

Szegedi Tudományegyetem Közgazdaságtani Doktori Iskola

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

Doktori értekezés tézisei

*Készítette:*

Kosztópulosz Andreász

*Témavezető:*

Prof. Dr. Botos Katalin

Intézetvezető egyetemi tanár

Szeged 2005

## **1. A kutatás előzményei és célkitűzései**

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

A Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Karán ezt az űrt szeretnénk kitölteni, és ennek jegyében zajlik **több éve intenzív kutatómunka** az informális kockázati tőke témájában. A kutatás sikereihez egyenrangú társként *Makra Zsolt* is alkotó módon hozzájárult. A dolgozat alapvető célja, hogy az üzletiangyal-kutatás eddig elért és részint már publikált eredményeit egy koherens elméleti keretben elhelyezze, rendszerezze és összegezze. A szintézis járulékos hozadéka, hogy eredményeként a további kutatómunka alapvető irányait is tisztábban láthatjuk. Az értekezésben az üzleti angyalok tevékenységét és szerepét a középpontba állítva alapvetően azt a problémát járjuk körül, hogy érdemes lenne-e a gazdaságpolitika szintjén felkarolni hazánkban is a kockázati tőke-piac ezen sajátos szegmensét. Ennek érdekében olyan kérdésekre keressük a választ, mint

- miért fontosak a gazdaságpolitika számára a KKV-szektor törpe minoritását jelentő növekedésorientált kisvállalkozások, amely vállalati kör egyben az üzleti angyalok számára a legtágabban vett befektetési célcsoportot jelentheti,

- mi az elméleti háttére annak a megfigyelésnek, hogy ezek a növekedésorientált kisvállalkozások, különösen fiatal életszakaszaikban nehezebben jutnak hozzá a növekedési elképzeléseik megvalósításához szükséges pénzügyi forrásokhoz,
- hogyan illeszthető az üzleti angyalok sajátos finanszírozó és fejlesztő tevékenysége ebbe az elméleti keretbe,
- kimutatható-e az aggregált társadalmi jólét vonatkoztatási rendszerében az üzleti angyalok pozitív szerepe,
- létezik-e, és ha igen, hogyan jellemezhető a hazai üzletiangyal-piac,
- mik lehetnek a piacfejlesztő állami beavatkozás indokai és eszközei az informális kockázatitőke-piacon?

## **2. A kutatás módszertana**

Az értekezés háttereként az elmúlt öt év kutatási tevékenysége szolgált, mely magában foglalta a témával foglalkozó rendkívül szövevényes nemzetközi és hazai szakirodalom feltárását és feldolgozását, a megismert elméleti és empirikus eredmények szintézisét és önálló továbbfejlesztését, valamint az elvégzett önálló empirikus felmérés megszervezését, lebonyolítását és az eredmények elemző bemutatását. Az értekezés emiatt egy **színes módszertani bázisú, alapvetően elméleti jellegű kutatás** eredményeit összegzi (eltekintve az inkább gyakorlati, gazdaságpolitikai irányultságú ötödik fejezettől.).

Az elméleti háttér bemutatása során szekunder jellegű forrásokra támaszkodtunk, és törekedtünk az óriási szakirodalmi információtömeg **szintetizáló igényű újrastrukturálására. Önálló elméleti eredményeket** értünk el *Chan* (1983) alapvető, a pénzügyi közvetítés elméletébe illeszkedő modelljének továbbfejlesztésével, általánosításával.

A hazai üzleti angyalok utáni „nyomozásunk” 2003 tavaszán indult a Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszékén egy OTDK dolgozat keretében. Kérdőíves felmérésünk célja alapvető információk megszerzése volt a feltáratlan hazai informális kockázatitőke-piacról: a befektetési aktivitásról, a befektetők magatartásáról és főbb jellemzőiről. A kutatás során a legnagyobb nehézséget a minta összeállítása jelentette.

A **hólabda módszer** alkalmazva előzetesen egy 28 nevet tartalmazó lajstromot állítottunk össze, a listán szereplőkről a visszajelzéseket követően kiderült, hogy közülük 18 foglalkozik ténylegesen magánszemélyként kockázati tőke jellegű befektetésekkel. A kérdőíveket 14 személy volt hajlandó kitölteni, így a tényleges visszaküldési arány 78 százalék lett. A kezdeti 14 fős minta 2004-2005-ben célzott megkeresések során nyolc fővel bővült, így a jelen dolgozatban közölt elemzés **22 válaszadó** tevékenységén alapul. A minta kis mérete miatt az eredményeket nem lehetett komolyabb statisztikai elemzéseknek alávetni, hasonlóan a legtöbb első generációs külföldi felméréshez.

Az üzletiangyal-piac kínálati oldalának leírását egy **vállalati angyal** finanszírozó- és fejlesztő tevékenységének esettanulmány szerű bemutatásával árnyaltuk. Az esettanulmány információs háttere **vállalatvezetőkkel készített mélyinterjúkból** tevődött össze.

### **3. A dolgozat felépítése**

Az értekezés öt fejezetből épül fel. A központi témát, azaz az üzleti angyalok szerepét a tőkerés áthidalásában a fizikailag is a dolgozat közepén elhelyezkedő és egyben legfajsúlyosabb 3. fejezetben tárgyaltuk. A téma elméleti beágyazása során egyidejűleg két irányból szűkül idáig a fókusz: a finanszírozottak valamint a finanszírozók irányából. Az 1. fejezetben a vállalkozások és a gazdaságpolitika felől közelítve a **növekedésorientált kisvállalkozások szerepét és jellemzőit** igyekeztünk áttekinteni, rendszerezve a róluk felhalmozódott tudásunkat. A 2. fejezetben a lehetséges finanszírozók felől közelítettük meg a problémát: feltártuk, hogy **milyen nehézségekkel néznek szembe a növekedéshez szükséges források megszerzése terén**, és megvizsgáltuk ezen problémák elméleti gyökereit a vonatkozó szakirodalom eredményeinek felhasználásával.

Az értekezés magjaként szolgáló 3. fejezetben alapvetően az **üzletiangyal-finanszírozás hatékonysági problémáira** összpontosítottunk, **mikro- és makroökonómiai nézőpontból** egyaránt végiggondolva a kérdéskört. Elsőként a befektetők érdekei jelentették az elemzés vonatkoztatási rendszerét. Ezt követően vizsgálódásunkat kiterjesztettük a hatékonyság ösztársadalmi szintjére egy pénzügyi modell általánosításának módszerét választva eszközül.

A fejezet második felében az elméleti eredmények nyomvonalát követve részletesen tárgyaltuk modellünk fontos üzeneteit, illetve hiányosságait.

A negyedik fejezetben az **első kismintás empirikus felmérés eredményeit** mutattuk be a magyar üzleti angyalok tevékenységéről, összehasonlítva a feltárt sajátosságokat a hazainál fejlettebb informális kockázatitőke-piacok nemzetközi szakirodalomból megismerhető jellemző vonásaival. Az ötödik fejezetben a kialakulófélben lévő **hazai piac fejlesztési lehetőségeit** rendszereztük a nemzetközi gyakorlatot és tapasztalatokat alapul véve, és a kutatás eredményeire támaszkodva megfogalmaztunk néhány konkrét javaslatot is.

#### **4. Kutatási eredmények**

Az informális kockázatitőke-piac kutatásának alapvető motivációja az volt, hogy megvizsgáljuk, hogy **érdemes lenne-e a gazdaságpolitika szintjén felkarolni hazánkban is a kockázatitőke-piac ezen sajátos szereplőit**. A kérdés megválaszolásához a magyar közgondolkodásban viszonylag ismeretlenül csengő üzletiangyal-finanszírozás témáját „el kellett helyezni” a vállalkozásfejlesztés rendszerében illetve kísérletet kellett tenni a hazai informális kockázatitőke-piac jellemzőinek feltárására, valamint végig kellett gondolni a piafejlesztő beavatkozás lehetőségeit

A továbbiakban az értekezés logikai felépítését, fejezeti rendszerét követve tételesen összefoglaljuk a legfontosabb megállapításait, téziseit.

##### **A) A növekedésorientált kisvállalkozások gazdasági jelentősége**

*Miért fontosak (vagy: kellene, hogy fontosak legyenek) a KKV-szektor egy „törpe minoritását” alkotó növekedésorientált kisvállalkozások a gazdaságpolitika számára? Miért érdemelnek kitüntetett figyelmet a vállalkozásfejlesztés részéről? Ezen kérdések megválaszolása jelenti azt az alapot, amelyre támaszkodva az üzleti angyalok finanszírozó és fejlesztő szerepvállalásának jelentősége is felismerhető. Ugyanakkor ebből a felismerésből eredeztethető a motiváció arra, hogy keressük az ösztönző beavatkozás lehetőségeit ezen*

*vállalkozások sikere érdekében. Megállapításainkat széles nemzetközi és hazai szakirodalmi bázisra támaszkodva fogalmaztuk meg.*

1. Az 1970-es évektől kezdődően mélyreható változások zajlottak le a gazdasági tevékenység szerkezetében, mely átalakulás egyik következményeként előtérbe került a vállalkozás (mint magatartásforma) illetve a kis méretű gazdasági szervezetek tevékenysége. Napjainkra széles körben elfogadottá vált, hogy a kisvállalkozások fontos és összetett szerepet töltenek be a modern gazdaságban és társadalomban, és a kis- és nagyvállalatokat a gazdasági tevékenység **egyformán jelentős** pilléreinek tekintjük. Az emellett szóló sokrétű érvrendszer összefoglalását követően a gazdag, sokszínű szerepkörből egyetlen nagyon fontos elemet ragadtunk ki, mely a nagy gazdasági világválság óta az egyik elsődleges gazdaságpolitikai cél: **a munkahelyteremtést**, és részletesebben is megvizsgáltuk a kisvállalkozások szerepét ebből az aspektusból.

2. Mind az áttekintett nemzetközi, mind pedig a hazai adatok alátámasztják, hogy a kis- és középvállalkozások jelentős szerepet vállalnak a foglalkoztatásban, és a nagyvállalatok helyett egyre inkább az új és a kisebb méretű vállalkozások jelentik az újonnan létrejövő munkahelyek fő forrását. Mindazonáltal a feldolgozott szakirodalomban közölt kutatási eredmények szinte egyöntetűen arra hívják fel a figyelmet, hogy nem általában véve a kis cégek, hanem sokkal inkább egy viszonylag szűk vállalati kör, **a gyorsan növekvő vállalkozások azok, amelyek az új munkahelyek legnagyobb többségét létrehozzák.**

3. A fentiekből következően nem elhanyagolható probléma, hogy a rendkívül heterogén kisvállalati körön belül **lehetséges-e valamilyen módon azonosítani a „növekedés motorjait”**. Számos javasolt osztályozást áttekintve megvizsgáltuk, hogyan próbálták a témával foglalkozó kutatók tipizálni ebből a megközelítésből kiindulva a kisvállalatokat, vállalkozásokat. Noha igen sokféle dimenzió mentén tettek kísérletet a gyorsan növekvő vállalkozások lehatárolására, egyértelműen megállapítható, hogy nem igazán vagyunk képesek induláskor előre megmondani, hogy melyik vállalkozás fog gyors növekedést felmutatni, és melyik nem.

4. A magyar növekedésorientált kisvállalkozásokat illetően tudásunk rendkívül hézagos: mindezidáig sajnos kevés olyan tanulmány született, amely kifejezetten ezen vállalkozások sajátosságainak, gazdasági szerepének feltárását célozná. A hazai adatok fényében mindössze annyit állíthatunk, hogy a működő kis- és középvállalkozások körében léteznek növekvő, sőt dinamikusan növekvő vállalkozások is, és a nagy növekedési potenciállal rendelkező új vállalkozások aránya nemzetközi összehasonlításban **átlagosnak tekinthető**.

5. A **növekedésorientált kisvállalkozások** jelentéktelennek tűnő számarányuk ellenére meghatározó szerepet töltenek be a foglalkoztatásban, a gazdasági növekedésben és jóval gyakrabban találkozunk körükben olyanokkal, amelyek az innovációkban látják a növekedést biztosító tartós versenyelőny fő forrását. A témával foglalkozó szakirodalom áttekintése alapján az a következtetés fogalmazható meg, hogy meglehetősen keveset tudunk róluk (és ez különösen érvényes a magyar növekedésorientált kisvállalkozásokra), holott **a foglalkoztatottság növelésének és a versenyképesség javításának eszközeit kereső gazdaságpolitika számára fontos célcsoportot jelentenek** és megfontolandó lehet a beavatkozás olyan formáit választani, amelyek ezen vállalkozások növekedését segíthetik, illetve, amelyek a növekedésük útjában álló akadályok felszámolására irányulnak. Ezen a téren nemcsak hazánkban, hanem az EU-ban is van még tennivaló: az unió versenyképességbeli lemaradásaért az USA mögött részben a vállalkozói dinamizmus alacsonyabb szintje okolható.

#### B) A fiatal, növekedésorientált kisvállalkozások forrásszerzési nehézségei

*A motiváció hiányán túl számos külső akadály gátolhatja a vállalkozások növekedését, így egyebek mellett a pénzügyi források elérhetősége és költsége is jelentős mértékben befolyásolja, hogy egy kisvállalkozás valóra tudja-e váltani növekedési elképzeléseit. A problémakörrel kapcsolatos rendkívül szerteágazó elméleti eredmények rendszerező feldolgozásával, szintézisével azt igyekeztünk megvilágítani, hogyan vezet az információs aszimmetriák és a tranzakciós költségek léte a finanszírozási korlátok kialakulásához a kisvállalkozások egy része számára a növekedés korai szakaszaiban. Bemutattuk, hogyan teszi a helyzetet kifejezetten akuttá a részesedésfinanszírozás terén kialakuló tőkerés, ami*

*elsősorban a növekedésorientált kisvállalkozásokat sújtja, különösen magvető és induló életszakaszaikban. A feltárt összefüggések alapján amellet érveltünk, hogy a vállalkozói dinamizmus javítását célzó beavatkozások nélkülözhetetlen eleme a kockázatitőke-bevonás elősegítése, ami magában foglalja a tőkerés áthidalásának törekvését is.*

1. Számos felmérés eredményei tanúskodnak arról, hogy a kisvállalkozások indítását és működését akadályozó legfontosabb tényezők között a külső finanszírozási források megszerzése terén tapasztalható nehézségek is rendre megjelennek, és **a növekedésorientált vállalkozások számára az átlagosnál is fontosabb a pénzügyi források elérhetősége**. A növekedésorientált kisvállalkozások körén belül különösen nehéz helyzetben vannak a forrásszerzés terén az induló és szárnypróbálgató fiatal vállalkozások, illetve azok, amelyek új, innovatív üzleti elképzeléseikhez keresnek finanszírozót. A magyar kutatások eredményei szintén arról tanúskodnak, hogy **a hazai új és növekvő vállalkozások számára még mindig nem áll elegendő forrás rendelkezésre**.

2. A kisvállalkozások finanszírozási sajátosságait vizsgáló kutatások szinte egyöntetűen a **tőkepiaci tökéletlenségek** létre helyezik a hangsúlyt annak a sokak által sokféle formában tapasztalt jelenségcsoportnak a magyarázata során, mely a kisvállalkozások finanszírozási nehézségeiről árulkodik. A szerteágazó elméleti megközelítések szintézisére törekvő elemzésünkben a finanszírozási korlátok kialakulását és sajátosságait **a tranzakciós költségek természetére és az aszimmetrikus információkra vezettük vissza**, melyek a problémakör gyökereit jelentik.

3. Részletesen megvizsgáltuk a forrásszerzési nehézségek kialakulásának mozgatórugóit a hitelpiaccal összefüggésben. Megmutattunk, hogy **a hitellel kapcsolatos problémák akkor válnak különösen akuttá, amikor a külsőforrás-igény magas a felajánlható biztosítékok fedezeti értékéhez képest és súlyosak az információs problémák, így az átlagosnál kockázatosabb projektet kell finanszírozni**. Ez másként azt jelenti, hogy az információs eredetű problémákra válaszul alkalmazott hitelezői eszköztár bevetése fokozottabban sújtja a növekedésorientált, az új és az innovatív vállalkozásokat. Azt is hangsúlyoztuk, hogy a



hitelszerződés alapvető természete szerint nem igazán alkalmas formáját képviseli a forrásbevonásnak, amennyiben a vállalkozás az átlagosnál nagyobb kockázatot hordoz.

4. Noha az aszimmetrikus információk és a tranzakciós költségek természetesen befolyásolják a tulajdonosi típusú külső tőkeforrások elérhetőségét is, megállapítottuk, hogy **a nagy növekedési képességű kisvállalkozások számára, különösen életük korai szakaszában a fejlődéshez a külső tulajdonosítóke-bevonás lehet a megfelelő finanszírozási mód.** Keresleti oldalon ugyanakkor a növekedésorientált kisvállalkozások egy része motivációjánál, szemléleténél fogva maga is **nyitott** a külső finanszírozók irányában, és főként akkor, ha a pénzügyi források biztosításán túl szellemi tőkájukkal (tudásukkal, tapasztalataikkal, kapcsolataikkal) is hozzájárulnak a vállalkozás sikeréhez.

5. Honnan szerezhetik meg a fejlődéshez nélkülözhetetlen külső, tulajdonosi típusú tőkét a növekedési pályára lépő kisvállalkozások? A nyilvános részvénykibocsátás magas fix tranzakciós költségei és az alulárzás mechanizmusa, valamint a tőzsdei tagsággal együtt járó jogszabályi és jelentési kötelezettségeknek való folyamatos megfelelés ráfordításigénye gazdaságtalanná teszik a kisebb összegű tőkebevonást, emiatt **a tőzsde csupán elméleti alternatívát** jelent a számukra. Valójában egyetlen lehetőségük marad a külső tulajdonosi tőke megszerzésére: a **kockázatitőke-piac**. Kockázati tőkéhez két forrásból juthatnak a vállalkozások: kockázatitőke-befektetésre szakosodott pénzügyi közvetítőktől, illetve olyan befektetőktől, akik a saját forrásaik felhasználásával közvetlenül szereznek részesedést tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokban. A pénzügyi közvetítők által működtetett piaci szegmenst **intézményes kockázatitőke-piacnak**, a pénzügyi közvetítés nélkül működő szegmenst pedig **informális kockázatitőke-piacnak** neveztük. Annak ellenére, hogy kockázatitőke-befektetésben a vállalkozásoknak csupán egy kicsiny töredéke részesül a világ minden táján, a fentiek miatt mégis egyedülállóan fontos forrásbevonási lehetőséget jelent a fiatal és innovatív, növekedésorientált vállalkozások számára, és a **fejlődés útján a kockázati tőke pótolhatatlan finanszírozói szerepet tölthet be.** Felmérések tanúsága szerint a kockázati tőke a legdinamikusabb vállalkozások fejlesztésén keresztül jelentősen járul hozzá a gazdasági növekedéshez, a foglalkoztatás bővüléséhez és az innovációhoz.

6. Rendkívül fontos szerepe ellenére az intézményes kockázatitőke-piac nem képes az új és innovatív, növekedésorientált kisvállalkozások széles köre számára elérhető finanszírozási alternatívát adni. Ezen elégtelenség megnevezésére használatos a témával foglalkozó szakirodalomban a **tőkerés** kifejezés. A tőkerés jellemzően a belső és majdnem-belső források felső határa és az intézményi kockázatitőke-források alsó határa között alakul ki, és a korai fázis finanszírozását érinti. Bemutattuk, hogy különböző kereslet- és kínálatoldali mozgatórugók miként vezetnek a tőkerés kialakulásához.

7. A viszonylag kisebb forrásigényű, magvető- és indulótőke-befektetések piacán kialakuló tőkerés áthidalásában a piaci elégtelenség korrekciójának feladatát felvállaló állami beavatkozás és az informális kockázati tőke juthat szerephez. Az értekezésben az utóbbi (és igen gyakran figyelmen kívül hagyott) aspektusból: **az informális kockázati tőkében rejlő lehetőségek oldaláról közelítettük meg a problémát.**

#### C) Az üzleti angyalok szerepe a tőkerés áthidalásában

*Léteznek a piacon olyan szereplők, akik befektetéseiket éppen a finanszírozási spektrum kritikus tartományában hajtják végre: azaz hajlandók és eredményesen képesek is az olyan vállalkozásokat finanszírozni, amelyek viszonylag alacsony tőkeigénnyel jellemezhetők és fejlődésük korai szakaszában vannak. Tevékenységüket különösen értékessé teszi, hogy a befektetés sikere érdekében rendszerint aktív vállalkozásfejlesztő szerepkört is felvállalnak: nem egyszerűen befektetők, ezért is illik rájuk az üzleti angyal elnevezés. Yuk-Shee Chan (1983) alapvetőnek tekinthető kockázatitőke-piaci allokációs modelljének továbbfejlesztésével a társadalmi jólét vonatkoztatási rendszerében is kimutattuk az üzleti angyalok pozitív szerepét. Részletesen tárgyaltuk az üzleti angyalok és az intézményi kockázatitőke-befektetők közti munkamegosztás, együttműködés lehetséges formáit valamint az informális kockázatitőke-piac működését hatékonyabbá tevő üzletiangyal-hálózatok tevékenységét, jellemzőit.*

1. Az informális kockázati tőke illetve üzleti angyal fogalmának számos definíciójával találkozhatunk, melyek több közös elemet tartalmaznak változó hangsúlyokkal. A meghatározások széles szakirodalmi bázisra támaszkodó összehasonlítása alapján azt a következtetést vontuk le, hogy az általánosnak tekinthető szinonim értelmezés helyett sok esetben termékenyebb lehet az a megközelítés, mely szerint az üzleti angyalok tulajdonképpen az **informális kockázati tőke-befektetők elitjének** tekinthetők, azaz megadtuk a fogalom egy szűkebb és egy tágabb (megengedőbb) változatát egyaránt. **Szűkebb értelemben** az üzleti angyalok olyan (általában vagyonos és vállalkozói, cégvezetői tapasztalatokkal rendelkező) magánszemélyek, akik közvetlen módon nyújtanak részesedésfinanszírozást és szellemi tőkét új és növekvő, tőzsdén nem jegyzett vállalkozásoknak, amelyekkel a befektetést megelőzően nem álltak családi vagy baráti kapcsolatban. A szűkebb megközelítéshez tehát (a kifejezés jelentésárnyalata miatt) az üzleti angyal elnevezés illik leginkább. Ezzel szemben a „**megengedőbb**” meghatározás szerint – amelyhez az informális befektető elnevezéshez áll közelebb – az informális kockázati tőkések olyan nem intézményi befektetők, akik pénzügyi forrásokat nyújtanak tőzsdén nem jegyzett vállalkozások számára. A dolgozat fókuszában elsősorban a szűkebb értelemben vett üzleti angyalok állnak, de kitértünk a termelő és szolgáltató tevékenységet (de nem pénzügyi közvetítést) végző vállalati befektetőkre, az úgynevezett vállalati angyalokra is, mivel nekik szintúgy fontos szerep juthat a tőkerés áthidalásában, és alapvető karaktere szempontjából sok hasonlóságot mutat az általuk felvállalt finanszírozó és fejlesztő közreműködés.

2. Az informális kockázati tőke-befektetéseket azért tartjuk kulcsfontosságúnak, mert **áthidalhatják** a család és a barátok „kéznél levő” forrásai és az intézményi kockázati tőke közötti tátongó szakadékot. Ezt a hiánypótló szerepet az üzleti angyal-befektetések két fő sajátosságára vezettük vissza. Az első, hogy az üzleti angyalok **hajlandók és eredményesen képesek is** az olyan vállalkozásokat finanszírozni, amelyek viszonylag alacsony tőkeigénnyel jellemezhetők és fejlődésük korai szakaszában vannak. Az informális kockázati tőke-befektetők nem csupán speciális jellemzőik miatt hiánypótlóak a tőkepiacon, hanem szerepük azért is meghatározó – és ez a második sajátosság –, mivel az informális kockázati tőke-piac **finanszírozási kapacitása többszöröse** a formális piacénak, ráadásul könnyebben elérhető, „**közben lévő forrást**” jelent, szemben az egyre inkább globalizálódó intézményi kockázati tőkével.

3. Az első sajátosság részletes kifejtése során abból a korábbi megfigyelésünkből indultunk ki, hogy kisvállalati környezetben a kontraszelekció veszélyéből és a morális kockázatból eredő költségek meghatározóak lehetnek, ezért az a finanszírozási mód alkalmazható sikeresen, amely képes valamilyen módon leszorítani az ezzel összefüggő többletráfordításokat. Bizonyítani igyekeztünk, hogy **az információs eredetű problémák kezelésének két teljesen különböző megközelítése tükröződik az üzleti angyalok illetve az intézményes kockázatitőke-befektetők által követett befektetési folyamat jegyeiben.** Az eltéréseket az ügynökelmélet kontextusában elemezve egyúttal bemutattuk az üzleti angyal-finanszírozás fő jellemvonásait is, hangsúlyozva, hogy **az üzleti angyalok talán legfontosabb gazdasági szerepe a kockázatkezelés egyéni megnyilvánulásának tekinthető segítő és értékteremtő személyes közreműködésben ragadható meg.** A rendelkezésre álló hozam adatok fényében az is egyértelműen látható, hogy az üzleti angyalok befektetési szemlélete és technikája nem kevésbé eredményes a kockázatok kezelésében, mint az a megközelítés, amit az intézményi-befektetők követnek. Mindez azt valószínűsíti, hogy **az üzleti angyalok képesek hatékony módon kezelni a fiatal növekedésorientált kisvállalkozások finanszírozásának kihívásait.**

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

**minőségének általános színvonala.** Ennek igazolása egyben a dolgozat **egyik legfontosabb önálló elméleti eredménye** is.

5. Az üzleti angyalokat integráló, továbbfejlesztett modellt három fontos üzenete miatt érezzük sikeresnek. Egyrészt, a modell – a maga módján – előrevetíti azt a jól ismert tapasztalati megfigyelést, hogy **az üzleti angyalok és az intézményi kockázatitőke-befektetők egymáshoz való viszonyát nem elsősorban a verseny, hanem sokkal inkább a komplementaritás jellemzi.** Az üzleti angyalok és az intézményi kockázatitőke-befektetők közti munkamegosztás, együttműködés lehetséges formáival részletesebben is foglalkozunk. A második üzenet a modell azon következtetése alapján fogalmazható meg, hogy az üzleti angyalok hatékonyságnövelő szerepe éppen a minőségfeltárásban, a szűrésben és a jobb minőségű projektek kikényszerítésében rejlik. Ugyanakkor a fiatal, növekedésorientált kisvállalkozásokat ösztönző célzott beavatkozás egyik korlátja, hogy a politikai döntéshozók számára szinte megoldhatatlan feladatot jelent a célcsoporthoz tartozó vállalkozások megbízható kiszűrése. **Az üzleti angyalok a befektetésre érdemes vállalkozások kiválasztásán és fejlesztésén keresztül képesek lehetnek hozzájárulni egy ilyen politika céljainak sikeres megvalósulásához.** A harmadik fontos üzenet azzal a megállapítással függ össze, hogy minél kisebb az üzleti angyalok keresési költsége, annál nagyobb mértékű lesz a kedvező irányú elmozdulás a kiinduló egyensúlyi allokációhoz képest. Mindebből viszont következik, hogy **társadalmi szinten hatékonyabbá tehető az allokáció azáltal, ha sikerül csökkenteni az üzleti angyalok keresési költségeit.** Ennek egy lehetséges intézményi formáját az üzleti angyalok és a tőkét kereső kisvállalkozások között egyfajta kommunikációs csatornaként funkcionáló információközvetítő szervezetek, úgynevezett „üzletiangyal-hálózatok” létrehozása jelentheti. A dolgozatban részletekbe menően körüljártuk ezen fontos intézmények jellemzőit, típusait valamint működtetésük eddigi tapasztalatait a nemzetközi példák alapján.

#### D) Felmérés az üzleti angyalok magyarországi tevékenységéről

*Vajon létezik-e magyar informális kockázatitőke-piac, tevékenykednek-e üzleti angyalok hazánkban is? A kutatómunka egyik legfontosabb hozadékaként ismertettük és nemzetközi*

összehasonlításban elemeztük is az első (kis mintás) empirikus felmérés eredményeit a hazai üzleti angyalok jellemzőiről. A magyar informális kockázatitőke-piacról megrajzolt tablót egy vállalati angyal tevékenységének esettanulmányyszerű bemutatásával színesítettük.

1. A nemzetközi GEM kutatás keretében Magyarországon 2001-ben készült először olyan felmérés, amely az informális befektetések jelentőségét is számba vette. A hazai eredmények azt mutatják, hogy a felnőtt népesség 2,2 százaléka végzett informális befektetést átlagosan egymillió forint értékben 1999 és 2001 között. A viszonylag nagy szám valószínűleg a megengedő definíciónak köszönhető, amely a vállalat alapító családtagjait, rokonait, ismerőseit is e befektetői körbe sorolja, valamint a biztosíték nélküli hitelek nyújtását is beleérti a fogalomba. A 2004-es GEM felmérés mintájában azonosított 133 tág értelemben vett informális kockázatitőke-befektetést végző személy közül mindössze 2 olyan volt, aki a fogalom szűkebb értelmezése szerint üzleti angyalnak tekinthető. Ez az 1,5 százalékos arány lényegesen alacsonyabb a 6,9 százalékos világtáznál, ami más fejlett országokhoz viszonyítva **a hazai piac kialakulatlanságáról árulkodó jel**. A 144 000-es magyar informális befektetői populációra vetítve a kapott arányszámot **az aktív üzleti angyalok számát nagyjából 2 000-re becsültük Magyarországon**.

2. A szűkebb értelemben vett „angyalpiac” méretéről, jellemzőiről, a befektetők motivációiról, preferenciáiról, aktivitásáról és tevékenységéről máig nem rendelkezünk átfogó és megbízható adatokkal Magyarországon. Hazánkban jelenleg többnyire csak a téma kutatói és a felkészültebb vállalkozók, szakemberek ismerik ezt a befektetési formát, ami nagyban hozzájárul ahhoz, hogy a hazai informális kockázatitőke-befektetések nagyságrendekkel kisebb szerepet játszanak a növekedésorientált vállalkozások fejlesztésében, mint az angolszász országokban (főleg az Egyesült Államokban és Nagy-Britanniában). **A piac fejletlenségét öt tényezőcsoportra visszavezetve igyekeztük magyarázni**.

3. A kérdőíves felmérésünkben vizsgált angyalok kivétel nélkül **férfiak, középkorúak** (átlag 44 évesek) és 86 százalékuk **felsőfokú végzettséggel** rendelkezik. A legsűrűbben előforduló diploma a gazdasági (tizennégy), ezt követi a műszaki (öt). Lakhelyüket tekintve a mintába bekerült befektetők közül tizenöten budapesti illetve Pest megyei lakosok, négyen a Dél-

Alföldön, ketten pedig a Dél-Dunántúlon élnek. A mintában szereplő személyek 86 százaléka jelenleg is cégtulajdonos, és átlagosan 11,6 éves vállalkozói tapasztalattal rendelkeznek. Érdekes, hogy az azonosított befektetők közül négyen nem magyar állampolgárok, és további három személy kettős állampolgár. Öten közülük korábban angolszász területen éltek, ahol az informális kockázatitőke-befektetések jóval ismertebbek és népszerűbbek, mint Magyarországon. Állandó lakhelyüket tekintve egy kivétellel mindannyian magyarországi kötődésűek. A mintába került befektetők közül tizenhat válaszolt a jövedelmi és vagyoni helyzetét firtató kérdésre: **80 százalékuk 10 millió forint feletti nettó jövedelmet könyvelhet el évente, és hat üzleti angyal befektethető vagyona meghaladja a 100 millió forintot** is.

**4. Az elmúlt három évben a megkérdezett 22 angyal összesen 100 vállalkozásba fektetett, és az egy főre jutó 4,55-os átlag nemzetközi összehasonlításban is magasnak tekinthető.** 18 válaszadóra összegezve – akik a 100 vállalkozásból 70-ben szereztek részesedést – **a végrehajtott befektetések összértéke elérte a 1145 millió forintot.** Az átlagos befektetés nagysága 16 millió Ft körül alakult.

5. A felmérés eredményeiből látható, hogy a hazai üzleti angyalok számára **a befektetés pénzügyi hozama a legfontosabb befektetési motívum**, mivel szinte kivétel nélkül minden válaszadó a kiemelkedő megtérülést tartja a legfontosabb szempontnak. Az azonban mindenképpen meglepő eredmény, hogy a másik két gazdasági tényezőt megelőzve, **két hedonista tényező került a második és harmadik helyre a rangsorban:** a szakmai kihívás és a kedvtelés. Az is kitapintható, hogy az altruista tényezők (társadalmi értékek) szerepe a befektetési döntésben az informális kockázatitőke-piac jelenlegi fejlettségi szintjén elenyésző. A magyar felmérés is igazolta tehát, hogy **nem kizárólag a gazdasági haszonszerzés indítékai vezérelhetik az üzleti angyalokat.**

6. A felmérésben vizsgáltuk a befektetési lehetőségről szerzett információ forrásait. Etekintetben egyértelműen az informális, **személyes információforrások dominálnak:** az angyalok leginkább üzleti partnereiken, személyes ismerősökön keresztül találnak rá a vállalkozásokra, és viszonylag fontos módszer az aktív keresési tevékenység is. A felmérés jól érzékeltette, hogy a hazai informális kockázatitőke-piac fejlesztését **érdemben** semmilyen

közvetítő vagy szakmai szervezet nem karolta fel, és a média sem igazán foglalkozik a témával.

7. A mintában szereplő angyalok számára a befektetésről hozott döntés során a **legfontosabb tényezők: a várható hozam és a megtérülési idő, a cég és a piac növekedési lehetőségei és a vállalkozó személyes képességei.**

8. Felmérésünk azt mutatta, hogy a magyar üzleti angyalok is aktívan közreműködnek a finanszírozott vállalkozás sikere érdekében. A leginkább jellemző tevékenység a **kapcsolati tőke rendelkezésre bocsátása**, az évek alatt kialakult baráti és üzleti ismeretségek vállalkozás érdekében történő kamatoztatása. A befektetők nagy része a vezetőség (illetve az igazgatótanács) aktív tagjává is válik, és **rendszeresen felügyeli, ellenőrzi** a cég működését. Közel azonos súllyal szerepel az új vevők, további befektetők felkutatásában, a menedzsment összeállításában játszott szerep és a tanácsadás, így ezek a „foglatosságok” is általánosak lehetnek a magyarországi informális magánbefektetőknél. Az egyes funkcionális területekhez köthető tevékenységekbe (emberierőforrás-gazdálkodás, marketing, kutatás-fejlesztés) való bekapcsolódás általában a hozzáértés és végzettség függvénye, ennek köszönhetően a befektetők csak kisebb részénél általános.

9. Az eredmények alapján arra következtethetünk, hogy a **befektetők preferálják a korai életszakaszokat**: mindössze két olyan üzleti angyal volt, aki nem jelzett ilyen jellegű preferenciát. A felmérésből az is kirajzolódik, hogy a magyar üzleti angyalok nem riadnak vissza a rendszerint kockázatosabbnak tartott technológia-alapú cégek finanszírozásától: **a befektetők több mint fele rendelkezik érdekeltséggel az „új gazdaság” innovatív vállalkozásaiban.**

10. A megkérdezett angyalok 82 százaléka nem zárkózik el attól, hogy **másokkal együtt fektessen be**: a válaszadók kétharmada más magánszeméllyel, 40 százaléka fele pedig bankokkal, kockázattőke-társaságokkal, befektetési intézményekkel vállalkozik társbefektetésre. Az állami partnereket a válaszadók 14 százaléka említette mint társbefektetőt. A vállalkozásban szerzett részesedés nagyságát vizsgálva kiderül, hogy **a hazai angyalok leginkább 25-50 százalék közötti üzletrész „megkaparintására” törekednek**, de



a válaszadók egyharmada az 5-25 százalékos határok közé eső illetve többségi (50 százalékos feletti) részesedésszerzést is alkalmazza. Az 5 százalékos alatti tulajdonrész az említések szerint meglehetősen ritkán fordul elő

11. A  **hazai vállalati angyalok** finanszírozó és fejlesztő szerepéről még annyi információval sem rendelkezünk, mint a kockázatitőke-befektetést végző magánszemélyek tevékenységéről. Ezért már a látóterünkbe került egyetlen ilyen példát: a Videoton Holding Rt. befektetési gyakorlatát is érdemesnek véltük bemutatni az értekezésben esettanulmány jelleggel. Megvizsgáltuk, hogy a Videoton esetében a befektető és a finanszírozott vállalkozás között az együttműködés milyen formái alakulhatnak ki, hogyan zajlik a befektetési folyamat, melyek a célvállalat kiválasztásának szempontjai. Egy sikeres befektetés leírásán keresztül bemutattuk és öt pontban összegeztük a siker valószínűsíthető tényezőit.

#### E) Az informális kockázatitőke-piac fejlesztésének lehetőségei

*Mik lehetnek a piacfejlesztő állami beavatkozás indokai és eszközei az informális kockázatitőke-piacon? Az első négy fejezet gondolatmenetét összegezve levontuk azt a következtetést, hogy a hazai informális kockázatitőke-piacot érdemes lenne fejleszteni, és a feldolgozott nemzetközi gyakorlat alapján hármass csoportosításban (kereslet- és kínálatoldali beavatkozás, valamint hatékonyságnövelés) bemutattuk a piacfejlesztés lehetséges módjait. Az eszközök között a keresleti oldalon tapasztalható problémák kezelését illetve a piac hatékonyságának növelését tartjuk a legfontosabbnak. A piac fejlettségének jelenlegi szintjén ugyanakkor fontosnak látszik a kínálati oldal ösztönzése is. Néhány konkrét javaslatot is megfogalmaztunk a hazai piac fejlesztése érdekében.*

1. Számítások és becslések szerint az informális kockázati tőke a fejlett országokban jelentékeny szerephez jut a kisvállalkozásokba irányuló külső tőkebefektetések terén, sőt, egyre többen érvelnek amellett, hogy egy aktív vállalkozói teljesítményre épülő, „életerős” gazdaság számára **nélkülözhetetlen** az élénk és hatékonyan működő informális kockázatitőke-piac. Ugyanakkor számos jel utal arra, hogy az informális befektetésekben rejlő

potenciál kihasználatlan. Abban is egyetértés mutatkozik, hogy a közszféra kezdeményezései nagymértékben hozzájárulhatnak egy jól működő tőkepiac kifejlődéséhez, beleértve az informális kockázati tőke piacának keresleti és kínálati oldalát egyaránt. A tőkepiacok allokációs hatékonyságának javulása és a vállalkozói teljesítményre épülő gazdaság fejlődése egy önmagát erősítő és szinergiákkal „tarkított” folyamatot indíthat el, mivel a sikeres vállalkozók – mintegy visszacsatolásként – később maguk is forrásokkal láthatják el a befektetések piacát, hozzájárulva a további fejlődéshez, és támogatva újabb vállalkozások elindulását. Az üzleti angyalok aktív közreműködése révén ráadásul javulhatnak a kisvállalkozások esélyei a dinamikus növekedésre. A folyamat pozitív hatást gyakorol a foglalkoztatottságra, az innovativitásra és a versenyképességre. Alapvetően ezek a megfontolások motiválhatják az államot, hogy részt vállaljon az informális kockázati tőke-piac fejlesztésében.

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

3. A részletesen tárgyalt **kínálatorientált intézkedések célja** legtágabb értelemben olyan befektetési környezet kialakítása, amely ösztönzi a magánszemélyek közvetlen tőkebefektetéseit. Ide tartoznak többek között azok a lépések, melyek az adórendszeren keresztül juttatják érvényre ezt az ösztönzést vagy a befektetés kockázatát igyekeznek mérsékelni tőkegarancia-rendszerek bevezetésével. Az üzletiangyal-befektetésekre rendelkezésre álló tőkekínálat bővítéséhez a népszerűsítő programok, a potenciális és gyakorló üzleti angyalok számára szervezett képzések, valamint az üzletiangyal-szindikátusok megszerveződésének ösztönzése is hozzájárulhatnak. Hangsúlyoztuk, hogy az effajta programok kialakításában, megszervezésében és lebonyolításában fontos szerep hárulhat az üzletiangyal-hálózatokra.

4. Többször utaltunk rá, hogy **a tőkerés nem egyszerűen tőkehiányt** jelent, ennél fogva a piaci elégtelenség nem küszöbölhető ki pusztán a befektetésre rendelkezésre álló források kínálatának bővítésével, mivel az nem vezet automatikusan több befektetéshez a korai életszakaszban járó, növekedésorientált kisvállalkozások körében. Sőt, az elmúlt időszakban tapasztalhattuk, hogy a piacra zúduló hatalmas mennyiségű tőke paradox módon hozzájárult a finanszírozási szakadék kiszélesedéséhez. Egy az alkalmazott ösztönzési politikákra vonatkozó kutatás, mely több EU-tagállam, valamint az Egyesült Államok és Szingapúr gyakorlatát tekintette át, megállapította, hogy a kockázati tőke-piac élénkítésének legeredményesebb módja a **keresletoldali beavatkozás** lehet. A kockázati tőke iránti keresletet alapvetően az ígéretes ötletekre épülő **jól kidolgozott projektek száma és a befektetések fogadására való felkészültség, azaz a tőkeabszorpciós képesség** határozza meg (ami magában foglalja a vállalkozók pozitív viszonyulását a tulajdonos-tőke-bevonáshoz, a projekt befektetésre való alkalmasságát, érettségét és végül a prezentációs készségeket). Ezekre a tényezőkre egyrészt a kreativitást, az innovációt, a kockázatvállalást és a vállalkozókészséget ösztönző környezet megteremtésével lehet hatni. Nem kevésbé fontos ugyanakkor a szakmai felkészültség megszerzésének és fejlesztésének elősegítése sem. A jól működő oktatási és innovációs rendszer, a szellemi tulajdon védelmét hathatósan szolgáló szabályozás, továbbá a vállalkozóvá válást ösztönző intézkedések képezhetnek olyan keretfeltételeket, amelyek elősegítik az ötletek megszületését és a kreativitás felbukkanását. Rendkívül fontosnak érezzük ugyanakkor a hazai piac fejlesztési szempontjából a befektetések fogadására való felkészítést is, emiatt részletesen bemutattuk **a felkészítés Mason és Harrison által javasolt és több helyen sikerrel alkalmazott ötlépcsős modelljét**.

5. Hiába járnak sikerrel a potenciális angyalokat befektetésre ösztönző kezdeményezések, és hiába gyarapszik a kockázati tőke után aktívan kutató, a befektetés fogadására jól felkészült vállalkozások száma, ha a kereslet és a kínálat csak nagy nehézségek árán talál egymásra: nem fognak létrejönni a várt befektetések. Az informális kockázati tőke-piac fejlesztését célzó beavatkozás elmaradhatatlan eleme a működés hatékonyságának javítása. Ez pedig javarészt az üzletiangyal-hálózatok eredményes tevékenységén múlik. Hazánkban is mind gyakrabban találkozunk olyan megnyilatkozásokkal, melyek jól működő közvetítő intézmények felállítását sürgetik. **Véleményünk szerint a hálózatok lehetnek az informális kockázati tőke-piac fejlesztését célzó állami szerepvállalás kulcsintézményei.** A

hálózatokra irányuló illetve a hálózatok bevonásával megvalósuló beavatkozások három lehetséges területen fejthetik ki hatásukat. Az első ilyen terület a hálózatok **működési feltételeinek** kialakítását foglalja magában, és különféle szabályozási kérdéseket ölel fel. A nemzetközi tapasztalatokból kitűnik, hogy **az állami szerepvállalás akkor lehet igazán eredményes, amennyiben a hálózatok pénzügyi támogatásában is testet ölt.** A támogatással párhuzamosan célszerű a hálózatokra telepíteni az informális kockázatitőke-piac szervezésével és fejlesztésével kapcsolatos alapvető funkciókat. A közvetítés hatékonyságához, valamint a fenti feladatok sikeres végrehajtásához hozzájárulhatnak a különféle, részben a közszférában működő intézményekkel történő **hosszú távú együttműködések.** Az ilyen kapcsolatok kialakulásának katalizálása jelentheti az állami szerepvállalás harmadik formáját a hatékonyan működő informális kockázatitőke-piac érdekében.

6. Végezetül a nemzetközi tapasztalatok figyelembe vételével néhány konkrét javaslatot fogalmazunk meg a hazai informális kockázatitőke-piac fejlesztése érdekében. Alapvető fontosságú lenne egy **átfogó felmérés** elvégzése, illetve a **folyamatos információgyűjtés** a hazai informális kockázatitőke-piac helyzetéről, amire támaszkodva valóban megalapozott fejlesztési döntések születhetnek. Mivel hazánkban az üzletiangyal-befektetők fogalma és tevékenysége kevésbé ismert, ezért annak érdekében, hogy a kockázatitőke-finanszírozás gyakorlata közismertté és megszokottá váljon az üzleti életben, elengedhetetlen egy **tájékoztató kampány indítása**, tanulmányok, publikációk közzétevése, sikertörténetek, brosúrák, hirdetések megjelentetése stb., hogy a lehetséges üzleti angyalok és a finanszírozót kereső vállalkozók megismerjék az új finanszírozási mód előnyeit. A tapasztalatok arra hívják fel a figyelmet, hogy érdemi hatást a **folyamatos tájékoztatás, ismeretterjesztés** tud csak kifejteni. A hazai kisvállalkozás-fejlesztési politika érdeklődését mindeközéig nem keltették fel az informális kockázatitőke-befektetésekben rejlő lehetőségek, és nem is érzékelhető kormányzati szándék ezen finanszírozási forma „felkarolására”. Amennyiben a politikai akarat megszületik az informális kockázatitőke-piac élénkítésére, akkor a beavatkozás a közvetlen intézkedéseken túl testet kell öltösson olyan kezdeményezésekben is, melyek **az ígéretes befektetési lehetőségek számának gyarapodását** célozzák. Ehhez több területet (például oktatás-, innováció- és vállalkozásfejlesztési politika) érintő összehangolt beavatkozásra van szükség. Szükségesnek látszik továbbá felállítani egy olyan intézményt,

amely a **piac érdemi fejlesztésének főszereplője** lehet. Célszerű lehet a fejlesztési feladatokat (ezek mellé forrásokat is rendelve) egy üzletiangyal-hálózat típusú intézményre bízni, amely a szokásos közvetítő szolgáltatások végzésén túl az üzleti angyalokra és a vállalkozókra egyaránt kiterjedő **képzési, tanácsadási, érdekképviseleti feladatokat is** elláthatna. Ezen hálózat egyik fő funkciója az lehetne, hogy a vállalkozásokat **felkészítse a befektetések fogadására**. A sikeresen működő felkészítő programok eredményeként növekedhet a kockázatitőke-befektető után aktívan (és eredményesen) kutató vállalkozások száma.

#### F) Jövőbeli kutatási irányok

Természetesen az értekezésben bemutatott eredmények nem az informális kockázatitőke-piac kutatásának végét jelzik, sokkal inkább a kezdetét: a dolgozattal csupán egyetlen lépést tettünk a téma szisztematikus feldolgozásának, a nemzetközi eredmények hazai adaptálásnak irányában. Úgy ítéljük meg, hogy (legalább) három részterületen is gyümölcsöző lehetne a továbblépés. Elsőként, a disszertációban bemutatott kis mintás empirikus felmérés tanulságait felhasználva mulhatatlanul fontos lenne a hazai piac kínálati oldalát érintő **átfogó adatfelvételnek**. Borzasztóan hézagosak az ismereteink az informális kockázati tőke keresleti oldalának vonatkozásában, ezért a második kutatási irányt a **hazai növekedésorientált kisvállalkozások körében végzett információgyűjtés** jelentheti. Harmadszor, kifejezetten érdekes lenne a **hazai vállalati angyalok finanszírozó és fejlesztő tevékenységének mélyebb megismerése**, hiszen a hazai innovatív kisvállalkozások számára az effajta együttműködés értékes hozadékkal járna. A három kutatási területen megszülető eredményekre támaszkodva lehetőség nyílna egy megalapozott fejlesztési koncepció, illetve intézkedési csomag kidolgozására, mely hathatósan járulhatna hozzá a hazai informális kockázatitőke-piac fejlődéséhez.

## Publikációk

(Kosztopulosz Andreász, 2005. december)

### A. Könyvek és könyvrészek

- Kosztopulosz A. 2005: A közszféra szerepe az informális kockázatitőke-piac ösztönzésében. In Botos K. (szerk.): *Pénzügyek és globalizáció*. JATEPress, Szeged, 259-276. o.
- Kosztopulosz A. – Makra Zs. 2005. A kockázati tőke részvételének formái a technológiaorientált vállalkozások fejlődésének korai szakaszában. In Buzas N. (szerk.): *Tudásmenedzsment és tudásalapú gazdaságfejlesztés*. JATEPress, Szeged, 328-351. o.
- Kosztopulosz A. 2004: Az Európai Unió kockázati tőkével kapcsolatos politikája és intézményei. In Botos K. (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JATEPress, Szeged, 68-88. o.
- Kosztopulosz A. – Makra Zs. 2004: Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázatitőke-piac élénkítésében. In Botos K. (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JATEPress, Szeged, 89-109. o.
- Kosztopulosz A. 2004: Befektetők vagy angyalok? Az informális kockázatitőke-befektetések motivációi. In Czagány L. – Garai L. (szerk.): *A szociális identitás, az információ és a piac*. JATEPress, Szeged, 327-341. o.
- Lengyel I. – Imreh Sz. – Kosztopulosz A. 2002: Az ipari park fogalomköre és kategóriái. In Buzás N. – Lengyel I. (szerk.): *Ipari parkok fejlődési lehetőségei: regionális gazdaságfejlesztés, innovációs folyamatok és klaszterek*. JATEPress, Szeged, 55-76. o.

### B. Folyóiratcikkek

- Makra Zs. – Kosztopulosz A. 2005: Üzletiangel-befektetések Magyarországon: elméleti alapvetés és empirikus eredmények nemzetközi összehasonlításban. *Vállalkozás és innováció* (internetes folyóirat). Megjelenés alatt.
- Biczók S. – Kosztopulosz A. 2005: Corporate Venture Capital Investments into Innovative Enterprises. A Hungarian success story. *Development and Finance*, 4, pp. 72-78.
- Kosztopulosz A. – Makra Zs. 2005: Az üzleti angyal hálózatok szerepe a nem intézményesült kockázatitőke-piac fejlesztésében. *Vezetéstudomány*, 7-8, 15-26. o.
- Makra Zs. – Kosztopulosz A. 2004: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, július, 717-739. o.

### C. Tananyagok

- Kosztopulosz A. 2005: *Az üzleti angyalok szerepe az innováció-finanszírozásban*. Az Dél-alföldi Regionális Innovációs Ügynökség és a Szegedi Tudományegyetem közös szervezésében megrendezett „Innovációmenedzsment a gyakorlatban” című képzésre készült tananyagrészlet.
- Kosztopulosz A. 2005: *Kedvezményes hitelkonstrukciók*. Az Dél-alföldi Regionális Innovációs Ügynökség és a Szegedi Tudományegyetem közös szervezésében megrendezett „Innovációmenedzsment a gyakorlatban” című képzésre készült tananyagrészlet.
- Kosztopulosz A. 2005: *A vállalkozás-finanszírozás alapjai*. Az Dél-alföldi Regionális Innovációs Ügynökség és a Szegedi Tudományegyetem közös szervezésében megrendezett „Innovációmenedzsment a gyakorlatban” című képzésre készült tananyagrészlet.
- Kosztopulosz A. 2002: A kis- és középvállalkozások finanszírozási lehetőségeinek bővülése az EU-csatlakozás tükrében. In Szobonya T. (szerk.): *Európai vállalkozásmenedzsment. Kis- és középvállalkozások gyakorlatias felkészítő képzése az európai uniós csatlakozásra*. Progressz Vállalkozásfejlesztő Alapítvány, Szeged, 106-117. o.

### D. Konferenciakötetek

- Kosztopulosz A. 2004: *A közszféra szerepvállalásának lehetőségei az informális kockázatitőke-piac élénkítésében*. A „pénzügyek és globalizáció” c. konferencián elhangzott előadás, CD-book.
- Bajmóczy Z. – Kosztopulosz A. 2004: *Magántőke a kisvállalkozások inkubációjában*. „Gazdasági szerkezet és versenyképesség az EU csatlakozás után”. A VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia konferenciakötete, Pécs. 376-383. o.
- Kosztopulosz A. 2004: *Informal venture capital in Hungary*. In: Szent István University: *3rd International Conference for Young Researchers*. Szent István Egyetemi Kiadó, Gödöllő, pp. 350-356. (angol nyelven)
- Halmosi, P. – Kosztopulosz, A. 2002: *Alternative financing methods for microenterprises*. In Falnita, E. (ed.): *Economics and Management of Transformation*. CD-Book. Mirton, Timisoara, pp. 111-126.

### E. Egyéb közlemények, nem publikált fontosabb előadások

- Kosztopulosz A. 2005: A kötvények kamatlábkkockázatának néhány kérdése. In Tumbas, P. – Komazec, L. – Tomić, S. (eds.): *ANALI Ekonomskog fakulteta u Subotici*. Univerzitet u Novom Sadu Ekonomski fakultet Subotica, 161-169. o.
- Bajmócy Z. – Kosztopulosz A. – Imreh Sz. 2005: *Kockázati tőke és a kisvállalkozások inkubációja*. Kézirat.
- Kosztopulosz A. 2005: *A bankszektor és az informális kockázattőke-piac*. A „Tudomány napja” alkalmából „A bankszektor és stakeholderei” címmel az SZTE GTK szervezésében megrendezett konferencián elhangzott előadás (2005. november 10.)
- Makra Zs. – Kosztopulosz A. 2004: *Az informális kockázattőke-befektetések szerepe az innovatív kisvállalkozások finanszírozásában Magyarországon*. Részanyag „A kockázati tőke helyzete, szerepe az innovatív vállalkozások finanszírozásában Magyarországon” című kutatáshoz. MTA Közgazdaságtudományi Kutatóintézet, Budapest (kézirat).
- Kosztopulosz A. 2004: *Informal venture capital in Hungary*. 3rd International Conference for Young Researchers, Szent István University, Gödöllő (angol nyelven).
- Botos, K. (szerk.) 2003: *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. JATEPress, Szeged. *Közreműködés a szerkesztésben*.
- Lengyel I. – Imreh Sz. – Kosztopulosz A. 2002: Az ipari park fogalomköre és kategóriái. In Buzás N. – Lengyel I. (szerk.): *Az ipari parkok hálózatának új fejlődési pályára állítása*. Kutatási jelentés a Gazdasági Minisztérium számára. SZTE GTK Regionális és Alkalmazott Gazdaságtani Tanszék, Szeged, 43-67. o.
- Kosztopulosz A. 2002: *A vállalkozási-fejlesztőtőke befektetés*. A „Szervezeti változások és nemzetközi alkalmazkodás – új kihívások az ezredfordulón” címmel megrendezett I. Országos Közgazdaságtudományi Doktorandusz Konferencián elhangzott előadás.
- Kosztopulosz A. 2001: *A vállalkozásfinanszírozás közszolgálati háttere*. A „Tudomány napja” alkalmából „A közszolgáltatások marketingje és menedzsmentje” címmel az SZTE GTK szervezésében megrendezett konferencián elhangzott előadás.