

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

Kosztópulosz Andreász<sup>1</sup> - Makra Zsolt<sup>2</sup>

*Az informális kockázatitőke-piacon a magas keresési költségek és az információs aszimmetriák okozta hatékonyság-vesztéséget éppen a piac bizonyos mértékű intézményesítése – közvetítő szervezetek létrehozása – ellensúlyozhatja. A kockázati tőke iránti kereslet és kínálat összepárosítását „magukra vállaló” üzleti angyal hálózatok katalizátor szerepet töltenek be a befektetések létrejöttében: a potenciális befektetők felkutatásával finanszírozási forrásokhoz juttatják a növekedni képes, többnyire innováció-orientált kis- és középvállalatokat. Az Európai Unióban gomba módra szaporodó intézmények különleges szerepe éppen abban rejlik, hogy a keresleti és kínálati oldal közé hidat verve a kisvállalkozásokat humán és pénzügyi erőforrásokhoz segítik, hozzájárulva ezzel egy térség kiegyensúlyozottabb gazdasági növekedéséhez, a foglalkoztatottság bővüléséhez, az innovativitás és a vállalkozói kultúra erősödéséhez.*

*Dolgozatunkban bemutatjuk, hogy az üzleti angyal hálózatok miként képesek hozzájárulni az informális kockázatitőke-piac és ezen keresztül a gazdaság számára oly fontos, növekedni képes kis- és középvállalkozások élénkítéséhez. A különböző típusú szervezetek esetében egyenként kitérünk a finanszírozás és a szolgáltatások kérdéskörére. Ezt követően áttekintjük a hálózatokat érintő kormányzati beavatkozás lehetséges formáit, illetve az Európai Unióban elterjedőben lévő gyakorlatot, végezetül kitérünk a hazai adaptációs lehetőségekre is.*

*Kulcsszavak: tőkeszakadék, üzleti angyal, informális kockázati tőke, információs aszimmetriák, üzleti angyal hálózatok*

### 1. Bevezetés

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

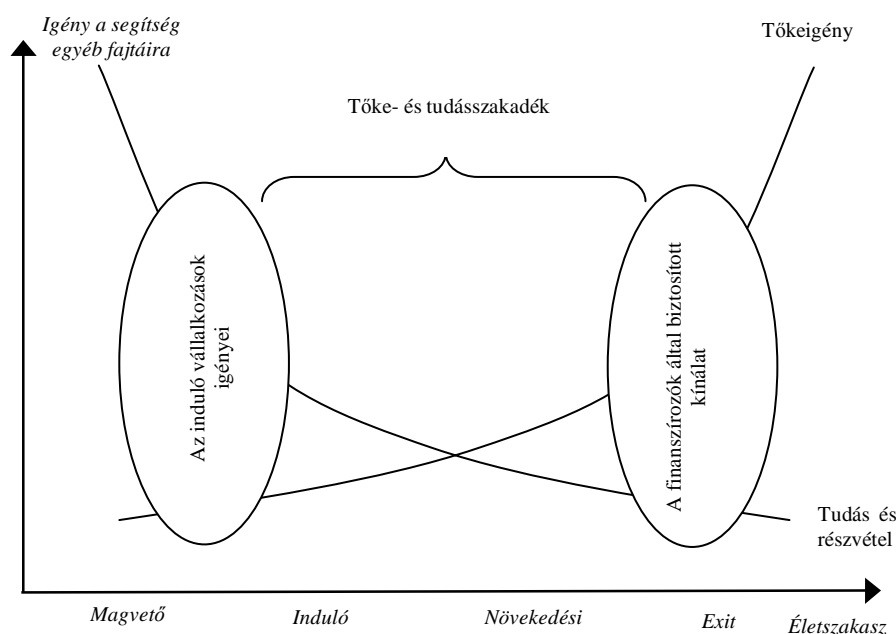
---

<sup>1</sup> Kosztópulosz Andreász egyetemi tanársegéd, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Pénzügytani Tanszék

<sup>2</sup> Makra Zsolt doktorandusz hallgató, Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, Regionális Politika és Gazdaságtan Doktori Iskola

eredő kihívásaira, valamint a méretgazdaságossági problémákra. A hitelek és a tőkeforrások elérhetőségének szűkülése, a kisvállalatok „cserbenhagyása” egyfajta „tőke- vagy finanszírozási szakadék” (*equity gap*) kialakulását eredményezte. A hitelfelvétel nehézségei leginkább az induló vállalkozásokat sújtják, melyek híján vannak a felajánlható biztosítékoknak, nincs hitelfelvételi múltjuk, és nyomon követhető előéletük kereskedelmi banki ügyfélként. Hatványozottan érvényesül ez a folyamat azokban az országokban, ahol a hitelfelvétel a hagyományosan elterjedt, általános finanszírozási forma. A bankok egyfelől nem képesek a kisvállalatok finanszírozásából adódó kockázatok hatékony kezelésére, másfelől a gazdaságosan végrehajtható minimális tranzakciós méret meghaladja ezen vállalkozások finanszírozási igényeit (Kállay-Imreh 2003). Noha az intézményi kockázatitőke-befektetők kockázatkezelési szempontból alkalmasabbak lennének a finanszírozásra, itt is hasonló méretgazdaságossági aggályok merülnek fel: a magas állandó költségek távol tartják őket is az egyenként kisebb volumenű befektetésektől. A tőkeszakadék problémáját felerősíti, hogy a vállalkozói ismeretek és a hozzáértés terén sem esik egybe a „kínálat” az igényekkel: noha a vállalkozás sikeréhez nélkülözhetetlen lenne az ismeretátadás, erre a finanszírozó intézmények egyre kevésbé hajlandóak (1. ábra).

1. ábra: Tőke- és tudásszakadék



Forrás: Rasila – Seppä – Hannula, 2002: 6

A vállalkozások indulásához szükséges finanszírozás, azaz a magvető és a vállalkozás korai életszakaszát finanszírozó tőkeforrások kínálata a fent leírt elégtelenség következtében egyre inkább az informális kockázatitőke-piac minél aktívabb működésétől függ (Bygrave et al. 2003). Az informális kockázatitőke-piac kínálatoldali alanyai, az üzleti angyalok vagy

„informálisan befektetők” (*business angels, informal investors*<sup>3</sup>) – 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, Sorheim-Landström 2001). Az üzleti angyalok felül tudnak kerekedni azokon a nehézségeken, amelyek a bankokat és a kockázati tőke-befektetéseket végző szervezeteket a kis- és középvállalkozások (kkv-k) finanszírozásától visszatartják. Befektetési döntéseiknél felhasználhatják az adott iparágra vonatkozó speciális ismereteiket, vállalkozói és vezetői tapasztalataikat a célvállalkozás növekedési potenciáljának és kockázatainak helyes megítélésére. A vállalkozás működtetésébe való személyes bekapcsolódással a kockázatokat is ellenőrzés 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 fel sem merül. Az üzleti angyalok által végzett befektetési tevékenység képes lehet áthidalni a család és barátok „kéznel levő” forrásai és a bankok, intézményi kockázati tőke között tátongó tőke- és tudásszakadékot.

Az informális kockázati tőke-piac élénk 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 kockázati tőke-ágazaténak (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 növelésének kézenfekvő és eredményes módja bizonyos közvetítő intézmények felállítása lehet, ami tulajdonképpen az informális kockázati tőke-piac egyfajta „formalizálódását” is jelenti.

1. táblázat Formális és informális kockázati tőke-befektetések a GDP arányában (%)

Az ország neve	Intézményes kockázati tőke-befektetések a GDP arányában	Informális kockázati tőke-befektetések a GDP arányában
----------------	---	--

<sup>3</sup> 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 motivációk által vezérelt angyalok például a fiatal vállalkozóknak szeretnének segíteni, a közösség számára fontos terméket létrehozni, illetve számukra e 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 üzletkötéskor a bizalomnak, az emberi kapcsolatoknak kiemelkedő jelentősége van.

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. o.) és Bygrave et al. (2003, 1. táblázat) alapján saját összeállítás

#### a. Információs aszimmetriák az informális kockázatitőke-piacon

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

A gazdaságban a szűkös erőforrásoknak a legjövedelmezőbb 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 között tátongó információs szakadékok léteiből eredeztethetők, és amennyiben az információs aszimmetriákat ki lehet küszöbölni, a finanszírozási korlátok megszűnnek. Az információs aszimmetriákból eredő piactorzulások jelenségeinek leírására és magyarázatára sokféle elméleti megközelítés született az elmúlt harminc évben.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Jensen és Meckling (1976) azt állítja, hogy az ügynökkonfliktusok a menedzserek és a befektetők között kihatással lehetnek mind a hitelezőknak, 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 (l. pl. fényűző irodák fenntartása), mivel ezek előnyeinek túlnyomó részét ők élvezik, azonban a költségeknek csak kisebb aránya 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

Chan (1983) a pénzügyi közvetítés szerepét olyan kockázattőke-piacon gondolja végig, ahol az informáltság nem tökéletes (Blatt-Riding 1996). Modelljében feltételezi, hogy léteznek vállalkozók, akik erőfeszítéseket tesznek egy cég érdekében, és a haszon egy részét a saját folyó fogyasztásuk fedezésére visszatartják. A potenciális befektetők viszont nem képesek megállapítani az erőfeszítés szintjét, illetve a vállalkozó általi jövedelem kivonást annak tüzetes vizsgálata nélkül, amelyről azt feltételezi, hogy elkerülhetetlenül költségekkel jár. Chan megmutatja, hogy közvetítés nélkül, az ilyen piac kudarcra van ítélve. A vállalkozók csupán alacsonyabb rendű projektekkel fognak előállni. Ezután a befektetőknek kellene további költségekkel járó keresést lefolytatni, mielőtt megtalálják a kedvezőbb lehetőséget. A sorozatos keresések költsége csökkenti a befektetők várt hozamrátáját. A befektetők ezután kilépnek a piacról és alternatív befektetési lehetőségek után néznek.

A modellben azonban a piac megmenekül, ha vagy van egy tökéletesen informált befektető, vagy egy olyan befektető, aki számára a keresés költsége zéró. Ezen feltétel mellett a vállalkozók rákényszerülnek, hogy előálljanak jobb befektetési javaslatokkal, és a befektetők emiatt aktívak maradnak. Az elmélet – mint láttuk – hozzásegít bennünket, hogy jobban megértsük a közvetítők szerepét ezeken a piacokon.

Az elmélet érvényes az informális kockázattőke-piac leírására is, ahol a partnerkeresés hosszadalmas és költséges folyamat. Ebben a jelenségben valójában az informális kockázattőke-piac alapvető természete tükröződik: ez egy óriási bújócska, amelyben mindenkinek be van kötve a szeme (Gaston 1989). Az „informálisan befektetők” (méltányolható okokból) a névtelenségbe burkolóznak, és rejtőzködésük következtében láthatatlanok marad-

---

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.

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 képesek nagyobb pontossággal megítélni annak valószínűségét, hogy az ő autójuk rossz, mint amennyire erre a potenciális vevők képesek. 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, közvetítés nélkül a piac elhal. Akerlof ezután a kevésbé fejlett országok tőkepiacait is a használtautó-piachoz hasonlítja.

Ezt az analógiát mások tovább vitték, és az elemzést kiterjesztették a fejletlen piacok esetére, legyenek bár fejlett országban is. Ezek az információs problémák létezésére a hitelpiacon is találtak bizonyítékot. Stiglitz és Weiss (1981) megmutatta, hogy amennyiben a bankok kivitelezhetetlennek tartják a vállalatok megkülönböztetését, a kamatlábak általános megemelése rendellenes kiválasztási hatásokat hívhat életre. A magas kamatláb mindenkit elriaszt, kivéve azokat a hitelfelvevőket, amelyek a legnagyobb kockázatot jelentik, ennél fogva a hitelkihelyezések minősége jelentős mértékben romlik. Hogy ennek elejét vegyék, a bankok jellemzően inkább a hitelösszeget csökkentik, és nem a kamatlábat emelik. Campbell és Kracaw (1977) arra az eredményre jut, hogy egy pénzügyi közvetítő képes lehet elhatárolni a jó cégeket a rossztól a hitelpiacon. Viszont ilyen közvetítő hiányában belátható, hogy a piac elsorvad, ahogy azt Akerlof előrejelzi. Ha működnek közvetítők, akkor a cégek valódi értéke tükröződik a piac ítéletében. Ezt a megközelítést viszi tovább Chan a kockázattőke-piacon. (Az áttekintés alapjául Blatt-Riding 1996 és Lerner 1998 szolgált.)

nak. Ellentétben a kockázatitőke-szervezetekkel, nincsenek felsorolva címjegyzékekben és a „Yellow Pages”-ben sem szerepelnek. Emiatt egy vállalkozó számára a finanszírozó 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 egy borzasztó időigényes folyamat. A befektető legtöbbször nem foglalkozásszerűen űzi ezt a tevékenységet, hanem ad hoc módon és passzívan közelít a befektetéshez, és nagy részben barátok, üzlettársak információira, ajánlataira támaszkodik. Így sokszor csakis a vak szerencsétől függ, 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 ajánlatokat tennének eléjük, amelyek összhangban vannak a befektetési kritériumrendszerükkel<sup>5</sup>, miközben az innováció-orientált, növekedni képes vállalkozások nagy része tőkehiánnyal küzd. Az sem meglepő, hogy a befektetők nagyjából elégedetlenek a létező kommunikáció csatornákkal (Harrison-Mason 1996).

Az informális kockázatitőke-piac aktívabb és hatékonyabb működéséhez a hatékonyságot gátló tényezők lebontásán keresztül vezet az út. A vállalkozók és a befektetők között tátongó „információs szakadék” áthidalása közvetítő intézmények létrehozásával, vagyis az informális piac bizonyos fokú „formalizálásával” érhető el.<sup>6</sup> Ezek a közvetítő intézmények (általánosan használt terminológiával: üzleti angyal hálózatok<sup>7</sup>) egyfajta információs csatornát képeznek a befektetni szándékozó üzleti angyalok és a kockázati tőkét kereső kisvállalkozások között. Működésükkel az informális kockázatitőke-piac alacsony hatékonyságának két fő okára igyekeznek gyógyírt találni, nevezetesen: az üzleti angyalok rejtőzködő magatartására, valamint a (mindkét oldalt sújtó) tetemes keresési költségekre. Ezek az intézmények szolgáltatásaikkal lehetővé teszik a vállalkozók számára, hogy befektetési javaslatot tegyenek egyidejűleg több befektetőnek, emellett kényelmes módját kínálják a befektetők számára a befektetési lehetőségek széles körének megfontolására, miközben biztosítják számukra az anonimitás lehetőségét egészen addig a pillanatig, amíg el nem döntenek, hogy megkezdik a vállalkozóval a tárgyalásokat a befektetésről.

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

<sup>5</sup> Az Egyesült Királyságban 10 informális befektető közül 7-9 többet is befektetne, amennyiben nagyobb számban bukkanna megfelelő befektetési lehetőségekre. Számos informális befektető jelentős mennyiségű befektetésre váró forrással rendelkezik, ez a kihasználatlan összeg majdnem háromszorosa a megelőző három évben végrehajtott befektetések összegének (Harrison-Mason 1996).

<sup>6</sup> Chan fenti modelljének kontextusában a közvetítő csökkenti a keresési költségek azon részét, melyek az első kapcsolatfelvétellel hozhatók összefüggésbe. Ezen felül, noha a projekt minőségének alapos vizsgálata a közvetítő beakcsolódása ellenére továbbra is a befektető felelőssége, kiegészítő szolgáltatásaikkal és a bizalom légkörének megteremtésével a közvetítők a befektetést kísérő egyéb költségeket is mérsékelhetik.

<sup>7</sup> Úgy érezhetjük, hogy az üzleti angyal hálózat kifejezés (*business angel network*) egy kissé egyoldalúan, kizárólag a befektetői oldalra koncentrál, és nem igazán utal arra, hogy a közvetítés valójában kétirányú tevékenység. A dolgozatban azonban az általános terminológiának megfelelően mi is használjuk ezt a kifejezést.

- Megkönnyítik a vállalkozók és a befektetők egymásra találását, és ezzel általában véve emelik az informális befektetési aktivitás szintjét.
- 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 kockázatitőke-piac minél szélesebb körben történő megismertetéséhez, a téma általuk bekerülhet a köztudatba, a finanszírozási kultúra részévé válhat.

## 2. A hálózatok működése: szolgáltatások és ügyfelek

A hálózatok az üzleti világban egyfajta „házasságközvetítő” irodaként működnek. Alapvető feladatuk a befektetők és a vállalkozások egymásra találását segítő, ún. *közvetítő*, „összepárosító” *szolgáltatások* (*matchmaking services*, *business introduction services*) nyújtása (2. ábra). Ezek egyik formája az *elektronikus vagy internetes* közvetítés (Osman 1998). A befektető és a vállalkozó a szervezet honlapján megadja az általa preferált befektető/befektetés jellemzőit, így bekerül egy elektronikus adatbázisba. A számítógép összepárosítja a megfelelő partnereket úgy, hogy az anonimitást a folyamat végéig, a személyes találkozáig megőrzi. Hatékonysága nagyban függ az adatbázis minőségétől. A módszer hátránya, hogy azt feltételezi a befektetőkről, hogy pontosan meg tudják határozni befektetési kritériumaikat, pedig általában csak azt tudják megfogalmazni, hogy mibe nem kívánnak fektetni.

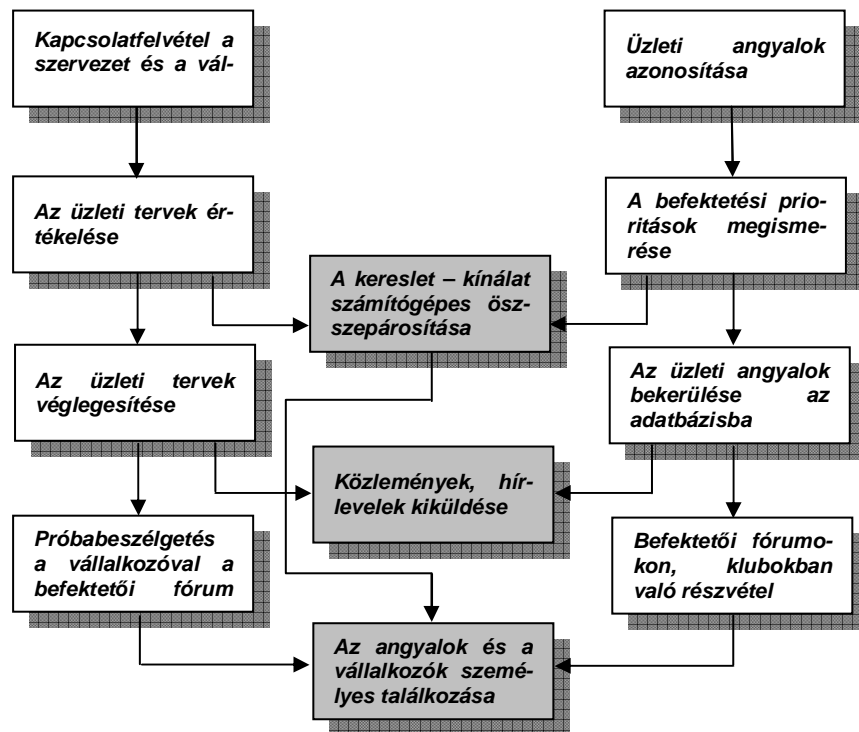
A „*Befektetési közlemények*” rendszeresen, írásos formában megjelenő információs kiadványok, tájékoztatók. Közülük néhány teljes üzleti terveket, mások a befektetési lehetőségekről készült összefoglalókat tartalmaznak. Előnyük, hogy a leendő angyal maga választhatja ki befektetési célpontját. Hátránya,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

A közvetítés harmadik formája a rendszeresen (általában havonta) megrendezett *befektetői fórumok*, ahol a vállalkozó maga mutatja be a vállalkozást, felvázolja az új ötletet, az innovatív projektet. Lehetőség van személyes kapcsolatfelvételre, ezért fontos az első benyomás, a vállalkozó előadói képessége.<sup>8</sup> Az anonimitás nem biztos, hogy megőrizhető. A hálózatok a különböző típusú közvetítő szolgáltatásokat gyakran egymásra építve használják.

<sup>8</sup> Az üzleti angyalok vállalkozói-menedzseri tapasztalataikra, emberismeretükre támaszkodva gyakran a vállalkozóról alkotott személyes benyomásaik alapján hozzák meg a befektetési döntést, azaz. „a lovasra fogadnak, nem a lóra” (Harrison-Mason 2002).

A partnerkeresés mellett az üzleti angyal hálózatok többsége *kiegészítő, kapcsolódó szolgáltatásokat* is nyújt, melyek nagyrészt a kockázati tőke megszerzéséhez ill. odaítéléséhez, a tudás és a tapasztalatok átadásához kapcsolódnak. A tőkét kereső vállalkozók számára gyakran tartanak továbbképzéseket, tréningeket, segítenek az üzleti terv, a prezentáció összeállításában, adnak üzleti tanácsokat. Az üzleti angyalok személyes preferenciái szerint csoportosítják a befektetési ajánlatokat, elvégzik számukra a vállalkozás részletes átvilágítását (*due dilligence*) és értékelését. A konferenciák, szemináriumok szervezése hozzájárul a kapcsolatok bővítéséhez és a legjobb gyakorlat szétterjedéséhez.

2. ábra: A közvetítés általános folyamata



Megjegyzés: szürke színnel kiemelve a közvetítés három általános formája

Forrás: EBAN (2002 6. o.) alapján saját összeállítás

Az üzleti angyal hálózatok stratégiája arra irányul, hogy minél több ügyféllel – tőkét kereső vállalkozóval és befektetővel – építsenek ki kapcsolatot. A tagok egy kritikus tömege mindenképpen szükséges a napi működés biztosításához és az intézmény fennmaradásához, a kitűzött hosszabb távú célok megvalósítása (az informális kockázati tőkepiac élénkítése, a vállalkozói kultúra erősítése stb.) azonban csak 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 (EBAN 2002, EC 2003). A helyi bankokkal, pénzügyi és vállalkozás-fejlesztési intézményekkel, könyvelőkkel, brókerekkel kialakított szoros együttműködés további lökést adhat az ügyfelek felkutatásának.

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 üzlet-részt a tőkét kereső vállalkozásban (Saublens-Reino 2002, EC 2003).

### **3. Az intézmények finanszírozása**

A hálózatok létrejötte piaci vagy kormányzati kezdeményezések, illetőleg a magán- és közszféra együttműködésének az eredménye. Működésüket és sikerességüket a rendelkezésre álló források - a közszféra, a szponzorok támogatása és a saját bevételek - nagysága és összetétele nagyban meghatározza (2. táblázat). A központi, regionális (szövetségi, tartományi) és helyi kormányzatok illetve szervezeteik a non profit hálózatok nagy részét támogatják, és az Európai Unió bizonyos forrásai (pl. az Európai Regionális Fejlesztési Alaptól) is rendelkezésre állnak e célra. A kormányzati transzferek hatékonysága a közvetítő szervezetek által generált befektetések nagyságával mérhető. Az állami szerepvállalás nagyrészt a kisvállalkozás-fejlesztési politika keretein belül történik.

2. táblázat: Néhány üzleti angyal hálózat bevételeinek megoszlása 2003-ban

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

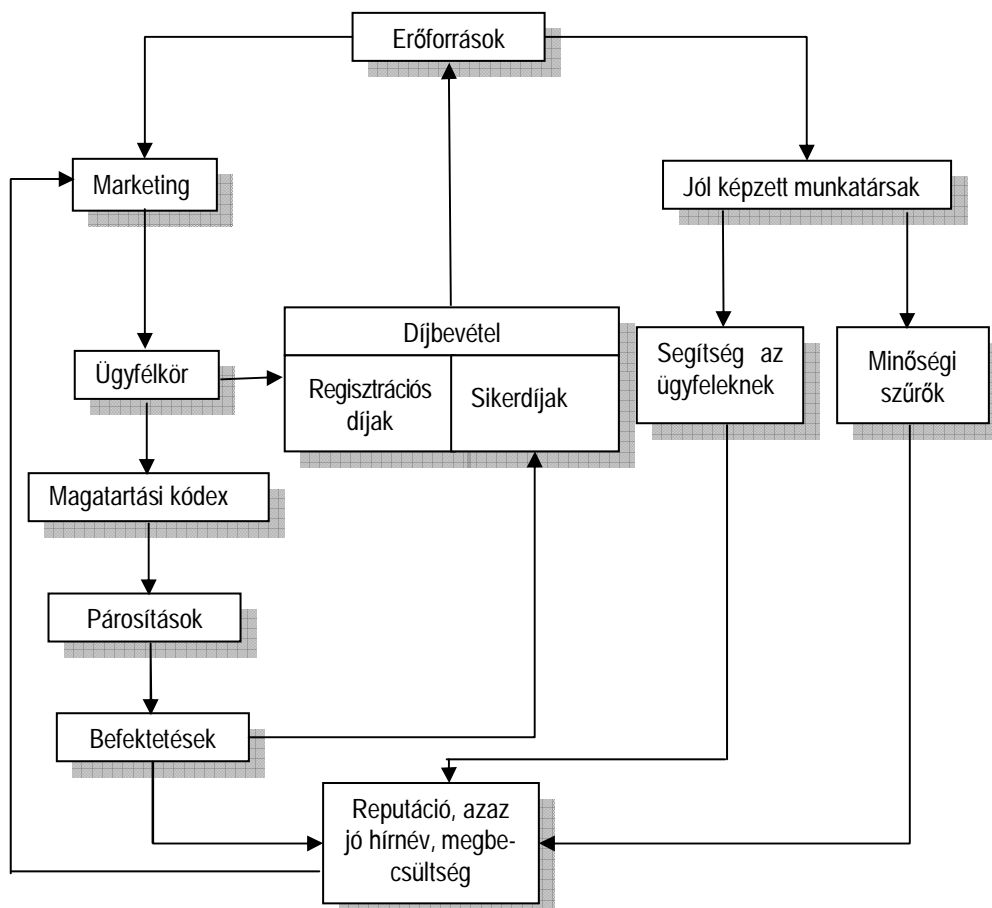
*Forrás:* saját összeállítás az alábbi internetes oldalak alapján: NBAN (National Business Angel Network) – [www.bestmatch.co.uk](http://www.bestmatch.co.uk), LINC Scotland (Local Investment Network Company Scotland) – [www.lincscot.co.uk](http://www.lincscot.co.uk), NeBIB (Netherlands Exchange for Angel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

A magánszférából kikerülő támogatók főként pénzügyi szereplők: bankok, tőzsdék, befektetési társaságok, könyvvizsgálók stb., akik érdekeltek az informális kockázati tőkepiac fejlesztésében, esetleg jövőbeli ügyfeleiknek tekintik a tőkefinanszírozást kapott vállalkozá-

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

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

3. ábra Az üzleti angyal hálózatok működtetésének „reputációs modellje”



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

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 alacsonyabb (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 1996/b és 1996/c). A sikerdíj használata a szolgáltató számára nagyobb kockázatot, de nagyobb bevételt is jelent, szemben a csak tag- ill. regisztrációs díjakra építő tarifarendszerrel.

Részben finanszírozási összefüggései is vannak az üzleti angyal hálózatok eredményes működtetését leíró, ún. „reputációs modell”-nek (3. ábra), mely egy, az Egyesült Királyságban végigvitt demonstrációs projekt tapasztalatait összegzi (Mason-Harrison 1996/c). A modell lépésről lépésre végigköveti azon ok-okozati lánc tényezőit, elemeit, ami a közvetítés pénzügyi forrásokkal való ellátottsága és a hálózati tevékenység kapcsolatfelvételekben és a befektetésekben megnyilvánuló sikeressége között fedezhető fel. Egy forrásokkal jól ellátott közvetítő intézmény elegendően nagy összeget fordíthat marketing tevékenységekre. Ez lehetővé teszi széles bázisú ügyfélkör kialakítását, ami növeli annak valószínűségét, hogy sikeresen egymásra találjanak az összeillő befektetők és vállalkozások, így ezáltal a befektetések megvalósulásának esélye is növekszik. Ez aztán másik oldalról hozzájárul a szolgáltatás reputációjának, azaz jó hírnevének, megbecsültségének erősödéséhez, amelynek hatására – mintegy visszacsatolásként – az ügyfélkör tovább szélesedik. Ezt a reputációs hatást kiegészítheti egy magas 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 nagy ügyfélkör pedig felduzzasztja a regisztrációs díjakból származó saját bevételeket, azaz méretgazdaságossá teszi a szolgáltatás nyújtását. A díjbevételek másrészt a beszedett sikerdíjak következtében is emelkednek. Egy forrásokkal bőségesen ellátott közvetítő intézmény képes jól képzett munkatársak csatasorba állítására, és ez a profi stáb képes hatékonyan megszűrni a befektetési ajánlatokat, kirotálva közülük a gyengébb minőségűeket, illetőleg alkalmas arra is, hogy értékes segítséget nyújtson azoknak a vállalkozásoknak (és természetesen, a befektetőknek is), akik ezt igénylik. Ennek hatása egyfelől újra az egymásra találások (és ennél fogva a létrejövő befektetések) valószínűségének növekedésében csapódik le, másfelől szintén hozzájárul a szolgáltatás reputációjának emelkedéséhez a vállalkozások és befektetők közösségeiben, és ezáltal elősegíti a régi ügyfelek megtartását és újak toborzását.

#### **4. A hálózatok tipizálása**

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

- *Lokális-regionális*: az informális kockázati tőkebefektetések általában lokálisan/ regionálisan szerveződnek. A tipikus angyal befektető jobban kedveli a helyben lévő projektet, mivel rendszeres kapcsolattartásra törekszik a vállalkozóval. Az angyalok gyakran

olyan vállalkozásokba fektetnek, amelyek két-háromórányi autózásnál nem messzebb található (ez a leggyakrabban 50-200 km-t jelent, és nagy mértékben függ az ország nagyságától), az angyal tartózkodási helyéhez képest. Az esetek egy részében ez az információszerzés nehézségeivel hozható összefüggésbe, de a kockázatkezelésre visszavezethető okai is vannak. Az angyalok szorosabb ellenőrző tevékenységet képesek kifejteni a vállalkozás működését illetően, ha földrajzilag közelebb vannak hozzá. A lokalitás lehetővé teszi a személyes kapcsolatok kialakulását, ezek a szervezetek állnak leginkább közel az ügyfeleikhez.<sup>9</sup> A hálózatok nagy többsége regionális szinten működik.

- *Nemzeti szintű:* a nagy térbeli távolságok miatt még inkább 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 BAND<sup>10</sup>).
- *Nemzetközi hálózat:* a globalizáció és az egységesülő Európa által támasztott kihívásoknak egy határokon átívelő üzleti angyal hálózat tud megfelelni. Támogatja a befektetők mobilitását, elősegíti az egyes nemzeti hálózatok együttműködését, kutatásokat, konferenciákat szervez. Európában az EBAN<sup>11</sup> 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 közszféra által (és regisztrációs díjából) finanszírozott szervezetek (lokális/regionális, nem profitorientált szervezetek) általában „csak” közvetítő szolgáltatásokat nyújtanak a már megismert „konvencionális” formában. A vizsgált összes hálózat közül a lokális/regionális szintűek domináltak (53 %).

Hasonlóak a nemzeti szintű, nem profitorientált intézmények, amelyek szintén állami támogatással működnek. Egyedülként a LINC tartozott ide az Egyesült Királyságban. Mindkét állami támogatással működő hálózattípusról elmondható, hogy tipikusan olyan kis méretű befektetések létrejöttében közvetített, amelyek korai szakaszban lévő vállalkozásoknak nyújtottak tőkét, és a befektető magas hozzáadott értékű fejlesztő tevékenységet valósított meg a vállalatnál.

A profitorientált, magántulajdonban lévő – regionális és nemzeti szintű – hálózatok általánosan nagyobb befektetéseket valósítanak meg, mint a nem profitorientált intézmények. A befektetések több mint harmada a terjeszkedési szakaszt finanszírozza. A profitorientált szolgáltatásokról általánosan elmondható, hogy az általuk közvetített befektetők egyre inkább az

<sup>9</sup> Bizonyos jelek arra utalnak, hogy a megállapítás nem minden esetben igaz. Különösen az olyan szektorokban, mint a csúcstechnológiai (high-tech), ahol egy adott, szűk piaci „fülkében” működő vállalkozások száma világviszonylatban is nagyon csekély, az üzleti angyalok a vállalkozás földrajzi elhelyezkedését nem tekintik korlátozó tényezőnek. Éppen ellenkezőleg, a világ minden részén keresik befektetéseikben az ide tartozó vállalkozásokat, ebben az elterjedőben lévő globális hálózatok segítségével támaszkodnak. (EC 2003)

<sup>10</sup> Business Angels Netzwerk Deutschland.

<sup>11</sup> European Business Angel Network.

expanziós fázist finanszírozzák, a nagyobb méretű fejlesztőtőke-befektetések<sup>12</sup> irányába orientálódnak, párhuzamosan az intézményesült kockázatitőke-piacon érzékelhető trenddel (Karsai 1997, Mason-Harrison 1995).

Az angol informális kockázati tőkepiac érdekes és nem tipikus szereplője az intézményi arkangyal (*institutional archangel*). Profitorientált szervezet, amely felkutatja, kiszűri és strukturálja a befektetési lehetőségeket, majd a hálózat tagjaiból befektetői szindikátusokat szervez. Munkadíját a tőkét kereső vállalkozásoktól kapja. Sok esetben kockázati tőketársaságokkal is együttműködik, amelyek olyan alapokat szerveznek, amibe üzleti angyalok tudnak „passzív szereplőként” pénzt investálni.

A profitorientált, kisegítő szolgáltatásokat nyújtó szervezetek a felmérés szerint egy kevésbé homogén, kis méretű csoport, amely olyan vállalatokra specializálódott, amelyeknek nincs kialakított stratégiájuk, vagy hiányoznak az ehhez szükséges ismereteik. Ezeket a cégeket „házasítja 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 10000 EUR alatti állami támogatást igényelt 2000-ben (Saublens-Reino 2000). Az Európai Bizottság és az EBAN felmérései szerint az európai hálózatok átlagosan 3,2 főt foglalkoztatva évi 208640 EUR összegből gazdálkodnak, amely 84%-a a közszféra támogatása<sup>13</sup> (Saublens-Reino 2000). A szervezetek tevékenységének további hatása (az innovációs képesség, a vállalkozói kultúra erősödése, új ismeretek elsajátítása, egy új finanszírozási lehetőség széles körű megismertetése stb.) azonban nehezen számszerűsíthető. A non profit hálózatok a tőkepiaci és vállalkozás-fejlesztési intézményrendszer fontos elemévé váltak Európában.

## **5. A közszféra szerepe az üzleti angyal hálózatok szervezésében: az Európai Unió gyakorlata**

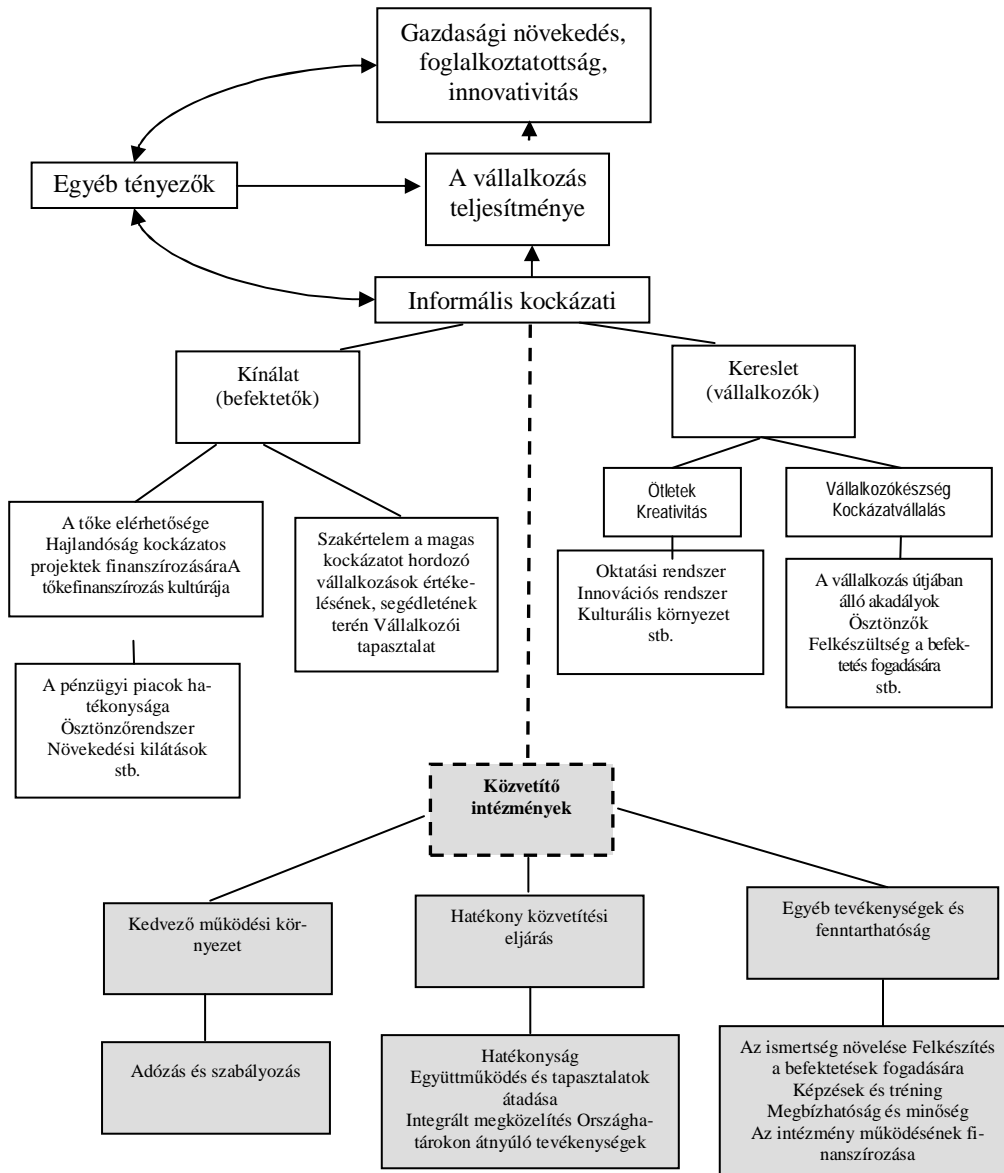
Láthattuk, hogy az élénk és hatékony informális kockázatitőke-piac nélkülözhetetlen egy aktív vállalkozói teljesítményre épülő „életerős” gazdaság számára. Ugyanakkor számos eredmény létezik arra vonatkozóan, hogy az informális befektetőkben rejlő potenciál kihasználatlan. A közszféra kezdeményezései nagymértékben hozzájárulhatnak egy jól működő tőkepiac kifejlődéséhez, beleértve az informális kockázati tőke piacát is, melyen az üzleti angyalok tevékenykednek. A vállalkozói kultúra fej-

<sup>12</sup> A '80-as évektől kezdve a kockázatitőke-befektetések egyre inkább elszakadtak az innováció finanszírozásától, és a szakirodalom által használt kockázati tőke (*venture capital*) fogalom is megváltozott. Átfogó elnevezéssé a magántőke (*private equity*) vált, ami egyrészt hagyományos kockázati tőke, másrészt fejlesztőtőke (*development capital*) lehet. A fejlesztőtőke főleg a vállalkozás növekedését, az expansion szakaszt finanszírozza (Karsai 1997).

<sup>13</sup> Az állami támogatások aránya azért ilyen magas, mert a legtöbb hálózat működésének kezdeti szakaszában jár, és nem tudott még megfelelő méretű ügyfélbázist toborozni.

lődése és a pénzügyi piacok hatékonyságának javulása egy egymást erősítő folyamat részei, mivel a sikeres vállalkozók maguk is forrásokkal láthatják el a befektetések piacát, hozzájárulva a további fejlődéshez, és támogatva újabb vállalkozások elindulását.

4. ábra: Az informális kockázati-tőke-befektetések ösztönzésének lehetőségei



Forrás: Baygan-Freundenberg, 2000: 8. és EC (2003) alapján saját szerkesztés

Az állami szerepvállalás motivációját az informális kockázatitőke-piacon a finanszírozási források elérhetőségének javításán keresztül legtöbbször a gazdasági növekedés, a foglalkoztatottság növelése, illetve az innovációs tevékenység kockázatitőke-finanszírozáshoz való kötődésén keresztül az innovativitás erősödésének célja jelenti. A beavatkozás több területre irányulhat: egyfelől növelheti az informális kockázati tőke kínálatát<sup>14</sup>, másfelől fejlesztheti a keresleti oldalt annak érdekében, hogy szülessenek ígéretes ötletek és gyarapodjék a befektetések fogadására alkalmas vállalkozások száma<sup>15</sup>, végül továbbiakban szerepet vállalhat a piaci hatékonyság növelésében azáltal, hogy támogatást nyújt üzleti angyal hálózatok létrehozásához és működtetéséhez. A beavatkozás három területét szemlélteti a 4. ábra, a továbbiakban mi a témánkhoz szorosan kapcsolódó üzleti angyal hálózatokat érintő beavatkozás lehetőségeit tárgyaljuk az uniós 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 támogatja az üzleti angyal hálózatokat annak érdekében, hogy növekedjék az informális magánbefektetések szerepe a vállalkozások finanszírozásában. (5. ábra). A program segítségével háromféle célra lehetett forrásokhoz jutni (EC 1998):

- Népszerűsítő kampányok szervezése és a követendő példák elterjesztése.
- Megvalósíthatósági tanulmányok készítése arra vonatkozólag, hogy egy adott térségben érdemes-e az üzleti angyal hálózat koncepcióját életre kelteni.
- Hálózatépítési programok új hálózatok kiépítésére és támogatására.

A programot úgy tervezték meg, hogy többféle kínálat- és keresletoldali problémát is kezeljen, így például az információ és oktatás kérdését, strukturális problémákat, a sok vállalkozó és angyal negatív hozzáállásában rejlő nehézségeket, a láthatóság és az értékes ta-

---

<sup>14</sup> Lerner (1998) az informális kockázatitőke-befektetések állami ösztönzése ellen érvel. Elképzelhetőnek tartja, hogy a kockázati tőkések azért kerülnek el a kis összegű befektetéseket, mert azok egyszerűen nem jövedelmezőek, vagy azért, mert magas költségekkel járnak ezek a tranzakciók, vagy azért, mert nem kecsegtetnek kedvező kilátásokkal a kisebb tőkeerejű cégek. Ez utóbbit az első ízben nyilvánosan részvénykibocsátást (IPO) végrehajtó cégek részvényein hosszabb távon elérhető hozamokkal igyekeznek alátámasztani. Ezek azt jelzik, hogy azoknál az IPO-knál, ahol korábban (intézményi) kockázatitőke-finanszírozás történt, az elért hozamok felülmúlják az egyéb IPO-kon elért hozamokat, így azokét is, ahol a háttérben magánbefektetők voltak. 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, és az 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 erőknél kell megoldani a problémát.

<sup>15</sup> Ehhez olyan keretfeltételek kellene, amelyek elősegítik az ötletek megszületését és a kreativitás felbukkanását, elengedhetetlen például a jól működő oktatási és innovációs rendszer. Ezzel párhuzamosan a megfelelő ösztönzőrendszer, és a vállalkozás útjában álló akadályok eltávolítása jó táptalajt jelenthet annak, hogy a vállalkozókészség és kockázatvállalás bátorításán keresztül az ígéretes ötletekből jövedelmező vállalkozások szülessenek (Baygan-Freundenberg 2000).



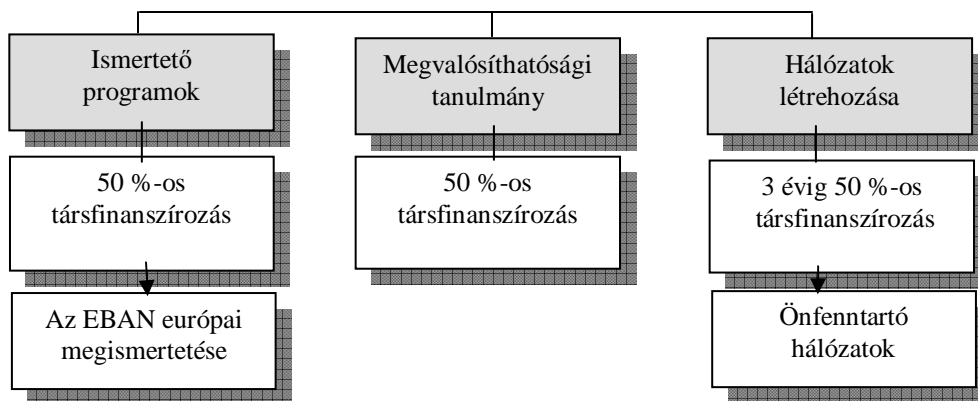
pasztalok átadásának problémáját. A program ezekkel a problémákkal foglalkozott azáltal, hogy támogatta az angyal hálózatok létrehozását Európa-szerte, és javította az angyal típusú befektetések feltételeit. A program az egyes projektek közvetlen támogatásán kívül az EBAN létrehozásához is segítséget nyújtott.

Az üzleti angyal hálózatok fontosságát megértve, valamint a támogatások hatására a legtöbb uniós országban (és néhány csatlakozó országban is) létre is hoztak ilyen típusú szervezeteket: 1999 és 2002 között majdnem háromszorosára nőtt a számuk (3. táblázat). A legtöbb hálózat a világ egyik legfejlettebb informális kockázati tőkepiacával rendelkező Nagy-Britanniában található, holtversenyben Franciaországgal, majd őket követi Németország.

A program tapasztalatait a Bizottság egy összehasonlító-értékelő tanulmányban elemezte (EC 2003), és az egyes tagállamok követésre érdemes gyakorlatait összegyűjtve, javaslatot tett az üzleti angyal hálózatok tevékenységének ösztönzését célzó állami szerepvállalás beavatkozási lehetőségeire (4. ábra).

Az első ilyen terület: az angyalok és a hálózatok működési környezetének befolyásolását célzó programok. A hálózatok számára ez főleg a szabályozást jelenti, az angyalok számára pedig az ezt érintő legfontosabb tényező: az adózás, minthogy ez kihat a befektetés-től remélt nettó jövedelemre.<sup>16</sup>

5. ábra Az Európai Unió három lépcsős támogatási rendszere



Forrás: EC (1998) alapján saját összeállítás

Egy fenntartható üzleti angyal típusú befektetési piac megteremtéséhez elengedhetetlenül fontos, hogy a hálózatok sikeresek legyenek:

- az informális kockázati tőke-piac közismertté tételében,
- a vállalkozók felkészültségének javításában a befektetések fogadására,
- saját szolgáltatásaik minőségének fenntartásában,

<sup>16</sup> Az adózási rendszeren keresztül történő piacélnkítés lehetőségei meghaladják a dolgozat kereteit, mivel ez elsősorban kínálatoldali eszköznek tekintendő.

- valamint a működésük finanszírozásában.

Kutatások több olyan tényezőcsoportot azonosítottak, melyek megakadályozzák a befektetések létrejöttét az informális kockázatitőke-piacon (Mason-Harrison 2002). Egyfelől léteznek belső tényezők, ilyen például, hogy az üzleti angyaloknak gyakran szűk keresztmetszetű és nagyon egyedi a befektetési érdeklődésük. Ezen kívül vannak külső akadályok: ezek egy része abból ered, hogy alacsony minőséget képviselő befektetési ajánlatokkal találkozunk, másrészt a tőkét kereső vállalkozást nem tartják a befektetés fogadására eléggé felkészültnek, harmadsorban pedig sokszor azon bukik meg az ügylet létrejötte, hogy a befektető és a vállalkozó nem tud mindkettőjük számára elfogadható befektetési feltételekben megállapodni. Ebből az következik, hogy az üzleti angyal hálózatok kezdeményezőkézsége szükséges a lehetőségek számának növeléséhez: közvetlen kapcsolatra lépve a vállalkozóval segíteniük kell felkészültté válni a befektetés fogadására, képzéseket kell indítaniuk, hogy javuljon mind a befektetők, mind pedig a vállalkozók hozzáértése a befektetési üzlet megkötéséhez, lebonyolításához, és igyekezniük kell szélesíteni a befektetők érdeklődési körét, például *due diligence* szolgáltatás nyújtásával, illetve befektetői szindikátusok ösztönzésével.

3. táblázat: Üzleti angyal hálózatok Európában

Az ország neve	2002	2001	2000	1999
Ausztria	1	1	1	1
Belgium	7	7	6	4
Csehország	1	0	0	0
Dánia	6	4	1	0
Egyesült Királyság	48	48	52	49
Finnország	1	1	1	1
Franciaország	48	32	13	4
Hollandia	2	2	1	1
Írország	1	1	1	1
Németország	40	36	43	1
Norvégia	1	1	0	0
Olaszország	11	12	5	2
Portugália	1	1	0	0
Spanyolország	2	1	1	0
Svájc	2	3	3	1
Svédország	2	2	2	1
<b>Összesen</b>	<b>174</b>	<b>152</b>	<b>130</b>	<b>66</b>

*Forrás:* EBAN (2002)<sup>17</sup> alapján saját szerkesztés

<sup>17</sup> Az EBAN statisztikái nem teljesen pontosak, mivel az adatok a taghálózatok önkéntes információszolgáltatásán és különböző kutatásokon alapulnak, de az összes közvetítő szolgáltatást nyújtó szerve-

A fenti feladatok közül többnek a sikeres végrehajtásához nélkülözhetetlen a közszférában működő intézményekkel való hosszú távra szóló partnerkapcsolat kiépítése. A hálózatok javítani tudják a projektjeik minőségét azáltal, hogy együttműködnek más szervezetekkel (pl. inkubátorokkal), és a befektetők számára minőségbiztosítást nyújthatnak. Az európai kockázatitőke-piac egységesülése növelni fogja a lehetőséget (és a nyomást is) a határokon átívelő együttműködésekre. A növekvő hatékonyság és a legjobb gyakorlatok elterjesztése kívánatosá teszi az effajta együttműködések kialakulását, különösen a csatlakozás előtt álló országokban. A határokon átívelő együttműködések keresztül a hálózatok növelhetik az egymásra találás valószínűségét olyan kis méretű piaci szegmensekben (fülkékben) is, mint amilyenekkel a csúcstechnológia területén találkozhatunk.

A Bizottság az összehasonlító-értékelő elemzésben javaslatokat fogalmaz meg az európai informális kockázatitőke-befektetések szerepének növelése érdekében (EC 2003). A hat javaslat közül ötben<sup>18</sup> fontos szerephez juthatnak az üzleti angyal hálózatok is:

- Hosszú időn keresztül fenntartott kampányokkal (hírverésekkel) kell a potenciális üzleti angyalokat és a vállalkozókat megismertetni az új finanszírozási mód előnyeivel a tagállamokban és a csatlakozó országokban.
- Több adatok kellene összegyűjteni az üzleti angyalokról, hogy a megalapozott információkra támaszkodó döntéshozatal lehetségessé váljon.
- Európai szinten létre kellene hozni egy üzleti angyal fórumot, amelynek keretei között meg lehetne tárgyalni azokat témákat, amelyek az üzleti angyalok közösségét érintik.
- Fontos közpénzeket szánni az üzleti angyal hálózatok működésének finanszírozására. Az üzleti angyal hálózatok működéséhez helyi, regionális szinten célszerű támogatást nyújtani.
- Elő kell segíteni a szigorú etikai követelmények megfogalmazását és betartását a hálózaton belül, ehhez nélkülözhetetlen az átláthatóság megteremtése, illetve egy magatartási kódex elfogadása.

Számos angyal hálózat már most is támogatásban részesül a helyi, regionális vagy központi szervektől. Az Európai Regionális Fejlesztési Alapon keresztül szintén érkezik közösségi támogatás. A közszféra támogatása lehetővé teszi, hogy a hálózatok javítsák a felkészültséget a befektetések fogadására, megkönnyítsék az egymásra találást, megszervezzék az ismertséget javító programokat, képzéseket végezzenek illetve egyéb támogatást nyújtsanak. Ezekkel a tevékenységekkel helyi szinten növelik a jólétet és munkahelyeket teremtenek. Főként a helyi és regionális szervek látják hasznát a saját régiójuk szempontjából az üzleti angyal hálózatok tevékenységének.

---

zet nem tagja az EBAN-nak. Továbbá nem tisztázott, mit is tekint az EBAN a statisztika készítésekor üzleti angyal hálózatnak. A közvetítő intézmények folyamatos „születése és halála” is megnehezíti egy pontos adatbázis összeállítását.

<sup>18</sup> A hatodik javaslat arra hívja fel a tagállamoknak figyelmét, hogy vegyék számításba az adózási szabályok üzleti angyal befektetésekre gyakorolt hatását.

## 6. Következtetések

A közvetítő szolgáltatásokat nyújtó hálózatok többsége nem profitérdekelt, költségeiket állami (ill. szövetségi, EU-s) forrásokból, szponzoroktól, regisztrációs, éves vagy sikerdíjából fedezik. Ezek a szervezetek hajlandóak a kisebb forrásigényű kezdő- és kisvállalatokat is támogatni, az ún. korai szakasz (early stage) finanszírozási problémájának megoldásához hozzájárulni (Mason 2002, Mason-Harrison 1995). A fejlett kockázati tőkepiaccal 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 ajánlatait. További jellemzőjük, hogy sok esetben a vállalkozás későbbi, terjeszkedési szakaszának finanszírozására koncentrálnak, gyakran befektetési szindikátusokat létrehozva (Mason 2002, Mason-Harrison 1995, 1996/a,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 közzsféra 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 emelkedéséhez.

Egy üzleti angyal hálózat ill. közvetítő szolgáltatást nyújtó szervezet létrehozása tehát az informális kockázati tőkepiac fejlesztésének hatékony eszköze lehet. Jó példa erre Németország, ahol az üzleti angyal fogalom a BAND 1998-as létrehozásakor teljesen ismeretlen volt, de a piac és a gazdaság szereplőinek felélénkítése három év alatt sikerült. Jelenleg Németországban működik a harmadik legtöbb közvetítő szolgálat Európában, könyvek és publikációk sokasága jelenik meg e témában, és az üzleti angyal hálózatok 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 megbízható empirikus adatokkal.<sup>19</sup> 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 hazai „angyal-piacot” élénkítő hatása azonban korlátozottnak tekinthető. Az Innostartnál nem tervezik a közvetítő szolgáltatás bővítését.

A nemzetközi tapasztalatok arra mutatnak rá, hogy egy üzleti angyal hálózat létrehozása és sikeres működtetése bonyolultabb feladat, mint amilyennek első látásra tűnik, mivel a szolgáltatás sikeressége nem automatikus. A szolgáltatással szemben támasztható átfogó követelmény, hogy az ügyfelek számára kényelmesen elérhető, bizalmas és megbízható szol-

<sup>19</sup> Két empirikus felmérésről tudunk. Az egyik a Global Entrepreneurship Monitor (GEM) keretében készült, a másik a szerzők által Szegedi Tudományegyetem Pénzügytani Tanszékén végzett kutatás, mindkettő azonban meglehetősen kis mintán.

gáltatást kell nyújtani. A siker nélkülözhetetlen feltétele, hogy a szolgáltatás mérete, azaz 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 1996/a):

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

Véleményünk szerint Magyarországon a legideálisabb valószínűleg egy nonprofit szervezet létrehozása lenne, amely eleinte állami és szponzori forrásokból gazdálkodna. Feladata az üzleti angyal finanszírozás koncepciójának népszerűsítése és egy nemzeti szintű elektronikus adatbázis működtetése lenne, valamint egyfajta üzleti angyal szövetség központjaként is funkcionálna. Képviseelné Magyarországot az EBAN-ban, rendszeresen kiadna egy befektetési tájékoztatót, koordinálná a 6 regionális iroda működését, amelyek egy már működő vállalkozás- vagy gazdaságfejlesztési intézményhálózatra (pl. MVA hálózata, regionális fejlesztési ügynökségek) csatlakoznának rá. A helyi irodák a közvetítés mellett tanácsadással, üzletiterv-készítéssel, felkészítéssel is foglalkoznának, rendszeres befektetői fórumokat rendeznének. Az üzleti angyal hálózatok részfinanszírozására az Európai Unió programjain keresztül is lehetőség nyílna. A közvetítő irodák megfelelő szolgáltatásokat és díjstruktúrát kialakítva néhány éven belül akár önfenntartóvá is válhatnak.

A siker tárgyalt belső feltételeinek megteremtésén kívül, a külső, környezeti feltételek javításában is kulcsszerepet vállalhatna hazai a közsféra (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

- 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](http://www.business-angels.de/bandinfo/newsletter_10-01.pdf). Letöltve: 2002. november 4.
- Baygan, G. – Freudenberg, M. 2000: *The internationalisation of venture capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy*. STI Working Papers, 7, OECD.
- 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%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, 1998. 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.
- Kállay L. – Imreh Sz. 2003: *A kisvállalkozás-fejlesztés gazdaságtana*. Egyetemi jegyzet, kézirat. Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar.
- Karsai J. 1997: A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle*, 2, 165-174 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.

- Landström, H. – Sörheim, R. 2001: Informal investors – A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship and regional development*, 13, 351-370 o.
- Lerner, J. 1998: „Angel” financing and public policy: An overview. *Journal of Banking & Finance*, 22, 773-783. 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. 1996/a: 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, 89-101 o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996/b: 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, 89-101 o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996/c: 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 & Regional Development*, 14, 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.
- MIT 2000: *Venture Support Systems Project: Angel Investors*. Massachusetts Institute of Technology Entrepreneurship Center, Massachusetts. <http://entrepreneurship.mit.edu/Downloads/AngelReport.pdf>. Letöltve: 2002. április 5.
- Osman P. 1998: Az üzleti angyalok tevékenysége és befektetések szerepe a kis- és kisebb közép vállalatok létrehozásában és fejlesztésében. OMFB, Budapest.
- Osman P. 2000: Hogyan lesznek nálunk üzleti angyalok. *Pénzügyi Szemle*, 11-12, 1060-1073. o.
- Rasila, T. – Seppä, M. – Hannula, M. 2002: *V2C or Venture-To-Capital – New Model for Crossing the Casm between Start-Up Venture and Venture Capital*. Euram, Stockholm.
- Saublens, C. – Reino, M. 2000: *Introduction to the activities of regional business angels networks*. EBAN Secretariat, Brüsszel.