisztikus regresszióanalízis eredményét a **12. táblázat** foglalja össze.

A **vállalkozói magatartási tényezők** közül és a teljes modell esetében is **messze kiemelkedik a vállalkozó személyes ismeretének szerepe**: azok, akik saját maguk ismernek egy vállalkozót a környezetükben, több mint 6,5-szer nagyobb eséllyel hajtanak végre ilyen típusú befektetéseket. A kudarcból való félelem, azaz a kockázatkerülő viselkedés esetén a modell az előre prognosztizáltak megfelelően negatívan hatott a függő változóra, azonban e hatás nem szignifikáns. Ennek megfelelően a **7. hipotézisünket elfogadhatjuk**, míg a **9-est el kell utasítanunk**. A további három vállalkozási karakterisztika is megnyugtató szignifikanciaszint mellett „dolgozik” a modellben, közülük az üzleti lehetőségek felismerése inspirálja a legnagyobb mértékben arra az egyéneket, hogy informális tőkebefektetővé váljanak. A **6., 8. és 10. hipotézisünket így szintén igazolta a modell**. A Nagelkerke-féle  $R^2$  mutató azt jelzi, hogy a modell magyarázóereje nagyjából 22%-os (12. táblázat).

Az informális tőkebefektetők két csoportjának, a **családi és nem családi befektetőknek** az elemzések során szintén a fent bemutatott tíz tényező (független változó) hatását vizsgáltuk (13. táblázat). A **családi cégekbe investálók** esetén a nem inszignifikáns, a kor és a végzettség viszont statisztikailag szignifikáns determinánssá lépett elő, hatásuk azonban meglehetősen gyenge, és a végzettséghez tartozó koefficiens előjele is ellentétes a várható képpel. Minden más tényező változatlansága mellett a **teljes munkaidőben történő foglalkoztatottság** 4,7-szeresére, a **Budapest környéki lakóhely** pedig 3,8-szeresére növeli

<sup>69</sup> Az esély szó itt és az esélyhányados esetén is valószínűséget jelent.

annak esélyét, hogy valaki családtagok, rokonok által tulajdonolt cégbe fektessen kockázati tőke jellegű pénzeszközöket. A modell családi befektetőkre vonatkozó részében toronymagasan kiemelkedik a vállalkozó személyes ismeretének magyarázóereje, a bináris regressziónál tapasztalt szintén óriási értékhez képest itt az esélyhányados értéke mintegy kétszeresére nőtt. A cégtulajdonosi státusz kismértékben pozitívan, de érdekes módon már nem szignifikánsan inspirálja az egyéneket családtagok cégeibe való investálásra.

12. táblázat: Az informális tőkebefektetővé válást meghatározó tényezők Magyarországon

	<i>Regressziós együttható (B)</i>	<i>Standard hiba<sup>70</sup></i>	<i>Wald statisztika</i>	<i>Szignifikancia szintje</i>	<i>Esélyhányados [Exp(B)]</i>
Nem	,205	,128	2,587	,108	1,228
Középkorú	,047	,125	,140	,708	1,048
Végzettség	-,134	,158	,716	,397	,875
Alkalmazott	,863	,166	27,180	,000	2,371
Közép- magyarországi	1,328	,127	108,698	,000	3,775
Vállalkozás- indításhoz készségek	,594	,153	14,998	,000	1,811
Ismer vállalkozót	1,887	,165	130,884	,000	6,599
Tulajdonos cégvezető	,475	,138	11,758	,001	1,607
Fél a kudarctól	-,084	,156	,291	,590	,919
Üzleti lehetőségek	1,184	,129	84,153	,000	3,267
Konstans	-7,003	,222	993,931	,000	,001
-2Log likelihood (model)			2505,05		
Nagelkerke-féle R négyzet			,219		

*Megjegyzés:* félkövér betűvel a 10%-os határon belüli szignifikancia értékek és a hozzájuk tartozó esélyhányadosok.

A nem családi befektető kategóriában a közép-magyarországi lakóhely és a vállalkozó személyes ismeretén kívül a vállalkozásindításhoz elengedhetetlen tapasztalatok, készségek megléte befolyásolta pozitívan a befektetés valószínűségét. Ebben a kategóriában másfélszer nagyobb az esélye annak, hogy a befektetők férfiak. Meglepő módon a jó üzleti lehetőségek azonosítása a nem családi befektetők esetén jóval kevésbé magyarázza az informális tőkebefektetési hajlandóságot, mint a nem családi befektetők esetén. Ez cáfolhatja

<sup>70</sup> Az adatok értékének standard hibája megmutatja, hogy az adatokból nyert átlag mennyire pontosan becsli a „valódi átlagot”. A standard hiba jellemzően megegyezik a szórás / adatpontok számának négyzetgyökével.



azt a képet, hogy a családi befektetők csakis szívességből, a rokoni kapcsolatok vagy azok esetleges „kényszere” miatt nyújtanának forrásokat új vállalkozásoknak. Az „idegen” cégekbe fektető informális tőkebefektetőkről elmondható, hogy nagyobb valószínűséggel **van jelenleg is vállalkozásuk** és nagyobb tapasztalatuk, tudásuk halmozódott fel e téren, mint a családi befektetőknek.

A bináris logisztikus regresszió eredményeihez hasonlóan a kudarctól való félelem nem lett szignifiáns faktor egyik csoportban sem. Az egyes demográfiai tényezők szerepe nem ilyen egyértelmű, **a három befektetői kategóriában** váltakozva váltak statisztikailag értékelhető determinánsokká: az „erősebbik” nembe való tartozás másfélszeresére növeli a befektetési hajlandóságot nem családi cégekbe, a 40-55 év közötti kor pedig közel hasonló mértékben erősíti a családi vállalkozások pénzelésének esélyét. Megmaradt viszont a **Közép-magyarországi régióba való tartozás** esélyhányadosának 4 körüli értéke mindegyik befektetői kategória esetén, amely jelzi, hogy a Budapest-centrikusság ebben a dimenzióban is tetten érhető. Ehhez hasonlóan a **vállalkozó személyes ismerete** is minden kategóriában kiemelkedő fontosságú (első vagy második legmagasabb értéket képviselő) tényezőnek bizonyult.

A t-próba elvégzése után<sup>71</sup> 95%-os biztonsággal elmondhatjuk, hogy **az egyes független változók magyarázóereje a családi és nem családi befektetések esetén szignifikánsan különbözik egymástól**, mivel a kapott értékek abszolútértéke minden esetben meghaladja a 170-es szabadságfokhoz és 5%-os szignifikanciaszinthez tartozó kritikus t-értéket (1,96). A 11. hipotézis a, c és d részét elfogadtam, a b-t pedig a végzettség változó nem családi befektetők esetén fennálló inszignifikanciája miatt elvettem.

A heterogén befektetői közösségen belül viszonylag „egyszínű” alcsoportokat kerestem, részben demográfiai, részben vállalkozói attitűdök alapján. A 12. hipotézis miatt alapvető fontosságú volt, hogy a régiós változót is klaszterképző változóként kerüljön beépítésre az elemzés során. Több futtatás után végül a **befektetőket négy csoportba soroltam be**, az eredményt a 14. táblázat mutatja.

---

<sup>71</sup> A kétmintás t-próba során alkalmazott képlet: 
$$t = \frac{\bar{x} - \bar{y}}{\sqrt{(n-1)s_x^2 + (m-1)s_y^2}} \cdot \sqrt{\frac{nm(n+m-2)}{n+m}}$$
, ahol n=110 és m=62.

13. táblázat: A családi és nem családi kötődésű cégekbe történő befektetési hajlandóságot meghatározó tényezők és a közöttük lévő különbségek

	Családi befektető				Nem családi befektető				t-próba értéke	Különbség
	Regressziós együttható (B)	Standard hiba	Szig. szintje	Esélyhányados [Exp(B)]	Regressziós együttható (B)	Standard hiba	Szig. szintje	Esélyhányados [Exp(B)]		
Nem	-,022	,167	,895	,978	,413	,209	,049	1,511	-14,949	+
Középkorú	,309	,161	,055	1,361	-,275	,214	,200	,760	20,183	+
Végzettség	-,506	,231	,028	,603	,353	,225	,117	1,424	-23,647	+
Alkalmazott	1,547	,274	,000	4,697	,079	,231	,733	1,082	35,610	+
Közép-magyarországi	1,325	,169	,000	3,763	1,562	,200	,000	4,770	-8,269	+
Vállalkozás-indításhoz készségek	,414	,201	,039	1,513	1,134	,272	,000	3,107	-19,809	+
Ismer vállalkozót	2,567	,276	,000	13,023	1,419	,238	,000	4,133	27,454	+
Tulajdonos cégvezető	,237	,187	,204	1,268	,792	,215	,000	2,208	-17,697	+
Fél a kudarctól	-,189	,210	,368	,827	,250	,234	,285	1,285	-12,632	+
Üzleti lehetőségek	1,424	,164	,000	4,152	,559	,234	,017	1,750	28,279	+

Megjegyzés: félkövér betűvel a 10%-os határon belüli szignifikancia értékek és a hozzájuk tartozó esélyhányadosok. A kétmintás t-próba esetén a kritikus érték 5%-os szignifikanciaszint és 170-es szabadságfok mellett 1,96.



A program a hiányzó adatok miatt 131 egyedet tudott kategóriákba sorolni, a kapott csoportok egyedszámainak eloszlása viszonylag egyenletesnek mondható. A **hat változó** közül mindegyik **szignifikánsan hatott a klaszterképzésre**, így a korábban marginális szerepű demográfiai ismérvek is. Az ötödik oszlopban szereplő F értékek azt jelzik, hogy melyek a legerősebb klaszterképző változók, ez alapján a három kategóriába sorolt kor és a két kategóriára osztott **regionális elhelyezkedés lett a legfontosabb „szereplő”**. Emiatt és a két 100%-ban közép-magyarországi lakosokból álló klaszter miatt a 12. hipotézist elfogadjuk.

14. táblázat: A hazai informális tőkebefektetők négy lehetséges „klasztere”

	1	2	3	4		
	<i>Közép- magyarországi férfi</i>	<i>Vidéki vállalkozó</i>	<i>Idős női családi befektető</i>	<i>Fiatal vidéki befektető</i>	<i>F</i>	<i>Szig. szintje</i>
Nem	1,17	1,44	1,75	1,55	10,426	,000
Kor (3 kategória)	1,23	2,44	2,50	1,00	100,948	,000
Felsőfokú végzettségű	,06	,06	,36	,23	5,548	,001
Közép- magyarországi	1,00	,21	1,00	,23	88,953	,000
Családi befektető	,66	,56	,93	,45	5,314	,002
Tulajdonos vállalatvezető	,26	,32	,00	,14	4,177	,007
Egyedszám (N=131)	47	34	28	22	-	-

Az **első klaszterbe** (közép-magyarországi férfi) tartozó befektetők nagy többséggel férfiak, a legalsó korkategóriába tartoznak és közép- vagy alsófokú végzettségűek. Mindannyian Budapesten vagy annak térségében laknak, negyedüknek jelenleg is van vállalkozása. A klaszterek interpretálása során a **második csoport** a „**vidéki vállalkozók**” elnevezést kapta. Közülük laknak a legtöbben Közép-Magyarországon kívül, és többségük néhány évvel a nyugdíjkorhatár előtt áll. E befektetők az átlagosnál alacsonyabb iskolázottságúak, és közel azonos arányban fektetnek családi és nem családi kötődésű cégekbe. A **leghomogénebb csoport** a **harmadik** lett, amely az interpretálás során az „**idős női családi befektető**” nevet kapta. Az ide tartozó befektetők szinte kizárólag családi cégekbe fektetnek, közép-magyarországiak, 60 év körüliek és hölgyek. Végzettségüket tekintve a leginkább képzettek, az összes befektető 23%-ának van diplomája, míg ebben a klaszterben az arány 36%. A 22 „**fiatal vidéki befektető**” csoportja kizárólag a legalsó korkategóriába (18-

39 év) tartozó személyekből áll. 23%-uk felsőfokú végzettségű és közép-magyarországi lakos, a klasztert fele-fele arányban alkotják férfiak és nők.

### 3.2.5. A felmérés és az elemzés gyenge pontjai

Minden kérdőíves felmérés esetében felmerül az a dilemma, hogy a válaszadók a valós helyzetüket milyen mértékben festették le, mennyire a saját véleményüknek adtak hangot. Az informális tőkebefektetés általában **bizalmas, „kényes”** téma, így az eltitkolt, letagadott adatok éreztethetik hatásukat a felmérésben. A hipotézisalkotás során a meglévő adatbázishoz kellett alkalmazkodnom, így több fontos tényezőt nem sikerült a statisztikai elemzésekbe beépítenem, mint pl. a befektető jövedelme, közreműködése a vállalkozásban, a befektetés összege, az elért hozamok stb.

Számos nehézséget okozott, hogy **több év adatbázisaiból** kellett egy **egységes mintát** összeállítani. Az évek során az egyes kérdésekre (jövedelem, végzettség, lakóhely) adható válaszkategóriák módosultak, így esetükben egy közös kategorizálást kellett kialakítani. Emellett 2005-ben a mintavételezési eljárás finomodott, 2006-ban megváltozott a felmérés módszertana, a lekérdezés azóta személyes megkeresés helyett telefonon keresztül történik.

Két változó esetében (fearfail, opport) kiemelkedően sok **bizonytalan** (nem tudja, nem válaszol) **válasz** született, amelyek nagyban csökkentették az elemzésbe bevonható minta nagyságát. Ezekben az esetekben azt valószínűsítettük, hogy a bizonytalan válasz „nem” választ takar, azaz 0 értékeket kölcsönöztem nekik.

### 3.3. Következtetések

Az üzleti angyalok néhány százaz, legfeljebb egy-két ezres csoportja és az informális tőkebefektetők százezer körülire tehető tábora alkotja a hazai nem intézményi kockázatitőke-piac kínálati oldalát. Az üzleti angyalok professzionális befektetők, nagyobb tőkeerővel és biztosabb szakmai képességekkel, azonban a kisvállalkozások egy rendkívül kis hányadát érik csak el. Ezzel szemben az informális tőkebefektetők egy heterogén és széles finanszírozói közösség, amely az új vállalkozások életében szignifikáns szerepet tölt be. A két kategória között természetesen van átfedés és keveredés, azonban az biztosan kijelenthető, hogy nemzetközi viszonylatban a teljes informális tőkepiaci szegmens rendkívül fejletlen. Ezt támasztja alá az 1,6%-os informális tőkebefektetői hányados és az 1 millió Ft-os átlagos befektetési nagyság.



Az **informális befektetővé válást meghatározó tényezők** közül a **vállalkozói magatartást, attitűdöket közvetítő faktorok a legfontosabbak**. A demográfiai determinánsok háttérbe szorultak, közülük a lakóhely és az alkalmazotti státusz bizonyult szignifikáns és erős magyarázó tényezőnek. Mindezek nagyrészt összhangban vannak a korábbi hasonló, a GEM adatbázis informális tőkebefektetői részét feldolgozó kutatások tapasztalataival. A finn (Maula és szerzőtársai 2006), a szingapúri (Wong és Ho 2005) és a közép-európai (Makra és szerzőtársai 2005) elemzésekben egyaránt a vállalkozó személyes ismerete volt a kulcstényező az informális befektetések magyarázatában. Az induló vállalkozó pozitív attitűdöket közvetíthet a vállalkozásokról, tapasztalatokkal, sikeres példákkal szolgálhat a magánszemély számára, a kialakult kedvező kép pedig segít mentálisan is lebontani a befektetés útjában álló korlátokat és kedvet adhat a kisvállalati befektetésekhez. Emellett a vállalkozó személyes ismerete egyben azt is jelenti, hogy az illető hozzáfér bizonyos számú befektetési lehetőséghez.

A korábbi **vállalkozói tapasztalatok és a vállalkozásindítási készségek szintén jelentős szerepet kaptak** a külföldi és a hazai modellekben egyaránt. Ez arra utal, hogy minden országban a vállalkozói hajlandóság, a vállalkozói szellem, az üzleti ismeretek, tapasztalatok megléte – azaz hogy mennyire mondható vállalkozóinak egy nemzet – döntő mértékben ösztönzi vagy gátolja az informális tőkebefektetéseket. Ez egyben veszélyforrást is jelent: **az alacsonyabb fejlettségű vállalkozói kultúra alacsonyabb szintű informális tőkebefektetésekhez vezethet**, és mindez fordítva is igaz (Wong és Ho 2005). A hazai gazdaságpolitikusok számára mindez egy újabb intő jel lehet: a vállalkozói kultúra alacsony színvonala az ország gazdasági teljesítőképességét több szempontból is hátrányosan – akár öngerjesztő folyamatokat indukálva – befolyásolja.

Magyarországon az üzleti lehetőségek észlelésének képessége után két demográfiai faktor, az alkalmazotti státusz és a lakóhely elhelyezkedésének magyarázóereje emelkedik ki az informális befektetővé válás során. Az állandó jövedelmet jelentő **teljes munkaidős állás csak a magyar elemzésben bizonyult döntő fontosságúnak**, amely azt mutatja, hogy Magyarországon a stabil kereset, a biztos havi bevétel kiemelkedően kihat az informális befektetési döntésekre, míg más országokban ez a tényező kissé háttérbe szorul. További ok lehet, hogy a finn, szingapúri nyugdíjasok, egyetemisták, részmunkaidőben dolgozó nők (azaz a nem teljes munkaidős alkalmazottak) is rendelkeznek a tőkekihelyezéshez szükséges

forrásokkal, míg a magyarok nem vagy kevésbé<sup>72</sup>. A központi régióba tartozás fontossága nemcsak a hazai egyoldalú gazdasági térszerkezet egy újabb oldalát világítja meg, hanem arra a veszélyre is felhívja a figyelmet, hogy a periféari régiók informális kockázati tőkével való ellátottsága is korlátozott lehet.

A nemzetközi összehasonlítások során felmerülhat a kérdés, hogy van-e az itthoni informális tőkebefektetőknek egyedi jellemzője, sajátossága? Nemzeti „karakter” lehet az ügyletek alacsony átlagos mérete és a teljes felnőtt lakossághoz viszonyítva kevésnek mondható informális tőkebefektető „együttállása”. A szingapúri és a finn felméréshez képest szembetűnő, hogy egyes vállalkozói attitűdök sokkal inkább meghatározták a hazai befektetővé válást, mint az említett két országban. Ez azt jelenti, hogy egy magyar felnőtt esetében egy vállalkozó személyes ismerete vagy jó üzleti lehetőségek felismerése jobban növeli az informális befektetés létrejöttének valószínűségét, mint Finnországban vagy Szingapúrban.

A befektetők két csoportra való felosztásakor arra számítottam, hogy a nem családi befektetők tudatosabban, többnyire a gazdasági racionalitás mentén végzik tevékenységüket, a vállalkozói attitűdökkel jobban jellemezhetőek és az üzleti anyagok karakterei jobban illenek rájuk. Továbbá azt vártam, hogy a családi befektetőknél érvényesül a „szeretetpénz” jelensége, az altruista és kevésbé professzionális befektetői magatartás. Az eredmények világosan megmutatták, hogy a két kategória egymástól világosan elkülöníthető, azonban a kapott kép árnyaltabb a vártnál. A nem családi befektetők nagyobb arányban férfiak, felsőfokú végzettségűek, többen rendelkeznek vállalkozói készségekkel és múlttal, mint a családi investorok, és nagyobb arányban fektetnek be 1 millió Ft-nál magasabb összeget. Azonban a két csoportban ugyanakkora hányad nem kéri vissza a befektetett tőkét a vállalkozótól, tehát a „szeretetpénz” mindkét klaszterben kimutatható. Emellett a családi befektetők magasabb jövedelemmel rendelkeznek és több üzleti lehetőséget észlelnek a régiójukban.

---

<sup>72</sup> A nagyszámú hiányzó érték miatt a magyar elemzésből kimaradt a háztartások jövedelmének hatásvizsgálata a befektetővé válásra.



## IV. Állami szerepvállalás és informális kockázati tőke

Az állam kiemelkedő szerepe a piaci versenyt és a nemzetgazdaság működését meghatározó szabályok kialakításában vitathatatlan. Az intézményi, majd a fejezet további részeiben tárgyalt nem intézményi kockázati tőke esetében is az elsődleges kormányzati feladat olyan keretfeltételek, **adminisztratív szabályok** kidolgozása, amelyek lehetővé teszik a piaci szereplők (intézményi és magánbefektetők, vállalkozások, közvetítő szervezetek) hatékony, akadályok nélküli működését. Minden további, a piaci fejlődést felgyorsítani szándékozó állami intézkedés előfeltétele, hogy a jogszabályi környezet ne gátolja, hanem ösztönözze a befektetők és a cégek létrejöttét, munkáját, élénk működését.

### 4.1. Állami szerepvállalás az intézményi kockázati tőke-piacon

Helyettesítheti-e az állam a magántőke-befektetőket, teszi fel a nagyon találó kérdést Karsai (2004a) az intézményesült piaci szegmens működését vizsgáló műhelytanulmányában. Véleményem szerint a válasz nem, vagy csak nagyon speciális körülmények esetén.<sup>73</sup> A helyettesítés helyett a kulcsszó a kiegészítés mind regionális, illetve nemzeti, mind pedig közösségi (EU-s) szinten egyaránt: a kormányzatok feladata olyan piaci szegmensekben átvenni a kezdeményezést, ösztönözni a különböző érdekeltségű szereplőket, ahol a piaci mechanizmusok önmagukban nem működnek megfelelően. Az **ösztönző és piacfejlesztő jellegű, „időben” kivonuló állami beavatkozás** ideális terepe e cégek finanszírozásának támogatása lehet.

A korai fázisú intézményi kockázati tőke-befektetéseket ösztönző állami beavatkozásoknak két fő formája különböztethető meg. A **közvetlen beavatkozás** lényege, hogy az állam saját maga fektet be kockázati tőkét a támogatni kívánt induló vállalkozásokba, azaz – speciális alapok vagy tőketársaságok létrehozásával - **maga is kockázati tőke-befektetővé válik**. Ez a fajta állami magatartás azokban a térségekben lehet sikeres, ahol a korai szakaszba irányuló kockázati tőke piaca teljesen hiányzik vagy még „gyermekcipőben” jár, így nincs mód más, piacokonformabb eszközök alkalmazására. A direkt kormányzati

---

<sup>73</sup> Ilyen eset, amikor a kockázati tőke piacát a „semmitől” kell „megteremteni”, azaz amikor a befektetők egyáltalán nem érdeklődnek az adott térség cégei iránt. Ilyenkor a kormányzat úttörő és útmutató jellegű tevékenysége segítheti a piac kifejlődését, de e szerepe csak a magánbefektetők megjelenéséig tartható fenn.

részvétellel szemben leggyakrabban említett kifogás szerint, a kedvező feltételek mellett nyújtott kockázati tőke piaci torzulást okozhat azáltal, hogy az innovatív cégek az állami alapok ügyfelévé válnak, „elhalászva” a legjobb lehetőségeket a magán kockázati tőkések orra elől (Harrison és Mason 2000b, Karsai 2004a, Maula és Murray 2003). E **kiszorító hatást** úgy is értékelhetjük, hogy a kormányzati szervezetek az „olcsóbb” magvető- vagy indulótőke biztosításával hosszabb távon elnyomják az esetleges piaci szereplőket és megakadályozzák a piac ki- vagy továbbfejlődését (Karsai 2002). A magvetés fázisában járó befektetési célpontok azonosítása, értékelése, szakmai szempontok szerinti (és nem politikai nyomásra történő) kiválasztása és maga a befektetés olyan komplex tudást igénylő feladatok, amelyek elvégzésére az állami tulajdonú befektetők gyakran nincsenek felkészülve (Karsai 2004), és amelyek így akár **célcsoport-tévesztést, illetve gyors tőkevesztést vagy állandó donorfüggőséget** is eredményezhetnek.

A **közvetett (indirekt) megközelítés** legfőbb ismérve, hogy a kormányzat a piaci szereplők ösztönzésével, közvetítésével kívánja felszámolni a piac tökéletlen működését. Olyan eszközök tartoznak ebbe a csoportba, melyek csökkentik a befektetők kockázatát, a szervezetek alapítási, illetve működési költségeit vagy pénzügyi szempontból növelik a befektetések vonzerejét (Harrison és Mason 2000b).

A kis tőkeerejű, specializált alapok egyik problémáját (a méretgazdaságosság hiányát) orvosolja az a fajta állami közreműködés, amikor a **kormányzat** már működő vagy újonnan létrejövő **alapokba fektet be**, ezzel növelve a fiatal vállalkozások részére juttatható tőke mennyiségét. A feltőkésítés különböző arányban, az 50-os állami aránytól egészen 70%-ig történhet (Murray 1999, Maula és Murray 2003). A lebonyolítás gyakran az ún. „**alapok alapja**” konstrukció alkalmazásával zajlik le, amikor a kormányzat által létrehozott tőkealap – mint passzív befektető<sup>74</sup> – allokálja a rendelkezésére álló forrásokat az adott program kritériumainak megfelelő kockázati tőke-befektetők részére. A beavatkozás eredményeként olyan alapok is létrejöhetnek, amelyek egyébként nem lettek volna képesek elegendő nagyságú tőke kumulálására. A feltőkésítés révén a nagyobb méret növeli a szervezet gazdaságos működtetésének lehetőségét, és tágabb mozgásteret enged a lépcsőzetes vagy további körös (follow-on) finanszírozásra is.

Ugyancsak a tőke kínálatának piacbarát növelését jelenti, amikor egy kormányzati alap **társbefektetőként** csatlakozik egy-egy **magán alap által lebonyolított tranzakcióhoz**.

---

<sup>74</sup> A kormányzat a befektetési döntéseket az általa támogatott piaci szereplőre bízta, amely ehhez vélhetőleg jobban is ért.



Ebben az esetben azonban a kormányzati szerv minden egyes befektetés előtt mérlegel és csak pozitív döntés után bocsátja rendelkezésre az igényelt tőkét, ezért véleményem szerint sérülhet a magánbefektető döntési szabadsága.

Gyakori, hogy a kormányzat a társfinanszírozás mellett – részben vagy egészben – **lemond az általa nyújtott tőke hozamáról** a magántársaság javára, ezzel is vonzóbbá téve számukra a magvető- vagy induló szakaszba történő befektetéseket. E „**felfelé irányuló ösztönzés**” (upside leverage) növeli a sikeres befektetések pénzügyi hozadékát, amely azért is fontos egy magvetőtőke-alap számára, mivel gyakran kis számú befektetés produkálja a nyereség nagy részét (Murray 1999, Maula és Murray 2003). A kormányzati szereplő minél alacsonyabb szinten maximálja az általa elvárt megtérülést, annál nagyobb az ösztönzés hatása a piaci befektető számára. A piaci kockázati tőkések nyereségét az állam úgy is emelheti, ha a befektetéskor először a közpénz lehívására kerülhet sor, vagy ha a befektetett tőke visszafizetésénél az utolsó helyre az állami szerv kerül (Karsai 2004a).

A fiatal, technológiai cégekbe irányuló befektetések extra kockázatát csökkentik azok a kezdeményezések, amelyek a magvető- és indulótőke-alapok csődbe ment befektetéseire miatti **veszteségek egy részét megtérítik**. E garancia- és kezességvállalási rendszerek csökkentik az egyes ügyletek „bukásainak” költségeit, azaz „**lefelé irányuló védelmet**” (down-side protection) nyújtanak (Murray 1999, Maula és Murray 2003). A korai szakaszba irányuló befektetésekre specializálódott alapoknál a portfolióban lévő cégek jelentős hányada veszteséget termel, ami nagyban csökkenti a likviditást, a befektetési mozgásteret, valamint az intézményi befektetők hozamait. A veszteségek állam általi leírása megváltoztathatja az alapkezelők kockázatviselési hajlandóságát és befektetési magatartását: a fiatal, innovatív, magas kockázatú cégek felé irányíthatja a figyelmüket. E **programok veszélye** ugyanakkor, hogy a sikerre való ösztönzés helyett a kevésbé „ügyes” befektetők túlélését segíti elő, ugyanis megvédi őket a hibás döntések következményeitől (Karsai 2004a). További kockázatot jelent, hogy a garanciavállalás miatt a befektetők elveszíthetik korábbi óvatosságukat, lerövidítik a befektetési lehetőségek vizsgálatát, értékelését. A megbízó-ügynök viszonyrendszerben gondolkodva a kormányzat (megbízó) számára problémát (és anyagi terheket) jelenthet a fellépő erkölcsi kockázat: a befektető (ügynök) úgy hazardírozhat a kormányzat pénzével, hogy az számára csak alacsony költséggel jár (Maula és Murray 2003).

A klasszikus kockázattőke-befektetések indirekt támogatásának másik módja, amikor a közszféra az alapok létrehozását, **működését támogatja** valamilyen módon. Ez megvalósulhat az alapok működési költségeihez történő hozzájáruláson, az adminisztratív

terhek csökkentésén, vagy akár az alapok megszervezése költségeinek részbeni átvállalásán keresztül. Az állami támogatással a kisebb tőkeerőből fakadó méretgazdaságossági problémák kezelhetőbbé válnak, és az alapkezelők költségeinek részbeni átvállalásával sikerülhet kijutni a „22-es csapdájából”. A működési költségek leszorításával mérséklődhet az alapok gazdasági sebezhetősége és növekedhetnek az általuk elért hozamok.

Az állami szerepvállalás elemzésénél egyre több szerző említi a keresleti oldal hiányosságait és fejlesztésének fontosságát (Mason és Harrison 2004, Maula és Murray 2003, Harding 2002). A gyakorlatban a kockázati tőkések arról panaszkodnak, hogy „sokkal több a pénz, mint a fej, amibe fektetni lehet” (Murray 1999, 335. o.), azaz hogy nem a tőke kínálata elégtelen, hanem a vállalkozások minőségével, hozzáállásával van gond. Az egyre inkább előtérbe kerülő, a vállalkozások képzésével, a befektetés fogadására való felkészítéssel (investment readiness) foglalkozó programokat, melyek előkészítésében és lebonyolításában kulcsszerepet játszanak a tudományos parkok, inkubátorok, egyetemek, egyéb vállalkozásfejlesztési szervezetek és üzleti angyal hálózatok, a 4.3. fejezetben vizsgálom meg részletesen.

#### **4.2. Érvek és ellenérvek az informális kockázatitőke-befektetések állami ösztönzése kapcsán**

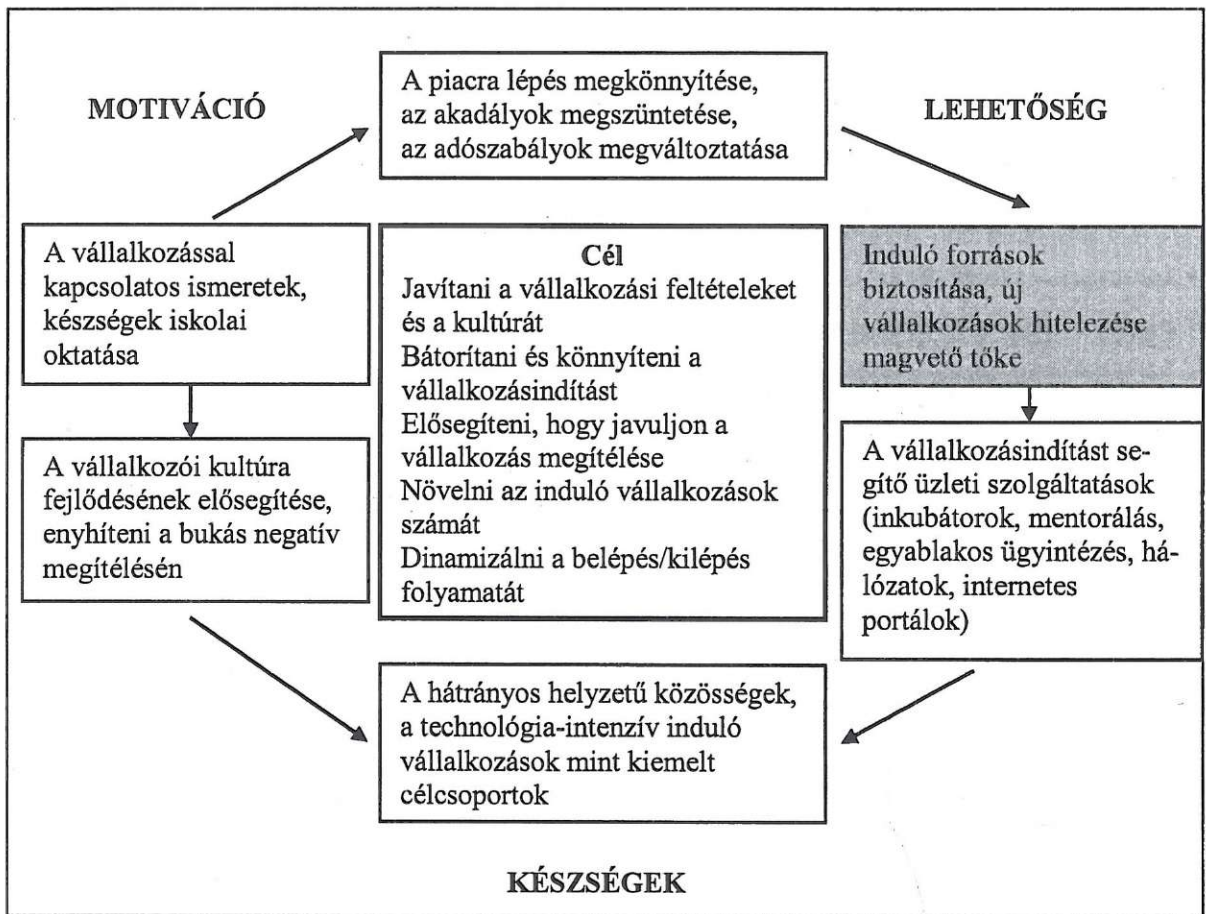
A világ talán összes fejlett országában közpénzekkel segítik a kisvállalkozások fejlődését, versenyképességük növekedését. A vállalkozásfejlesztési beavatkozások hátterében olyan politikai és gazdasági megfontolások húzódnak, mint a „vállalkozás-központú társadalom” megteremtése, a munkanélküliség csökkentése vagy a nemzetgazdaság versenyképességének növelése (Storey 2002). A programok szükségességéről és hatékonyságáról azonban már megoszlanak a vélemények (Norrman 2005, Storey 2002, Kállay 2002). A viták, a szembenálló érvek gyakran visszavezethetőek a (neo)klasszikus (liberális) és keynesista iskolák állami szerepvállalásról alkotott ellentétes felfogására. Előbbi szerint a piaci mechanizmusok önmaguk képesek megoldani a piaci tökéletlenségeket, és az államnak csak a piacgazdasági keretfeltételeket kell megteremtenie, míg utóbbi szerint ehhez a kormányzat hathatós segítségére van szükség.

Az informális kockázatitőke-befektetések ösztönzése a vállalkozásfejlesztés tágabb kontextusába illeszkedik eszközei és motivációi alapján. A beavatkozás akkor lehet sikeres, ha összhangban van az alkalmazott vállalkozásfejlesztési politikával, mivel csak ebben az esetben épülnek ki azok a szinergikus hatások, amelyek a folyamatok önfenntartó, hosszú



távú működését biztosíthatják. Az integrált vállalkozásfejlesztési politika célkitűzéseinek megvalósulását hat területet érintő intézkedések segítik elő: a vállalkozói kultúra ösztönzése, a képzés és oktatás, a vállalkozásindítás szabályozási és intézményi feltételeinek javítása, az induló és magvető finanszírozás elérhetővé tétele és a különleges csoportokat célzó beavatkozások (Lundström és Stevenson 2005) (11. ábra).

11. ábra: A vállalkozásfejlesztési politika logikai kerete



Forrás: Lundström és Stevenson (2005, 61. o.)

A vállalkozásfejlesztési programok jelentős része a fejlődésük korai szakaszában járó cégek finanszírozási forrásokhoz (hitel, tőke, stb.) való hozzáférését kívánják javítani, mivel a pénzügyi akadályok jelentősen korlátozzák fennmaradásukat és továbbfejlődésüket. A tőkerés problematikájának megoldásához az informális befektetésekben rejlő lehetőségek jobb kihasználása is hozzásegíthet, mint ahogy erre korábban, a 2. fejezetben is rámutattam. Olyan programokat érdemes csak elindítani, amelyek a piaci szegmens hatékony működését gátló tényezőket bontják le, majd átadva a magánszereplőknek a helyet, időben megszűnnek.

A piaci mechanizmusokat felfüggesztő és azokat tartósan helyettesítő megoldások nemzetgazdasági szinten hatástalanok maradnak és szinte mindig torzítják a versenyt (Kállay 2002).

A közszféra 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 folyamatot indít el**, mivel a sikeres vállalkozók maguk is forrásokkal láthatják el a befektetések piacát, hozzájárulva a további fejlődéshez, és támogatva újabb vállalkozások elindulását. Ennek részeként Cowling és szerzőtársai (2003) kimutatták, hogy a sikeres vállalkozók egy része később maga is üzleti angyallá válik, forrásokkal és tapasztalatokkal támogatva a fiatal cégeket, beindítva ezzel egy egymást erősítő körfolyamatot. 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** (Makra és Kosztopulosz 2004a). A beavatkozások megvalósításánál és megítélésénél tehát nem szabad elfelejteni, hogy azok nem öncélúak, hanem a fenti hatásokat kívánják elérni.

Az informális tőkebefektetésekkel foglalkozó irodalom – a téma kiemelkedő fontosságára hivatkozva – általában evidenciaként kezeli a masszív állami dotációk szükségességét, azok piaci folyamatokra gyakorolt hatását kevésbé elemezve. A kevés kivételek közé tartozik Lerner (1998), aki azonban az **informális kockázati tőke-befektetések kínálatoldali ösztönzése ellen érvel**<sup>75</sup>. Véleménye szerint a kockázati tőkék azért kerülnek el a kis összegű befektetéseket, mert azok a magas tranzakciós költségek miatt egyszerűen nem jövedelmezőek, vagy mert a kisebb tőkeerejű cégek nem is kecsegtetnek kedvező kilátásokkal. Úgy véli, hogy a magánszemélyek kis összegű (illetve az intézményi befektetők által elutasított) befektetések végrehajtására való ösztönzése a hatékonysággal ellentétes eredményre vezet, és **társadalmi szinten veszteségeket okoz**, amennyiben a pénzügyi megtérülés nem elég magas, és a finanszírozott vállalkozás nem életképes. Érveit két empirikus tanulmány megállapításaival igyekszik alátámasztani, amely szerint a korábban intézményi kockázati tőkét bevont cégek tőzsdéi bevezetésénél az elért hozamok hosszú távon felülmúlják a más nyilvános kibocsátásokon elért hozamokat, így azokat is, ahol a háttérben üzleti angyal befektetők tevékenykedtek (Makra és Kosztopulosz 2004a, b).

---

<sup>75</sup> Kissé leegyszerűsítve a problémát és a politika kontextusába elhelyezve nehézséget okozhat pl. egy szocialista képviselőnek amellet érvelni, hogy gazdag magánszemélyeknek nyújtsanak adókedvezményt, hogy azok utána még gazdagabbak lehessenek (Aernoudt 2005b).



Véleményem szerint Lerner (1998) érvelésekor több fontos szempontot is figyelmen kívül hagyott. **Először** is az üzleti angyalok részben más kockázatkezelési technikákat alkalmaznak, mint az intézményi befektetők, így befektetéseiket kisebb relatív tranzakciós költség mellett képesek végrehajtani. **Másodszor** a pénzben mérhető hozamok mellett más tényezők is motiválhatják befektetési döntéseiket. **Harmadszor** empirikus eredmények 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 (Mason és Harrison 2002b). Emellett Bottazzi és Da Rin (2002) több mint 500, a belga Euro.nm tőzsdén jegyzett cég beszámolóí alapján kimutatta, hogy a kockázatitőke-befektetésben részesült cégek nem növekedtek gyorsabban és nem teremtettek több munkahelyet, mint „hagyományosan” finanszírozott társaik. **Negyedszer** Lerner figyelmen kívül hagyja, hogy az eltérő fejlettségi stádiumban lévő informális kockázatitőke-piacok eltérő beavatkozási eszközöket igényelnek: a kínálati oldal „dózisszerű” állami ösztönzése egy teljesen kialakulatlan szinten megadhatja a kezdőlökést egy önjáró informális kockázatitőke-piac kialakulásához. **Ötödször** az intézményi kockázati tőkét bevont cégek egy része korábban üzleti angyaloktól is kaphatott pénzt, mint ahogy azt több kutatás is kimutatta (Szerb és Varga 2002, Van Osnabrugge és Robinson 2000), továbbá egyáltalán nem biztos, hogy az informális tőkebefektetők kizárólag az intézményi befektetők által elutasított projektekbe fektetnék a megtakarításaikat, más forrásból is értesülhetnek befektetési lehetőségekről.

#### 4.3. A nem intézményi kockázatitőke-piac fejlesztésének lehetséges eszközei

Lumme és szerzőtársai (1998) **hat** pontban foglalták össze azokat a **feltételeket**, amelyek elengedhetetlenek egy hatékonyan működő informális kockázatitőke-piac kialakulásához:

- Elegendő ígéretes befektetési lehetőség áll rendelkezésre
- Az angyal befektetők száma elegendő
- A kockázati tőke közismert befektetési forma
- A vállalkozók aktívan keresik a kockázatitőke-bevonás lehetőségét
- Az informális kockázati tőke egy jövedelmező befektetési forma
- A finanszírozás kereslete és kínálata egybeesik.

A fenti feltételek teljesülését többféle (kormányzati) eszközzel lehet elősegíteni. A kormányok elsődleges és egyben legfontosabb szerepe a **kedvező szabályozási környezet** kialakításában érhető tetten. E „közvetett” tevékenységek olyan jogszabályalkotó munkát jelentenek, amelyek egy hatékony, élénk informális kockázatitőke-piac kialakulásához vezetnek. A közvetlen piaci beavatkozások egy része irányulhat az **informális kockázati tőke kínálatának növelésére**, vagy a tőke befogadásának elősegítésére, azaz a **keresleti oldal ösztönzésére**. Általában a kétféle eszköztípus kombinált alkalmazása lehet célravezető attól függően, hogy milyen típusú „rések” léteznek a piacon. A beavatkozás megcélozhatja a keretfeltételek, az üzleti **infrastruktúra** kiépítését, **elérhetőségének javítását** (configuration-type support), vagy érintheti **közvetlenül a vállalkozást**, annak folyamatát (process-type support), aktív tanácsadással, mentorálással, üzleti segítségnyújtással (Norrman 2005).

#### *4.3.1. Ösztönző szabályozási környezet kialakítása*

Az egyes országokban a **jogi szabályozás** kihat a tág értelemben vett befektetési környezetre, és ez ösztönözheti és akadályozhatja is a magánszemélyek aktív szerepvállalását a közvetlen tőkebefektetések terén. Egy ösztönző befektetési környezetet – többek között – az is jellemez, hogy kellő mértékben jutalmazza a kockázatvállalási hajlandóságot – de legalábbis nem bünteti azt például magas adókulcsokkal (Baygan és Freudenberg 2000). A jogszabályalkotás során egészen **alapvető szabályozási elvként** jöhet szóba, hogy a befektetéseket érintő új szabályozások kialakítása során kötelező legyen szem előtt tartani az informális kockázatitőke-piac érdekeit is.

A **kockázatitőke-befektetéseket ösztönző és elismerő finanszírozási kultúra** több elemből áll. **Először** is azt feltételezi, hogy a **magán- és intézményi befektetők hajlandóak legyenek vállalni** a tőkebefektetésekre jellemző általában magasabb **kockázatokat** az elérhető hozamokért, és rendelkezzenek az ehhez szükséges anyagi háttérrel, vagyonnal. Ezzel összefüggésben nagy szerepe lehet a biztosítókat és a nyugdíjalapokat érintő szabályozásnak, azaz hogy az általuk kezelt tőke mekkora hányadát fektethetik kockázatitőke-alapokba. **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 cégekbe történő beszállást és az azokból való kilépést. A tőzsdei bevezetés útján történő kiszállás perspektívája alapvető ösztönző erőt jelent a kockázatos, induló vállalkozásokba történő befektetések elterjedéséhez (EC 2003a).



Az adózási szabályok közvetve és közvetlenül is kihatnak az informális kockázatitőke-piac működésére. A közvetett hatás a vállalkozásindítás ösztönzésén keresztül valósulhat meg: számos kormányzat kedvezőbb adókulcsokat alkalmaz az újonnan indult vállalkozásokra, de ide sorolhatjuk a részvényopciókból származó jövedelem adóztatásának kérdését is. Az Egyesült Királyságban például adómentességet élveznek a társasági adó vonatkozásában az új vállalkozások. Az adórendszer azonban **közvetlen módon** hatást gyakorol a kockázatitőke-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.<sup>76</sup> 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 hozza hátrányosabb helyzetbe a tőzsdén kívüli részvényekbe történő befektetéseket, illetőleg, amely a hosszabb futamidejű befektetésekből származó tőkejövedelmet alacsonyabb adókulccsal jutalmazza.

A keresleti oldalon az informális tőkebefektetések létrejöttét olyan alapvető jogszabályok is befolyásolják, mint a **társasági törvény, a cégalapításra, a számvitelre, a szellemi tulajdonvédelemre, a csődeljárásokra stb.** vonatkozó állami szabályozás<sup>77</sup>. A cégalapítás adminisztratív szabályai, az eljárások ideje és összköltsége jelentős gátló tényező lehet az üzleti szférába belépni szándékozó egyének számára, továbbá a gyors tulajdonosváltásokat is akadályozhatja. Emellett az egyértelműen szabályozott, a tulajdonosok felelősségét és jogait egyértelműen definiáló társasági formák, a jogszabályok kikényszeríthetősége, a vállalkozások megszüntetési folyamatának egyszerű és olcsó meghatározása egyaránt javítja a vállalkozások működési helyzetét és az általános befektetési légkört. A szellemi tulajdon<sup>78</sup> adásvételének megkönnyítése és adóztatásának kérdései, a kutatás-fejlesztési költségek „rugalmas” számviteli szabályozása közvetve és hosszabb távon mind-mind az üzleti angyal befektetéseket ösztönzi, és alapfeltételét jelenti a többi közvetlen intézkedés hatásosságának.

---

<sup>76</sup> Ez persze attól is függ, hogy milyen formában veszik ki a vállalkozásból az üzleti angyalok a jövedelmüket.

<sup>77</sup> Egy európai vállalkozói felmérés szerint a jobb színvonalú törvényhozással a becslések alapján a cégeknek mintegy 50 milliárd eurót lehetett volna megtakarítani (EC 2003b).

<sup>78</sup> Az európai kis- és középvállalkozásokra kiterjedő felmérés szerint a szellemi tulajdonvédelem megfelelő kiaknázásának legfontosabb akadálya a (bejelentés, fenntartás, fordítás stb.) magas költsége, valamint az eljárás bonyolultsága és hossza. A nemzeti adórendszerek szintén befolyásolják a szabadalmak, illetve azok használati jogának adásvételét, az ezekből származó bevételek nagyságát. Ezek mellett felmerül a jogok betartása kikényszerítésének (pereskedések) magas költsége (EC 2007).

### 4.3.2. Adókedvezmények

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 kockázatitőke-piac növekedésének. Mason és Harrison (1999b) 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 tevékenységükre, ráadásul 30 százalékuk ezt a hatást számottevőnek is minősítette. Ezek az arányok az összes többi potenciális befolyásoló tényező esetében lényegesen alacsonyabbak voltak. 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 (EIS) elnevezésű kedvezményrendszer (Boyns és szerzőtársai 2003).

Az **EIS kezdeményezés** a növekvő vállalkozások korai életszakaszaiban végrehajtott befektetéseket kívánta ösztönözni. A program többféle kedvezményben részesítette azokat a magánszemélyeket, akik a feltételeknek megfelelő cégekben 30 százaléknál kisebb részesedést szereztek. Először is a befektetett összeg 20 százalékával (éves szinten maximum 200.000 fonttal) **csökkenthető** volt 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 (Boyns és szerzőtársai 2003).

Az **adókedvezmények** alkalmazásának különféle **módjai** ismeretesek. 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<sup>79</sup> (Mason és Harrison 2000b).

Az adórendszeren keresztül érvényesített kedvezmények több szempontból is vonzó eszközt jelenthetik a befektetések ösztönzésének. Először is, szemben más ösztönzési formákkal, **hatókörük a befektetők teljes körére kiterjed**. 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 kockázattőke-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 üzleti angyal 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 tőke kínálat. A bonyolult adminisztratív szabályok, alkalmassági kritériumok pedig riasztóan hatnak, mivel elbizonytalanítják a befektetőket, és ez ronthatja az ösztönzés hatékonyságát (Mason és Harrison 2000b). Az adóbevételek kiesése az ösztönző rendszer alkalmazását megdrágítja (Lumme és szerzőtársai 1998).

#### 4.3.3. Tőkegarancia-rendszerek bevezetése

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

---

<sup>79</sup> Ennek két oka is lehet. Egyrészt, a befektetési adócsökkentés kedvezménye az adott évben jelentkezik, a többi megoldásnál a befektető csak később csökkentheti az adóját. Másrészt, a befektetési adócsökkentés kedvezménye nem nyereséges befektetés esetén is megilleti a befektetőt.

bevezetésével át lehet vállalni a befektetőktől a kockázat egy részét. Mason és Harrison (2000b) vizsgálatai 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.

A garancia rendeltetése, hogy a kockázat egy részének átvállalásával ösztönözze a kockázatitőke-befektetéseket a magvető, induló, kezdeti növekedés és expanzió szakaszokban. 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.

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).

**Finnországban** az 1995-ös tőkegarancia törvény hatályba lépésével magánemberek számára lehetővé vált, hogy kockázatitőke-befektetéseikhez garanciát vegyenek igénybe. A garancia a veszteség legfeljebb 50%-át fedezheti, költsége a biztosított összeg 0,5-5,0%-a, azonban nyereséges befektetés esetén a Finn Garancia Bizottság (FGB) a haszon 0-30%-ára is igényt tarthat. A program utóértékelésekor a megkérdezett befektetők közel egynegyede azt állította, hogy befektetési hajlandóságukra erős pozitív hatást gyakorolt a garancia, 55%-uk szerint gyenge ösztönző hatást jelentett. A befektetők fennmaradó hányada meglehetősen szkeptikus volt a programmal szemben: véleményük szerint a szigorú feltételek és a bürokrácia miatt nem működött tökéletesen a rendszer, továbbá a kockázatok részleges áthárítása a kormányzatra az adóbevételek elpazarlását jelenti és a kockázati tőke jellemzőivel szöges ellentétben áll (Pauk 2004).

#### *4.3.4. A formális és az informális kockázatitőke-befektetők közötti együttműködések ösztönzése*

A legtöbbször úgy tekintenek az intézményi (vagy formális) és az informális kockázatitőke-piacra, mint amelyek egymástól függetlenül működnek. Még a politikai



döntéshozók javaslataiban is általában különálló intézkedések formájában fogalmazódnak meg a korai fázisú kockázatitőke-befektetések ösztönzésére irányuló kezdeményezések a formális és informális kockázatitőke-befektetők vonatkozásában. Pedig a két szektor közötti kapcsolatok erősítése – akár kormányzati kezdeményezésként – javíthatja a kezdő vállalkozások tőkeellátottságát.

Gyakran az informális és az intézményesült kockázatitőke-piac közötti kapcsolat egyetlen aspektusáról lehet hallani: az üzleti angyaloktól megszerzett forrásnak **áttételes hatása** van abban az értelemben, hogy **vonzóbbá teszi a vállalkozást más lehetséges finanszírozó számára** is, így az angyalok befektetései fokozzák az intézményi kockázati tőke érdeklődését is az ilyen vállalkozások iránt (Van Osnabrugge és Robinson 2000). Ez az áttételes hatás más pénzügyi közvetítők vonatkozásában is megjelenik: az üzleti angyalok az általuk finanszírozást kapott vállalkozásokat hitelképesse tehetik (Osman 1998), sőt találkozunk olyan esetekkel is, amelyekben a finanszírozásba bekapcsolódó üzleti angyal mintegy járulékos szolgáltatásként, személyes garanciavállalásával teszi lehetővé a vállalkozás számára bankhitel felvételét (Van Osnabrugge és Robinson 2000, Makra és Kosztópulosz 2004a).

Azonban az informális és az intézményi kockázatitőke-piac egymást kiegészítő működése nem korlátozódik csupán a fenti áttételes hatásra. A komplementaritás egyéb formái potenciálisan 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 kockázatitőke-alapokba történő befektetéseit** (Harrison és Mason 2000a). Megalapozott érvek szólnak amellett, hogy az ilyen egymást kiegészítő kapcsolódás kialakulása kedvező mind az informális, mind pedig az intézményi kockázatitőke-piac számára, így annak ösztönzése is fontos lehet.

Az informális és az intézményi kockázatitőke-piac egymást kiegészítő szerepének első és legkézenfekvőbb megnyilvánulása a **vállalkozás életszakaszonként eltérő finanszírozási igényeivel** függ össze: az üzleti angyal befektetések játsszák a főszerepet a vállalkozás életének első, gyakran legkritikusabb szakaszában, és csak miután a vállalkozás az első akadályokat sikeresen véve beindul, akkor adják át a stafétabotot a kockázatitőke-alapoknak (Makra és Kosztópulosz 2004a). 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 technológia alapú vállalkozásokba, az

intézményi kockázatitőke-iparág pedig a nagyobb szabású második körös és rákövetkező szintű tőkebefektetésekre fókuszál (Karsai 2000). A legutóbbi kutatási eredmények arra engednek következtetni, hogy a hazai technológia alapú induló vállalkozások finanszírozásában is megjelenik ez a fajta egymásra épülés: a felmérés mintájában szereplő tíz, intézményi kockázatitőke-befektetésben részesült hazai high-tech cég közül négy nyilatkozott úgy, hogy kapott korábban anyagi tőkét (Szerb és Varga 2002).

A két piaci szegmens közti munkamegosztás **kölcsönös előnyöket** hordoz. Egy hatékony és fejlett informális kockázatitőke-piac mellett több befektetési lehetőség adódhat, és ennél fogva növekedhet a **kockázatitőke-alapok** elé kerülő **jó minőségű**, „előszűrt” **befektetési javaslatok** száma, lehetővé téve, hogy csökkenjenek az átvilágítással kapcsolatos fix tranzakciós költségek. Ezzel párhuzamosan az **üzleti anyaloknak** is szükségük van a pezsgő intézményi kockázatitőke-piacra ahhoz, hogy adott esetben az általuk finanszírozott vállalkozások újabb tőkeinjekcióhoz juthassanak, megteremtve így az esélyét a **kiszállásnak** és a tőkejövedelem realizálásának (Makra és Kosztópulosz 2004a).

A két piaci szegmens közötti komplementaritás újabb megnyilvánulási formája, amikor az **üzleti anyalok** (mint társbefektetők) a **kockázatitőke-alapokkal együtt fektetnek be** (co-investment). Ennek során egyfelől a kockázatitőke-alapok felhasználhatják az anyalok specifikus műszaki-technológiai hozzáértését vagy vállalkozói tapasztalatát a befektetési lehetőségek átvizsgálásának szakaszában. Másfelől a befektetést követően a portfóliócéggel való kapcsolat fenntartásához elegendőnek bizonyul kisebb időráfordítás is a kockázati tőkés részéről, hiszen az üzleti anyal aktív közreműködése ezt helyettesíti. Az üzleti anyalok mint társbefektetők a kockázatitőke-alapok számára csökkentik a kisebb összegű befektetésekkel járó tevékenységek költségeit. Természetesen az anyal számára is előnyös lehet a kockázatitőke-alap oldalán végzett közös befektetés, hiszen ezáltal jobb minőségű befektetési lehetőségekhez jut, csökkenő mértékű kockázat mellett. Másrészt a társbefektetés emeli az üzleti anyalok által elérhető ügyletek felső összeghatárát is, és ez főleg ott lehet hasznos, ahol a magánbefektetői szindikátusok létrehozásának korlátozott a lehetősége (Harrison és Mason 2000a, Makra és Kosztópulosz 2004a).

A két piac komplementaritása az ügyletekre vonatkozó információk megosztásában, az „ügyfelek” átadásában is testet ölthet. Így például a kockázatitőke-cégek számára az üzleti anyalok hálózataival fenntartott kapcsolat lehetőséget ad arra, hogy tovább áramoltassák azokat a befektetési lehetőségeket, amelyek – noha elvileg finanszírozhatók lennének – nem illeszkednek az alap befektetési kritériumrendszerében a méret, az életszakasz vagy szektor tekintetében. Az üzleti anyalok pedig **átírányíthatják a kockázatitőke-alapokhoz** az olyan



**ügyleteket**, amelyek kívül esnek a rendelkezésre álló forrásaik vagy a szaktudásuk által szabott kereteken, persze ezáltal mind minőségében, mind mennyiségében javítják az alapok előtt megnyíló befektetési lehetőségek körét. Az együttműködés hatékonysága a két szegmens között működő kommunikációs csatornákon múlik (Makra és Kosztopulosz 2004).

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 (habár szűk értelemben véve az ilyen módon befektetők nem is 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 a saját, közvetlen befektetéstől az, hogy úgy érzik, nem képesek megfelelően értékelni a befektetési lehetőségeket, illetve nyélbe ütni az ügyletet. Az üzleti angyal az alapon keresztül szindikálhatja befektetéseit. Ezáltal egyfelől csökkentheti a kockázatokat, másfelől részesülhet a kockázati tőkések forráskihelyezésében, az ügyletek átvizsgálásában és lebonyolításában szerzett szakértelmének előnyeiből. A fiatal csúcstechnológiai vállalkozásokra specializálódott független kockázatitőke-cégek számára a magánbefektetők megnyerése nagyon csábító lehetőségnek tűnik, mivel a források összegyűjtésekor általában nehézségekkel találják szembe magukat. Ráadásul az üzleti angyalok „türelmes” befektetőként élnek a köztudatban, akik az intézményi befektetők elvárásainál hosszabb befektetési időtávoktól sem riadnak vissza. Ezáltal csökken a kockázatitőke-alapok menedzsereire nehezedő nyomás, hogy rövid idő alatt produkálják a hozamelvárásokat (amely nyomás egyébként a későbbi fázisú és nagyobb méretkategóriájú ügyletek felé terelné őket). Az üzleti angyaloktól történő forrásgyűjtés tehát a klasszikus kockázatitőke-befektetési tevékenység továbbélése eszköznének tűnik (Harrison és Mason 2000a, Makra és Kosztopulosz 2004a).

Egy ilyen kezdeményezés valósult meg kormányzati bábáskodás mellett **Szingapúrban**: egy 10 millió dolláros **Üzleti Angyal Alapot** hoztak létre, hogy ösztönözzék az angyalok befektetési tevékenységét (a külföldi angyalokét is) szingapúri induló cégekbe. Az alap társfinanszírozást nyújt üzleti angyalok vagy intézmények csúcstechnológiai induló vállalkozásokba irányuló befektetése mellett (Van Osnabrugge és Robinson 2000).

#### 4.3.5. Az üzleti angyalok közötti szindikátusok ösztönzése

A potenciális üzleti angyalok sok esetben azért ódzkodnak a befektetéstől, mivel úgy érzik, nincs elegendő tapasztalatuk ezen az átlagosnál ingoványosabb üzleti terepen. Az effajta idegenkedés legyőzésére hasznos módszer lehet a **befektetői szindikátusokban való részvétel**, ahol több-kevesebb tapasztalattal rendelkező befektetők valódi projektekben a gyakorlatban próbálhatják ki magukat. 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. Sok tekintetben az üzletiangyal-szindikátusok jelentik a legjobb terepét a gyakorlati tudás átadásának a **tapasztaltabb befektetők részéről a kevésbé tapasztaltak számára** (Lumme és szerzőtársai 1998, EC 2003a, Aernoudt 2005a).

A szindikált befektetési forma a kockázatitőke-piac mindkét szegmensében a **kockázatcsökkentési stratégiák egyik válfaja** (Aernoudt 2005a). Egyrészt ellenőrzött és megbízható információkhoz juthat a társbefektetőktől, amely megkönnyíti az értékelést és a befektetési döntést. Emellett az alacsonyabb kockázattűrő képességgel rendelkező egyének is felvállalhatják a több angyal között megosztott, egyenként kisebb összegű befektetést, főként ha egy tapasztalt befektető vezeti a szindikátust. Kelly és Hay (2000) rámutatott arra, hogy a tapasztaltabb angyalok körében magasabb a szindikált befektetések száma, ami jelzi a stratégia életképességét és hasznosságát.

A szindikátusok növelik a kevésbé tapasztalt, „szűz”, vagy egyszerűen csak időhiánnyal küszködő angyalok befektetési hajlandóságát, tehát a tőke kínálatát és az egy ügylet keretében **elérhető tőke nagyságát** is. Ez azért is fontos, mert egy-egy üzleti angyal tőkeereje korlátozott, és együtt nagyobb tranzakciókat is fel tudnak vállalni, amennyiben a projekt kellően ígéretes. Emellett a tőkeerős szindikátus a portfóliócég további finanszírozási igényeit is ki tudja elégíteni, ami a kényszerű és korai kilépés helyett lehetővé teszi a kiszállást egy későbbi, a legnagyobb hozamot lehetővé tevő időpontban.

#### 4.3.6. A vállalkozói kultúra erősítése

A nem intézményesült kockázatitőke-piac fejletlenségét – országonként eltérő mértékben, de mégis – **mindkét oldal (kereslet és kínála) hiányosságai** okozzák. A vállalkozók többsége egyszerűen nem ismeri a kockázatitőke-finanszírozás lehetőségét, vagy nincs tisztában annak jellemzőivel, folyamatával. Emellett gyakran előfordul, hogy a vállalkozók –



a szó hibás értelmezése vagy félremagyarázása miatt – félreértik az üzleti angyalok vállalkozástámogató szerepét, és altruista egyénként, „megváltóként” tekintenek rájuk (Mason és Harrison 1996b). Emellett az európai KKV-k körében élesen kitapintható a külső tőkebevonás iránti elutasító magatartás is (Mason és Harrison 2002c, EC 2003a).

A kulturális tényezők alapvetően befolyásolják a vállalkozókésztséget, elegendő akár a **kockázatkerülési hajlamra**, 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 kockázati tőkebevonás. A kulturális korlátok legyőzése csak hosszú távon képzelhető el.

A **tőkefinanszírozási kultúra erősítését**, a (formális vagy informális) **kockázati tőke népszerűsítését** és jobb megértését, az üzleti szféra szereplőinek körében a **tudatosság növelését** (awareness raising) jól megtervezett, folyamatosan fenntartott **kampányokkal**, kitaró marketingmunkával és a vállalkozóknak tartott tréningekkel lehet elérni (Mason és Harrison 1996b, EC 2003a). A kormányzati szerveknek, mind országos, mind pedig regionális szinten kiemelkedő szerepe van a kockázati tőkéről szóló információk terjesztésében. A konferenciák, kiadványok, könyvek, újságcikkek formájában megvalósuló tájékoztatást leggyakrabban a helyi üzleti angyal hálózatok szervezik és végzik, szerepük az információk szétterítésében (is) megkerülhetetlen. A figyelemfelkeltés olyan események szervezésével is elérhető, mint pl. a Német Üzleti Angyal Hálózat által bevezetett és évente megtartott „Üzleti angyal napok”, amely segítségével a téma a (gazdasági) média középpontjába kerülhet. A hírverések, médiaakciók természetesen érintik a befektetői oldalt is, növelheti az üzleti angyalok számát és befektetési kedvét.

A brit kormány a gazdaságfejlesztési intézkedések részeként kezeli a **sikeres vállalkozók és az üzleti angyalok szerepének népszerűsítését**, amitől azt várják, hogy az a gazdaság és a vállalkozások számára is előnyös hatásokkal jár, mivel (Osman 2000b):

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

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

A **vállalkozók számára szervezett tréningek, szemináriumok** célja szintén az üzleti angyal finanszírozás megismertetése. Ezek olyan – általában üzleti angyal hálózatok vagy más vállalkozásfejlesztési intézmények által bevezetett – rendezvények, ahol az érdeklődők megismerhetik és megérthetik pl. a befektetők elvárásait, a befektetési folyamatot, a kiválasztás kritériumait, a vállalkozó és az üzleti angyal közötti erőviszonyokat, az egymással szembeni függőséget, a kiszállással, befektetés-védelemmel kapcsolatos kérdéseket (Pauk 2004).

Ahhoz, hogy valaki üzleti angyal befektetővé váljon, „pénzre, paripára, fegyverre”, azaz szabad forrásokra, tapasztalatokra és időre van szüksége. Több országban gondot okoz, hogy **hatalmas a potenciális és a „szűz” befektetők száma**, viszont rendkívül szűk az aktívan tevékenykedő üzleti angyalok közössége. A tehetős magánszemélyek egy részének befektetésre való ösztönzése lökést adhat a piac fejlődésének. Képzésekkel, ún. **üzleti angyal akadémiák** szervezésével a potenciális befektetők elsajátíthatják a befektetéshez szükséges ismereteket, szakértelmet, készségeket, és sikeres ügyleteket köthetnek az informális kockázatitőke-piacon (Aernoudt 2005a, b).

San Jose és szerzőtársai (2005) amellettt érvelnek, hogy a **potenciális és már aktív üzleti angyalok** befektetésekhez szükséges **készségeinek és képességeinek javításával mobilizálható a piac kínálati oldala**. A gyakorlati és elméleti jellegű tréning során olyan készségek fejlesztésére törekednek, amelyek a befektetési folyamat megértését és az eléjük kerülő projektek értékelését segítik elő. Az ilyen típusú képzések szervezésében véleményük szerint már az új típusú, „második generációs”, az oktatási tevékenységre fókuszáló üzleti angyal hálózatoknak kell részt vállalni.

A programot sikeresen tesztelték a barcelonai **Navarra-i Egyetem IESE üzleti iskolájában** (San Jose és szerzőtársai 2005, EC 2003a). Az „**Üzleti Angyal Akadémiát**” az egyetem oktatói irányították, de a képzésen külső szakemberek, vállalkozók, gyakorlott üzleti angyalok és jogi, pénzügyi szakértők előadásai is elhangzottak. Az „akadémia” tananyaga öt fő téma köré rendeződött, melyek átfogták a teljes befektetési folyamatot, a befektetési



lehetőség felkutatásától kezdve a sikeres kiszállásig. Érdekesség, hogy a képzés az első lépést jelentette az egyetem számára az EISE Üzleti Angyal Hálózat létrehozására.

#### 4.3.7. Új megközelítés: a vállalkozások komplex felkészítése a kockázati tőke-befektetésekre

Korábban már említésre került, hogy az informális tőke keresletét leginkább a vállalkozások külső tőkebevonástól való idegenkedése és a masszív ismerethiány korlátozza. Ezen hiányosságok áthidalása azonban csak szükséges, de nem elégséges feltétele annak, hogy a projektgazda forrásokhoz jusson: a kockázati tőke befogadására akkor válik csak alkalmassá, áll „készen”, ha projektje, finanszírozandó fejlesztése üzletileg is vonzó a befektető számára. Mindez azt jelenti, hogy a **befektetés fogadására való felkészültség** (investment readiness) **nemcsak ismeretterjesztő, képzési, hanem üzletfejlesztési kérdés is** (Mason és Harrison 2002c, 2004).

Az „investment readiness” programok azt követően váltak népszerűvé a vállalkozásfejlesztő szervezetek körében, hogy a **kilencvenes évek végén nyilvánvalóvá vált az egyoldalúan a kínálat növelésére irányuló kormányzati politikák csődje vagy elégtelen hatása**. E programok nagy része a vállalkozók számára előkészített információs szeminárium, tréning arról, hogy milyen finanszírozási lehetőségek közül választhatnak, mi a kockázati tőke lényege, mik a befektetők elvárásai és hogyan férhetnek hozzá a külső befektetéshez, azaz „egyszerű” képzések. A programok másik része a vállalkozást „mentorálva” eljuttatja abba a végső fázisba, ahol megkezdheti a tárgyalásokat a potenciális befektetővel, azaz egy komplexebb megközelítést alkalmaz.

A gyors növekedésre képes cégek nagy része azért nem áll készen a befektetésre, mert „a tulajdonos vagy nem hajlandó, vagy nem tudja, hogyan kellene teljesíteni a külső befektető elvárásait” (Mason és Harrison 1999b, 215. o.). A **befektetésre való felkészültség fogalma** tulajdonképpen **három összetevőre bontható**: a cég **tőkebevonáshoz való hozzáállása**, a projekt **befektetésre való alkalmasságának** (investability) szintje és a **prezentációs felkészültség** (SQW 2004, Mason és Harrison 2001). A felkészítés során e három kulcsterülettel kell érdemben foglalkozni. Közülük a leginkább idő- és energiaigényes feladat annak elérése, hogy a projekt üzletileg is alkalmas legyen a tőkebevonásra, mivel ez jelentős szakértelmet és cégenként más-és más beavatkozásokat igényel.

Mason és Harrison (2001) egy (elsőként Victoria kormánya által megvalósított) **ötlépcsős „investment readiness” modellt** dolgozott ki, amely szemináriumok, műhelymunkák és egyéni konzultációk sorozatából tevődik össze. A tájékoztatás szakaszában egy elméleti

jellegű **információs tréninget** tartanak, ahol a vállalkozók megismerhetik a finanszírozási alternatívákat, azok előnyeit, hátrányait, alkalmazhatóságát. A második fázisban azok a vállalkozók vesznek részt, akik a szemináriumon elsajátított ismeretek alapján tőkét kívánnak bevonni. E cégeket **értékelik** annak a tükrében, hogy **mennyire alkalmasak a tőkebevonásra**. Azok a vállalkozások, amelyek pozitív értékelést kaptak, továbbléphetnek a harmadik lépcsőre: **bekapcsolódnak a befektetésre felkészítő egyéni üzletfejlesztési programba**, ahol az értékelés során felvetődött kérdésekkel foglalkoznak részletesen. A negyedik szakasz a prezentáció értékelésére és az előadói készségek javítására fókuszál. Az utolsó lépés a **potenciális befektetőkkel való kapcsolatfelvétel**, amelyhez más közvetítők segítségét is igénybe veszik.

A fenti megközelítést vette át az Egyesült Királyság Kereskedelmi és Ipari Minisztériumának ügynöksége, a Small Business Service, amely „**Investment readiness demonstrációs projekteket**” indított útnak 2002-ben. Pályázati úton hat szervezetet választottak ki, melyeknek az előre meghatározott öt elemből álló szolgáltatást kellett kifejleszteniük és annak alkalmasságát a vállalkozások körében tesztelniük. A kísérleti program az utólagos értékelés alapján sikeresnek bizonyult, elérte annak céljait (SQW 2004).

A **LINC Scotland** 1998 és 1999 között vezette be **Próbaházasság elnevezésű programját** (Trial Marriage Scheme), melynek keretében technológiai induló vállalkozásokat támogattak annak érdekében, hogy éretté váljanak kockázatitőke-befektetések fogadására, ezáltal elősegítve gyors fejlődésüket. A program a Skót Hivatal támogatásával, az Európai Regionális Fejlesztési Alap forrásaival indult el (Mason és Harrison 2002c, 2004)

A támogatás felső határát 7.500 fontnál húzták meg (kb. 3.000.000 Ft) és a vállalkozásoknak 25% önrésszel kellett hozzájárulniuk a költségekhez, ami azt jelentette, hogy a program keretében cégenként 10.000 font (kb. 4.000.000 Ft) állt rendelkezésre a munkához. A vállalkozások legfeljebb 15 napon keresztül **külső tanácsadói, szakértői szolgáltatást vehettek igénybe**, melynek napidíja 350 font volt (kb. 140.000 Ft). Ez az összeg túl kevés volt ahhoz, hogy a nagy tanácsadók számára vonzó legyen, azonban számos üzleti angyal kész volt dolgozni ilyen díjazás mellett, ha úgy érezték, hogy a vállalkozásban van fantázia. A program keretében főként a vállalkozások humán erőforrás-hiányosságait pótolták: a „segítők” fejlesztési stratégiát, értékesítési tervet készítettek, részt vettek a tárgyalásokon vagy pénzügyi igazgatóként kapcsolódtak be a munkába. Ha a befektető végül a vállalkozásba való befektetés mellett döntött, a támogatást visszafizették a LINC-nek.

A program **nem pályázati rendszerben** működött. A vállalkozások egyrészt a tanácsadójukon vagy potenciális befektetőjükön keresztül kerültek kapcsolatba a LINC-kel és



a programmal. Ezekben az esetekben a lehetséges befektetők már korábban rátaláltak egy vállalkozásra, de nem minősítették befektetésre érdemesnek. Másrészt maga a LINC azonosította azokat a vállalkozásokat a saját ügyfélkörén belül, amelyeknek szükségük volt a támogatás ezen formájára. Ekkor a LINC-nek kellett meghatározni a lehetséges befektetői kört.

Összesen hat vállalkozás jutott támogatáshoz a Próbaházasság Program keretében, ebből öt esetben létrejött befektetés, a hatodikban pedig a vállalkozás egy licenzmegállapodást tudott kötni. 2004-es adatok alapján három vállalkozás továbbra is működik, egy pedig beolvadt egy másik vállalatba.

#### 4.4. Híd az informális tőkebefektetők és a vállalkozások között: az üzleti angyal hálózatok szerepe

A nem intézményesült kockázatitőke-piac elaprózódott szerkezetű, szervezetlen és az információáramlás nagyfokú tökéletlensége jellemzi. Az aszimmetrikus, hiányzó vagy „homályos” információk következtében a finanszírozás keresleti és kínálati oldala egyaránt kihasználatlan maradhat, és a piac rendkívül alacsony hatékonysággal működik. Az egyéni kockázatitőke-befektetők névtelenségbe burkolóznak, és rejtőzködő magatartásuk következtében a vállalkozók számára láthatatlanok maradnak. Ellentétben a kockázatitőke-alapokkal, nem készül róluk semmilyen lista vagy bemutató kiadvány és az interneten sem találhatóak meg, emiatt egy vállalkozó számára az „angyal finanszírozó” felkutatása gyakran nem vezet eredményre. Hasonló helyzetbe kerülhetnek az ígéretes befektetési lehetőségek után kutató magánszemélyek is. Ennek oka, hogy a vállalkozók nem szívesen árulják el féltett üzleti ötleteiket, találmányukat, továbbá a keresés és a befektetési ajánlatok értékelése borzasztó időigényes és költséges folyamat. A befektető legtöbbször nem foglalkozásszerűen, hanem a barátok, üzlettársak információira támaszkodva, ad hoc módon űzi ezt a tevékenységet, így sokszor a vak szerencsén múlik, hogy milyen minőségű és mennyiségű befektetési ajánlat kerül a látókörébe (Makra és Kosztopolosz 2006a).

A piac alacsony hatékonyságú működését leginkább az jelzi, hogy az angyalok rendre arról számolnak be, hogy szívesen vállalkoznának több befektetésre, ha olyan befektetési ajánlatokhoz jutnának, amelyek összhangban vannak a befektetési kritériumrendszerükkel. Az Egyesült Királyságban 10 angyal befektető közül 7-9 többet is befektetne, amennyiben nagyobb számban bukkanna megfelelő befektetési lehetőségekre. Az angyal befektetők kihasználatlan forrásainak összege majdnem háromszorosa a megelőző három évben

befektetett összegeknek. Az sem meglepő, hogy a befektetők nagyjából elégedetlenek a létező kommunikációs csatornákkal (Harrison és Mason 1996).

A piaci hatékonyság javításának kézenfekvő és eredményes módja bizonyos közvetítő intézmények felállítása lehet, ami tulajdonképpen a nem intézményesült kockázati tőke-piac egyfajta „formalizálódását” is jelenti. Az ún. **üzleti angyal hálózatok**<sup>80</sup> (business angels network) egyfajta információs hidat képeznek a befektetni szándékozó üzleti angyalok és a kockázati tőkét kereső kisvállalkozások között (Mason és Harrison 1995, Aernoudt és Erikson 2002, Lange és szerzőtársai 2003). Olyan közvetítő szervezetek, amelyek lehetőséget biztosítanak az üzleti angyalok (és kockázati tőkések) számára finanszírozásra váró projektek elérésére. Működésükkel a **piac alacsony hatékonyságának két fő okára** igyekeznek gyógyírt találni: az üzleti angyalok rejtőzködő magatartására, valamint a mindkét oldalt sújtó magas keresési költségekre (Lumme és szerzőtársai 1998). Tipikusan **az alábbi tevékenységeket** (vagy egy részüket) látják el: (1) a befektetők és a vállalkozások azonosítása, (2) olyan csatornák szervezése, melyeken keresztül a két fél találkozhat, (3) a vállalkozók és projektjeik támogatása, mentorálása, (4) lehetővé tenni a vállalkozások számára, hogy megismerjék a befektetők véleményét, javaslatait (5) elősegíteni a későbbi finanszírozást a bankok és más kockázati tőkések felé történő kapcsolatépítéssel (Lange és szerzőtársai 2003).

Az első ilyen jellegű kezdeményezést 1978-ban az Egyesült Királyságban indították el **Kockázati Tőke Hírlevél** (Venture Capital Report) néven, amely havonta megjelenő, a tőkét kereső cégek üzleti terveit bemutató kiadvány volt (Cary 1996). Az Egyesült Államokban az első szervezetet a New Hampshire-i Egyetem Vállalkozáskutató Központja hozta létre 1984-ben **Kockázati Tőke Hálózat** (Venture Capital Network Inc.) néven non-profit társaságként, amely tisztán regisztrált ügyfelei „összeparosítását” végezte. Az úttörő kezdeményezést követő évtizedben az üzleti angyal hálózatok gyorsan elterjedtek az angolszász világban és Európában, különböző formáik alakultak ki, és egymástól eltérő üzleti modelleket fejlesztettek ki. **A vén kontinensen a hálózatok száma a kilencvenes évek végén kezdett meredeken emelkedni** és 2005-re már elérte a 223-at (15. táblázat). A növekedés részben az Európai Bizottság kiemelt figyelmének és a Harmadik Többéves KKV Program (Third Multiannual Programme for SMEs) keretében kiírt pályázatnak volt köszönhető, amely keretében népszerűsítő kampányok szervezését, megvalósíthatósági tanulmányok elkészítését,

---

<sup>80</sup> Az üzleti angyal hálózat elnevezés leginkább a kontinentális Európában használatos. Szinonimaként szolgál az „üzleti bemutatkozó szolgáltatás” (business introduction service) kifejezés is. Az Egyesült Államokban hasonló jelentése, tartalma van a „szervezett angyal csoportoknak” (organized angel group) is (Linde és Prasad 2000).



új hálózatok létrehozását támogatták (EC 2003a). A masszív kormányzati támogatás mögött az a felismerés húzódott meg, hogy az **üzleti angyal hálózatok kulcsszerepet tölthetnek be az egyébként rendkívül elmaradott európai informális kockázatitőke-piac gyors felzárkózásában**. A fejlettebb és élénkebb üzleti angyal közösséggel rendelkező országokban (pl. Egyesült Államok) ezzel szemben a közvetítő intézmények kevésbé függenek az állam vagy a közintézmények dotációitól, és könnyebben szervezhetik tevékenységüket üzleti alapon.

15. táblázat: Üzleti angyal hálózatok az Európai Unióban és Norvégiában

Az ország neve	2005	2002	2001	2000	1999
Ausztria	2	1	1	1	1
Belgium	6	7	7	6	4
Csehország	2	1	0	0	0
Dánia	8	6	4	1	0
Egyesült	35	48	48	52	49
Finnország	1	1	1	1	1
Franciaország	38	48	32	13	4
Görögország	1	0	0	0	0
Hollandia	5	2	2	1	1
Írország	1	1	1	1	1
Lengyelország	2	0	0	0	0
Luxemburg	1	0	0	0	0
Magyarország	1	1	1	1	0
Málta	1	0	0	0	0
Németország	43	40	36	43	1
Norvégia	7	1	1	0	0
Olaszország	12	11	12	5	2
Portugália	1	1	1	0	0
Spanyolország	20	2	1	1	0
Svájc	7	2	3	3	1
Svédország	28	2	2	2	1
Szlovénia	1	0	0	0	0
<b>Összesen</b>	<b>223</b>	<b>174</b>	<b>152</b>	<b>130</b>	<b>66</b>

*Forrás:* EBAN (2002, 2005) alapján saját összeállítás

Habár a közvetítő intézmények létrehozása önmagában nem oldja meg a tőkerés problémáját, működésük mégis **többféle gazdasági előnnyel is járhat** (Harrison és Mason 1996, Makra és Kosztópulosz 2006a):

- Megkönnyítik a vállalkozók és a befektetők egymásra találását, és ezzel általában véve emelik a befektetési aktivitást.
- Mivel a legtöbb angyal befektető aktívan bekapcsolódik a vállalkozás életébe, a közvetítő intézmények nemcsak tőkéhez, hanem egyéb erőforrásokhoz is hozzájuttatják a vállalkozást (pl. kapcsolatok, know-how).
- Olyan szolgáltatásokat nyújtanak 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 a nem intézményesült kockázati tőke-piac minél szélesebb körben történő megismertetéséhez, a téma általuk bekerülhet a köztudatba, az üzleti angyalok bevonása a finanszírozási kultúra részévé válhat.

Az üzleti angyal hálózatok szélesebb, a **nemzetgazdaság egészére gyakorolt hatását** elemezve az Egyesült Királyságban kimutatták, hogy a közvetítésükkel létrejött minden egyes új munkahely kb. 3000 euróba került, és minden egyes sikeres befektetés létrejötte 10000 euró alatti állami támogatást igényelt 2000-ben. Az Európai Bizottság és az EBAN felmérései szerint az európai hálózatok átlagosan 3,2 főt foglalkoztatva évi 208 640 euró összegből gazdálkodnak, amelynek 84%-a a közszféra támogatása (Saublens és Reino 2002). Az állami támogatások magas arányát az magyarázza, hogy a legtöbb hálózat működésének kezdeti szakaszában jár, és még nem tudott megfelelő méretű ügyfélbázist toborozni.

#### *4.4.1. A hálózatok lehetséges szolgáltatásai*

A hálózatok az üzleti világban egyfajta „házasság-közvetítő” irodaként működnek. Alapvető feladatuk a befektetők és a vállalkozások egymásra találását segítő, ún. **közvetítő**, **„összepárosító” szolgáltatások** (matchmaking services, business introduction services) nyújtása. Ezek egyik formája az **elektronikus vagy internetes közvetítés**. A befektető és a vállalkozó a szervezet honlapján megadja az általa preferált befektető/befektetés jellemzőit, így bekerül egy elektronikus adatbázisba. A szoftver összepárosítja a megfelelő partnereket úgy, hogy az anonimitás a folyamat végéig, a személyes találkozóig fennmaradhat.



Hatékonyasága 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 (Makra és Kosztopoulosz 2006a).

A **Befektetési közlemények, hírlevelek** rendszeresen, írásos formában megjelenő információs kiadványok, tájékoztatók, melyeket a regisztrált befektetőknek küldenek szét elektronikus vagy hagyományos levélben. Közülük néhány teljes üzleti tervet, 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 és Harrison 1996b, Klandt és szerzőtársai 2001).

A közvetítés harmadik formája a rendszeresen megrendezett **befektetői klubok**, találkozók, ahol a vállalkozó maga mutatja be a vállalkozását, vázolja fel ötletét, elképzelését. Az előadások, a „szépségverseny” (Lange és szerzőtársai 2003, 25. o.) után lehetőség nyílik személyes kapcsolatfelvételre, ahol az első benyomás, a vállalkozó előadói képessége, hitelessége nagyon fontos lehet. Ezek a rendezvények teljesen **kötetlen formában** is megrendezésre kerülhetnek, egyfajta „koktélparti stílusban”, amelyen bárki részt vehet, aki érdeklődik az „új gazdaság” egyes szektorai, az új technológiák iránt, és ismeri az adott terület legújabb fejleményeit (Lange és szerzőtársai 2003). A baráti, informális légkör alkalmas a tudás- és tapasztalatcserére, új kapcsolatok létesítésére. A szervezetek a közvetítő szolgáltatások különböző formáit vagy egymásra építve, egymással kombinálva használják, vagy csak egyik típusra specializálódnak.

A partnerkeresés mellett az üzleti angyal hálózatok egy része **kiegészítő, kapcsolódó szolgáltatásokat** is nyújt, melyek nagyrészt a kockázati tőke megszerzéséhez, odaitéléséhez, a tudás és a tapasztalatok átadásához kapcsolódnak, és általában magas hozzáadott értéket képviselnek. A **tőkét kereső vállalkozók számára** gyakran tartanak továbbképzéseket, tréningeket, segítenek az üzleti terv, a prezentáció összeállításában, üzleti tanácsokkal látják el őket. Terjedőben vannak a korábban már bemutatott „investment readiness” programok, melyek több lépcsőben, oktatási, tanácsadási eszközökkel készítik fel a vállalkozásokat arra, hogy képesek legyenek a kockázati tőke fogadására és felkeltsék a befektetők érdeklődését (Makra és Kosztopoulosz 2006a).

Az **üzleti angyalok számára** személyes preferenciáik szerint szűrik és csoportosítják a befektetési ajánlatokat, leveszik a vállalkozás részletes átvilágítása (due dilligence) és értékelése terhének egy részét. A befektetők érdeklődési körének szélesítését szindikátusok

kialakításának ösztönzésével érhetik el. A konferenciák, szemináriumok szervezése hozzájárul a kapcsolatok bővítéséhez és a legjobb gyakorlat elterjedéséhez. A közvetítő szolgáltatást nyújtó intézmények egy része etikai követelményrendszert, egyfajta viselkedési kódexet is kidolgoz a résztvevők közötti bizalom és együttműködési hajlandóság erősítése érdekében (Makra és Kosztopulosz 2006a).

#### 4.4.2. *A hálózatok finanszírozása és árpolitikája*

A hálózatok létrejötte **piaci vagy kormányzati kezdeményezések**, illetőleg a magán- és közszféra együttműködésének az **eredménye**. Európában többségük nem profitérdekelt, költségeiket kormányzati (regionális, központi, EU-s), illetve szponzoroktól kapott forrásokból, és a szolgáltatások utáni díjakból fedezik. A tapasztalatok szerint több év szükséges ahhoz, hogy ezen intézmények – ha ez egyáltalán elvárás – önfenntartóvá váljanak (Aernoudt és Erikson 2002). A közpénzeket is hasznosító közvetítő intézmények sokkal inkább hajlandóak a kisebb forrásigényű kezdő- és kisvállalatokat is támogatni, azaz a korai szakasz finanszírozási problémájának megoldását segíteni (Mason 2002, Mason és Harrison 1995). Hosszabb távon e hálózatok hozzájárulhatnak a vállalkozói kultúra erősödéséhez, a nagyobb gazdasági növekedéshez és a foglalkoztatottság bővüléséhez.

A fejlett kockázatitőke-piaccaal rendelkező országokban (pl. Egyesült Államok, Egyesült Királyság) magántulajdonban lévő, **profitorientált hálózatok** is szép számmal működnek, melyek nem részesülnek állami támogatásban. E szervezeteknél gyakran megfigyelhető, hogy a magas tranzakciós költségek miatt a nagyobb befektetési lehetőségekre összpontosítanak, egy bizonyos összeghatár alatt pedig nem is fogadják a vállalkozók ajánlatait. További gyakori jellemzőjük, hogy sok esetben a vállalkozás későbbi, terjeszkedési szakaszának finanszírozására koncentrálnak, és befektetési szindikátusokat hoznak létre (Mason 2002, Mason és Harrison 1995, 1996a, b). A profitorientált partnerközvetítés gyakran a **pénzügyi szolgáltatók és tanácsadók** kínálatában is szerepel, melyek a befektetők és vállalkozók „összehozása” mellett a szolgáltatásaik széles spektrumát képesek felkínálni és értékesíteni ügyfeleik számára (Makra és Kosztopulosz 2006a). Ide tartoznak az **üzleti angyal csoportok** által létrehozott szervezetek is, amelyeket a megfelelő befektetési lehetőségek saját részre történő biztosítása miatt maguk a befektetők tartanak fent.

A magánszférából kikerülő **támogatók** főként pénzpiaci szereplők: bankok, tőzsdék, befektetési társaságok, könyvvizsgálók stb., akik érdekeltek a nem intézményi kockázatitőke-piac fejlesztésében, esetleg jövőbeli ügyfeleiknek tekintik a tőkefinanszírozást kapott



vállalkozásokat. A támogatói hajlandóság azonban rendkívül ingatag, jelentős mértékben függ az „adakozó” pénzügyi helyzetétől. A szponzori szerződések így csak rövid távú pénzügyi tervezést tesznek lehetővé a szervezetek számára (Mason és Harrison 1996c).

16. táblázat: Néhány üzleti angyal hálózat bevételeinek forrása 2005-ben

Név	Jellemzők	Díjak		Néhány magánszponzor	Közszféra támogatása
		egyéni	vállalkozóknak		
LINC Scotland	nemzeti szintű, non profit Skócia	150 £ éves tagdíj	100 £+VAT regisztrációs díj 1% sikerdíj (min. 500 max. 2000 £+VAT)	The Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB, Bank of Scotland	Scottish Enterprise, Európai Regionális Fejlesztési Alap
NeBIB	nemzeti szintű, profitorientált Hollandia	nettó 285 € éves díj	nettó 385 € díj/ félév, 185 € a következő negyedévre, 2% sikerdíj (min. 1000€)	nincs	nincs
Netzwerk Nordbayern	regionális, non profit Németország	nincs	nincs	Sparkasse, Microsoft Deutschland, Siemens	LfA Förderbank Bayern, Bajor Gazdasági Minisztérium <sup>a</sup>
AWS/ i2 <sup>b</sup>	nemzeti, non-profit, Ausztria	90 € éves közvetítési díj	390 €/ féléves tagdíj, 1% sikerdíj	nincs	Gazdasági és Munkaügyi Minisztérium
Business Angels Pty. Ltd.	nemzeti, profitorientált, Ausztrália	550 AU\$/ év közvetítési díj, 750 AU\$/év többletszolgáltatásokkal, 2% sikerdíj	550 AU\$/ év közvetítési díj, 750 AU\$/év többletszolgáltatásokkal, 2% sikerdíj	nincs	nincs
Active Capital <sup>c</sup>	nemzeti, non profit USA	max. 450 \$ éves díj	199 \$ a szoftver használati díja	Petillon & Hiraide ügyvédi iroda	US Small Business Administration

Megjegyzés: <sup>a</sup> Bajor Gazdasági, Infrastrukturális, Közlekedési és Technológiai Minisztérium. <sup>b</sup> Az Austria Wirtschaftsservice GmbH állami fejlesztési társaság keretein belül működik az i2 – Die Börse für Business Angels program. A vállalati és intézményi befektetőknek a közvetítés éves díja 390 ill. 790 €. <sup>c</sup> Az Active Capital az Angel Capital Electronic Network (ACE-Net) jogutódja. A befektetők éves tagdíját a helyi operátorok határozzák meg. A hálózat rendszergazdája a California State University at San Bernardino maradt.

*Forrás:* saját összeállítás a szolgáltatók honlapjai alapján

A hálózatok **saját bevételei** az ügyfelek befizetéseiből származnak, azaz a szolgáltatásokat egy előre meghatározott áron nyújtják (fee-for-service). A regisztrációs, éves vagy előfizetői díjak általában magukban foglalják az adatbázisba való bekerülést, azaz a közvetítési folyamatban való részvételt. A sikeres partnerkeresés után az intézmények gyakran számítanak fel díjat (sikerdíjat) a befektetett tőke nagyságának arányában is (16. táblázat).

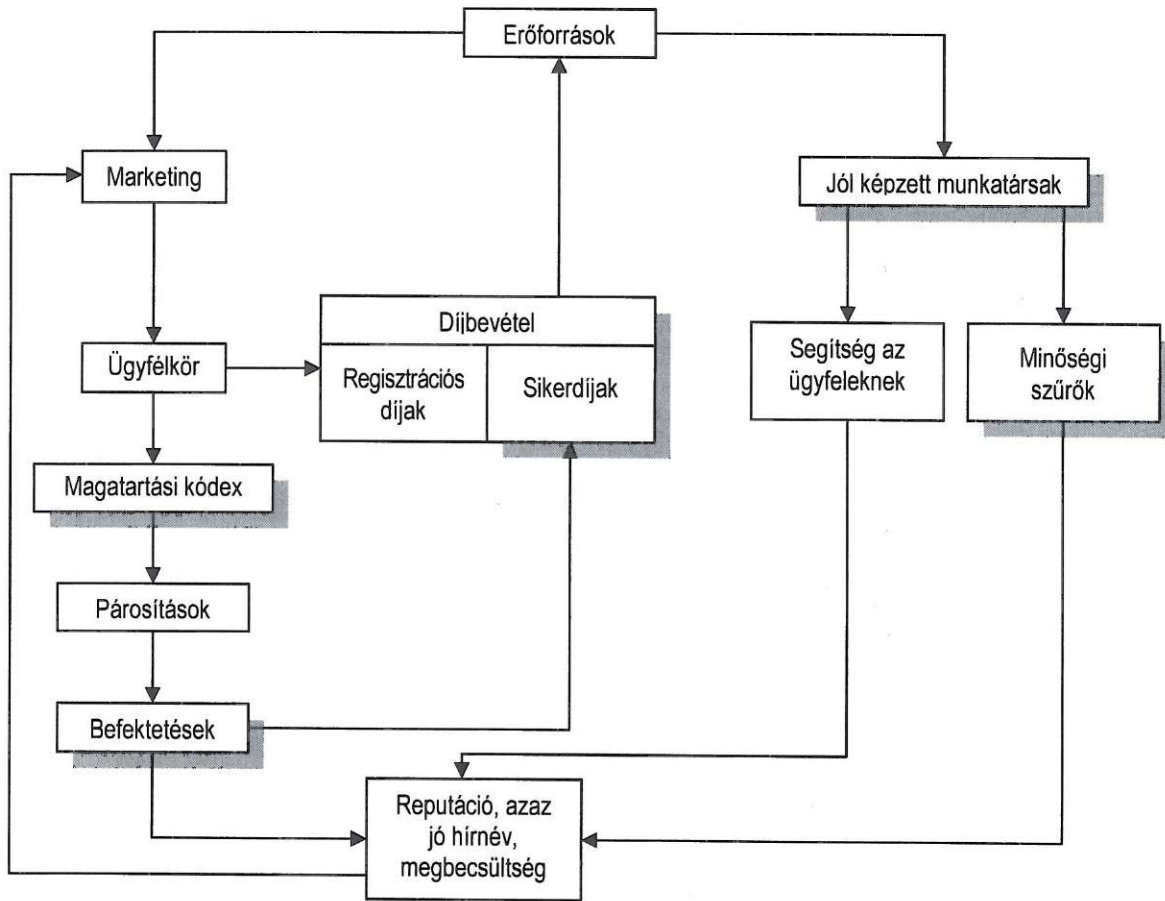
Újabbban a közvetítő szervezetek egyre kifinomultabb eszközöket fejlesztenek ki bevételeik növelése érdekében. Ide tartoznak a tőkét kereső vállalkozásban való **üzletrészért cserébe** nyújtott szolgáltatások (equity-for-service), amelyek hosszabb távon jelenthetnek jövedelmet. Emellett az **internetes üzleti modellt** kiaknázó szolgáltatók az online hirdetési felületek értékesítéséből, a partnerek oldalaira történő „átklikkelésekből” is profitálhatnak (Lange és szerzőtársai 2003).

A **befektetőkre és a vállalkozókra „kivetett” díjaknak több hatása** is van. Egyrészt a szolgáltatások árai meghatározzák 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 gyengébb (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 és Harrison 1996b, c). A sikerdíj használata a szolgáltató számára nagyobb kockázatot, de nagyobb bevételt is jelent, szemben a csak tag- ill. regisztrációs díjakra építő tarifarendszerrel.

A megfelelő **finanszírozás** nagyban **determinálja az üzleti angyal hálózatok eredményes működtetését és reputációját** (Mason és Harrison 1996c, Makra és Kosztopulosz 2006a). A **12. ábrán** lépésről lépésre nyomon lehet követni azt az ok-okozati kapcsolatot, ami a közvetítés pénzügyi forrásokkal való ellátottsága és (a kapcsolatfelvételekben valamint a befektetésekben megnyilvánuló) sikeressége között fennáll. Egy forrásokkal jól ellátott közvetítő intézmény elegendően nagy összeget képes marketingtevékenységre fordítani. Ez lehetővé teszi széles bázisú ügyfélkör kialakítását, ami növeli annak valószínűségét, hogy sikeresen egymásra találjanak az összeillő befektetők és vállalkozások, így növekszik a befektetések megvalósulásának esélye is. Ez a másik oldalról hozzájárul a szolgáltatás reputációjának, azaz jó hírnevének, megbecsültségének erősödéséhez, melynek hatására – mintegy visszacsatolásként – az ügyfélkör tovább szélesedik.



12. ábra: Az üzleti angyal hálózatok működtetésének „reputációs modellje”



Forrás: Mason és Harrison (1996c, 270. o.) alapján saját szerkesztés

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 **kiterjedt ügyfélkör** pedig felduzzasztja a regisztrációs díjából származó saját bevételeket, azaz **méretgazdaságossá teszi a szolgáltatás nyújtását**. A díjbevételek a beszedett sikerdíjak következtében is emelkednek. Egy forrásokkal bőségesen ellátott közvetítő intézmény képes jól képzett munkatársak csatorba állítására, és ez a profi stáb hatékonyan megszűri a befektetési ajánlatokat, kirotálva közülük a gyengébb minőségűeket, illetőleg alkalmas arra is, hogy értékes segítséget nyújtson azoknak a vállalkozásoknak (és befektetőknek), akik ezt igénylik. Ennek hatása egyfelől újra a létrejövő befektetések valószínűségének növekedésében csapódik le, másfelől szintén hozzájárul a szolgáltatás elismertségéhez a

vállalkozások és befektetők körében, és ezáltal elősegíti a régi ügyfelek megtartását és újak toborzását.

#### 4.4.3. Szervezeti kérdések

A közvetítő intézmény sikerességét és fennmaradását nagyban meghatározza, hogy milyen **szervezeti keretek** között működik. Lumme és szerzőtársai (1998) **három alternatív megoldást** vázoltak fel, amellyel a közvetítés megoldható (13. ábra). A modell főként a kormányzati háttérű közvetítő intézmények szervezeti megoldásait rendszerezi, a piaci szereplőkre kevésbé koncentrál.

A **szervezetileg független üzleti angyal hálózat (I.)** a befektetők és vállalkozók számára a szolgáltatások széles spektrumát kell, hogy nyújtsa. Ez azokban a térségekben (régiókban, országokban) lehet hatékony, ahol még nem alakul ki teljes mértékben a vállalkozásokat segítő intézményrendszer. Ellenkező esetben a nyújtott szolgáltatások a meglévő vállalkozói és befektetői szolgáltatások (jogi, üzleti, adózási tanácsadás stb.) duplikálódásához vezethetnek, és kérdéses lehet ezek piaci fogadtatása is. A modell előnye lehet a szakmai függetlenség, hátránya pedig az alapításhoz és működéshez szükséges nagy tőke- és humánerőforrás-igény.

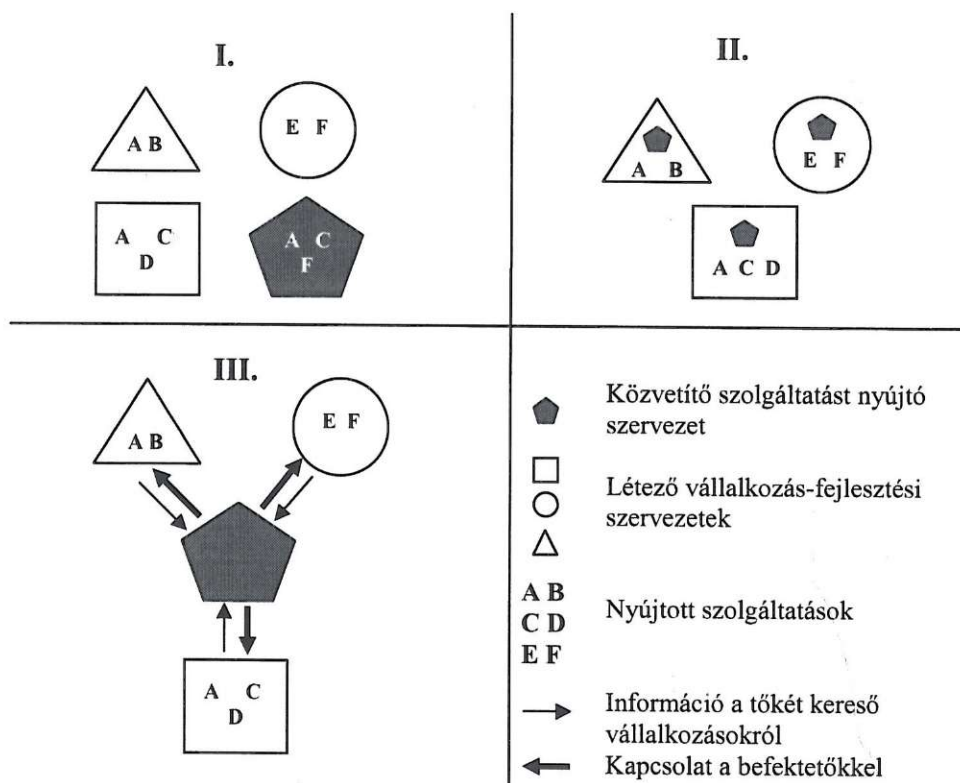
Az **egy létező vállalkozás-fejlesztő intézmény új funkciójaként működő közvetítő szolgáltatás (II.)** létrejöhet pl. egy üzleti inkubátor, tudományos park vagy vállalkozói, regionális ügynökség, de akár egy pénzügyi tanácsadó cég szervezeti keretein belül is. Célja, hogy ügyfelei (főként kisvállalkozások) számára egy új, hiánypótló szolgáltatást fejlesszen ki: hozzáférést biztosítson a nem intézményi kockázati tőkéhez. Ebben az esetben nincs szükség egy különálló szervezet létrehozására, ami az alapítási költségek csökkenését eredményezi. A modell alkalmas lehet arra, hogy mintaprojektek bázisa legyen, ahol tesztelni lehet a közvetítő szolgáltatások várható fogadtatását. A legnagyobb probléma az ilyen típusú szervezeti megoldással az, hogy egy-egy különálló intézménynek – főként, ha helyi szinten működik – rendkívül nehéz biztosítani a befektetők és a befektetési lehetőségek kritikus tömegét.

A **hálózat tagjaként működő közvetítő iroda (III.)** állandó kapcsolatot teremt a már működő vállalkozás-fejlesztési szervezetek, egyéb szolgáltatók és az angyal befektetők között azáltal, hogy koordinálja és ösztönzi a közöttük lévő információáramlást. Az együttműködés kétirányú: a közvetítő iroda egyrészt angyal befektetőket „toboroz” és kapcsolatot tart velük, így a hálózatban részt vevő fejlesztő intézmények (és azok ügyfelei) könnyen kapcsolatba kerülhetnek a befektetőkkel. Másrészt a vállalkozás-fejlesztő szervezetek információkat



szolgáltatnak a velük kapcsolatba került vállalkozásokról, amelyeket az iroda rendszerez és koordinál. Ezek a vállalkozások jelenthetik a közvetítő szervezet számára a jövőbeli ügyfeleket. A modell több szempontból is hatékony: a közvetítő szervezet függetlenül működhet, mégis képes lehet a megfelelő méretű ügyfélkör (befektetők, vállalkozók) kiépítésére. Megfelelő hálózati együttműködés esetén nincs szükség a szolgáltatások széles körének kiépítésére sem, mivel azt a többi intézmény fel tudja vállalni. Elkötelezett menedzsmenttel, viszonylag kis mérettel is képes lehet az iroda a sikeres működésre. A hálózat többi tagja is profitál az együttműködésből: forrásokhoz segítheti a hozzájuk forduló vállalkozásokat.

13. ábra: Az üzleti angyal hálózatok lehetséges szervezeti keretei



Forrás: Lumme és szerzőtársai (1998, 126. o.)

A szervezetenként független és a hálózat tagjaként működő közvetítő intézmények **társasági formája** szintén **rendkívül sokszínű**. A kormányzati támogatással működő intézményeknél gyakori az alapítványi (pl. Roban), egyesületi (pl. Business Angel Agentur Ruhr e.V.) forma, a profitorientált hálózatoknál pedig inkább a tulajdonosok korlátolt felelősségét biztosító társaságtípusok dominálnak. A választás függ egyrészt az adott ország jogi szabályozásától

(pl. társasági törvény), másrészt az alapítók körétől és elképzeléseitől is. A már létező szervezet új egységeként működő közvetítő iroda **anyaintézménye** a nemzetközi tapasztalatok alapján rendkívül változatos lehet: egyetem (pl. az UNIBAN az Universidade de Santiago de Compostela kezdeményezése), állami fejlesztési bank (pl. az i2 – Die Börse für Business Angels program az Austria Wirtschaftsservice GmbH keretein belül), állami innovációs alap (pl. SITRA – Finn Nemzeti Kutatás-Fejlesztési Alap), vállalkozás-fejlesztési alapítvány (pl. a NUK Neues Unternehmertum Rheinland e.V. működteti a Business Angel Börse nevű szolgáltatást) stb.

#### 4.4.4. A hálózatok tipizálása

Az üzleti angyal hálózatok igazodva az „angyal piac” sokszínűségéhez, különböző szervezeti formában, **eltérő üzleti modellt** alkalmazva üzemelnek. A **működés földrajzi kiterjedését** (a területi aggregáció szintjeit) **figyelembe véve** lokális-regionális, nemzeti és nemzetközi hálózatok végeznek ilyen jellegű tevékenységet (Makra és Kosztópulosz 2006a):

- **Lokális-regionális:** az üzleti angyal befektetések általában lokálisan, illetve regionálisan szerveződnek, mint azt a 2. fejezetben bemutattuk. Így a befektető szorosabb ellenőrző tevékenységet képes kifejteni a vállalkozás működését illetően. A lokalitás lehetővé teszi a személyes kapcsolatok kialakulását, a megbízható információk gyors terjedését: ezek a közvetítő szervezetek állnak leginkább közel az ügyfeleikhez és rendelkeznek a legnagyobb helyismerettel. A hálózatok nagy többsége regionális szinten működik, főként a regionalizált vagy föderális berendezkedésű országokban.
- **Nemzeti szintű:** a nagy térbeli távolságok miatt megnövekedett tranzakciós költségek kezelése és az ügyfelek kritikus tömegének elérése miatt szükségesek az ilyen típusú szervezetek. Gyakran a regionális hálózatokat fogják össze, vagy egyfajta szövetségi, érdekképviselői funkciót látnak el (pl. a német Business Angels Netzwerk Deutschland), vagy egyszerűen a kisebb piac, a kritikus ügyfélkör elérése miatt működnek országos szinten.
- **Nemzetközi hálózat:** a globalizáció és az egységesülő Európa által támasztott kihívásoknak egy határokon átívelő üzleti angyal hálózat tud megfelelni. Támogatja a befektetők mobilitását, elősegítheti az egyes nemzeti hálózatok együttműködését. Európában a European Business Angel Network (EBAN) látja el az európai üzleti angyal



hálózatok érdekképviselőit. Határmenti térségek összefogásának eredménye pl. az Euregional Business Angels Network (euBAN) létrehozása Maas-Rhine eurégióban.

Az **Egyesült Királyságban**, ahol európai viszonylatban a legaktívabbnak tekinthető az üzleti angyalok piaca, Mason és Harrison (1995) a területi aggregáció szintjét, a finanszírozás módját és az általuk közvetített befektetések jellemzőit figyelembe véve az üzleti angyal hálózatoknak **öt különböző csoportját** azonosította a kilencvenes évek közepén.

A helyi bázisú, a közsféra által (és regisztrációs díjából) finanszírozott szervezetek (**lokális/regionális, nem profitorientált szervezetek**) általában kizárólag közvetítő szolgáltatásokat nyújtanak. A vizsgált hálózatok fele (53%-a) lokális vagy regionális szinten működött. Hasonlóak a **nemzeti szintű, nem profitorientált intézmények**, amelyek szintén állami támogatással működnek. A felmérés időpontjában egyedüliként a LINC (Local Investment Network Company) tartozott ebbe a kategóriába. Mindkét állami támogatással működő intézménytípusról elmondható, hogy tipikusan olyan kisméretű befektetések létrejöttét segítette elő, amelyeknél korai szakaszban lévő vállalkozásoknak nyújtottak tőkét, és a befektető magas hozzáadott értékű fejlesztő tevékenységet valósított meg a vállalatnál.

A **profitorientált, magántulajdonban lévő – regionális és nemzeti szintű – hálózatokra** átlagosan nagyobb befektetések jellemzőek, mint a nem profitorientált intézményekre. A befektetések több mint harmada a terjeszkedési szakaszt finanszírozza. A profitorientált szolgáltatásokról általánosan elmondható, hogy az általuk közvetített befektetők egyre inkább az expanziós fázist finanszírozzák, a nagyobb összegű fejlesztőtőke-befektetések irányába orientálódnak, párhuzamosan az intézményesült kockázatitőke-piacon érzékelhető trenddel.

A brit nem intézményesült kockázatitőke-piac érdekes és nem tipikus szereplője az **intézményi arkangyal**. Profitorientált szervezet, amely felkutatja, szűri és strukturálja a befektetési lehetőségeket, majd a hálózat tagjaiból befektetői szindikátusokat szervez. Díjazását a tőkét kereső vállalkozásoktól kapja. Sok esetben kockázatitőke-társaságokkal is együttműködik, amelyek olyan alapokat szerveznek, melyekbe üzleti angyalok tudnak „passzív szereplőként” pénzt fektetni.

A **profitorientált, kiegészítő szolgáltatásokat nyújtó szervezetek** a felmérés szerint egy kevésbé homogén, kisméretű csoportot alkotnak. Ezek olyan vállalatokra specializálódnak, amelyeknek nincs kialakított stratégiájuk, vagy hiányoznak az ehhez szükséges ismereteik. Ilyen cégeket „házasítanak össze” a megfelelő képességű befektetőkkel, akik a tőkéjük mellett aktívan bekapcsolódnak a vállalat fejlesztésébe is.

Az ezredforduló környékén, részben az információs és kommunikációs technológiák rohamos fejlődése kapcsán, részben a korábbi negatív tapasztalatok és üzleti kudarcok átgondolásának hatására, valamint a potenciális ügyfelek új típusú elvárásai miatt **új szereplők, új üzleti modellek és szolgáltatások** jelentek meg az üzleti angyal hálózatok piacán. A hagyományos, díj alapú közvetítő szolgáltatásoktól való elfordulás (disintermediation) miatt a piac érezhetően egyre inkább a sikerdíjak és az üzletrészért cserébe nyújtott szolgáltatások irányába tolódik el. A kizárólag a vállalkozók pénzügyi erőforrásainak megszerzésére koncentráló intézmények mellett megjelentek a cég humán erőforrás-igényeinek kielégítését (menedzsment összeállítása, tanácsadók felkutatása, stb.) is elősegítő szolgáltatások. Az egyre olcsóbb közvetítő szolgáltatások lehetővé tették a vállalkozók számára, hogy egyszerre több fórumon keressenek maguknak finanszírozó partnert. Az internet lehetővé tette a szórtan, egymástól távol elhelyezkedő angyal befektetők virtuális szerveződését, csoportosulását, így a személyes találkozásokra csak a cég átvilágításakor vagy a vállalkozó prezentációjakor van szükség. A hálózatok hálózatainak megjelenése szintén a globális kihívásokra adott válasznak tekinthető (Lange és szerzőtársai 2003).

Lange és szerzőtársai (2003) 40 vezető európai és amerikai üzleti angyal hálózatot vizsgáltak meg, majd hét kritérium (finanszírozás, profitorientáció, előnyben részesített finanszírozási szakasz és szektor, a tagoknak nyújtott szolgáltatások köre, a szűrés és a vállalkozás támogatásának módja, földrajzi hatókör) alapján **három fő típust, üzleti modellt azonosítottak** (17. táblázat). Várakozásaik szerint a szolgáltatók egy jelentős hányada a „**hagyományos**” megközelítés helyett egyre inkább a befektetők egy szűk csoportja igényeinek minél teljesebb kielégítésére koncentrál. A beérkező befektetési lehetőségek több szűrőn és „mentoráláson” esnek át, majd befektetési javaslat formájában kerülnek az angyalok elé. A **befektető-központú szolgáltató** maga is kiveszi a részét az „üzletből” azzal, hogy üzletrészt vagy opciót szerez, átrendezve ezáltal az új vállalkozás beindításában résztvevők közötti kockázat-megtérülés viszonyrendszerét. A teljes körű szolgáltatások a kölcsönös bizalmon és megbízhatóságon alapulnak. Ezzel párhuzamosan a nagy forgalmat lebonyolító, a projektek között egyáltalán nem vagy csak kismértékben válogató, a befektetők széles körét elérő szolgáltatások is gyors fejlődés előtt állnak. Ezek a **vállalkozás-központú**, az internet előnyeit maximálisan kihasználó, leginkább alacsony hozzáadott értékű szolgáltatásokat kínáló hálózatok a hagyományos hálózatok modelljét követik, azonban leginkább marketing-bevételekből tartják fenn magukat és üzleti modelljüket az internet tömeges elérhetőségére alapozzák.



17. táblázat: Az üzleti angyal hálózatok hagyományos és kibontakozó új modelljei

	Hagyományos hálózatok	Befektető-központú hálózatok	Vállalkozó-központú hálózatok
<i>Fő tevékenység</i>	Közvetítés, oktatás	Befektetési javaslatok szűrése, strukturálása, üzleti inkubáció, mentorálás	Projektek kiállítása, hálózatosodás, összekapcsolódás, „linkelés”
<i>Projektek szűrésének foka</i>	Alacsony - közepes	Nagyon magas	Nincs vagy alacsony
<i>Finanszírozási mód</i>	Tagsági díjak, tanácsadói díjak, szolgáltatási díjak	Tanácsadói díjak és részesedés szerzése	Webes hirdetések (bannerek), forgalomarányos, átirányításból származó díjak
<i>Az üzleti angyalok száma</i>	Nagy	Kicsi	Hatalmas

*Forrás:* Lange és szerzőtársai (2003, 27. o.)

#### 4.5. A programok értékelése és magyarországi javaslatok

Informális tőkebefektetések olyan környezetben valósulnak meg tömeges számban, ahol a gazdaság és a társadalom vállalkozás-központú és innováció-orientált. Mindez azt jelenti, hogy a nem intézményi kockázati-tőke-piac esetében is a legfontosabb kormányzati feladat olyan **keretfeltételek, adminisztratív szabályok** kidolgozása, amely lehetővé teszi és ösztönzi a piaci szegmens hatékony működését. A szabályozási környezet és az üzleti kultúra színvonalának javítása után érdemes csak bármely más közvetlen beavatkozást elindítani.

A 4.3. alfejezetben **bemutatott kormányzati intézkedések egy része nemcsak az informális kockázati piac fejlődésének előmozdítását szolgálja.** Vannak olyan állami feladatok, mint pl. a vállalkozói kultúra javítása, a vállalkozói szellem és a kockázatvállalás ösztönzése, a vállalkozók társadalmi elfogadottságának erősítése, a kreativitás bátorítása, vagyonos társadalmi réteg kialakulásának segítése, amelyek **céljukat csak hosszú távon érik el**, de kihatnak az informális tőkepiac működésére is. Mindebből **két következtetést** lehet levonni: (i) a felsorolt intézkedésekben előrébb tartó országokban az üzleti angyal finanszírozás is minden bizonnyal sikeresebb, (ii) a vállalkozásfejlesztési politikákon belül kiemelkedő szerepe van az integrált megközelítésnek és a koordinációnak .

Mind az intézményi, mind az egyéni kockázati tőke-piacon nyilvánvalóvá vált, hogy az **egyoldalú kínálatoldali beavatkozások nem elégségesek** a tőkerés megszüntetéséhez, ehhez kiegészítő, a keresleti oldal ösztönzésére fókuszáló intézkedésekre is szükség van (Harding 2002, Mason és Harrison 2001, 2004). Mindez azon a felismerésen alapul, hogy a tőkerés létrejöttét a piac egy adott tartományában nemcsak az alacsony pénzkínálat okozza, hanem a szereplők közötti információs egyensúlytalanság és információhiány is, melyet Harding (2002) **tudásrésznek** nevez. A gyakorlatban ez a vállalkozók számára azt jelenti, hogy nem ismerik, nem értik vagy félreértik a kockázati tőkét, nem találnak rá a megfelelő befektetőre vagy nem tudják az elvárásaikat teljesíteni. A keresletoldali beavatkozások azonban komplikáltak és hatásuk is hosszabb távon jelentkezik.

A tudás- és információdeficittel küszködő piaci szegmens fejlesztésében az **üzleti angyal hálózatok kulcsszerepet játszhatnak**. Innovatív „párosítási” eljárásokkal a partnerkeresés tranzakciós költségét lecsökkentik, és a tudásban, ismeretekben meglévő hiányosságokat is képesek különböző képzésekkel, tréningekkel orvosolni. Érzékelhető azonban, hogy az **üzleti angyal hálózatok** eddigi „európai modellje” **felülvizsgálatra szorul**<sup>81</sup>: a folyamatos kormányzati dotációktól elkényelmesedett szervezetek sok helyen nem tudták elérni a kritikus ügyfél nagyságot, szolgáltatásaikat nem igazították hozzá a változó igényekhez és körülményekhez, így piacélnkítő hatást, de még az önfenntartást sem tudták elérni.

Kállay (2002) szerint az a vállalkozásfejlesztési program lehet eredményes, makrogazdasági szinten hatékony, amely nem célcsoportokra, hanem beavatkozási területekre fókuszál, és amely fenntartható, a piaci körülmények között is működőképes szolgáltatásokat fejleszt ki, melyek sikere a tranzakciós költségek valóságos csökkentésén alapul. A kisvállalkozás-finanszírozási beavatkozások területén nem az olcsó, közpénzekből dotált források nyújtását javasolja, hanem a szükséges finanszírozási formához való hozzáférés megkönnyítését. Az új megközelítést leíró, **piacépítő modellben** a donorfinanszírozást nyújtó szerv célja olyan, a vállalkozások versenyképességét erősítő szolgáltatások kifejlesztése, amelyet a cégek ténylegesen, akár piaci áron is igénybe vesznek, azaz piacképesé válnak.

A 4.3. alfejezetben említett több program (befektetések fogadására való felkészítés, garancianyújtás, az üzleti angyalok kormányzati társfinanszírozása, üzleti angyal hálózatok működése) esetében a **piacfejlesztő modell elveinek, megközelítésének alkalmazása sikeres beavatkozást eredményezhet**. Példa erre a brit „Investment readiness”

---

<sup>81</sup> Véleményemet a Bolognában tett tanulmányutam tapasztalataira és német üzleti angyal hálózatok munkatársaival folytatott beszélgetésekre is alapozom.



demonstrációs projekt, amelyben a donorfinanszírozást nyújtó szerv (minisztérium) arra adott támogatást a kiválasztott szolgáltatóknak, vállalkozástámogató szervezeteknek, hogy alacsony költségekkel működtethető, valóban hasznos „felkészítő” szolgáltatást fejlesszenek ki, amelyet a tesztelés után piaci alapon is igénybe vesznek a vállalkozások. Az utóértékelés során kimutatták, hogy a mintaprogram elérte fő céljait (SQW 2004).

Az üzleti angyal befektetések piacát megcélzó, **sikeres politika** tehát ténylegesen a piac működésképtelen részeire (résekre) irányul, többféle eszköz együttes alkalmazásának harmóniájára épül, a kisvállalkozás-fejlesztés területén belül más intézkedésekkel is összhangban áll, részben piacképes és öfenntartó szolgáltatások kifejlesztését támogatja és a hatások utólagos értékelésére is nagy súlyt fektet.

A fenti elvek és a bemutatott jó gyakorlatok **magyarországi alkalmazása** sokat segíthetne a meglehetősen fejletlen nem intézményi kockázatitőke-piac felzárkózásában. 2004-ben a Közgazdasági Szemle hasábjain szerzőtársammal azt írtuk, hogy – sok egyéb tényező mellett – valószínűleg a **kormányzati érdektelenség, passzivitás** is hozzájárul a hazai üzletiangyal-finanszírozás korlátozottságához (Makra-Kosztópulosz 2004). Az azóta eltelt idő alatt azonban három, a civil és a kormányzati szférából indult kezdeményezés, valamint néhány jogszabályváltozás azt mutatja, hogy a helyzet talán valamelyest megváltozott.

2005 végén fogadta el a magyar parlament azt a **törvénymódosítást**, amely szabályozott keretek között lehetővé teszi a hazai intézményi befektetők (bankok, biztosítók, magánnyugdíjpénztárak) számára a kockázatitőke-alapokba történő befektetést. Optimális esetben mindez az eredményezhetné, hogy növekszik a befektethető kockázati tőke az országban. A piaci szegmensre vonatkozó szabályok lényegesen korszerűsödtek és teljes egészében a tőkepiaci törvénybe<sup>82</sup> kerültek át (Banyár-Csáki 2006). Jelentős eredményeket sikerült elérni a cégindítás, cégszabályozás területén is hazánkban: 2003 óta az **alapítás költsége és időigénye** egyaránt negyedére csökkent (WB 2007). A felsőoktatási törvény<sup>83</sup> módosítása és innovációs törvény<sup>84</sup> megalkotása révén megteremtődött a spin-off vállalkozások létrehozásának jogszabályi háttere.

Pozitív fejlemény, hogy a Magyar Vállalkozásfejlesztési Alapítvány és az MFB Invest Befektetési és Vagyonkezelő Zrt. 2006-ban létrehozta a Start Tőkegarancia Zrt-t. Termékei közül az **egyedi befektetési tőkegaranciát** befektetési tapasztalattal rendelkező

---

<sup>82</sup> A többször módosított 2001. évi CXX. a tőkepiacról.

<sup>83</sup> 2005. évi CXXXIX. törvény a felsőoktatásról.

<sup>84</sup> 2004. évi CXXXIV. törvény a kutatás-fejlesztésről és az innovációról.

magánszemélyek és intézményi pénzügyi befektetők vehetik igénybe. A szervezet kizárólag magyarországi KKV-ba befektetett tőke 50-80%-áig nyújthat 5-100 millió Ft értékű garanciát. Ezáltal a **Magyarországon befektető üzleti angyalok tevékenységük kockázatait részben át tudják hárítani a garanciaszervezetre**. A portfolió tőkegarancia termék pedig új alapítású magyarországi kockázatitőke-alap tőkeveszteségének maximum 50%-os mértékéig nyújt fedezetet 500 millió Ft-tól 1 milliárd Ft-ig. A garanciát kizárólag olyan kockázatitőke-alap jogosult igénybe venni, mely tőkénének legalább 60%-át magyarországi KKV-kba fekteti be tőkeemelés formájában. A kezességvállalások pénzügyi forrását a Magyar Vállalkozásfejlesztési Alapítvány kezelésében álló több mint **6 milliárd Ft értékű Start Garancia Alap** jelenti<sup>85</sup>.

Az INNOSTART Nemzeti Üzleti Innovációs Központ az általa hét év óta szervezett Üzleti Angyal Klubok tapasztalatára alapozva 2007 elején létrehozta saját szervezetén belül az **Első Magyar Üzleti Angyal Hálózatot**. A kockázatitőke-befektetésekben érdekelt szereplők adatbázisa kiépült és egyre bővül, a tőkét kereső innovatív projektek szűrése folyamatos, a befektetőkeresés teljes folyamata kiépült és működik. Cél, hogy az ország összes régióját lefedve, a hálózatiság elve alapján a lehető legtöbb szervezettel (egyetemek, vállalkozói, szakmai, fejlesztési és innovációs szervezetek, inkubátorok stb.) együttműködve, információterjesztő és aktív projektgeneráló tevékenységet megvalósítva a lehető legtöbb innovatív vállalkozás és projektgazda találjon magának befektetőt. Jelenleg azonban a korlátozott finanszírozási források miatt mindössze két munkatárs foglalkozik e tevékenységgel.

Biztató továbbá, hogy a JEREMIE programon belül a tervek szerint 2008-ban létrejön egy tisztán állami tulajdonú „**társbefektetési**” (co-investment) **alap**, amely ügyletenként, a megfelelő döntési procedúra után a kockázatitőke-alapok mellett **üzleti angyalokkal is végezhet közös befektetéseket**. A részleteken azonban sok múlik: mekkora tőkeereje lesz az alapnak, milyen szervezet lesz az alapkezelője, milyen feltételekkel helyezhet ki, mennyire lesz bürokratikus az eljárás stb. (INNOSTART 2007). Emellett az ún. közös alap konstrukció keretében – az összes tőke legfeljebb 70%-áig – újonnan létrehozott kockázatitőke-alapok is állami forrásokhoz juthatnak, valamint a kiválasztott intézményi befektetőkkel párhuzamosan befektető, állami tulajdonú paralell alapok is létrejönnek.

A felsorolt „spontán” **kezdeményezések** és jogszabályváltoztatások azonban **önmagukban nem elegendőek**, hatásuk egyelőre érzékelhetetlen. Ennek valószínűleg

---

<sup>85</sup> Az információ forrása a szervezet honlapja: [www.startgarancia.hu](http://www.startgarancia.hu).



leginkább makrogazdasági okai vannak: az általános adóterhelés növekedése, a kiszámíthatatlan szabályozási környezet, a költségvetési kiigazítás, a kis- és középvállalkozói szegmens stagnálása stb. Összehangolt intézkedésekre és törvényalkotó munkára van szükség ahhoz, hogy a teljes kockázatitőke-piacon érdemi pozitív változások indulhassanak el. A Start Tőkegarancia Zrt. 2007-ben például mindössze három – kivétel nélkül intézményi – befektetésre vállalt tőkegaranciát, aminek oka, hogy kevés az üzleti angyal és a korai fázisú kockázatitőke-befektető, valamint a szervezet tevékenysége nem közismert. A Jeremie tőkeprogram máris több hónapos késésben van és még a tenderkiírások tervezete sem ismert. A kockázati tőke törvény módosítása óta továbbra is mindössze egy alapkezelő jelentkezett be annak hatálya alá<sup>86</sup>. Az üzleti angyal hálózat működésének finanszírozása még rövid távon sem megoldott.

A külföldi gyakorlatok ismertetése és a hazai helyzetelemzés után javaslataimat hat pontban foglalom össze:

1. Bőven akad még tennivaló az **adminisztratív szabályozás** területén: a jelenlegi adórendszer állapota és a vállalkozások versenyképességére gyakorolt negatív hatása közismert, és kiemelten sújtja az innovatív, kutatás-fejlesztésre áldozó cégeket. A szellemi termékek gazdasági társaságba való bevitele (apportálása) a magas adóterhek miatt nehézkes, és adóelkerülésre, off-shore cégek alapítására ösztönöz. A magasan képzett munkaerő (pl. kutatók) alkalmazása a munkaadói terhek mai szintje mellett jelentős terhet okoz. A kockázati tőke törvény szabályai még mindig nem elég rugalmasak ahhoz, hogy az alapkezelők valóban belépjenek annak hatálya alá (Banyár-Csáki 2006). Látni kell azt is, hogy hiába minden pozitív jogszabályi intézkedés, ha az ország általános gazdasági helyzete nem stabil, a befektetések élénkülésére nem lehet számítani.
2. Az adózási szabályok közvetlenül befolyásolják a befektetések hozamát, ezért a befektetések ösztönzésében szerepük kiemelkedő. A hazai makrogazdasági helyzet és az államháztartás állapotának javulásával érdemes bevezetni az üzleti angyalok befektetésével arányos, az ügylet adóévében érvényesíthető **személyijövedelemadó-kedvezményt**. Ehhez szükség van a befektető és a célvállalkozás pontos törvényi definiálására. Cél, hogy kizárólag a magvetés és indulás fázisában járó technológiai cégek finanszírozását premizálja az állam, és a szabályok pontos kidolgozásával az esetleges visszaélések számát minimalizálja.

---

<sup>86</sup> Az adat forrása a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének honlapja.

3. Egy korábbi felmérés rámutatott arra, hogy a kockázati tőkére leginkább rászoruló hazai technológiai vállalkozások kétharmada nem ismeri (egyáltalán vagy részletesebben) az üzleti angyal finanszírozás lehetőségét (Kosztopoulos és Makra 2007). Annak érdekében, hogy a kockázati tőke-finanszírozás gyakorlata közismertté és megszokottá váljon az üzleti életben, elengedhetetlen tájékoztató kampányok indítása, tanulmányok, publikációk közzétevése, sikertörténetek, brosúrák, hirdetések megjelentetése stb., hogy a lehetséges üzleti angyalok és a finanszírozót kereső vállalkozók megismerjék e finanszírozási mód előnyeit. A tapasztalatok arra hívják fel a figyelmet, hogy érdemi hatást a **folyamatos tájékoztatás, ismeretterjesztés** tud csak kifejteni, és hogy a feladat elvégzésébe az üzleti angyal hálózatokat és a vállalkozásfejlesztési szervezeteket érdemes bevonni.
4. A bemutatott **üzleti angyal hálózat** akkor tud folyamatosan értékes szolgáltatásokat nyújtani és a reputációjára alapozva az önfenntartó működés feltételeit elérni, ha a kezdeti években kiszámítható finanszírozáshoz jut. Egy középtávú működési terv elfogadása alapján érdemes egy fokozatosan csökkenő mértékű állami támogatást megítélni számára.
5. A vállalkozók és a potenciális üzleti angyalok számára szervezett **speciális képzések, tréningek** fontos eszközei az informális kockázati tőke-piac fejlesztésének. Ezeken az eseményeken a potenciális és valódi cégvezetők jobban megérthetik az üzleti terv fontosságát, a befektetők elvárásait, a befektetési folyamatot, a tulajdonjogokkal kapcsolatos kérdéseket, a kiszállás körülményeit stb. Mindezzel javul az általános vállalkozói és finanszírozói kultúra is hazánkban. A tréningek szervezésébe a megfelelő szakismerettel rendelkező szervezeteket érdemes csak bevonni, melyek napi kapcsolatban vannak befektetőkkel és a tőkét kereső innovatív vállalkozókkal.
6. A **tőzsde** szerepe nemcsak a nem intézményi kockázati tőke-befektetések, hanem a teljes nemzetgazdaság szempontjából kiemelkedő. Jelenleg is működnek kormányzati programok, melyek a középvállalkozások tőzsdére menetelét segítik elő. A fiatal technológiai cégek bevezetése a parkettre a kockázati befektetők kiszállását és a további gyors növekedést segítené elő, de a forgalomba hozatal relatíve magas tranzakciós költsége és a tőzsde alacsony kapitalizációja nem kedvez ezeknek az igényeknek. Olyan konstrukció kidolgozását javasolok, amely tömegesen ösztönzi a hazai „tehetséges” technológiai cégek nyilvánossá válását.



## V. Összefoglalás

Az **informális kockázati tőke a teljes vállalkozás-finanszírozási rendszer egyik alappillére**. A vállalkozások korai szakaszában a családi befektetők, más informális tőkebefektetők és az üzleti angyalok a cég számára pótolhatatlan és egyéb forrásból be nem szerezhető pénzeket közvetítenek. Segítségükkel a vállalat eljuthat egy olyan szintre, ahol a pénzügyi közvetítők (bankok, kockázatitőke-alapok) megbízható ügyfelévé válik.

Az informális kockázati tőke a kockázatitőke-piac szerves része, az intézményi befektetők kiegészítője, partnere és időnként annak versenytársa is. Szerepét, jelentőségét, jellegzetességeit mindezek fényében érdemes csak vizsgálni. Az első fejezetben bemutattam a formális kockázati tőke legfontosabb formáit, a piac szereplőit és az iparágban érzékelhető trendeket. A folyamatokból azt a következtetést vontam le, hogy **az intézményi befektetők egyre kevésbé képesek és/vagy hajlandóak a ténylegesen kockázatos új cégek finanszírozására**, így még inkább felértékelődik az üzleti angyalok szerepe.

A **piac térbeliségének vizsgálatakor** magyarországi empirikus adatokat is elemeztem a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület 16 éves felmérésének adatbázisára támaszkodva. Az eredmények a vártnál is „kedvezőtlenebbek”: az időszak alatt megvalósult **befektetések értékének 84%-a Közép-Magyarországon, 77%-a pedig Budapesten realizálódott**. Az ilyen fokú földrajzi koncentráció nemzetközi szinten is kimagasló. Érdekes, hogy az LQ elemzés alapján a Dél-alföldi régió is a gazdasági súlyánál több kockázati tőkét vonzott. Az okokat keresve a kialakult torz térszerkezetért főként az ország Budapest-központúságát és az ebből fakadó további előnyöket tettem felelőssé. Az adatok alacsonyabb területi (megyei) szinten történő aggregálásával a képet árnyaltabbá lehet tenni, ez számomra egy jövőbeli kutatási területet jelent.

Az első fejezet másik fő eredménye a **kockázati tőke elméleti keretének kialakítására tett kísérlet**. Az intézményi közgazdaságtan áramlatába tartozó, a vállalati pénzügyek területéről származó, a szociológiai és gazdaságföldrajzi gyökerű elméletek közös pontja, hogy valamilyen mértékben képesek lehetnek a kockázatitőke-finanszírozás egy-egy jellegzetességének magyarázatára. Amíg az ügynökelmélet a külső tőkebevonás, vagyis a befektető és vállalkozó közötti kapcsolat kialakulása során fellépő problémákat, jelenségeket és azok kezelését írja le, addig a társadalmi tőke teóriája a társadalmi kapcsolatok, a helyi hálózatok, a szociális beágyazódottság, a bizalom és a reciprocitás fontosságát hangsúlyozza a

befektetések létrejöttében. A pénzügyi teóriák az információs aszimmetriák szerepét kiemelve a finanszírozás keresleti, illetve kínálati szereplőinek szemszögéből magyarázzák a forrásbevonás illetve –kihelyezés nehézségeit, a gazdaságföldrajzi elemzések pedig a pénzügyi rendszerek területi struktúráját tartják meghatározónak a pénzek tökéletlen (területi) allokációja kapcsán.

Az **üzleti angyalok definiálása** azért volt nehéz feladat, mert a szakirodalom a véleményem szerint eltérő jelentéstartalommal rendelkező kifejezéseket gyakran egymás szinonimájaként használja. Végül két kategóriát állítottam fel. Az üzleti angyalokat olyan (általában vagyonos és tapasztalt) magánszemélyekként határoztam meg, 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 jóval tágabb és heterogénabb finanszírozói kört megtestesítő informális tőkebefektetők pedig olyan egyének, akik pénzügyi forrásokat nyújtanak tőzsdén kívüli vállalkozások számára.

Az informális kockázati tőke **négy jellegzetességét** emeltem ki a piac bemutatásakor. A főként szakirodalmi forrásokra támaszkodó elemzés a befektetők döntéseit befolyásoló, a befektetővé válásra ható tényezőket, a vállalkozás fejlesztésébe történő értékteremtő bekapcsolódás formáit és jelentőségét, a piac területi jellemzőit és a befektetők különböző tipizálását ismertette. Az egyes témakörök kiválasztása nem esetlegesen történt, hanem a statisztikai elemzéseket megalapozó hipotézisek kialakításához igényelt információk körét is szem előtt tartva.

A **befektetések mögött meghúzódó okokat** elemezve rámutattam, hogy a pénzügyi megfontolások mellett (ill. bizonyos esetekben helyett) más, „emocionális” tényezők is befolyásolják az üzleti angyalok forráskihelyezési tevékenységét. Ezek a motivációk (pl. segítségnyújtás, támogatás, örömszerzés) a pénzben mérhető hasznok helyett pszichikai jellegű jövedelmeket generálnak a befektető számára. Maslow elméletének kontextusába helyezve mindez azt jelenti, hogy a tisztán gazdasági motivációk alacsonyabb rangú, míg a hedonista és altruista magatartás magasabb rendű szükségleteket elégítenek ki. Hasonló jelenség a „szeretetpénz” nyújtása is, amikor a tőketulajdonosok nem a száraz közgazdasági logikán alapuló döntések alapján fektetnek be pl. a barátaik vagy családtagjaik cégeibe, hanem a felek közötti kapcsolatok különleges minősége miatt. Véleményem szerint a befektetések mögötti motivációkat a nemzeti és helyi kulturális viszonyok, normák is nagymértékben befolyásolják. Összetartó helyi közösségekben valószínűleg magasabb fokú altruizmus figyelhető meg az angyal befektetők körében, sőt a nagyfokú társadalmi



szolidaritást mutató kontinentális Európa egyéni tőkebefektetőinek szociális elkötelezettsége is magasabb lehet, mint angolszász társaiké.

Az informális kockázati tőke gyakran „okos pénzként” (smart money) viselkedik, azaz a **befektető a vállalat** felé a finanszírozáson túl a tudás- és a kapcsolatrendszer átadásában megtestesülő **hozzáadott értéket közvetít**. A portfólióvállalat érdekében végzett munka több célt szolgálhat: a cégérték növelésének maximalizálását, a bukás kockázatának csökkentését, az ügynöki költségek minimalizálását (pl. a vállalkozó opportunistá magatartásából származó károk megelőzését) vagy személyes ambíciók megvalósítását. A közreműködés két fő iránya a humán és a társadalmi tőke megosztása, minősége pedig nagyban személyfüggő, azaz az adott egyén szakmai múltja, tapasztalata, tudása, szabadideje stb. által determinált. A befektető társadalmi struktúrában betöltött helyzete meghatározza, hogy milyen fokú társadalmi tőkét halmozott fel, az mennyiben tekinthető összezáró (bonding) és mennyiben összekapcsoló (bridging) jellegűnek, valamint mindebből a vállalkozó számára milyen hasznokat tud keletkeztetni. A befektető humán tőkéjének megosztása kapcsán a kérdés az lehet, hogy tudásának mekkora része explicit, azaz leírható, szavakkal kifejezhető, egyszerűen átadható és mekkora hányadát alkotják hallgatólagos, rejtett (implicit) tudáselemek, melyek transzfere nehezen kivitelezhető.

Az **egyéni kockázati tőke** további jellemzője, hogy **térben egyenetlenebben oszlik el és kevésbé koncentrálódik**, mint az intézményi, valamint nagymértékben **lokális forrásokból származik**. A kínálat szórt területi elhelyezkedése abból adódik, hogy a befektethető pénzzel rendelkező egyének térbeli eloszlása kiegyenlítettebb, mint a kockázati tőke-társaságoké. A befektetők elhelyezkedése pedig nagyban meghatározza a befektetések megvalósulásának helyszínét is: az angyalok általában 2-3 óra autóúttal megközelíthető cégekbe fektetnek. Azokban a térségekben, ahol a vállalkozói kultúra erős (tehát nagy számban megtalálható gyors növekedésre képes cég) és magasak a jövedelmek (a befektethető tőke rendelkezésre áll), az informális tőkebefektetések valószínűleg felülreprezentáltak más régiókhöz képest. Dolgozatomban az egyéni kockázati tőke-befektetőket egyfajta „**endogén erőforrásnak**” tituláltam, mivel a jórészt helyben képződött megtakarításokat jórészt helyben is fektetik be. Ezzel a regionális fejlődés szempontjából egy pozitív és kumulatív folyamat indukálódhat: a helyben keletkezett vagyon a régió belül hasznosul újra, növelve ezzel a helyi gazdaság bázisát jelentő növekedésorientált kisvállalkozások számát és versenyképességét, erősítve a vállalkozói kultúrát. A megnövekedett jövedelmeket a sikeres vállalkozók később mint üzleti angyalok ugyancsak a térségben fektetik majd be.

A hazai informális tőkebefektetők a **felnőtt lakosság 1,6%-át** teszik ki, amely nemzetközi viszonylatban is alacsony értéknek minősül. Ehhez párosul, hogy **átlagos forráshelyezés** mindössze **930 ezer Ft** körül alakult (csak 25%-uk fektetett be 1 millió Ft-nál nagyobb összeget), tehát a szűk piaci keresztmetszet két irányból is megmutatkozik. A befektetők alig több mint **fele férfi**, átlagosan **40 év körüliek**, **negyedük felsőfokú végzettségű** és **50%-uk jövedelmét a legfelső harmadba** sorolta. **60%-uk Pest megyei lakos**, és **mindössze negyedrészüik vállalkozó**. A tipikus befektető személyesen is ismer más vállalkozót a környezetében, rendelkezik vállalkozásindítási képességekkel és tapasztalatokkal, valamint közel fele jó üzleti lehetőségeket is felismert lakókörnyezetében.

Az informális tőkebefektetőkre ható tényezőket ökonometriai modell segítségével elemeztem. A befektetővé válást meghatározó faktorok közül a **vállalkozói magatartást, attitűdöket közvetítő determinánsok a legfontosabbak**, azok közül is kiemelkedett a vállalkozó személyes ismerete. Ezzel párhuzamosan a demográfiai változók a hatásukat tekintve meglehetősen háttérbe szorultak, egyedül az alkalmazotti státusz és a lakóhely magyarázóereje volt jelentős. Mindez arra utalhat, hogy amennyire vállalkozói egy ország, annyira hat ez ösztönzőleg az informális tőkebefektetéseket. A modell fő eredményei nagyrészt összhangban vannak a korábbi nemzetközi kutatások megállapításaival.

Az informális tőkebefektetőkön belül közel kétharmad-egyharmad arányban oszlanak meg azok, akik kizárólag családi illetve nem családi kötődésű cégekbe fektetnek. A statisztikai eredmények alapján kijelenthető, hogy a **családi és nem családi befektetők kategóriája egymástól szignifikánsan különbözik**. A nem családi befektetők nagyobb arányban férfiak és felsőfokú végzettségűek, többen rendelkeznek vállalkozói készségekkel és múlttal, mint a családi invesztorok, és nagyobb arányban fektetnek be 1 millió Ft-nál magasabb összeget. Azonban a két csoportban ugyanakkora hányad nem kéri vissza a befektetett tőkét a vállalkozótól, tehát a „szeretetpénz” jelensége mindkét klaszterben kimutatható, nemcsak a családi befektetőknél. Emellett a családi befektetők magasabb jövedelemmel rendelkeznek és több üzleti lehetőséget észlelnek a régiójukban.

A magyarországi befektetők elemzése után gyakorlati példákkal illusztrálva felvázoltam azokat a lehetséges kormányzati intézkedéseket, amelyek a piac fejlődését segíthetik. Kijelentettem, hogy a kormányzat legfontosabb feladata olyan **keretfeltételek, adminisztratív szabályok** kidolgozása, amelyek megfelelő légkört biztosítanak a nem intézményi kockázatitőke-piac működéséhez. Ha ezek az alapfeltételek hiányoznak, a bemutatott állami intézkedések sikere is kétséges. Az informális kockázatitőke-befektetések ösztönzése eszközei és motivációi alapján a **vállalkozásfejlesztés tágabb kontextusába**



**illeszkedik**, ezért az egyes beavatkozásoknak összhangban kell állniuk a kisvállalkozás-fejlesztés területén belül más intézkedésekkel is. Emellett az üzleti angyal befektetések piacát megcélzó **sikeres politika további jellemzője**, hogy ténylegesen a piac működésképtelen részeire (résekre) koncentrál, a keresleti és a kínálati oldali eszközök alkalmazásának harmóniájára épül, a hatások utólagos értékelésére is nagy súlyt fektet és ahol lehetséges (pl. befektetések fogadására való felkészítés, garancianyújtás, az üzleti angyalok kormányzati társfinanszírozása, üzleti angyal hálózatok működtetése, stb.), a piacfejlesztő megközelítést alkalmazza.

A piaci szegmens fejlesztésében véleményem szerint vezető szerepet kell szánni a világon rendkívül sokszínű formában fellelhető **üzleti angyal hálózatoknak**. Feladatuk egyrészt – a piac alacsony hatékonyságért is felelőssé tehető – partnerkeresési tranzakciós költségek tartós csökkentésében, másrészt a tájékoztatással, a téma népszerűsítésével kapcsolatos teendők ellátásában, harmadrészt az egyre inkább előtérbe kerülő vállalkozói képzések, investment readiness tréningek lebonyolításában lehet kiemelkedő. Véleményem szerint az **üzleti angyal hálózatok** eddigi „európai modellje” megérett a **változásra**: a közpénzekkel dotált szervezetek sok helyen nem tudták elérni a kritikus ügyfél nagyságot, szolgáltatásaikat nem igazították hozzá a változó igényekhez és körülményekhez, így piacélnkítő hatást, de még az önfenntartást sem tudták elérni.

**Az eltérő fejlettségű informális kockázatitőke-piacok eltérő kormányzati programok elindítását teszik szükségessé.** Magyarországon az elmúlt években néhány spontán kezdeményezés, egymással nem összehangolt intézkedés történt, amely az alapfeltételek teljesülése esetén elmozdulást indukálhatna a piac jelenlegi alacsony fejlettségi szintjéről, és a kiindulópontját jelentheti a későbbi kormányzati erőfeszítéseknek. Az alapok azonban nincsenek felépítve: az általános makrogazdasági helyzet, a vállalkozói kultúra alacsony foka, a kiszámíthatatlan jogszabályi környezet, a szereplők közötti általános bizalomhiány, a magánszemélyek és vállalkozások – a költségvetési kiigazítás következtében megnövekedett – adóterhelése stb. az informális tőkebefektetések létrejöttét gátolja, és a bemutatott közvetlen beavatkozások sikerét nagymértékben megnehezíti.

A fejlesztési politikát tehát a feje tetejéről a talpára kell állítani: a szabályozási környezet rendbetételét kell elsőként elvégezni. Ezután véleményem szerint hazánkban a legnagyobb szükség a **tájékoztatásra, népszerűsítésre, a vállalkozókat a befektetésre felkészítő tréningek elindítására, egy sikeres üzleti angyal hálózat működtetésére, a tőzsde fejlesztésére és esetleg befektetési adókedvezmény bevezetésére lenne szükség**, utóbbinak azonban jelen gazdasági helyzetben meglehetősen csekély az esélye. Remélhetőleg a

bemutatott külföldi példák állóvízbe dobott kőként viselkedve itthon is változásokat indukálnak e téren.



## Felhasznált irodalom

- Acs, J. Z. – Bedőné Károly J. – Csapó K. - Szerb L. – Terjesen, S. - Varga A. - Ulbert, J. 2006: *GEM 2005 Magyarország. A vállalkozói aktivitást és a vállalkozást befolyásoló tényezők alakulása Magyarországon az Európai Unió csatlakozás után*. Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Pécs.
- Acs, J. Z. – Szerb L. - Ulbert, J. – Varga A. 2003: *GEM 2001 Magyarország. Vállalkozások Magyarországon globális összehasonlításban*. Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Pécs.
- Aernoudt, R. – Erikson, T. 2002: Business angels networks; a European perspective. *Journal of Enterprising Culture*, 3, 177-187. o.
- Aernoudt, R. 2005a: Executive forum: Seven ways to stimulate business angels' investments. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, 359-371. o.
- Aernoudt, R. 2005b: Business Angels: The Smartest Money for Starters? Plea for A Renewed Policy Focus on Business Angels. *International Journal of Business*, 3, 271-284. o.
- Akerlof, G. A. 1970: The market for „lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 3, 488-500. o.
- 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
- Ardichivili, A. – Cardozo, R. N. – Tune, K. – Reinach, J. 2000: The role of angel investors in the assembly of non-financial resources of new ventures. In Reynolds, P. D. – Autio, E. – Brush, C. G. – Bygrave, W. D. – Manigart, S. – Sapienza, H. J. – Shaver, K. G. (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 2000*. Babson College, Wellesley.
- Autio, E. - Arenius, P. – Wallenius, H. 2000: Economic impact of gazelle firms in Finland. Working paper series 2000/3. Helsinki University of Technology, Espoo.
- Autio, E. – Parhankangas, A. 1998: Employment Generation Potential of New, Technology-Based Firms During a Recessionary Period: The Case of Finland. *Small Business Economics*, 11, 113–123. o.
- Avdeitchikova, S. - Landström, H. 2005: Informal venture capital: scope and geographical distribution in Sweden. In Zahra, S. A. – Brush, C. G. – Davidsson, P. – Fiet, J. – Greene, P. G. - Harrison, R. T. – Lerner, M. – Mason, C. M. - Shepherd, D. - Sohl, J. E. –

- Wiklund, J – Wright, M. (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 2005. Proceedings of the Twenty-Fifth Annual Entrepreneurship Research Conference*. Babson College, Wellesley.
- Avdeitchikova, S. 2005: *Venture Finance and the Regional Perspective*. 7th Annual SNEE European Integration Conference, Mölle.
- Avdeitchikova, S. 2006: *The location decision in the informal venture capital investments*. 14th Nordic Conference on Small Business Research, Stockholm.
- Bajmócy Z. 2004: Az üzleti inkubáció szerepe a vállalkozásfejlesztésben. *Közgazdasági Szemle*, 12, 1132-1150. o.
- Bank of England 2001: *Financing of technology-based small firms*. Bank of England, London.
- Banyár L. – Csáki B. 2006: A kockázati tőke-ágazat jogi szabályozása Magyarországon. In Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest, 183-199. o.
- Bartlett, R. P. III. 2006: *Managing risk on a \$25 million bet: venture capital, agency costs and the false dichotomy of the corporation*. University of Georgia School of Law, Athens.
- Baty, G. B. 1964: *The initial financing of the new research-based enterprise in New England*. Federal Reserve Bank of Boston, Boston.
- Baygan, G. – Freudenberg, M. 2000: *The internationalisation of venture capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy*. STI Working Papers, 7. OECD, Párizs.
- Baygan, G. 2003: *Venture capital policy review: United Kingdom*. STI Working Paper, 1. OECD, Párizs.
- 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, 613-673. o.
- BÉT 2003: *A kockázati tőke*. (BÉT Elemzések, 2003. október 17.) Budapesti Értéktőzsde, Budapest. [http://www.bse.hu/file/A\\_kockazati\\_toke.pdf](http://www.bse.hu/file/A_kockazati_toke.pdf). Letöltve: 2004. szeptember 4.
- Bhattacharya, S. – Thakor, A. V. 1993: Contemporary Banking Theory. *Journal of Financial Intermediation*, 3, 2-50. o.
- Biczók S. 2006: A vállalati kockázati tőke-befektetések (corporate venturing). In Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest, 152-180. o.



- Bosma, N. – Harding, R. 2006: *Global Entrepreneurship Monitor. GEM 2006 results*. Babson College – London Business School, Wellesley – London.
- Botazzi, L. – Da Rin, M. 2002: Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. *Economic Policy*, 34, 229-269. o.
- 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.
- Brealey, R. A. – Myers, S. C. 2005: *Modern vállalati pénzügyek*. Panem, Budapest.
- 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. 10. 28.
- Brettel, M. 2003: Business angels in Germany: a research note. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3, 251-268. o.
- Brierley, N. 2001: The financing of technology-based small firms: a review of the literature. *Bank of England Quaterley Bulletin*, 1, 64-78. o.
- Burt, R. S. 2001: The social capital of structural holes. In Guillén, M. F. – Collins, R. – England, P. – Meyer, M. (szerk.): *New directions in economic sociology*. Russel Sage Foundation, New York.
- 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, 101-116. o.
- Bygrave, W. D. – Timmons, J. A. 1992: *Venture capital at the crossroads*. Harvard Business School Press, Boston.
- Bygrave, W. D. 1993: Theory building in the entrepreneurship paradigm. *Journal of Business Venturing*, 8, 255-280. o.
- Bygrave, W. D. 2003: Financing Entrepreneurs and their businesses. *The Entrepreneurial Advantage of Nations: First Annual Global Entrepreneurship Symposium*, New York.
- Cary, L. 1996: Venture Capital Report (VCR): achievements and lessons from an investment bulletin service. In Harrison, R. T. - Mason, C. M. (szerk.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 142-155. o.
- Chikán A. 2003: *Vállalatgazdaságtan*. Aula, Budapest.
- Christensen, J. L. 2004: *Venture capital as regional development strategy*. “Europe at the margins: EU regional policy, peripherality and rurality” Conference, Angers.

- 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.
- Cumming, D. J. 2004: Adverse selection and capital structure: evidence from venture capital. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30, 155-184. o.
- Csanaky A. – Józsa Gy. – Szerb L. – Varga A. – Zoltán Cs. 2005: A Global Entrepreneurship Monitor (GEM) koncepcionális modellje, az adatgyűjtés, és az alkalmazott legfontosabb változók. In Szerb L. (szerk.): *Vállalkozásindítás, vállalkozói hajlandóság, és a vállalkozási környezeti tényezők alakulása Magyarországon a 2000-es évek első felében*. Pécsi Tudományegyetem, Pécs, 18-31. o.
- Csizmadia Z. 2003: Struktúra és cselekvés. Nan Lin társadalmitőke-elmélete a mikro-makro problematika tükrében. In Némedi D. – Szabari V. – Fonyó A. (szerk.): *Kötő-jelek. Az ELTE Szociológiai Doktori Iskola Évkönyve*. Eötvös Lóránd Tudományegyetem, Budapest, 9-29. o.
- De Meza, D. – Webb, D. C. 1987: Too much investment: a problem os asymmetric information. *The Quaterley Journal of Economics*, 102, 282-292. o.
- De Meza, D. – Webb, D. C. 1990: Risk, adverse selection and capital market failure. *The Economic Journal*, 3, 206-214. o.
- Deloitte & Touche 2003: *Strategic Evaluation of Financial Assistance Schemes to SMEs. Final Report*. Deloitte & Touche, Brüsszel.
- DIF 2002: *Business Angels in Denmark*. The Dannish Investment Fund, Koppenhága.
- EBAN 2002: *Business Angel Networks and Business Angels in Europe*. European Business Angel Network Secretariat, Brüsszel, <http://www.eban.org/download/EBAN%20Directory%202003.pdf>. Letöltve: 2003. október. 14.
- EBAN 2005: *European directory of business angel networks in Europe*. European Business Angel Network Secretariat, Brüsszel.
- EC 2001: *Informal investor and high-tech entrepreneurship*. Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg.
- EC 2003a: *Benchmarking business angels. „BEST” report*. Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg.
- EC 2003b: *European Trend Chart on innovation. Thematic Report: Start up of technology-based firms*. European Comission, Brüsszel.



- EC 2007: *A memorandum on removing barriers for a better use of IPR by SMEs*. Directorate-General for Enterprise and Industry, Brüssel.
- Eisenhardt, K. M. 1989: Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, 1, 57-74. o.
- EMC 2001: *Value added by informal investors: findings from a preliminary study*. Equinox Management Consultants Ltd., Ottawa. [http://strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insbrp-rppe.nsf/vwapj/ValueAdded\\_e.pdf/\\$FILE/ValueAdded\\_e.pdf](http://strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insbrp-rppe.nsf/vwapj/ValueAdded_e.pdf/$FILE/ValueAdded_e.pdf). Letöltve: 2005. 02. 04.
- Erlich, 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, 67-82. o.
- EVCA 1992, 1993, 1997, 2005: *EVCA Yearbook 1992, 1993, 1997, 2005*. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem.
- EVCA 1996: *The economic impact of venture capital in Europe*. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem.
- EVCA 2002: *Survey of the economic and social impact of venture capital in Europe*. European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem.
- Fiet, J. O. 1995a: Risk avoidance strategies in venture capital markets. *Journal of Management Studies*, 4, 551-574. o.
- Fiet, J. O. 1995b: Reliance upon informants in the venture capital industry. *Journal of Business Venturing*, 3, 195-223. o.
- Florida, R. – Kenney, M. 1988a: Venture capital and high technology entrepreneurship. *Journal of Business Venturing*, 3, 301-319. o.
- Florida, R. – Kenney, M. 1988b: Venture capital-financed innovation and technological change in the USA. *Research Policy*, 17, 119-137. o.
- Florida, R. – Kenney, M. 1988c: Venture capital, high technology and regional development. *Regional Studies*, 1, 33-48. o.
- Florida, R. – Smith, D. F. Jr. 1993a: Keep the government out of venture capital. *Issues in Science and Technology*, 4, 61–68. o.
- Florida, R. – Smith, D. F. Jr. 1993b: Venture capital formation, investment, and regional industrialization. *Annals of the Association of American Geographers*, 3, 434-451. o.
- Freear, J. – Sohl, J. E. – Wetzel W. E. 1992: The investment attitudes, behavior and characteristics of high net worth individuals. In Churchill, N. C. - Birley, N. S. - Bygrave, W. D. – Muzyka, D. E. – Wahlbin, C. - Wetzel, W. E. Jr. (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 1992*. Babson College, Wellesley, 374-387. o.

- Freear, J. – Sohl, J. E. – Wetzel, W. E. 1994: Angels and non-anges: are there differences? *Journal of Business Venturing*, 9, 109-123. o.
- Freear, J. – Sohl, J. E. – Wetzel W. E. 2002: Angels on angels: financing technology-based ventures – a historical perspective. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, 275-287. o.
- Gaston, R. J. 1989: *Finding private venture capital for your firm. A complete guide*. Wiley, New York.
- 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, 59-76. o.
- 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, 63-81. o.
- Harrison, R. T. - Mason, C. M. – Robson, P. J. A. 2003: Determinants of long-distance investing by business angels. In Bygrave, W. D. – Brush, C. G. – Davidsson, P. – Fiet, J. – Greene, P. G. - Harrison, R. T. – Lerner, M. - Meyer, G. D. — Sohl, J. – Zacharakis, A. (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 2003*. Babson College, Wellesley.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 1990: Informal risk capital in the United Kingdom. In Vesper, K. H. – Muzyka, D. F. – Bygrave, W. D. (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 1990*. Babson College, Wellesley, 296-310. o.
- Harrison, R. T. - Mason, C. M. 1991: Informal investment networks: a case study from the United Kingdom. *Entrepreneurship and Regional Development*, 3, 269-279. o.
- 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. (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 1992*. Babson College, Wellesley, 388-405. o.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 1996: 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, 3-26. o.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 2000a: 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, 223-242. o.



- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 2000b: Editorial: the role of the public sector in the development of a regional venture capital industry. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, 243-254. o.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 2002: 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. (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 2002*. Babson College, Wellesley, 393-403. o.
- Hart, M. M. – Stevenson, H. H. – Dial, J. 1995: Entrepreneurship: a definition revisited. In Bygrave, W. D. – Bird, B. J. – Birley, N. S. – Churchill, C. – Hay, M. G. – Keeley, R. H. – Wetzel, W. E. Jr. (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 1995*. Babson College Center, Wellesley.
- Hellmann, T. – Stiglitz, J. 2000: Credit and equity rationing in markets with adverse selection. *European Economic Review*, 2, 281-304. o.
- Hindle K. – Wenban, R. 1999: Australia's informal venture capitalists: an exploratory profile. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, 169-186. o.
- Hindle, K. - Lee, L. 2002: An exploratory investigation of informal venture capitalists in Singapore. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, 169-181. o.
- Hunyadi L. – Mundruczó Gy. – Vita L. 1997: *Statisztika*. II. kiadás. Aula, Budapest.
- Hurcombe, R. – Davies, L. – Mariott, N. 2005: *Business angels in Wales: Putting some boundaries on our ignorance*. Xénos – The Wales Business Angel Network, Cardiff.
- Jensen, M. C. – Meckling, W. H. 1976: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 4, 305-360. 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 L. – Imreh Sz. 2004: *A kis- és középvállalkozás-fejlesztés gazdaságtana*. Aula. Budapest.
- Kállay L. 2002: Paradigmaváltás a kisvállalkozás-fejlesztésben. *Közgazdasági Szemle*, 7-8, 557-573. o.
- Karsai J. 1997: A kockázati tőke befektetési lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle*, 2, 165-174 o.

- 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, 324-330. o.
- Karsai J. 2002: Mit keres az állam a kockázati tőke piacon? (A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon.) *Közgazdasági Szemle*, 11, 928–942. o.
- Karsai J. 2004a: *Helyettesítheti-e az állam a magántőke-befektetőket?* KTK Műhelytanulmányok 2004/8. MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont, Budapest.
- Karsai J. 2004b: Honnan remélhetnek kockázati tőkét a magyarországi vállalkozások? *Külgazdaság*, 4, 60-70. o.
- Karsai J. 2006: A magyarországi kockázati tőke-finanszírozás másfél évtizede (1989-2004). In Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest, 33-52. o.
- 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. (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 2000*. Babson College, Wellesley, 258-271. o.
- Kelly, P. – Hay, M. 2003: Business angel contracts: the influence of context. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, 287-312. o.
- Klagge, B. – Martin, R. 2005: Decentralized versus centralized financial systems: is there a case for local capital markets? *Journal of Economic Geography*, 4, 387-421. o.
- 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.
- Kopasz M. 2005: *Történeti-kulturális és társadalmi tényezők szerepe a vállalkozói potenciál területi különbségeinek alakulásában Magyarországon*. Doktori értekezés. Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest.
- Kortum, S. – Lerner, J. 2000: Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, 4, 674-692. o.
- Kosztópulosz A. – Makra Zs. 2004: Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázati tőke-piac élénkítésében. In Botos K. (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. Szeged, JATEPress, 89-109. o.
- Kosztópulosz A. - Makra Zs. 2005: A kockázati tőke részvételének formái a technológia-orientált vállalkozások fejlődésének korai szakaszában. In Buzás N. (szerk.):



*Tudásmenedzsment és tudásalapú gazdaságfejlesztés. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2005.* JATEPress, Szeged, 328-351. o.

- Kosztópulosz A. – Makra Zs. 2007: Az informális tőkebefektetők és üzleti angyalok szerepe az új, innovatív vállalkozások finanszírozásában. In Makra Zs. (szerk.): *A technológiaorientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon.* Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 67-100. o.
- Kosztópulosz A. 2004: Befektetők vagy angyalok? Az informális kockázati tőke-befektetések motivációi. In Garai L. – Czagány L. (szerk.): *A szociális identitás, az információ és a piac. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2004.* Szeged, JATEPress, 327-341. o.
- Landström, H. 1993a: Agency theory and its application to small firms: evidence from the Swedish venture capital market. *The Journal of Small Business Finance*, 3, 203-218. o.
- Landström, H. 1993b: Informal venture capital in Sweden and some international comparisons. In Churchill, N. C. – Birley, S. – Doutriaux, J. – Gatewood, E. J. – Hoy, F. S. - Wetzel, W. E. Jr. (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 1993.* Babson College, Wellesley, 496-510. o.
- Landström, H. 1998: Informal investors as entrepreneurs. *Technovation*, 5, 321-333. o.
- Lange, J. – Lelux, B. – Surlemont, B. 2003: Angel networks for the 21<sup>st</sup> century: an examination of practices of leading networks in Europe and the U.S. *The Journal of Private Equity*, 1, 18-28. o.
- Leinbach T. R. – Amrhein C. 1987: A geography of the venture capital industry in the U. S. *Professional Geographer*, 2, 146-158. o.
- 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, 773-783. o.
- Linde, L. – Prasad, A. 2000: *Venture Support Systems Project: Angel Investors.* Massachusetts Institute of Technology, Entrepreneurship Center, Cambridge.
- Lumme, A. – Mason, C. M. – Suomi, M. 1998: *Informal venture capital: investors, investments and policy issues in Finland.* Kluwer Academic Publishers, Dordrecht – Boston.
- Lundström, A. – Stevenson, L. A. 2005: *Entrepreneurship Policy: Theory and Practice.* Springer, New York, USA.

- Makra Zs. – Kosztópulosz A. 2004a: *Az informális kockázatitőke-befektetések szerepe az innovatív kisvállalkozások finanszírozásában Magyarországon*. Kutatási jelentés. MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont, Budapest.
- Makra Zs. - Kosztópulosz A. 2004b: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 7-8, 717-739. o.
- Makra Zs. - Kosztópulosz A. 2006a: Híd a befektetők és az üzleti angyalok között: az üzleti angyal hálózatokról. In Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest, 246-268. o.
- Makra Zs. – Kosztópulosz A. 2006b: Üzletiangyal-befektetések Magyarországon: elméleti alapvetés és empirikus eredmények nemzetközi összehasonlításban. *Vállalkozás és innováció*, 1, 102-125. o.
- Makra Zs. – Rácz A. 2006: A „klasszikus” kockázatitőke-alapok részvétele az innováció-orientált vállalkozások korai életszakaszának finanszírozásában. In Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest, 222-245. o.
- Makra Zs. – Rappai G. – Szerb L. 2005: Informal investments in transitions: the motivations, characteristics and classification of informal investors in Croatia, Hungary and Slovenia. *Entrepreneurship, Economic Growth and Public Policy. Second GEM Research Conference*, Budapest.
- Martin, R. – Berndt, C. – Klagge, B. – Sunley, P. J. – Herten, S. – Sternberg, R. 2003: *Regional venture capital policy UK and Germany compared*. Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society, London.
- Martin, R. – Sunley, P. – Turner, D. 2002: Taking risks in regions: The geographical anatomy of Europe’s emerging venture capital market. *Journal of Economic Geography*, 2, 121-150. o.
- Martin, R. 1989: The Growth and Geographical Anatomy of Venture Capitalism in the United Kingdom. *Regional Studies*, 5, 389-403. o.
- Martin, R. 1999: The new economic geography of money. In Martin, R. (szerk.): *Money and the space economy*. Wiley, Chichester, 3-27. o.
- 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. (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 1995*. Babson College, Wellesley, 34-61. o.



- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996a: Informal investment business introduction services: some operational considerations. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (szerk.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 27-58. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996b: Stimulating 'Business Angels'. In Venture capital and innovation. OCDE/GD(96)168. OECD, Párizs.
- 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. (szerk.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 119-141. o.
- 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. (szerk.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 248-271 o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996e: Informal venture capital: a study of the investment process, the post-investment experience and investment performance. *Entrepreneurship and Regional Development*, 2, 105-123. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1999a: Financing entrepreneurship: venture capital and regional development. In Martin, R. (szerk.): *Money and the space economy*, Wiley, Chichester, 157-183. o.
- Mason, C. M. - Harrison, R. T. 1999b: Public policy and the development of the informal venture capital market. UK experience and lessons for Europe. In Cowling, K. (szerk.): *Industrial policy in Europe*. Routledge, London, 199-223. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2000a: Informal Venture Capital and the Financing of Emergent Growth Business. In Sexton, D. L. – Landström, H. (szerk.): *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*. Blackwell, Oxford, 221-239. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2000b: Influences on the Supply of Informal Venture Capital in the UK: An Exploratory Study of Investor Attitudes. *International Small Business Journal*, 3, 11-28. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2001: 'Investment Readiness': A Critique of Government Proposals to Increase the Demand for Venture Capital. *Regional Studies*, 7, 663-668. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2002a: Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investmnets. *Journal of Business Venturing*, 17, 211-236. o.

- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2002b: The geography of venture capital investment in the UK. *Transactions of the Institute of British Geographers*, 27, 427-451. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2002c: Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 3, 271-287. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2002d: *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. 2004: Improving Access to Early Stage Venture Capital in Regional Economies: A New Approach to Investment Readiness. *Local Economy*, 2, 159-173. o.
- Mason, C. M. 2002: *Report on business angels investment activity 2000-2001*. NBAN és BVCA, London, <http://www.bestmatch.co.uk>. Letöltve: 2003. október 14.
- Mason, C. M. 2006: Informal sources of venture finance. In Parker, S. (szerk.): *The life cycle of entrepreneurial ventures: Volume 3. International handbook on entrepreneurship*. Kluwer, Boston.
- Maula, M. – Autio, E. – Arenius, P. 2005: What drives micro-angel investments? *Small Business Economics*, 5, 459-475. o.
- Maula, M. – Murray, G. 2003: *Finnish Industry Investment Ltd.: an international evaluation*. Ministry of Trade and Industry, Helsinki.
- McMahon, R. G. P. 2004: Equity agency costs amongst manufacturing SMEs. *Small Business Economics*, 2, 121-140. o.
- MKME 2003: *A magántőke iparág fejlődése Magyarországon és az állami szerepvállalás*. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest.
- MKME 2006: *Évkönyv 2005*. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest.
- Mugler, J. – Fath, C. 2005: Added Values durch Business Angels. *Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship*, 4, 272-295. o.
- Murray, G. – Lott, J. 1995: *Have UK venture capitalists a bias against investment in new technology-based firms? Research Policy*, 2, 283-299. o.
- Murray, G. – Marriott, R. 1998: Why has the investment performance of technology-specialist, European venture capital funds so poor? *Research Policy*, 27, 947-976. o.
- Murray, G. 1998: A policy response to regional disparities in the supply of risk capital to new technology-based firms in the European Union: The European Seed Capital Fund Scheme. *Regional Studies*, 5, 405-419. o.



- Murray, G. 1999: Early-stage venture capital funds, scale economies and public support. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, 351–384. o.
- 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, 187-221. o.
- Myers, S. C. 1984: The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 7, 575-592. o.
- Myers, S. C. 2001: Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 2, 81-102. o.
- 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, 422-430. o.
- Norman, C. 2005: *Publicly funded support to technology-based firms*. Linköping University, Linköping.
- OECD 2003: *Venture capital: trends and policy recommendations*. OECD, Párizs.
- Osman P. 1998: *Az üzleti angyalok tevékenysége és befektetései szerepe a kis- és kisebb középvállalatok létrehozásában és fejlesztésében*. OMFB, Budapest.
- Osman P. 2000a: *A vállalatközi fejlesztőtőke-befektetés szerepe a technológiaintenzív vállalkozások finanszírozásában*. Oktatási Minisztérium, Budapest.
- Osman P. 2000b: Hogyan lesznek nálunk üzleti angyalok. *Pénzügyi Szemle*, 11-12, 1060-1073. o.
- Pauk, J. 2004: *Az informális kockázati tőke-befektetések és ösztönzésük lehetőségei*. Szakdolgozat. Szegedi Tudományegyetem, Szeged.
- Paul, S. – Whittam, J. – Johnston, J. 2003: The operation of the informal venture capital market in Scotland. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, 313-336. o.
- Politis, D. – Gabrielsson, J. 2006: *Informal investors and value added: what do we know and where do we go?* CIRCLE Electronic Working Paper no. 2006/13. Lund University, Lund.
- Putnam, R. D. 2000: *Bowling Alone: The Collapse and Revival of American Community*. Simon & Schuster, New York.
- 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, 129-143. o.

- Riffelmacher, M. 2004: *Business Angels in der Schweiz*, Eidgenössische Technische Hochschule, Zürich. [http://www.asban.ch/img/pdf/ba\\_in\\_ch.pdf](http://www.asban.ch/img/pdf/ba_in_ch.pdf). Letöltve: 2004. december 5.
- Rodríguez-Fuentes, C. J. – Dow, S. C. 2003: EMU and the regional impact of monetary policy. *Regional Studies*, 9, 969-980. o.
- Rodríguez-Fuentes, C. J. 1996: *Credit availability and regional development*. 36th European Congress of the European Regional Science Association. ETH, Zürich.
- 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, 149-165. o.
- Sapienza, H. J. – Manigart, S.- Vermeir, W. 1996: Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11, 439-469. o.
- Saublens, C. – Reino, M. 2002: *Introduction to the activities of regional business angels networks*. EBAN Secretariat, Brüssel.
- 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. (szerk.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 229-247. o.
- Shyam-Sunder, L. - Myers, S. C. 1999: Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244. o.
- Sorenson, O. – Stuart, T. E. 2001: Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments. *American Journal of Sociology*, 6, 1546-1588. o.
- Sørheim, R. – Landström, H. 2001: Informal investors – A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship and Regional Development*, 4, 351-370 o.
- Sørheim, R. 2003: The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, 337-364. o.
- Söderblom, A. - Wiklund, J. 2005: *Factors determining the performance of early stage high-technology venture capital funds: A review of the academic literature*. Small Business Service, London.
- SQW 2004: *Evaluation of the investment readiness demonstration projects and fit4finance*. SQW Economic Development Consultants, Cambridge.
- Stiglitz, J. – Weiss, A. 1981: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 3, 393-410. o.



- Storey, D. J. 2002: Methods of evaluating the impact of public policies to support small businesses: the six steps to heaven. *International Journal of Entrepreneurship Education*, 2, 181-202. o.
- 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. (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research, 1990*. Babson College, Wellesley, 296-310. 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.
- Sullivan, M. K. 1996: Local networks and informal venture capital in Tennessee. In: Harrison, R. T. – Mason, C. M. (szerk.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 89-100 o.
- Sunley, P. – Klagge, B. – Berndt, C. – Martin, R. 2005: Venture capital programmes in the UK and Germany: In what sense regional policies? *Regional Studies*, 2, 255-273. o.
- Székelyi M. – Barna I. 2005: *Túlélőkészlet SPSS-hez*. Typotex, Budapest.
- 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, 679-698. o.
- Szerb L. – Varga A. 2002: High tech venture capital investment in a small transition country: the case of Hungary. In Bartzokas, A. – Mani, S. (szerk.): *Financial systems, corporate investment in innovation and venture capital*. Edgar Elgar, London, 290-321. o.
- Szerb L. 2003: *A vállalkozások finanszírozása és tőkeszerkezete az életciklus és a hierarchia alapján*. Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, Pécs.
- Szerb L. 2005: *Kisvállalati gazdaságtan és vállalkozástan*. Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, Pécs.
- Szerb L. 2006: Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. In Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest, 95-122. o.
- 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, 75-95. o.
- Szlovák G. 2006: A kockázati- és magántőke-alapok működése a gyakorlatban. In Makra Zs. (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest, 79-94. o.

- Tashiro, Y. 1999: Business angels in Japan. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3, 259-273. o.
- Thomson, C. 1989: The geography of venture capital. *Progress in Human Geography*, 13, 62-98. o.
- Thurik, R. – Wennekers, S. 2001: *A Note on Entrepreneurship, Small Business and Economic Growth*. Centre for Advanced Small Business Economics, Erasmus University Rotterdam, Rotterdam
- 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 Osnabrugge, M. 2000: A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, 93-110. o.
- WB (2007): *Doing business: starting a business database*. The World Bank, Washington.
- 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. – 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. (szerk.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 61-74. o.
- Wetzel, W. E. 1981: Informal risk capital in New England. In: Vesper, K. H. (szerk.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 1981*. Wellesley, Babson College, 217-245. o.
- Wetzel, W. E. 1983: Angels and informal risk capital. *Sloan Management Review*, 24, 23-34. o.
- Wong, P. K. – Ho, Y. P. 2005: *Analysis of informal investment in Singapore: characteristics of investors and determinants of propensity to invest*. NUS Entrepreneurship Centre Working Paper 2005-10. National University of Singapore, Singapore.
- Woolcock, M. – Narayan, D. 2000: Social capital: implications for development theory, research, and policy. *The World Bank Research Observer*, 2, 225-249. o.
- Zoppa, A. – McMahon, R. G. P. 2002: *Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey. Research Paper series: 02-2*. The Flinders University of South Australia, School of Commerce, Adelaide.





