

KOSZTOPULOSZ Andreász - MAKRA Zsolt

AZ ÜZLETI ANGYAL HÁLÓZATOK SZEREPE A NEM INTÉZMÉNYESÜLT KOCKÁZATITÓKE-PIAC FEJLESZTÉSÉBEN

A nem intézményesült (informális) kockázatitőke-piacon a magas keresési költségek és az információs aszimmetriák okozta hatékonyság-vesztéséget éppen a piac bizonyos mértékű intézményesedése – közvetítő szervezetek létrehozása – ellensúlyozhatja. A kockázati tőke iránti kereslet és kínálat összepárosítására „szakosodott” üzleti angyal hálózatok katalizátor szerepet töltenek be a befektetések létrejöttében: a potenciális befektetők felkutatásával finanszírozási forrásokhoz juttathatják a tőkét kereső, növekedni képes kis- és középvállalatokat. Dolgozatukban a szerzők bemutatják, hogy a szakirodalomban üzleti angyal hálózatoknak nevezett közvetítő intézmények miként járulhatnak hozzá az informális kockázatitőke-piac és ezen keresztül a gazdaság számára oly fontos kisvállalati szektor élénkítéséhez. A különböző típusú szervezetek esetében egyenként kitérnek a finanszírozás és a szolgáltatások kérdéskörére. Ezt követően áttekintik a hálózatokat érintő kormányzati beavatkozás lehetséges formáit. Végül megvizsgáljuk, hogy Magyarországon milyen formában lenne célszerű egy közvetítő intézményt létrehozni és működtetni.¹

A világ számos országában tapasztalható, hogy az induló vagy működésük kezdeti szakaszában lévő – és különösen az innovatív – vállalkozások nehezen férnek hozzá a finanszírozási forrásokhoz. A bankok és a kockázatitőke-befektetéseket végző szervezetek nem képesek hatékony választ adni a kisvállalati ügyfélkör speciális kockázataiból és igényeiből eredő kihívásokra, valamint a méretgazdaságossági problémákra. A kisvállalkozások számára a magas tranzakciós költségek következtében a hitelek és a tőkeforrások elérhetősége beszűkül, és a kisösszegű források gyenge kínálata egyfajta „tőke- vagy finanszírozási rés” (*equity gap, finance gap*) kialakulásához vezet. A problémát tovább súlyosbítja, hogy a finanszírozó intézmények egyre kevésbé hajlandóak a vállalkozás sikeréhez nélkülözhetetlen ismeretek átadására, tehát a tudás és hozzáértés terén sem esik egybe a kínálat az igényekkel.

A vállalkozások alapításához, indulásához és korai növekedéséhez szükséges tőkeforrások kínálata a fent leírt elégtelenség következtében egyre inkább a nem

intézményesült kockázatitőke-piac minél aktívabb működésétől függ (Bygrave et al., 2003). Az informális kockázatitőke-piac kínálatoldali alanyai, az üzleti angyalok vagy „nem intézményi kockázatitőke-befektetők” (*business angels, informal investors*²) olyan magánszemélyek, akik anyagi és gyakran szellemi tőkét (vállalkozói tapasztalatot, tudást, kapcsolatrendszert stb.) fektetnek be tőzsdén nem jegyzett kisvállalkozásokba, amelyekkel a befektetést megelőzően nem álltak kapcsolatban (EC, 2003; Mason – Harrison, 1995; Harrison – Mason, 1996; Sørheim – Landström, 2001). Az üzleti angyalok felül tudnak kerekedni azokon a nehézségeken, amelyek a bankokat és a kockázatitőke-befektetéseket végző szervezeteket visszatartják a kis- és középvállalkozások finanszírozásától. Befektetési döntéseiknél felhasználhatják az adott iparágra vonatkozó speciális ismereteiket, vállalkozói és vezetői tapasztalataikat a kiszemelt vállalkozás növekedési potenciáljának és kockázatainak helyes megítélésére. A vállalkozás működtetésébe való személyes bekapcsolódással a kockázatokat is ellenőrzésük alatt

tarthatják, mérsékelhetik. Az üzleti angyalok által végrehajtott befektetési tranzakciók mérete sokkal jobban igazodik az induló vállalkozások tőkeigényéhez, tehát a méretgazdaságosság eltérítő hatásából eredő probléma itt kevésbé érvényesül. Az üzleti angyalok által végzett befektetési tevékenység képes lehet áthidalni a család és barátok „kéznél levő” forrásai és a bankok, intézményi kockázati tőke között tátongó tőke- és tudásszakadékot.

Az informális kockázatitőke-piac hatékony működése elengedhetetlen tehát ahhoz, hogy javuljanak az új és növekvő vállalkozások tőkéhez jutási esélyei. Noha mérete és az általa finanszírozott vállalkozások száma a legtöbb országban többszöröse az intézményesült kockázatitőke-ágazatának (1. táblázat), ez a piac – mint azt a későbbiekben részletesebben bemutatjuk – (természetétől fogva) elaprózódott, szervezetlen és az információáramlás nagyfokú tökéletlensége jellemzi, ami jelentékeny módon korlátozza a KKV-k finanszírozásában betöltött szerepét. A piaci hatékonyság javításának kézenfekvő és eredményes módja bizonyos közvetítő intézmények felállítása lehet, ami tulajdonképpen az informális kockázatitőke-piac egyfajta „formalizálódását” is jelenti.

1. táblázat

Formális és informális kockázatitőke-befektetések a GDP arányában

Az ország neve	Intézményes kockázatitőke-befektetések (%)	Informális kockázatitőke-befektetések (%)
Argentína	0,30	0,45
Ausztrália	0,19	1,26
Dánia	0,17	0,59
Dél-Afrika	0,24	0,50
Egyesült Királyság	0,86	1,20
Finnország	0,29	0,26
Írország	0,22	0,72
Izrael	0,98	2,87
Kanada	0,57	0,61
Korea	0,34	3,66
Németország	0,23	0,55
Norvégia	0,18	0,50
Svédország	0,92	0,30
Szingapúr	1,14	0,79
Új-Zéland	0,05	3,54
USA	0,97	1,31

Megjegyzés: A intézményes kockázatitőke-befektetések adatai 2000-re vonatkoznak. Az informális befektetések adatai az 1997–2001 időszakra vonatkozó éves szintű adatok.

Forrás: Karsai (2002: 10) és Bygrave et al. (2003) alapján saját összeállítás.

Információs aszimmetriák az informális kockázatitőke-piacon

Annak ellenére, hogy a kisvállalkozások számára az alternatív finanszírozási források (hitel és tőke egyaránt) elérhetősége korlátozott, az informális kockázatitőke-piacban rejlő potenciál csak kevésbé kihasználta, és ez nem magyarázható pusztán a kereslet vagy a kínálat elégtelenségével, hanem információs eredetű probléma is.

A gazdaságban a szűkös erőforrásoknak a legjovendelmezőbb felhasználási területekre való allokálása hatékony piacokat feltételez. Hatékony piacokon a vevők és az eladók tökéletesen informáltak és alacsonyak a tranzakciós költségek. A hitel- és tőkepiacokon tapasztalható problémák a vállalkozók és a befektetők közötti aszimmetrikus információkból eredeztethetők, és ezek felszámolásával a finanszírozási korlátok is megszűnhetnek. Az információs aszimmetriákból eredő piactorzulások jelenségeinek leírására és magyarázatára sokféle elméleti megközelítés született az elmúlt harminc évben.

Jensen és Meckling (1976) azt állítja, hogy az ügynökkonfliktusok a menedzserek és a befektetők között kihatással lehetnek mind a hitelezőknek, mind pedig a tőkefinanszírozóknak a szükséges források biztosítására vonatkozó hajlandóságára, illetve a feltételekre. Amennyiben a cég a tőkét külső befektetőktől szerzi meg, a menedzserek abban válhatnak érdekeltté, hogy pazarló kiadásokba bocsátkozzanak (pl. fényűző irodák fenntartása), mivel ezek előnyeinek túlnyomó részét ők élvezik, azonban a költségeknek csak kisebb része terheli őket. Hasonlóan, hitelfinanszírozás esetén, a menedzser érdekelt lehet a kockázatok túlzó mértékűre duzzasztásában. Mivel a finanszírozók tisztában vannak ezekkel a problémákkal, 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, teljes mértékben lehetetlenné is tehetik.

Klasszikus cikkében Akerlof (1970) olyan piacot elemez, amelyet a tökéletlen informáltság jellemez, és elméletét az autópiacon példájával illusztrálja. Különbséget tesz új és használt autók, valamint jó és rossz autók között. A használt autók eladói nagyobb pontossággal képesek megítélni annak valószínűségét, hogy az ő autójuk rossz, mint a potenciális vevők.

Ennek az információs aszimmetriának több következménye is van. Először is, megmagyarázza, miért van ilyen tetemes különbség az új és a használt autók átlagos árai között. Másodsor, olyan piacot eredményez, ahol a jó használt autót ugyanazon az áron kínálják, mint a rossz használt autót. Ez azért van, mert a vásárló előre képtelen megállapítani a különbséget: azzal csupán az eladó van tisztában. Egy ilyen piacon Gresham törvénye szerint a rossz autók kiszorítják a jókat (ugyanazon az áron kelnének el). Ilyen feltételek mellett a potenciális vevők kilépnek a piacról. Akerlof ezután a kevésbé fejlett országok tőkepiacait is a használtautó-piachoz hasonlítja (Blatt – Riding, 1996).

Chan (1983) a pénzügyi közvetítés szerepét az információs aszimmetriák által tagolt kockázatitőkepiacra gondolja végig. Modelljében olyan vállalkozókat feltételez, akik a cég érdekében (anyagi és fizikai) áldozatokat hoznak, és saját folyó fogyasztásukat a haszon egy részéből fedezik. A potenciális befektetők viszont nem képesek megítélni a ráfordítások és a jövedelemkivonás szintjét annak tüzetes vizsgálata nélkül. A vállalkozás megfigyelése azonban elkerülhetetlenül költségekkel jár. Chan megmutatja, hogy közvetítés nélkül az ilyen piac kudarcra van ítélve. A vállalkozók csupán alacsonyabb rendű projektekkel fognak előállni, a befektetőknek pedig a jó minőségű befektetési lehetőségek felkutatása sokba kerül. A sorozatos keresések költségei viszont csökkentik a befektetők hozamrátáját. Ilyen körülmények között a racionális pénztulajdonosok kilépnek a piacról és alternatív befektetési lehetőségek után néznek. A modellben azonban a piac megmenekül, ha vagy van egy tökéletesen informált befektető, vagy létezik olyan befektető, aki számára a keresés költsége zéró. Ekkor a vállalkozók rákényszerülnek arra, hogy jobb befektetési javaslatokkal álljanak elő, és így a befektetők is aktívak maradnak (Blatt – Riding, 1996).

Az elmélet érvényes az informális kockázatitőkepiac leírására is, ahol a partnerkeresés hosszadalmas és költséges folyamat. Ebben a jelenségben valójában az informális kockázatitőke-piac alapvető természete tükröződik: ez egy óriási bújócska, amelyben mindenkinek be van kötve a szeme (Gaston, 1989). Az egyéni kockázatitőke-befektetők (méltányolható okokból) a névtelenségbe burkolóznak, és rejtőzködésük következtében láthatatlanok maradnak. Ellentétben a kockázatitőke-szervezetekkel, nem készül róluk lista és az interneten sem találhatók meg, emiatt egy vállalkozó számára az „angyalfinanszírozó” felkutatása gyakran

nem vezet eredményre. Hasonló helyzetbe kerülhetnek az ígéretes informális befektetési lehetőségek után kutató magánszemélyek is. Ennek oka, hogy a vállalkozók nem szívesen árulják el féltett üzleti ötleteiket, továbbá a keresés és a befektetési ajánlatok értékelése borzasztó időigényes folyamat. A befektető legtöbbször nem foglalkozásszerűen, hanem a barátok, üzlettársak információira támaszkodva, ad hoc módon újízt a tevékenységet. Így sokszor a vak szerencsén múlik, hogy milyen minőségű és mennyiségű befektetési ajánlat kerül az üzleti angyalok látókörébe.

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 tíz informális befektető közül 7–9 többit is befektetne, amennyiben nagyobb számban bukkanna megfelelő befektetési lehetőségre. Az angyal befektetők kihasználatlan forrásainak összege majdnem háromszorosa a megelőző három évben befektetett összegeknek. Az sem meglepő, hogy a befektetők nagyobbrészt elégedetlenek a létező kommunikációs csatornákkal (Harrison – Mason, 1996).

A hálózatok működése: finanszírozás, szolgáltatások és ügyfelek

Az informális kockázatitőke-piac aktívabb és hatékonyabb működéséhez a hatékonyságot gátló tényezők lebontásán keresztül vezet az út. Az eddig létrejött közvetítő intézmények (általánosan használt terminológiával: üzleti angyal hálózatok³) egyfajta információs csatornát képeznek a befektetni szándékozó üzleti angyalok és a kockázati tőkét kereső kisvállalkozások között. Működésükkel a piac alacsony hatékonyságának két fő okára igyekeznek gyógyírt találni, nevezetesen: az üzleti angyalok rejtőzködő magatartására, valamint a (mindkét oldalt sújtó) tetemes keresési költségekre. Ezek az intézmények szolgáltatásaikkal lehetővé teszik, hogy a vállalkozók egyidejűleg több befektetőnek tegyenek befektetési javaslatot. Emellett a befektetési lehetőségek széles körét kínálják az üzleti angyalok számára, miközben biztosítják számukra az anonimitás lehetőségét is egészen a folyamat végéig, a tárgyalások megkezdéséig.

Habár a közvetítő intézmények létrehozása önmagában nem oldja meg a tőkeres problémáját, műkö-

désük mégis többféle gazdasági előnnyel is járhat (Harrison – Mason, 1996):

- megkönnyítik a vállalkozók és a befektetők egymásra találását, és ezzel általában véve emelik az informális befektetési aktivitást,
- mivel a legtöbb „informális 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 az informális kockázati tőke-piac minél szélesebb körben történő megismertetéséhez, a téma általuk bekerülhet a köztudatba, az üzleti anyagok bevonása a finanszírozási kultúra részévé válhat.

A hálózatok az üzleti világban egyfajta „házasság-közvetítő” irodaként működnek. Alapvető feladatuk a befektetők és a vállalkozások egymásra találását segítő, ún. *közvetítő*, „összépárosító” szolgáltatások (*matchmaking services, business introduction services*) nyújtása (1. ábra). Ezek egyik formája az *elektronikus vagy internetes közvetítés* (Osman, 1998). A befektető és a vállalkozó a szervezet honlapján megadja az általa preferált befektető/befektetés jellemzőit, így bekerül egy elektronikus adatbázisba. A számítógép összepárosítja a megfelelő partnereket úgy, hogy az anonimitást a folyamat végéig, a személyes találkozásig megőrzi. Hatékonysága nagyban függ az adatbázis minőségétől. A módszer hátránya, hogy azt feltételezi a befektetőkről, hogy pontosan meg tudják határozni befektetési kritériumaikat, pedig általában csak azt tudják megfogalmazni, hogy mibe nem kívánnak fektetni.

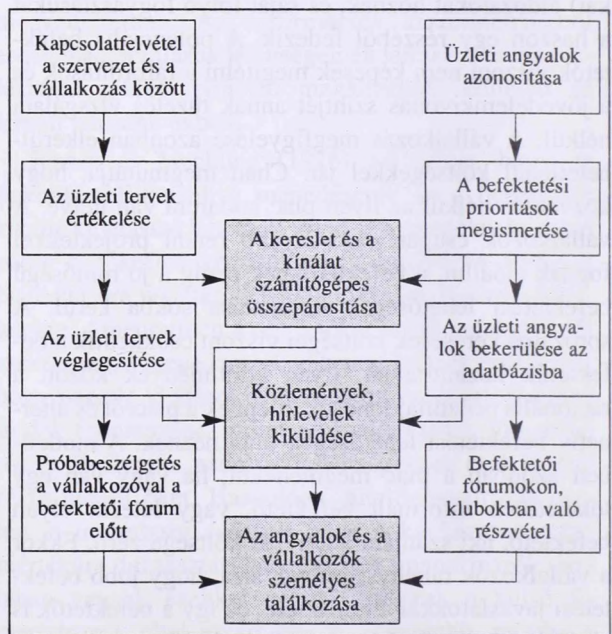
A „Befektetési közlemények” rendszeresen, írásos formában megjelenő információs kiadványok, tájékoztatók. Közülük néhány teljes üzleti terveket, mások a befektetési lehetőségekről készült összefoglalókat tartalmaznak. Előnyük, hogy a leendő angyal maga választhatja ki befektetési célpontját. Hátrányuk, hogy a kiadványok csak bizonyos időközönként jelennek meg

és nem személyre szabott információt szolgáltatnak (Mason – Harrison 1996b; Klandt et al., 2001).

A közvetítés harmadik formája a rendszeresen (általában havonta) megrendezett *befektetői fórumok*, ahol a vállalkozó maga mutatja be a vállalkozást, vázolja fel ötletét. Ekkor lehetőség nyílik személyes kapcsolatfelvételre, ahol az első benyomás, a vállalkozó előadói képessége nagyon fontos lehet. Az üzleti anyagokra jellemző, hogy a befektetési döntést vállalkozói-menedzseri tapasztalataikra, emberismertükre támaszkodva, gyakran a vállalkozóról alkotott személyes benyomásaik alapján hozzák meg, azaz „a lovasra fogadnak, nem a lóra” (Harrison – Mason, 2002). A hálózatok a közvetítő szolgáltatásokat különböző formáit gyakran egymásra építve használják (1. ábra).

1. ábra

A közvetítés általános folyamata



Megjegyzés: szürke színnel kiemelve a közvetítés három általános formája.
 Forrás: EBAN (2002: 6) alapján saját összeállítás.

A partnerkeresés mellett az üzleti angyal hálózatok többsége *kiegészítő, kapcsolódó szolgáltatásokat* is nyújt, melyek nagyrészt a kockázati tőke megszerzéséhez, illetve odaítéléséhez, a tudás és a tapasztalatok átadásához kapcsolódnak. A tőkét kereső vállalkozók számára gyakran tartanak továbbképzéseket, tréningeket, segítenek az üzleti terv, a prezentáció összeállításában, üzleti tanácsokkal látják el őket. Ezáltal felkészültté válhatnak a befektetés fogadására. Az üzleti anyagok személyes preferenciái szerint csoportosítják

a befektetési ajánlatokat, leveszik a vállalkozás részletes átvilágítási (*due dilligence*) és értékelési 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.

Az üzleti angyal hálózatok stratégiája arra irányul, hogy minél több ügyféllel – tőkét kereső vállalkozóval és befektetővel – építsenek ki kapcsolatot. A tagok egy kritikus tömege mindenképpen szükséges a napi működés biztosításához és az intézmény fennmaradásához, a kitűzött hosszabb távú célok megvalósítása (az informális kockázatitőke-piac élénkítése, a vállalkozói kultúra erősítése stb.) azonban csak a taglétszám folyamatos bővítésével érhető el. A tagok toborzásának legáltalánosabb módja bemutatkozó szemináriumok szervezése, cikkek, hirdetések, saját kiadványok megjelentetése, a vállalkozók személyes felkeresése és a direkt marketing eszközeinek alkalmazása. A helyi bankokkal, pénzügyi és vállalkozás-fejlesztési intéz-

ményekkel, könyvelőkkel, brókerekkel kialakított szoros együttműködés további lökést adhat az ügyfelek felkutatásának (EBAN, 2002; EC, 2003).

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

A hálózatok létrejötté piaci vagy kormányzati kezdeményezések, illetőleg a magán- és közszféra együttműködésének az eredménye. Működésüket és sikerességüket a rendelkezésre álló források – a közszféra, a szponzorok támogatása és a saját bevételek –

2. táblázat

Néhány üzleti angyal hálózat bevételeinek megoszlása 2003-ban

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

Forrás: saját összeállítás az alábbi internetes oldalak alapján: NBAN (National Business Angel Network) – www.bestmatch.co.uk, LINC Scotland (Local Investment Network Company Scotland) – www.lincscot.co.uk, NeBIB (Netherlands Exchange for Angel Investments) – www.nebib.nl, N.B.A. (Nordbayerische Business Angels GmbH) – www.n-b-a.de, I2 – www.innovation.co.at, Business Angels Pty. Ltd. – www.businessangels.com.au, ACE-Net (Angel Capital Electronic Network) – acenet.csusb.edu

nagysága és összetétele nagyban meghatározza. A központi, regionális (szövetségi, tartományi) és helyi kormányzatok, illetve szervezeteik a nonprofit hálózatok nagy részét támogatják, és az Európai Unió bizonyos forrásai (pl. az Európai Regionális Fejlesztési Alap) is rendelkezésre állnak e célra (2. táblázat).

A magánszférából kikerülő támogatók főként pénzügyi szereplők: bankok, tőzsdék, befektetési társaságok, könyvvizsgálók stb., akik érdekeltek az informális 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 – Harrison, 1996c).

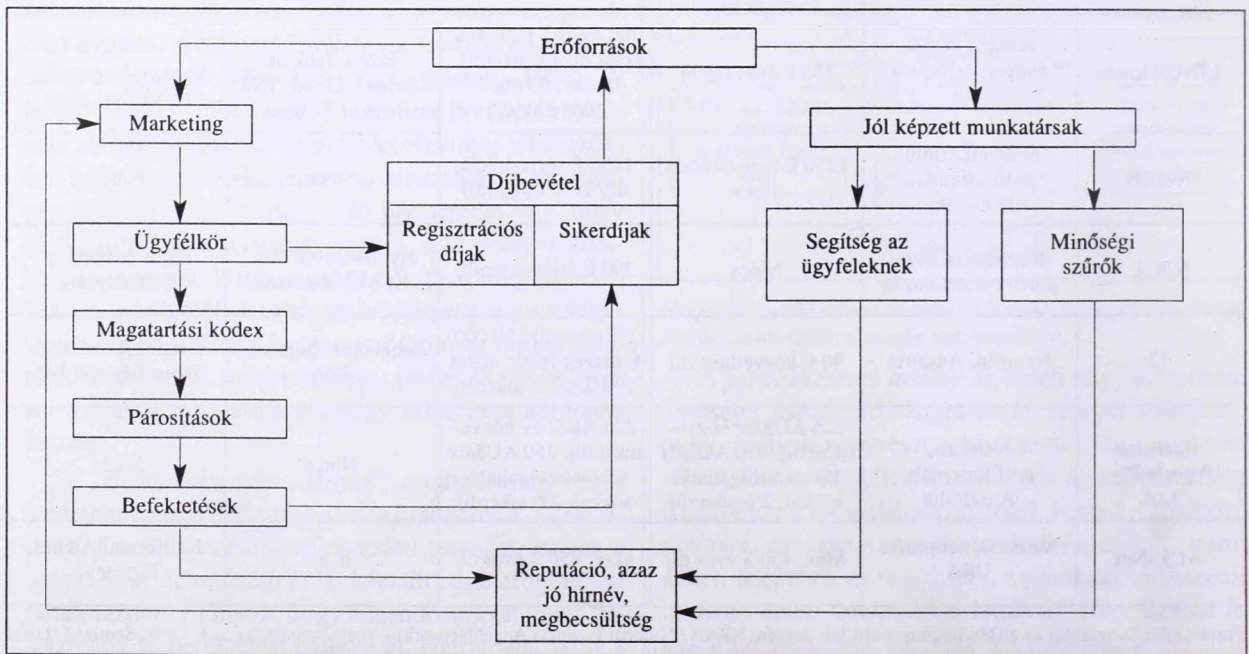
A hálózatok saját bevételei az ügyfelek befizetéseiből származnak. A regisztrációs egyszeri, illetve a folyamatos éves díjak általában magukban foglalják az adatbázisba való bekerülést, azaz a közvetítési folyamatban való részvételt. A sikeres partnerkeresés után az intézmények gyakran számítanak fel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

A befektetőkre és a vállalkozókra „kivetett” díjnak 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 et al., 2001). Díjak felszámolása esetén csak azok a vállalkozók veszik igénybe a szolgáltatást, akiknek ténylegesen szükségük van rá, azaz egyfajta előszűrés valósul meg. Végül az ingyenesség feladásának van egyfajta pszichikai hatása is: az ügyfelek arra következtethetnek belőle, hogy értékes, valóban hasznos szolgáltatásokról van szó (Mason – Harrison, 1996b, 1996c). A sikerdíj használata a szolgáltató számára nagyobb kockázatot, de nagyobb bevételt is jelent, szemben a csak tag-, illetve regisztrációs díjakra építő tarifarendszerrel. Részben finanszírozási összefüggései is vannak az üzleti angyal hálózatok eredményes működtetését leíró, ún. „reputációs modell”-nek (2. ábra), mely egy, az Egyesült Királyságban végigvitt demonstrációs projekt tapasztalatait összegzi (Mason – Harrison, 1996c). A modell lépésről lépésre végigköveti azon ok-okozati lánc tényezői között fennálló kapcsolatot, ami a közvetítés pénzügyi forrásokkal való ellátottsága és (a kapcsolatfelvételekben valamint a befektetésekben megnyilvánuló) sikeressége között fedezhető fel.

2. ábra

Az üzleti angyal hálózatok működtetésének „reputációs modellje”



Forrás: Mason-Harrison (1996c: 270) alapján saját szerkesztés.

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 találnak 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. Ezt a reputációs hatást kiegészítheti – a már említett – szigorú erkölcsi követelményeket mércéül állító magatartási kódex bevezetése is (EC, 2003), 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 csatasorba állítására, és ez a profi stáb hatékonyan megszűri a befektetési ajánlatokat, kirostálva közülük a gyengébb minőségűeket, illetőleg alkalmas arra is, hogy értékes segítséget nyújtson azoknak a vállalkozásoknak (és befektetőknek), akik ezt igénylik. Ennek hatása egyfelől újra az egymásra találások (és ennél fogva 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.

A hálózatok tipizálása

Az üzleti angyal hálózatok, igazodva az „angyalpiac” sokszínűségéhez, különböző formában működnek. A működés földrajzi kiterjedését (a területi aggregáció szintjeit) figyelembe véve lokális-regionális, nemzeti és nemzetközi hálózatokat különböztetünk meg (Klandt et al., 2001):

- **Lokális-regionális:** az informális kockázatitőke-befektetések általában lokálisan, illetve regionálisan szerveződnek. A tipikus angyal befektető jobban kedveli a helyben lévő projekteket, és olyan vállalkozásba fektet, amely tartózkodási helyétől két-háromórányi autózással elérhető (ez a leggyakrabban 50–200 km-t jelent, de nagymértékben függ az ország nagyságától). 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 szervezetek állnak leginkább közel az ügyfeleikhez. A hálózatok nagy többsége regionális szinten működik.

- **Nemzeti szintű:** a nagy térbeli távolságok miatt megnövekedett tranzakciós költségek kezelése és az ügyfelek kritikus tömegének elérése miatt szükségesek az ilyen típusú szervezetek, amelyek általában a regionális hálózatokat fogják össze (pl. a LINC Scotland) vagy egyfajta szövetségi funkciót töltenek be (pl. a német Business Angels Netzwerk Deutschland).
- **Nemzetközi hálózat:** a globalizáció és az egységsülő Európa által támasztott kihívásoknak egy határon átívelő üzleti angyal hálózat tud megfelelni. Támogatja a befektetők mobilitását, elősegíti az egyes nemzeti hálózatok együttműködését, kutatásokat, konferenciákat szervez. Szerepe különösen fontos az olyan szektorokban, mint a csúcstechnológiai (high-tech), ahol egy adott, szűk piaci „fülkében” működő vállalkozások száma világviszonylatban is nagyon csekély, így a rájuk specializálódott üzleti angyalok a vállalkozás földrajzi elhelyezkedését nem tekintik korlátozó tényezőnek (EC, 2003). Európában a European Business Angel Network (EBAN) látja el ezt a funkciót.

Az Egyesült Királyságban, ahol európai viszonylatban a legaktívabbnak tekinthető az informális kockázatitőke-piac, a területi aggregáció szintjét, a finanszírozás módját és az általuk közvetített befektetések jellemzőit figyelembe véve az üzleti angyal hálózatoknak öt különböző csoportját azonosították (Mason – Harrison, 1995):

A helyi bázisú, a közsféra által (és regisztrációs díjából) finanszírozott szervezetek (*lokális/regionális, nem profitorientált szervezetek*) általában „csak” közvetítő szolgáltatásokat nyújtanak a már megismert „konvencionális” formában. 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 egyedülként a LINC tartozott ebbe a kategóriába az Egyesült Királyságban. Mindkét állami támogatással működő intézménytípusról elmondható, hogy tipikusan olyan kis méretű befektetések létrejöttében közvetített, 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 tervezkedési szakaszt finanszírozza. A profitorientált szolgáltatásokról általánosan elmondható, hogy az általuk közvetített befektetők egyre inkább az expanziós fázist finanszírozzák, a nagyobb összegű fejlesztőtőkebefektetések⁴ irányába orientálódnak, párhuzamosan az intézményesült kockázatitőke-piacon érzékelhető trenddel (Karsai, 1997; Mason – Harrison, 1995).

Az angol informális kockázatitőke-piac érdekes és nem tipikus szereplője az *intézményi arkangyal* (*institutional archangel*). Profitorientált szervezet, amely felkutatja, kiszűri és strukturálja a befektetési lehetőségeket, majd a hálózat tagjaiból befektetői szindikátusokat szervez. 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, kisegítő szolgáltatásokat nyújtó szervezetek a felmérés szerint egy kevésbé homogén, kis méretű csoportot alkotnak. Ezek olyan vállalatokra specializálódnak, amelyeknek nincs kialakított stratégiájuk, vagy hiányoznak az ehhez szükséges ismereteik. Ilyen cégeket „házásítanak össze” a megfelelő képességű befektetőkkel, akik a tőkéjük mellett aktívan bekapcsolódnak a vállalat fejlesztésébe is.

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 létrejötté tízezer 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 – 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.

A szervezetek tevékenységének további hatásai (az innovációs képesség, a vállalkozói kultúra erősödése, új ismeretek elsajátítása, egy új finanszírozási lehetőség széles körű megismertetése stb.) azonban nehezen

számszerűsíthetők. A nonprofit hálózatok a tőkepiaci és vállalkozásfejlesztési intézményrendszer fontos elemévé váltak Európában.

Az Európai Unió gyakorlata az üzleti angyal hálózatok támogatásában

Láthattuk, hogy az élénk és hatékony informális kockázatitőke-piac nélkülözhetetlen egy aktív vállalkozói teljesítményre épülő, „életerős” gazdaság számára. A gazdasági folyamatokba való állami beavatkozás azokon a területeken indokolt, ahol a piac önmagában nem képes „tökéletesen” működni. Az állami szerepvállalás motivációját az jelentheti, hogy a KKV-k számára a finanszírozási források elérhetőségének javulása még nagyobb gazdasági növekedést, a foglalkoztatottság bővülését, illetve az innovációs tevékenység erősödését eredményezi⁵.

A beavatkozás több területre irányulhat: egyfelől az adórendszer átalakításával és garanciaalapok létrehozásával növelheti az informális kockázati tőke kínálatát. Másfelől fejlesztheti a keresleti oldalt olyan ösztönző környezet kialakításával, oktatási és innovációs rendszer létrehozásával, amely elősegíti a kreativitást, a jó ötletek megjelenését, a vállalkozókészséget, növeli a befektetések fogadására alkalmas vállalkozások számát és bátorítja a kockázatvállalást. Harmadrészt az állam szerepet vállalhat a piaci hatékonyság növelésében azáltal, hogy támogatást nyújt üzleti angyal hálózatok létrehozásához és működtetéséhez. A továbbiakban mi a témánkhöz szorosan kapcsolódó üzleti angyal hálózatokat érintő beavatkozás lehetőségeit tárgyaljuk az Európai Unió és a tagállamok gyakorlatát elemezve.

Az Európai Bizottság, felismerve az induló vállalkozások tőkéhez való hozzáféréseinek nehézségeit, 1998 óta foglalkozik célzottan az informális kockázatitőke-piac ösztönzésével. Az ún. Harmadik Többéves KKV Program (*Third Multiannual Programme for SMEs*) keretén belül anyagi forrásokkal támogatta az üzleti angyal hálózatokat annak érdekében, hogy növekedjék az informális magánbefektetések szerepe a vállalkozások finanszírozásában. A program segítségével háromféle célra lehetett forrásokhoz jutni (EC, 1998, 2003):

1. népszerűsítő kampányok szervezése és a követendő példák elterjesztése,
2. megvalósíthatósági tanulmányok készítése arra vonatkozólag, hogy egy adott térségben érdemes-e az üzleti angyal hálózatot létrehozni,

3. hálózatépítési programok új hálózatok kiépítésére és támogatására.

A program többféle kínálat- és keresletoldali problémát is orvosolni kívánt (pl. alacsony hatékonyságú információáramlás, strukturális problémák, az oktatás és a tapasztalok átadásának kérdése stb.) azáltal, hogy támogatta az angyal hálózatok létrehozását Európaszerte, és javította az angyal típusú befektetések feltételeit. Az utólagos értékelés nyilvánvalóvá tette, hogy a mintaprogram hatóköre a finanszírozási források és az időtáv szempontjából korlátozott mértékű volt. Sikernek tekinthető, hogy a támogatások és a tudatosító kampány hatására a legtöbb uniós országban létrejöttek közvetítő szervezetek: 1999 és 2002 között számuk közel háromszorosára nőtt (3. táblázat). A legtöbb hálózat a világ egyik legfejlettebb informális kockázati-tőke-piacával rendelkező Egyesült Királyságban található, őt követi Németország, majd Franciaország. A létrejött hálózatok azonban még „gyerekcipőben járnak”, és éveknél kell eltelnie ahhoz, hogy érezhető gazdasági hatást fejtsenek ki. A program az egyes projektek közvetlen támogatásán kívül az EBAN létrehozásához is segítséget nyújtott, amely európai szinten képes szervezni az informális kockázati-tőke-piacot. A kiválasztott projektek általában igazodtak a kitűzött célokhoz, ám lehetnek volna sokszínűbbek is, a tudatosító kampányokra nagyobb súlyt kellett volna fektetni. A szűkös és elaprózott költségvetés azt eredményezte, hogy a kitűzött célok egy része teljesült csak. Az értékelés során nyilvánvalóvá vált, hogy az üzleti angyal hálózatokhoz kapcsolódó intézkedések akkor vezetnek a legjobb eredményre, a közpénzek felhasználása akkor a leghatékonyabb, ha a beavatkozásokat a vállalkozásfejlesztési politikák főáramába integrálják, és a programok időhorizontját is kiszélesítik (EC, 2003).

A Bizottság összehasonlító-értékelő elemzése alapján a közvetítő intézményekkel kapcsolatban több javaslatot, megállapítást megfogalmazhatunk (EC, 2003):

- Az uniós és a tagállamok tőke- és pénzügyi jogszabályainak kialakításakor tekintetbe kell venni a hálózatok érdekeit, hogy kedvező adminisztratív környezetben működhessenek.
- Az üzleti angyal hálózatok működését – főként az indulás éveiben – közpénzekkel kell segíteni.
- A szigorú etikai normák betartása és az átláthatóság megteremtése érdekében az intézményeket ún. magatartási kódex elfogadására kell ösztönözni.

3. táblázat

Az üzleti angyal hálózatok számának változása az Európai Unióban

Az ország neve	1999	2001	2002
Ausztria	1	1	1
Belgium	2	6	7
Dánia	0	4	6
Egyesült Királyság	49	49	50
Finnország	1	1	1
Franciaország	3	24	31
Hollandia	1	2	2
Írország	1	1	1
Luxemburg	1	1	1
Németország	3	36	40
Olaszország	0	6	13
Portugália	0	1	1
Spanyolország	1	1	2
Svédország	1	1	1
Összesen	64	124	157

Megjegyzés: Az „új tagországok” nélkül. Görögországban 2002-ig nem alakult üzleti angyal hálózat.

Forrás: EC (2003: 14) alapján saját szerkesztés.

- A sikerhez nélkülözhetetlen a köz- és magánszférában működő intézményekkel való hosszú távú partnerkapcsolat kiépítése. Az európai kockázati-tőke-piac egységesülése növelni fogja a lehetőséget (és a nyomást is) a határokon átívelő együttműködésekre, melyeken keresztül a hálózatok növelhetik az egymásra találás valószínűségét a kis méretű piaci szegmensekben (fülkékben) is.
- Az ismertséget növelő, tudatosító kampányokba célszerű a hálózatokat bevonni.

Következtetések

A közvetítő szolgáltatásokat nyújtó hálózatok többsége nem profitérdekelt, költségeiket állami (illetve szövetségi, EU-s), illetve szponzoroktól kapott forrásokból, regisztrációs, éves vagy sikerdíjából fedezik. Ezek a szervezetek hajlandóak a kisebb forrásigényű kezdő- és kisvállalatokat is támogatni, az ún. korai szakasz finanszírozási problémájának megoldásához hozzájárulni (Mason, 2002; Mason-Harrison, 1995). A fejlett kockázati-tőke-piaccaal rendelkező országokban magántulajdonban lévő, profitorientált hálózatok is működnek, melyek nem részesülnek állami támogatásban. E szervezetek a magas tranzakciós költségek miatt a nagyobb befektetési lehetőségekre összpontosítanak, egy bizonyos összeghatár alatt pedig nem is fogadják a vállalkozók ajánla-

taik. További jellemzőjük, hogy sok esetben a vállalkozás későbbi, terjeszkedési szakaszának finanszírozására koncentrálnak, gyakran befektetési szindikátusokat létrehozva (Mason, 2002; Mason – Harrison, 1995, 1996a,b). A profitorientált partnerközvetítés gyakran a nagy pénzügyi szolgáltatók kínálatában is szerepel, melynek előnye, hogy a befektetők és vállalkozók „összehozása” mellett a szolgáltatások további széles spektrumát képesek felkínálni. Az üzleti szemlélet miatt az árpolitika legfontosabb elemévé a sikerdíjak váltak (Coveney – Moore, 1998). Látható, hogy amennyiben a közsféra kivonulna az üzleti angyal hálózatok finanszírozásából, azzal a leginkább rászoruló vállalkozói kör tőkéhez jutása még inkább megnehezülne. Hosszabb távon e hálózatok hozzájárulhatnak a vállalkozói kultúra erősödéséhez, a nagyobb gazdasági növekedéshez és a foglalkoztatottság bővüléséhez.

Egy üzleti angyal hálózat, illetve közvetítő szolgáltatást nyújtó szervezet létrehozása tehát az informális kockázatitőke-piac fejlesztésének hatékony eszköze lehet. Jó példa erre Németország, ahol az üzleti angyal fogalom a BAND 1998-as létrehozásakor gyakorlatilag teljesen ismeretlen volt, de a piac és a gazdaság szereplőinek felélénkítése rövid idő alatt sikerült. Jelenleg Németországban működik az egyik legtöbb közvetítő szolgálat Európában, könyvek és publikációk sokasága jelenik meg e témában, és az üzleti angyal hálózatok 2001-ben a kb. 190 regisztrált angyal és 1500 vállalkozás mellett jelentős szponzori bevételekről is beszámolhatnak, tehát az üzleti szférát is sikerült valamilyen formában érdekeltté tenniük (BAND, 2001).

A hazai üzleti angyalok szerepéről, részvételéről a KKV-k finanszírozásában nem rendelkezünk elegendő megbízható empirikus adattal⁶. Hazánkban 2000 júniusa óta működik a Magyar Innovációs Szövetség és az INNOSTART Nemzeti Üzleti Innovációs Központ Alapítvány által létrehozott *Üzleti Angyal Klub*, amely személyes és elektronikus közvetítés segítségével biztosít fórumot innovatív vállalkozások és befektetők számára. Az évente 2–3 alkalommal megrendezett találkozók és a – két év alatt – 15–20 bemutatott vállalkozás piacélénkítő és -szervező hatása azonban korlátozottnak tekinthető. Az Innostartnál jelenleg nincs kapacitás a közvetítő szolgáltatás bővítésére.

A nemzetközi tapasztalatok arra mutatnak rá, hogy egy üzleti angyal hálózat létrehozása és sikeres működtetése bonyolultabb feladat, mint amilyenek első látásra tűnik, mivel a szolgáltatás sikeressége nem

automatikus. A szolgáltatással szemben alapvető követelmény, hogy az ügyfelek számára kényelmesen elérhető, bizalmas és megbízható legyen. A siker további nélkülözhetetlen feltétele, hogy az ügyfélbázis elérje a kritikus tömeget, azaz a közvetítés érdekében megfelelően nagy és diverzifikált ügyfélkört kell létrehozni.

A kulcsfontosságú témakörök, amelyeket egy sikeres üzleti angyal hálózat megtervezése során alaposan át kell gondolni, a következők (Mason – Harrison, 1996a):

- (a) *Szervezeti forma*: milyen típusú szervezetek működtesék a kapcsolatteremtő rendszert (pl. helyi vállalkozási ügynökség, kamara, egyetem stb.)? Milyen földrajzi egységet feleltessünk meg a működés területiségének (város, megye, régió stb.)?
- (b) *A finanszírozás módja*: ki biztosítsa a pénzügyi forrásokat a kapcsolatteremtő rendszer működtetéséhez, vagy esetleg képes lehet a pénzügyi önfenntartásra? Melyik a legmegfelelőbb díjstruktúra (ingyenes közszolgáltatás, vállalkozók és/vagy befektetők regisztrációs díja, legyen-e sikerdíj stb.)?
- (c) *A szolgáltatás marketingje*: milyen stratégia szolgálja leginkább a kiterjedt és diverzifikált ügyfélkör kiépítését? Hogyan lehet megteremteni és fenntartani a szolgáltatás és az intézmény elismertségét (a minőségbiztosítás kérdésköre)?
- (d) *Működtetés*: milyen keresési-párosítási eljárás alkalmazása kívánatos (befektetői fórum, katalógus, számítógéppel támogatott párosítás)? Hogyan érhető el, hogy minél több kapcsolatfelvétel végződjön ténylegesen megvalósult befektetéssel?
- (e) *Teljesítményértékelés*: milyen alapon értékeljük a működés sikerességét, sikertelenségét? Milyen célkitűzés megfogalmazása a legcélszerűbb? El lehet-e és el kell-e érni a pénzügyi önfenntartást?

Véleményünk szerint Magyarországon a legideálisabb egy nonprofit szervezet létrehozása lenne, amely eleinte állami (uniós, önkormányzati) és szponzori forrásokból gazdálkodna, az ügyfélkör bővülésével (és a saját bevételek növekedésével) párhuzamosan pedig fokozatosan önfenntartóvá válna. Feladata az üzleti angyal finanszírozás koncepciójának hazai népszerűsítése, közvetítő és kiegészítő szolgáltatások nyújtása lenne. Elsőként a Központi Régióban célszerű létrehozni ilyen intézményt, mivel itt van a legnagyobb esély az ügyfélszám kritikus tömegének elérésére. A budapesti iroda központként koordinálná a később létrehozandó öt regionális iroda működését, de maga is

nyújtana közvetítő szolgáltatásokat. Emellett egyfajta üzleti angyal szövetség bázisaként is funkcionálna és képviselné Magyarországot az EBAN-ban. Szervezeti formáját tekintve a leghatékonyabban és a legalacsonyabb költségekkel valószínűleg úgy működhetne, hogy önállóságát megtartva egy már működő vállalkozás- vagy gazdaságfejlesztési intézményhálózat infrastruktúrájára csatlakozna rá. A sikerhez elengedhetetlen a további intézményekkel (inkubátorházak, ipari parkok, bankok, könyvvizsgálók stb.) való hosszú távú együttműködés. A helyi irodák a közvetítés mellett adatgyűjtéssel, tanácsadással, oktatással, üzletiterv-készítéssel, felkészítéssel is foglalkoznának, rendszeres befektetői fórumokat rendeznének. Az üzleti angyal hálózatok részfinanszírozására az Európai Unió programjain keresztül is lehetőség nyílna. Az állami szerepvállalás addig a pontig indokolt, amíg nem fejlődött ki az egyéni kockázati-tőke-befektetések közvetítésének piaca.

A siker tárgyalt belső feltételeinek megteremtésén kívül, a külső, jogszabályi feltételek javításában is kulcsszerepet vállalhatna a hazai közszféra (Osman, 2000). Ha a tőkefinanszírozás szerepe egy finanszírozási kultúrában erős, az nagy mértékben növeli az induló vállalkozások túlélési esélyeit, és eredményesen járul hozzá egy erős, vállalkozás központú gazdaság kialakulásához.

Felhasznált irodalom

Ács J. Z. – Szerb L. – Ulbert J. – Varga A. (2003): GEM 2001 Magyarország. Vállalkozások Magyarországon globális összehasonlításban. Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Pécs.

BAND 2001: Drei Jahre Business Angels Forum. Business Angels Network Deutschland Newsletter, 10, 4. o. http://www.business-angels.de/bandinfo/newsletter_10-01.pdf. Letöltve: 2002. november 4.

Blatt, R. – Riding, A. (1996): '...Where angels fear to tread': some lessons from the Canada Opportunities Investment Network experience. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 75-89 o.

Bygrave, W. D. – Hay, M. – Ng, E. – Reynolds, P. (2003): Executive forum: A study of informal investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor (GEM). *Venture Capital*, 2, 101-116. o.

Coveney, P. – Moore, K. (1998): *Business Angels. Securing start up finance*. John Wiley and Sons, New York

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.

EC (1998): Commission call for proposals aimed at improving finance environment of SMEs. *Official Journal of the European Communities*, C 263/20, 08. 20.

EC (2003): *Benchmarking business angels. „BEST” report*. Office for Official Publications of the European Communities, Luxemburg

Gaston, R. J. (1989): *Finding private venture capital for your firm: A complete guide*. John Wiley and Sons, New York

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, 89-101 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. – Bird, B. J. – Birley, N. S. – Churchill, C. – Hay, M. G. – Keeley, R. H. – Wetzel, W. E. Jr. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson College, Wellesley.

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.

Karsai J. (1997): *A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában*. *Közgazdasági Szemle*, 2, 165-174 o.

Karsai J. (2002): *A kockázati tőke alkalmazásának lehetőségei és hatása a versenyképességre. Részanyag „A magyar gazdaság versenyképességének erősítése: helyzetkép és feladatok” című kutatás számára*. Kézirat.

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.

Lerner, J. (1998): *„Angel” financing and public policy: An overview*. *Journal of Banking & Finance*, 6-8, 773-783. o.

Makra Zs. – Kosztopulosz A. (2004): *Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon*. *Közgazdasági Szemle* 7-8. 717-739. 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. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson College, Wellesley.

Mason, C. M. – Harrison, R. T. (1996a): *Informal investment business introduction services: some operational considerations*. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 27-58. o.

Mason, C. M. – Harrison, R. T. (1996b): *LINC: a decentralised approach to the promotion of informal venture capital*. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 119-141. o.

Mason, C. M. – Harrison, R. T. (1996c): *The Department of Trade and Industry's informal investment demonstration projects: an interim assessment*. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 248-271 o.

Mason, C. M. – Harrison, R. T. (2002): *Barriers to investment in the informal venture capital sector*. *Entrepreneurship and Regional Development*, 3, 271-287. 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.

Osman P. (1998): *Az üzleti angyalok tevékenysége és befektetések szerepe a kis- és kisebb középvállalatok létrehozásában és fejlesztésében*. OMF, Budapest

- Osman P. (2000): Hogyan lesznek nálunk üzleti angyalok. Pénzügyi Szemle, 11-12, 1060-1073. o.
- Saublens, C. – Reino, M. (2002): Introduction to the activities of regional business angels networks. EBAN Secretariat, Brüsszel.
- Sørheim, R. – Landström, H. (2001): Informal investors – A categorization. with policy implications. Entrepreneurship and Regional Development, 4, 351-370 o.
- Szerb L. – Acs, Z. J. – Varga A. – Ulbert J. – Bodor É. (2004): Az új vállalkozások hatásai nemzetközi összehasonlításban. Közgazdasági Szemle, 7-8, 679-698. o.

Lábjegyzetek

1. Jelen tanulmány a szerzők által írt. Pénzügyek a globalizációban című tanulmánykötetben (szerk.: Botos Katalin, JATEPress, Szeged, 2004) megjelent dolgozat átdolgozott változata.
2. A szakirodalom a két elnevezést általában szinonimaként használja (ez igaz a jelen tanulmányra is). Véleményünk szerint az „üzleti angyal” (business angel) megfogalmazás egyfelől arra utal, hogy a befektetők pénzügyi elvárásaik mellett más tényezőket is figyelembe vesznek befektetési döntéseik meghozatalakor. (Az altruista vagy hedonista motívációk által vezérelt angyalok például a fiatal vállalkozóknak szeretnének segíteni, a közönség számára fontos terméket létrehozni, illetve számukra a tevékenység örömet okoz, szakmai kihívást jelent.) Másfelől, a kifejezés használatával utalhatunk arra a jellegzetességre is, hogy a befektető a finanszírozói szereptől elválaszthatatlanul vállalkozásfejlesztő szerepet is felvállal, azaz nemcsak finanszírozási forrást biztosít, hanem vállalkozói, vezetői tapasztalatait, kapcsolatrendszerét is a vállalkozás rendelkezésére bocsátja, és ezzel jelentős mértékben növeli az induló vállalkozások piaci túlélési esélyeit. Az „informálisan befektető” (informal investor) kifejezés pedig a kockázati tőke-befektetés azon motívumát hangsúlyozza ki, hogy a befektetést közvetlenül és nem a nyilvános, szervezett piacokon (tőzsdéken keresztül), saját (nem pedig közvetített) forrásokból hajtják végre „anonim” magánszemélyek, a statisztika és a kutatók számára gyakran „láthatatlanul”, ezért az üzletkötés-kor a bizalomnak, az emberi kapcsolatoknak kiemelkedő jelentősége van.
3. Úgy érezhetjük, hogy az üzleti angyal hálózat kifejezés (business angel network) egy kissé egyoldalúan, kizárólag a befektetői oldalra koncent-

rál, és nem igazán utal arra, hogy a közvetítés valójában kétirányú tevékenység. A dolgozatban azonban az általános terminológiának megfelelően mi is használjuk ezt a kifejezést. Felhívjuk a figyelmet azonban arra, hogy a jelen tanulmányban használt üzleti angyal hálózat fogalom nem az angyal befektetők laza vagy formalizált együttműködésének formáját jelenti.

4. A '80-as évektől kezdve a kockázati tőke-befektetések egyre inkább elszakadtak az innováció finanszírozásától, és a szakirodalomban használt kockázati tőke (venture capital) fogalom és annak jelentése is megváltozott. Új elnevezésként a magántőke (private equity) terjedt el, amelyen gyakran az egész kockázati tőke-iparágat értik, de használják kizárólag a tulajdonosváltásokat (MBI, MBO) és a szerkezetátalakítást (turnaround) végrehajtó tőkefinanszírozás szinonimájaként, míg mások átfogóan az új kockázati tőke fogalomként tekintenek rá. A hagyományos kockázati tőke (classical venture capital) a korai (early stage), míg a fejlesztőtőke (development capital) a terjeszkedési szakaszban (expansion stage) lévő vállalkozások továbbfejlesztését segíti elő (Karsai 1997).
5. Lerner (1998) az informális kockázati tőke-befektetések állami ösztönzése ellen érvel. Elképzelhetőnek tartja, hogy a kockázati tőkék azért kerülnek el a kis összegű befektetéseket, mert azok egyszerűen nem jövedelmezőek, vagy azért, mert magas költségekkel járnak ezek a tranzakciók, vagy azért, mert a kisebb tőkeerejű cégek nem kecsegtetnek kedvező kilátásokkal. Ez utóbbit az első ízben nyilvánosan részvénykibocsátást (IPO) végrehajtó cégek részvényein hosszabb távon elérhető hozamokkal igyekeznek alátámasztani. Azoknál az IPO-knál, ahol korábban (intézményi) kockázati tőke-finanszírozás történt, az elért hozamok felülmúlják az egyéb IPO-kon elért hozamokat, így azokat is, ahol a háttérben magánbefektetők tevékenykedtek. Véleménye szerint a magánszemélyek arra való ösztönzése, hogy kis összegű befektetéseket hajtsanak végre, a hatékonysággal ellentétes eredményre vezet, és társadalmi veszteségeket okoz, amennyiben a pénzügyi megtérülés nem kielégítő, és a finanszírozott vállalkozás nem életképes. Lerner (1989) szerint empirikus eredmények megerősítik a felmerülő aggályokat azon politikákkal szemben, amelyek a magánszemélyek befektetéseit ösztönzik olyan vállalkozásokba, amelyeket a hivatásos befektetők visszautasítottak. Álláspontja szerint a piaci erőnek kell megoldani a problémát.
6. Két empirikus felmérésről tudunk. Az egyik a Global Entrepreneurship Monitor (GEM) keretében készült, az eredmények a 2001-ben és 2002-ben lekérdezett 2000 fős mintán alapulnak. Bővebben lásd: Acs et al., 2003, Szerb et al., 2004. A másik a szerzők által a Szegedi Tudományegyetem Pénzügytani tanszékén végzett kismintás kutatás, lásd: Makra – Kosztopolosz, 2004