

## A bankszektor és az informális kockázatitőke-piac

Dr. KOSZTOPULOSZ Andreász<sup>1</sup>

*Azok a kisvállalkozások, amelyek tulajdonosi típusú tőkéhez jutottak külső befektetőktől, a későbbiek során vonzó célpontot jelenthetnek a kereskedelmi bankok számára is. Nagyobb a hitelkapacitásuk és valószínűleg növekedésorientáltak, különben nem érdekeltek volna ki a tőkebefektető bizalmát. A befektetések nyomán mérséklődnek az információs aszimmetria káros hatásai is. Emiatt a bankszektor maga is érdekelt abban, hogy tevékenykedjenek olyan kockázatitőke-befektetők, akik képesek és hajlandók kis összegű befektetéseket végrehajtani. A tanulmányban érveket felsorakoztatva megvizsgáljuk, milyen stratégiák lehetnek gyümölcsözőek a bankok számára az informális kockázatitőke-piaci hídfőállások kiépítése során.*

*Kulcsszavak: információs aszimmetria, üzleti angyalok, informális kockázati tőke, üzletiangel-hálózatok*

### 1. Bevezetés

A kisvállalkozások finanszírozási sajátosságait vizsgáló kutatások szinte egyöntetűen a *tőkepiaci tökéletlenségek* létrehozására helyezik a hangsúlyt annak a sokak által sokféle formában tapasztalt jelenségcsoportnak a magyarázata során, mely a kisvállalkozások finanszírozási nehézségeiről árulkodik. Az üzleti tevékenységüket éppen elkezdő induló vállalkozások és az átlagosnál nagyobb kockázatot hordozó innováció-orientált vállalkozások különösen nehezen jutnak hozzá a növekedési elképzeléseik megvalósításához szükséges tőkéhez. A bankok számára ezek a vállalkozások értékes ügyfélkört jelenthetnének, ha hozzájuthatnának ahhoz a tulajdonosi tőkéhez és tudáshoz, amely biztonságosabbá teszi a növekedés folyamatát.

A tanulmányban két alapproblémára igyekszünk visszavezetni a hitelpiacon kialakuló finanszírozási korlátok létét. Ezt követően bemutatjuk, hogy miként képes áthidalhatni a tőkerést az üzleti angyaloktól kapott forrás, mely egyben alkalmassá teheti a vállalkozást az ezt követő hitelfelvételre. Végezetül megvizsgáljuk, milyen stratégiák lehetnek gyümölcsözőek a bankok számára az informális kockázatitőke-piaci hídfőállások kiépítése során.

---

<sup>1</sup> Dr. Kosztópulosz Andreász, egyetemi adjunktus, SZTE Gazdaságtudományi Kar Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged)

## 2. Finanszírozási korlátok a hitelpiacon

A *finanszírozási korlátok* kialakulását és sajátosságait a kutatók a tranzakciós költségek természetével és az aszimmetrikus információkkal igyekeznek magyarázni.

A *tranzakciós költségek* természetével összefüggő méretgazdaságosság létezése jelentős mértékben befolyásolja a kisvállalkozások forrásbevonási lehetőségeit. Kállay (2005) levezetésében a kisvállalkozások finanszírozásával kapcsolatos problémák részben abból származnak, hogy a fix tranzakciós költségek létevel összefüggő méretgazdaságossági okok miatt túl magas a bevonni kívánt források megszerzésének relatív (a bevont forrás volumenének arányában kifejezett) tranzakciós költsége. Ennek két következménye lehet. Amennyiben a finanszírozók áthárítják a költségeket a vállalatra, akkor a viszonylag kis összegű forrásokat kereső vállalkozások *költséghátrányba kerülnek*. Azonban az is elképzelhető, hogy a finanszírozók a források adagolása mellett döntenek, és meghatározzák a tranzakció minimális összegét, ami másik oldalról azt jelenti, hogy a kis összegű forrásokat kereső vállalkozások *egyáltalán nem jutnak forrásokhoz*. A kisvállalati finanszírozásban emiatt az olyan konstrukciók bizonyulhatnak hatékonyak, amelyek *képesek alacsonyan tartani a tranzakciókkal összefüggő fix (a tranzakció voluménétől független) költségeket*.

A gazdaságban a szűkös erőforrásoknak a legjövődélmezőbb felhasználási területekre való allokálása tökéletes piacokat feltételez. A hatékony tőkepiacok modellje – többek között – arra az alapfeltevésre épül, hogy az információk minden piaci szereplő számára azonnal és költségmentesen elérhetők. A valóságban azonban a vállalat jobban informált, mint a kívülállók vagy a piac, mivel belső információkkal is rendelkezik. Ez az információs előny a nagyobb méretű, különösen a tőzsdére bevezetett vállalatoknál csupán jóval kisebb mértékben érvényesülhet, mivel sokan érzik érdekeltnek magukat abban, hogy információkat gyűjtsenek az adott vállalatról. A kisvállalkozásokról azonban a piac összehasonlíthatatlanul kevesebb információval rendelkezik. (Hatványozottan igaz ez például egy induló vállalkozásra, amelynek még nincs értékelhető, elemezhető múltja, előlétele a piacon.) A nagyobb cégektől eltérően ugyanis a kisvállalatok által kötött szerződések nem kapnak publicitást; jellemzően nem bocsátanak ki a nyilvános kereskedésbe kerülő, a piac által folyamatosan árazott értékpapírokat; pénzügyi beszámolóik nehezebben hozzáférhetőek és általában nincsenek auditálva. Berger és Udell (1998) szerint ez az *információs „homályosság”* (informational opacity) alapvetően befolyásolja a kisvállalkozások finanszírozási helyzetét.

Az információs aszimmetriák azt eredményezhetik, hogy olyan projektek, amelyek egyébként finanszírozásra érdemesek volnának, egyáltalán nem, vagy csak elfogadhatatlan feltételekkel jutnának forráshoz, és emiatt nem valósulhatnak meg. Makrogazdasági szempontból ez azt jelenti, hogy az *optimálisnál kevesebb beruházást hajtanak végre*, ami jóléti veszteséggel jár (Hubbard 1998).

Az információs aszimmetriák és lehetséges következményeik két aspektusból is vizsgálhatók: a szerződéskötést megelőzően (vagyis *ex ante*) illetve a források rendelkezésre bocsátása után (azaz *ex post*).

Az *ex ante* információs aszimmetria azt jelenti, hogy a vállalkozó többet tud a vállalkozásról, saját motivációjáról, a tervezett projekt minőségéről és kilátásairól, mint a finanszírozó. Ez viszont azzal a következménnyel jár, hogy a kívülálló finanszírozó nem tudja megítélni a projekt valódi minőségét, emiatt a piaci értékben a cégek átlagos minősége fog tükröződni. Ennek eredményeként minden cég átlagos feltételekkel tud csak forrásokhoz jutni, és ezért a vállalkozók leginkább a kedvezőtlenebb projekteket igyekeznek majd rásózni a piacra. Ez pedig a jó minőségű projektek gazdáit arra fogja késztetni, hogy tartózkodjanak a külső források bevonásától, melyekhez az alacsony átlagos piaci minőség miatt csak meglehetősen magas áron lehet hozzájutni, és tegyenek le a beruházási terveikről. A piacon tehát túlnyomórészt átlagos vagy átlag alatti projektekhez fognak finanszírozót keresni, vagyis azt tapasztaljuk, hogy ilyen körülmények között a *piac kontraszelektál*<sup>2</sup> (Leland-Pyle 1977). A kontraszelekció elkerülése érdekében a finanszírozóknak valamilyen módon meg kell szűrniük (screening) a befektetési lehetőségeket. Az átvilágítás (due diligence) azonban többletköltségek felmerüléséhez vezet.

A vállalkozások külső forrásszerzési tevékenysége során a szerződéskötést követően egy *megbízó-ügynök* (principal-agent) típusú kapcsolat alakul ki a finanszírozó és a vállalkozó között.<sup>3</sup> Jó okunk van feltételezni, hogy amennyiben a kapcsolatban résztvevő felek mindegyike haszonmaximalizáló, akkor érdekütközések alakulhatnak ki az ügynök és a megbízó között, mivel az ügynök céljai nem feltétlenül esnek egybe a megbízóéival. Az egymással összhangban nem álló célok és az aszimmetrikus információk *ex post* következménye a *morális kockázat* (*moral hazard*) lehet. Előfordulhat ugyanis, hogy a szerződés megkötése után a vállalkozó nem az eredeti megegyezésnek megfelelően tevékenykedik: érdekelt lehet túlzott kockázatok felvállalásában, lényeges információk visszatartásában (esetleg elferdítésében), vagy visszafoghatja a siker érdekében tett erőfeszítéseit. A megbízó felléphet az ügynök nem kívánatos tevékenységének korlátozása érdekében: megfele-

<sup>2</sup> Ez lényegében *Akerlof* (1970) klasszikus „tragacs-piac” modelljének egy lehetséges adaptációja az információs aszimmetria által sújtott tőkepiac működésének leírására. *Akerlof* példájában a tragacsok kiszorítják a jobb minőségű autókat a használtautó piacról, aminek következtében a piac elsorvad.

<sup>3</sup> A megbízó-ügynök sajátos kapcsolatának problémakörével foglalkozik az új intézményi közgazdaságtan áramlatába tartozó ügynök- vagy érdekképviselési elmélet (agency theory). Az elmélet leggyakrabban idézett szerzőpárosa, *Jensen és Meckling* (1976: 5) meghatározása szerint „a megbízó-ügynök kapcsolat egy olyan szerződés, melyben egy vagy több személy (a megbízó(k)) arra szerződöt egy másik személyt (az ügynököt), hogy végezzen bizonyos tevékenységet az ő érdekében, és egyúttal bizonyos döntési jogokat is átruház az ügynökre”. Az ügynökelmélet arra az általános kérdésre keresi a választ, hogy milyen típusú szerződés kialakításával lehet a leghatékonyabban kezelni a megbízó-ügynök kapcsolatban felmerülő problémákat, illetve hogyan lehet ezeket a szerződéseket betartatni.

lő ösztönzési rendszer kialakításával illetve az ügynök tevékenységének ellenőrzésével (monitoring). Mindez azonban óhatatlanul költségekkel jár. Ha tehát a finanszírozók számítanak erre, úgy emelkedni fog a források költsége.

A fenti információs eredetű problémák nem korlátozódnak a kisvállalkozásokra, azonban esetükben jóval meghatározóbbak lehetnek, figyelembe véve az információgyűjtés magasabb várható költségét (Binks-Ennew 1996). Információs aszimmetriák létezése mellett a vállalat és a finanszírozó között létrejövő pénzügyi szerződés ezért szükségképpen jelenti források mellett *ellenőrzési jogok* átengedését is. Ilyen körülmények között lényegessé válik, hogy milyen módon hat a választott pénzügyi szerződés típusa (tulajdonosi vagy hitelszerződés) és alkalmazott eszközei (pl. fedezet) azokra az információs eredetű problémákra, amelyek a külső finanszírozással összefüggésben merülnek fel.

A hitelezők a vállalkozók kockázatos fizetési ígéreteinek vásárlói. Tökéletes informáltság mellett a forrásokért folytatott versenyben a kockázatosabb projektek magasabb, a kevésbé kockázatos projektek alacsonyabb áron jutnak hitelhez, mivel a hitelező „beárazza” az információgyűjtés és az ellenőrzés költségeit valamint a kockázatot. *Stiglitz* és *Weiss* (1981) rámutatott azonban, hogy információs aszimmetria fennállása esetén a kamatlábak általános megemlése kontraszelekcióhoz vezet (adverse selection). Magasabb kamatláb mellett ugyanis csak a kockázatosabb hitelfelvevők maradnak a piacon, ennélfogva a hitelkihelyezések minősége jelentős mértékben romlik, csökkentve a hitelező várható hozamát. Ugyanakkor nő az erkölcsi kockázat is, mivel magasabb kamat mellett a vállalkozók kockázatosabb projektekkel fogják helyettesíteni a kevésbé kockázatosakat. A hitelezők ennek elkerülése érdekében nem a kamatlábak emelésén keresztül teremtik meg a piaci egyensúlyt a kereslet és kínálat között, hanem *hiteladagolást* alkalmaznak (credit rationing). Ez pedig azt jelenti, hogy hasonló vállalkozások közül néhány hitelhez jut, mások meg nem, még akkor sem, ha magasabb kamatot is késznek lennének megfizetni.

Az információs eredetű problémák enyhítésére viszonylag *széles eszköztár* áll a hitelezők rendelkezésére: biztosítékot kérhetnek a hitel mögé, a hitelszerződésben különféle kötelezettségek teljesítését követelhetik meg a hitelfelvevőtől (covenants), a lejárat megválasztásán keresztül ellenőrzést gyakorolhatnak a hitelfelvevő magatartása felett vagy „étlap-árazást” alkalmazhatnak (Berger-Udell 2003). Ezen kívül építhetnek a vállalkozó humán tőkéjét megtestesítő jó hírnevére vagy a hitelező és a vállalkozó között fennálló hosszú távú kapcsolat „tőkéjére” (Scholtens 1999, Berger-Udell 2003). A vállalkozás olyan jellemzői, mint a kora, a tőkeszerkezete vagy üzleti tevékenységének jellege befolyásolják a fenti eszközök alkalmazhatóságát.<sup>4</sup> Ezen eszközök közül a valószínűleg leggyakrabban alkalmazottal, a fedezettel foglalkozunk részletesebben.

<sup>4</sup> Ennek illusztrálására az alábbi három példa szolgálhat. 1. A súlyosabb információs aszimmetriával (is) magyarázható például a kisvállalati hitelek jellemzően rövidebb futamideje 2. Egy induló vagy

A hitelező alapvető érdeke, hogy sikerüljön azokat a vállalkozásokat kiválasztania, amelyeknél alacsony a nem szerződészerű teljesítés kockázata illetve a hitel bedőléséből származó veszteség, és a külső forrást kereső vállalkozás is igyekszik valamilyen módon meggyőzni a potenciális hitelezőket arról, hogy mindent el fog követni vállalt kötelezettségeinek pontos teljesítése érdekében. A különböző típusú biztosítékokat igen széles körben alkalmazzák<sup>5</sup> a kisvállalati hitelezésben, mivel mindkét cél szempontjából eredményesnek bizonyulhatnak.

Habár a fedezetalapú hitelezésbe vetett bizalom a hitelező szemszögéből természetesen érthető, ennek az a hatása, hogy kiszorulnak a hitelpiacról a fedezetet felajánlani nem vagy csak korlátozott mértékben képes (de egyébként jó kilátásokkal jellemezhető) szereplők.<sup>6</sup> A fedezeteket megkövetelő hitelezési gyakorlat *fokozottabban sújtja* a növekedésorientált kisvállalkozásokat. Tapasztalatok szerint ugyanis a nagyobb növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásoknak *számottevőbb a forrásigényük*, mint a kisebb növekedési potenciált felmutatóké (Lumme és szerzőtársai 1998). Az természetesen egyáltalán nem lehetetlen, hogy egy kisvállalkozás önerőből, kreatív finanszírozási módszerekre támaszkodva teremtse elő a növekedés pénzügyi forrásait oly módon, hogy eközben ne legyen ráutalva jelentős összegű külső forrásbevonásra. Azonban jóval gyakrabban fordul elő, hogy a növekedés során gyorsan kimerül mind a vállalkozást alapító személy (vagy csoport) személyes pénzügyi tartaléka, mind pedig a vállalkozás hitelfelvevő képessége. A növekvő kisvállalkozások a forrásigény szempontjából három problémával kerülnek szembe. Az első, hogy minél kisebb a cég, arányát tekintve annál több tőkére van szükség a nagyobb kereslet kielégítéséhez.<sup>7</sup> A második annak a következménye, hogy a cég termékei vagy szolgáltatásai iránti kereslet növekedése, különösen a piacra való betörés kezdetén, ritkán zajlik szép fokozatosan. Valószínűbb, hogy a kereslet a forgalom aktuális szintjéhez képest időről időre megugrik, és ennek megfelelően a finanszírozásban is egy-egy nagyobb tőkeinjekció iránt mutatkozik igény. A harmadik, hogy mivel a termelés költségeinek felmerülésével nem egy időben jelentkeznek az értékesítés bevételei, hanem csak késleltetve, ezért a növekedésnek megvan a maga forgótőkeigénye is: minél gyorsabb a növekedés, annál

---

fiatal vállalkozás esetén az utóbb említett reputációra illetve a kapcsolati tőkére nyilvánvalóan nem lehet építeni. 3. A gyorsan változó környezetben működő fiatal high tech cégek számára pedig különösen fontos lehet, hogy a beruházások rövid idő alatt valósuljanak meg, így nincs idő a hitelezővel való szoros és hosszú távú kapcsolat kiépítésére.

<sup>5</sup> Cressy és Toivanen (2001) arról számol be, hogy Németországban a hitelek 80 százaléka, az Egyesült Királyságban 60 százaléka mögött fedezet áll. Ez az arány az USA-ban is 70 százalék (Carpenter-Petersen 2002).

<sup>6</sup> Egy 2002-ben végzett uniós felmérés arról számolt be, hogy a bankok leggyakrabban az elégtelen fedezetekre hivatkozva utasították el a KKV-k hitelkérelmeit: a 10-49 főt foglalkoztató hitelt nem kapó vállalkozások 34 százalékánál szerepelt ez az indok, ezzel szemben a nem megfelelő üzleti teljesítmény csupán 4 százalékuknál magyarázta az elutasítást (EC 2003a).

<sup>7</sup> Ez viszont magas tőkeáttételt implikál, amennyiben a szükséges forrást hitelből teremti elő a vállalkozás.

nagyobb összegű forgótőkére van szükség a termelés és értékesítés közti időszak áthidalására. Empirikus vizsgálódásaik eredményeire támaszkodva *Binks és Ennew (1996)* mellett érvelnek, hogy *minél nagyobb a vállalkozás növekedési üteme, annál nagyobb a valószínűsége, hogy a fedezetre épülő értékelés következtében nehézségei támadnak a hitelfelvétel során.*<sup>8</sup>

A növekedésorientált vállalkozások sikere gyakran valamilyen jelentősebb innovációnak vagy innovációk sorozatának köszönhető. Az innováció magas kockázata azonban nehezen illeszthető a hitelfinanszírozás kockázatkerülő természetéhez: *a hitelezőnek nem a legnagyobb nyertesek megtalálása, hanem a vesztesek kiszűrése az alapvető érdeke.* A pénzügyi kockázatok specialistájának számító hitelező számára ugyanakkor nehézséget okozhat az innovatív termék vagy szolgáltatás mögött álló bonyolult technológia megértése, a várható kereslet és a piaci kockázat helyes felmérése is. Ugyanakkor a *fedezet alapú értékelés sem kedvez* ezen vállalkozásoknak, mivel vagyonuk – különösen a korai életszakaszban – jórészt különböző immateriális eszközökhöz (pl. szellemi tulajdonjogok, a munkatársak tudása és tapasztalata) kapcsolódó növekedési opciókban testesül meg, ezek pedig nem fogadhatók el fedezetként.

Ezen kívül az is korlátozza a bevonható hitelek nagyságát, hogy esetükben a *pénzügyi nehézségek* várható költsége igen meredeken emelkedik a tőkeáttétel növekedésével, mivel ezen cégek eszközei cégspecifikusak illetve immateriálisak, és ha a pénzügyi nehézségek valóban felmerülnek, jelentős mértékben erodálódik az értékük (Brealey – Myers 2005: 539). A fiatal high-tech cégek piaci értékének nagy része a jövőbeli növekedési lehetőségeken alapul, ezek gyorsan elértéktelepednek pénzügyi nehézségek felmerülésekor (Carpenter–Petersen 2002). A bajt tetézheti a kulcsfeladatokat ellátó jól képzett alkalmazottak elvesztése.

Az is gondot okoz, hogy az innováció megszületése gyakorta összetett és viszonylag hosszú folyamatot jelent az első termékötlettől kezdve a prototípus kifejlesztésén és a termelés beindításán át a termék piacra dobásáig. Egy új technológián alapuló termék fejlesztése és piacra dobása akár 10-20-szor akkora összeget is felemészthet, mint amennyi a kezdő K+F kiadás nagysága. A biotechnológiában pedig a gesztáció hossza a fenntartható jövedelmezőség eléréséig 10-15 évet is igénybe vehet, ami meghaladja a hitelezők által még elfogadható időtávot (Bank of England 2001). Ennek a folyamatnak a finanszírozása *tőkeinjekciók sorozatát* igényli, és bármelyik szakasz finanszírozási kudarca a vállalkozás (és a teljes folyamat) bukását okozhatja. Ez önmagában is megnöveli a finanszírozó kockázatát.

Az értékelhető üzleti, piaci múlttal, banki előélettel és jó hírnévvel még nem rendelkező *induló és fiatal kisvállalkozások* hitelezési helyzetét további problémák súlyosbítják. Esetükben ugyanis fokozottabban érvényesül az információs aszim-

<sup>8</sup> A fedezethiányból eredő problémákat enyhíthetik a hitelgarancia-rendszerek, melyeknek két alapvető típusát a közhitelgarancia-rendszerek illetve a garanciaszövetkezetek jelentik. Magyarországon a garantált hitelek állománya 10 százalék alatt van (Kállay és szerzőtársai 2005).

metria, amit egyelőre nem képesek (belső) hitelfedezetek felajánlásával enyhíteni. Ugyanakkor az életciklusukkal összefüggő cashflow profil sem kedvez hitelképességüknek, és a pénzügyi rugalmasság megőrzése érdekében többnyire maguk is igyekeznek elkerülni a fix adósságszolgálat terheit.

A fenti problémák ellenére a kisvállalkozások számára szinte mindenütt a különféle hitelek jelentik a *legelterjedtebb* külsőforrás-típust (Berger-Udell 2003, EC 2003a, Kállay és szerzőtársai 2005). A bankhitelek elérhetősége az elmúlt években Európa-szerte és hazánkban is javult. Annak ellenére azonban, hogy 1999 és 2004 között 460 milliárd forintról 2200 milliárd fölé nőtt a magyar kis- és középvállalkozások hitelállománya<sup>9</sup> (amely közel ötszörös növekedést jelent), nálunk a fejlettebb országokhoz viszonyítva még mindig lényegesen magasabb azon kis- és középvállalkozások aránya (70 százalék), amelyek bankhitel nélkül gazdálkodnak (1. táblázat).

A hazai kutatások mindemellett a magyar KKV-k *alultőkésítettségéről* számolnak be megállapítva, hogy az 50 főnél kevesebb alkalmazottal működő kisvállalkozások átlagos saját tőkéje értékét és a forrásszerkezeten belüli arányát tekintve is alacsony<sup>10</sup> (Szórádiné 2004, Szerb-Rappai 2005, Kállay és szerzőtársai 2005). Szerb és Rappai (2005) a hazai GEM adatbázisra támaszkodó vizsgálata a tőkeszegénység hátterében a „majdnem-belső források” elégtelen kínálatát mutatta ki: a családtagok, barátok által biztosított tőke átlagos nagysága nemzetközi összehasonlításban rendkívül alacsony.<sup>11</sup> Ez az alultőkésítettség lelassítja, és könnyen meg is akadályozhatja a vállalkozások növekedését, ráadásul jelentős mértékben korlátozza a hitelfelvételi képességüket is.

<sup>9</sup> Bethlendi és Bodnár (2005) a bankok közötti erősödő versennyel magyarázza a kockázattal szembeni növekvő banki toleranciát. A hitelképességi standardok enyhítése a KKV ügyfélkörön belül a szerzők szerint arra utal, hogy a bankok olyan kisvállalkozásokat is hitelképesnek tekintenek, akiket eddig nem céloztak meg. Kállay és szerzőtársai (2005) szerint a kiélezettebbé váló versenyen mellett két további tényező is szükséges volt a KKV-hitelállomány dinamikus növekedéshez. Egyrészt a kereskedelmi bankok fejlesztették a szolgáltatásaikat, ami csökkentette az információs aszimmetria enyhítésének (hitelbírálat, kockázatkezelés) költségeit. Ezt elősegítette a jelzálogjog 2001-es módosítása is, mely erősítette a hitelezők jogvédelmét. Másrészt nőtt a hitelképes vállalkozások száma, illetve javult a cégek hitelfelvevő képessége. Mindez arra is magyarázatul szolgál, hogy a gyors ütemű bővülés ellenére alig romlott a kihelyezett hitelek minősége.

<sup>10</sup> Tisztább képet kapnánk, ha a saját tőke értékéhez hozzáadnánk a tagi kölcsönöket is, mivel „rugalmassága” miatt a kisebb vállalkozások gyakran ilyen formában biztosítják a vállalkozás működéséhez szükséges tőke egy részét. Valószínűleg azonban ez a pontosítás nem érintené az alultőkésítettséggel összefüggésben tett megállapításunk érvényességét.

<sup>11</sup> Szerb és Rappai (2005) kiszámította, hogy egy kezdő vállalkozásnak átlagosan közel 3,32 millió forint volt a finanszírozási szükséglete 2004-ben, amelynek nagyjából kétharmadát szándékoztak a vállalkozók saját forrásaikból a cég rendelkezésére bocsátani. A hiányzó több mint 1,2 millió forintnak azonban csupán a 67 százalékára számíthattak a család és a barátok megtakarításaiból.

I. táblázat: A magyar mikro-, kis-, közép vállalkozások valamint a nagyvállalatok bankhitelállománya (1999-2004, milliárd Ft)

	1999. 12.31	2000. 12.31	2001. 12.31	2002. 12.31	2003. 12.31	2004. 12.31
Mikrovállalkozások	112,7	210,7	416,8	525,8	668,3	747,3
Kisvállalkozások	110,6	264,9	300,5	266,9	353,6	456,5
Középvállalkozások	237,7	428,5	563,3	609,6	709,8	1 021,6
<i>KKV összesen</i>	<i>461,0</i>	<i>904,1</i>	<i>1 280,7</i>	<i>1 402,4</i>	<i>1 731,4</i>	<i>2 225,5</i>
Nagyvállalatok	1 934,0	2 171,4*	1 953,1	1 881,8	2 299,2	2 388,3
<i>Nem pénzügyi vállalkozások összesen</i>	<i>2 395,0</i>	<i>3 075,5*</i>	<i>3 233,8</i>	<i>3 284,2</i>	<i>4 030,6</i>	<i>4 613,8</i>

\*2002-ben néhány nagy volumenű vállalkozói besorolású hitel átkerült az állammal szemben fennálló hitelek közé, a visszamenőleges korrekció nem volt teljes. A korrekció előtt a vállalkozói hitelállomány 2002 végén 3 677,9 milliárd forintot tett ki.

Forrás: Kállay és szerzőtársai (2005: 165)

Jól látható tehát, 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. Mindez elvezet ahhoz a következtetéshez, hogy *a nagy növekedési képességű kisvállalkozások számára, különösen életük korai szakaszában a fejlődéshez a külső tulajdonositőke-bevonás a megfelelő finanszírozási mód* (Berger-Udell 1998, Bank of England 2001, OECD 2004). 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 tőkénkkel (tudásunkkal, tapasztalatainkkal, kapcsolatainkkal) is hozzájárulnak a vállalkozás sikeréhez.

Mindebből az is következik, hogy a bankokra épülő finanszírozási rendszerek, amelyek uralkodóak a kontinentális Európában, kevésbé hatékonyak a gyors növekedésű iparágak fejlesztésében és az innováció ösztönzésében a tőkepiacra



épülő angolszász rendszerekhez képest<sup>12</sup> (Bank of England 2001, Scarpetta és szerzőtársai 2002). Egy felmérés szerint az Egyesült Királyságban a vállalkozásoknak csupán a 2 százaléka tekinti a külső tulajdonosi tőke hiányát a hosszú távú növekedési tervek legfőbb akadályának, ezzel szemben Németországban 19 százalékuk (EC 2003b). A bankközpontú rendszerekben konzervatívabb megközelítés az uralkodó, a vállalkozói buzgalom jellemzően szerényebb társadalmi és pénzügyi ösztönzésben, a kudarc pedig rendszerint kíméletlenebb büntetésben részesül<sup>13</sup> (Engeln és szerzőtársai 1997, Black-Gilson 1998). A pénzügyi rendszer fenti sajátosságaival összefüggő problémák – az újonnan kiépülő intézményrendszer viszonylagos fejletlensége által felerősítve – a magyar növekedésorientált kisvállalkozások fejlődését is megnehezítik.

### 3. Az informális kockázatitőke-befektetések szerepe a tőkerés áthidalásában

Honnan szerezhetik meg a fejlődéshez nélkülözhetetlen külső, tulajdonosi típusú tőkét a növekedési pályára lépő kisvállalkozások? Láttuk, hogy a szervezett és nyilvános értékpapírpiacon, a *tőzsde csupán elméleti alternatívát* jelent a számukra: a nyilvános részvénykibocsátás magas fix tranzakciós költségei és az alulárázás mechanizmusa, valamint a tőzsdei tagsággal együtt járó jogszabályi és jelentési kötelezettségeknek való folyamatos megfelelés ráfordításigénye gazdaságtalanná teszik a kisebb összegű tőkebevonást. Így valójában egyetlen lehetőségük marad a külső tulajdonosi tőke megszerzésére: a *kockázatitőke-piac*.<sup>14</sup>

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* nevezzük. 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*.

---

<sup>12</sup> A helyzeten az sem javít sokat, hogy kontinentális sajátosságként az európai bankok közvetett formában, kockázatitőke-befektetésekre szakosodott leányvállalataikon keresztül viszonylag aktív szerepet játszanak a tőkepiacon, mivel ezekre az intézményekre igen jellemző, hogy igyekeznek kerülni a korai stádiumú vállalkozásokba történő befektetéseket (Botazzi és szerzőtársai 2004).

<sup>13</sup> A német külügyminiszter egyik felszólalásában megjegyezte: „ha Bill Gates német lenne, nem létezne a Microsoft”.

<sup>14</sup> Itt csak a piaci lehetőségekre koncentrálnunk, az állam által biztosított vissza nem fizetendő forrásoktól egyelőre eltekintünk.

Rendkívül fontos szerepe ellenére azonban az intézményes kockázatitőke-piac nem képes az új és innovatív, növekedésorientált kisvállalkozások széles köre számára elérhető finanszírozási alternatívát adni (Kosztopolosz 2005). Ezen elégtelenség megnevezésére használatos a témával foglalkozó szakirodalomban a *tőkerés* (equity gap) 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.*

Léteznek viszont 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. A szakirodalom az informális kockázatitőke-befektető és az üzleti angyal elnevezést általában *szinonimaként* használja (Osman 1998), különbség legfeljebb a jelentésárnyalatokban fedezhető fel (Kosztopolosz-Makra 2004). Az „*üzleti angyal*” (business angel) megfogalmazás egyfelől azt sugallhatja, hogy a befektetők pénzügyi elvárásaik mellett más tényezőket (altruista vagy hedonista szempontokat) is figyelembe vesznek befektetési döntéseik meghozatalakor. 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 „*informális befektető*” (informal investor) kifejezés pedig a kockázatitőke-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” piaci szereplők, a statisztika és a kutatók számára gyakran „láthatatlanul”, ezért az üzletkötéskor a bizalom, az emberi kapcsolatok kiemelkedő jelentőséghez jutnak. Véleményünk szerint szinonim értelmezés helyett sok esetben termékenyebb lehet az a megközelítés, mely szerint az üzleti angyalok tulajdonképpen az *informális kockázatitőke-befektetők elitjének* tekinthetők, azaz megadható a fogalom egy szűkebb és egy tágabb (megengedőbb) változata egyaránt (Makra-Kosztopolosz 2004). *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 be-

fektetők, akik pénzügyi forrásokat nyújtanak tőzsdén nem jegyzett vállalkozások számára.

A tőkerés kialakulása elsősorban a növekedésorientált kisvállalkozásokat sújtja, különösen magvető és induló életszakaszaikban. Az informális kockázatitőke-befektetések azért kulcsfontosságúak, mert áthidalhatják a család és a barátok „kéznél levő” forrásai és az intézményi kockázati tőke közötti tátongó szakadékot. Ez a hiánypótló szerep az üzletiingatlan-befektetések *két fő sajátosságára* vezethető vissza. Az első, hogy az üzleti ingatlanok hajlandók<sup>15</sup> és eredményesen képesek is az olyan vállalkozásokat finanszírozni, amelyek viszonylag alacsony tőkeigénnyel jellemezhetők és fejlődésük korai szakaszában vannak. A második az, hogy az informális kockázatitőke-piac finanszírozási kapacitása többszöröse a formális piacénak. Mindkét sajátosságot érdemes részletesebben is megvizsgálni.

1. Mint láttuk, 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 (Makra-Kosztopolosz 2005). Az információ eredetű problémák kezelésének *két teljesen különböző megközelítése tükröződik* az üzleti ingatlanok illetve az intézményes kockázatitőke-befektetők által követett befektetési folyamat jegyeiben. Az eltérések jól elemezhetők az *ügynökélet kontextusában*.

A kockázatitőke-szervezetek menedzserei és az üzleti ingatlanok között a befektetési szemléletben és gyakorlatban megfigyelhető különbségek nagy része arra a tényre vezethető vissza, hogy az *intézményes kockázatitőke-befektetők pénzügyi közvetítőként* funkcionálnak: forrásaik túlnyomó részét nagy pénzügyi intézményektől kapják (nyugdíjalapoktól, bankoktól, biztosító intézetektől), és kötelesek szem előtt tartani a pénztulajdonosok érdekeit az általuk kezelt tőke befektetése során. Ezzel szemben az üzleti ingatlanok jóval szabadabbak annak köszönhetően, hogy nem tartoznak másnak elszámolással, felelősséggel, minthogy a saját vagyonukból fektetnek be (Osman 1998). Az üzleti ingatlanok tehát a befektetés során *megbízóként, és nem ügynökként vagy alkalmazottként viselkednek*. Ezzel szemben a kockázatitőke-cégek, -alapokat köti a saját működési szabályzatuk és a befektetési kényszer, hogy tulajdonosaik részére minél nagyobb hozamot érjenek el: maguk is ügynökök egy megbízó-ügynök kapcsolatban.

Részint ezzel a különbséggel magyarázható a *befektetés alapvető motivációinak eltérése* is. A pénzügyi közvetítő intézmények mások pénzét fektetik be, emi-

---

<sup>15</sup> Az üzleti ingatlanok befektethető tőkájének nagyságrendje az esetek túlnyomó többségében determinálja, hogy ebben a piaci szegmensben kutassanak ígéretes befektetési célpontot jelentő vállalkozások után, azzal együtt, hogy ún. üzletiingatlan-szindikátusok létrehozásával akár nagyobb volumenű ügyleteket is le tudnak bonyolítani.

att befektetési döntéseik kizárólag pénzügyi megfontolásokon alapulnak, alapulhatnak. Az üzleti angyalok ezzel szemben saját pénzüket használják, így saját magukon kívül nem felelősek senki másnak azért, hogy hogyan és milyen okokból fektetnek be. Ezért lehetséges, hogy bár az üzleti angyalok számára is a befektetés pénzben mérhető hozama jelenti a legfőbb indítékot, azonban több felmérés tanúsága szerint ez nem tekinthető kizárólagosnak (Osman 1998, Kosztópulosz 2004). Már az első kutatások változatos motívumokat tártak fel a befektetés hátterében: *Baty* (1964) a pénzügyi hozamon kívül olyan „*emocionális*” okokat azonosított, mint a részvétel szándéka új és növekvő vállalkozásokban, a társadalom irányában érzett felelősség, a befektetésben rejlő öröm és izgalom átélésének vágya. *Wetzel* (1983) is felhívta a figyelmet arra, hogy a tisztán pénzügyi jellegű megfontolásokon, ösztönzőkön túlmenően léteznek olyan egyéb tényezők is, amelyek befolyásolják az informális kockázatitőke-befektetők döntését. Az általa végzett felmérés mintájában szereplő informális befektetők közül többen kifejezték azirányú hajlandóságukat, hogy segítsenek vállalkozóknak, támogassák új vállalkozások létrejöttét, ily módon hozzájárulva a foglalkoztatottság növekedéséhez, vagy éppen egy társadalmi szempontból hasznosnak vélt új termék mellé álljanak oda. *Sullivan* és *Miller* (1996) a befektetés hátterében az anyagi megfontolásokon túl *hedonista* és *altruista* motívumokat is feltárt. *Osman* (1998: 41–42) szerint sok üzleti angyal számára a pénzen kívül fontos hajtóerő lehet, hogy a befektetés révén élményekre szeretnének szert tenni, újra át akarják élni a csata izgalmát és a győzelem örömét, értelmesen és tartalmasan szeretnék idejüket eltölteni, illetve sajátos indítékul szolgálhat befektetéseiknél a szociális érzékenység is.

A mozgatórugók mellett a befektetés elfogadható időtávja is lényeges szempont a döntésnél. E tekintetben a fentihez hasonló érveléssel magyarázható, hogy miért is lehetnek *türelmesebb befektetők* az üzleti angyalok az intézményi kockázati tőkésekénél. Ugyanezen okok miatt tapasztalható az a sajátosság is, hogy az üzleti angyalok döntésénél kisebb súllyal esnek latba a jövőbeli kiszállás lehetőségei a hivatásos befektetőkhez képest, akiknél – érthető módon – ez az egyik legfontosabb kérdés (Van Osnabrugge 2000, Mason-Harrison 2002).

Annak ellenére, hogy a kockázatitőke-szervezetek menedzsereinek lényegesen nagyobb a befektetési jártasságuk, mivel jóval több ügyletet bonyolítanak le, mint egy-egy angyal, az utóbbiak előnyben lehetnek abból a szempontból, hogy rendszerint otthonosabban mozognak a vállalkozás világában. A menedzserek befektetői szemlélettel, az angyalok ezen túlmenően többnyire *vállalkozói attitűddel* is jellemezhetők: közelebb állnak a vállalkozóhoz, és adott esetben jobban meg tudják érteni a vállalkozó gondolkodását, érvelését, és személyesebb a köztük levő kapcsolat (Landström 1998, Lindsay 2004).

Minthogy a kockázatitőke-intézmények menedzserei olyan forrásokat mozgósítanak, amelyeket pénzügyi intézmények bocsátottak rendelkezésükre, alapvető kötelességük a gondos és a rendkívül körültekintő befektetési döntés. Az üzleti angyalok ezzel szemben kevesebbet aggodalmaskodnak a pénzügyi tervek miatt,

és ritkábban alapozzák a befektetési döntést a megtérülési ráta pontos kiszámítására. Kevésbé aprólékosan vizsgálják át a befektetési javaslatot, kevesebb alkalommal kérnek személyes találkozót a vállalkozótól, kevésbé valószínű, hogy referenciákat gyűjtenek be, és kevésbé építenek a külső szakértőkkel folytatott konzultációkra a döntés megalapozása érdekében (2. táblázat). Ehelyett más kritériumrendszerre támaszkodnak a szűrés során: az informális befektetők jóval nagyobb mértékben hagyatkoznak az *üzleti megérzéseikre*. Ez abban is tetten érhető, hogy hajlamosabbak – például saját felkészültségüktől függően – rugalmasabban, elnézőbben kezelni az üzleti terv hiányosságait, sőt, előfordulhat, hogy maguk is segídeknek az elkészítésében (Osman 1998).<sup>16</sup> Gyakran a vállalkozóról alkotott *személyes benyomásaik* alapján hozzák meg a befektetési döntést, azaz „*a lovasra fogadnak, nem a lóra*” (Harrison–Mason 2003). Minthogy rendelkeznek a szükséges tapasztalatokkal, tudással, készségekkel és emberismerettel a vállalkozásban és a vállalkozóban rejlő kockázatok felbecsüléséhez, *képesek lehetnek alacsonyban tartani a szerződés előtti átvilágítás és szűrés költségeit*. Jellemző az is, hogy a vállalkozóval folytatott tárgyalások hamarabb lezajlanak, mindebből viszont következik, hogy az üzleti anyagok jellemzően *gyorsabban jutnak elhatározásra*, és ez fontos tényező lehet a tőkét kereső vállalkozás számára.

2. táblázat Különbségek az üzleti anyagok és a kockázatitőke-alapok menedzserei között a befektetés előtti átvilágítás (due diligence) tekintetében

	Üzleti anyagok	Kockázatitőke-alapok menedzserei
A vállalkozóval lebonyolított találkozók száma a befektetést megelőzően	5,4	9,5
Az iparág vonatkozásában lefolytatott információgyűjtés terjedelme	minimális	számottevő
A vállalkozóról gyűjtött független referenciák száma	0,96	4,2
A befektetést megelőzően számolt megtérülési rátát	32% igen	90% igen
A befektetési döntést megelőzően hány személlyel folytat konzultációt	3	4,4

*Megjegyzés:* Minden eltérés statisztikailag szignifikánsnak tekinthető. Az adatok 143 anyag és 119 menedzser megkérdezésén alapulnak, melynek során legutóbbi, fiatal vállalkozásokba történő befektetéseikről számoltak be.

Forrás: Van Osnabrugge (2000: 104)

<sup>16</sup> Az üzleti terv természetesen kulcsszerepet játszik az üzleti anyagok döntésében is, de nem kizárólag az üzleti terv alapján fektetnek be (Mason-Harrison 1996b).

Amennyiben szerződéskötésre kerül a sor, az üzleti angealok befektetéseinél általában nem egy mindenre kiterjedő, igen részletes és aprólékosan kimunkált megállapodás jelenti a kockázatmentesítés egyik alapvető eszközét (ahogyan ez a kockázatitőke-befektető intézmények esetén jellemző), hanem hangsúlyosabb szerephez jutnak a *bizalmi struktúrák* (Harrison és szerzőtársai 1997). Ez persze nem azt jelenti, hogy egyáltalán nem formalizálnák és fektetnék le írásban a létrejött megállapodást. Ez a dokumentum azonban elsősorban az ügylet legfontosabb paramétereit rögzíti, és kevésbé célja az erkölcsi kockázat jogi eszközökkel történő csökkentése. Ennek az a magyarázata, hogy az üzleti angealok az erkölcsi kockázat mérséklésének legjobb módját a vállalkozásban való *aktív közreműködésben* látják, amelyen keresztül lehetőség nyílik az ellenőrzésre és az üzletmenet irányának befolyásolására (Van Osnabrugge 2000). Ez a bekapcsolódás *intenzívebb* a hivatásos befektetők részvételéhez viszonyítva, amire többféle magyarázat is kínálkozik. Az első visszautal a befektetési motivációk terén tapasztalható különbségekre: az üzleti angealok többek között azért is döntenek a befektetés mellett, mivel be akarnak kapcsolódni a vállalkozás működésébe (Lumme és szerzőtársai 1998). Ezen kívül az is szerepet játszhat, hogy az üzleti angealok több időt képesek egy-egy érdekeltségükre fordítani. A rendelkezésre álló idejük magas alternatív költsége ugyanis arra ösztönzi menedzsereket, hogy szorososan gazdálkodjanak az egy vállalkozásra fordított idővel annak érdekében, hogy újabb és újabb befektetési lehetőségeket kutathassanak fel és értékelhessenek. Velük ellentétben az üzleti angealok több figyelmet szentelhetnek a vállalkozásoknak, melyekbe befektettek, mivel nem olyan „drága” az idejük, ráadásul a tapasztalatok szerint kicsiny portfóliót kezelnek (Mason-Harrison 2002).

A befektetési szemléletben tapasztalható különbségek tehát akképpen összegeezhetők, hogy *az üzleti angealok hisznek a vállalkozásban, a kockázati tőkészek ezzel szemben aggódnak miattuk* (Harrison-Mason 1992).

Az aktív közreműködés azonban nem pusztán az ellenőrzés szempontjából előnyös, hanem amiatt is, hogy ennek során a befektető a tőkén kívül gyakran a kapcsolatait, addig felhalmozott tudását és tapasztalatait is a vállalat rendelkezésére bocsátja. Az üzleti angealok a közös siker érdekében több területen is segíthetnek: részt vehetnek a stratégia kialakításában, a menedzsment összeállításában, a működés és a pénzügyi folyamatok ellenőrzésében, segíthetnek a kapcsolatépítésben és saját környezetükben illetve kapcsolatrendszerükön keresztül propagálhatják a vállalkozást (Harrison-Mason 1992, Erlich és szerzőtársai 1994, Lumme és szerzőtársai 1998, Van Osnabrugge-Robinson 2000, Madill és szerzőtársai 2005). A kisvállalkozásokra pedig – különösen az induláskor és növekedésük korai szakaszában – általában igencsak ráfér az effajta segítség. A „beszállás” után a befektető tevékenysége nyomán keletkező hozzáadott érték gyakran a pénzügyi segítségnél is többet jelent a kezdő és tapasztalatlan vállalkozó számára, és hozzájárul a vállalkozás túléléséhez és gyorsabb növekedéséhez. Ez a *vállalkozásfejlesztő, -segítő közreműködés a kockázatkezelés egyéni megnyilvánulásaként is*

*értelmezhető*: a külső befektető saját tevékenységével és erőforrásaival igyekszik az üzleti és pénzügyi kockázatokat csökkenteni, és ezzel egyidejűleg a fellépő információs aszimmetriák által okozott problémákat személyes jelenlétével orvosolni. (Makra-Kosztopulosz 2004). Az üzleti-angyal-befektetők tehát személyesen és anyagilag érdekeltek abban, hogy bekapcsolódásukkal hozzájáruljanak a vállalkozás sikeréhez. *Az üzleti angyalok talán legfontosabb gazdasági szerepe éppen ebben a segítő és értékteremtő közreműködésben ragadható meg.*

Az üzleti angyal a befektetett anyagi és a közreműködésével biztosított human tőkén kívül azzal is hozzájárul a vállalkozás sikeréhez, hogy bekapcsolódásával **pozitív jelzést** közvetíthet a vállalkozásról a piac többi szereplője (bankok, kockázatitőke-szervezetek, szállítók stb.) felé (Erlich és szerzőtársai 1994, Cressy-Olofsson 1997a, Osman 1998, Madill és szerzőtársai 2005). Azzal, hogy a vállalkozás mellé áll, hitelessé teszi a piacon – ennek elérése az üzleti angyal segítségével nélkül hosszabb időt venne igénybe.

Több kutatás is kimutatta, hogy a növekedésorientált kisvállalkozások egy része kifejezetten igényli azt az értékes közreműködést, amit számára az üzleti angyal nyújthat (Mason-Harrison 1996c). Az ebből származó előnyök számukra elengedhetetlenül fontosak a függetlenség elvesztését (Cressy-Olofsson 1997b). Egy svéd kutatás arról számolt be, hogy a fiatal és innovatív vállalkozások az üzleti angyalok közreműködését minden vizsgált területen értékesebbnek ítélték, mint a kockázatitőke-szervezetekét (Lindström-Olofsson 2001). Ez is jelentős mértékben hozzájárul ahhoz, hogy a fiatal növekedésorientált vállalkozások finanszírozási preferenciarendszerében az üzleti angyaloktól származó források megítélése általában kedvezőbb, mint azt a hierarchiaelmélet alapján várnánk. A *hierarchiaelmélet összefüggésrendszerében* egyszerűen belátható, hogy a külső tulajdonositőke-bevonási lehetőségek csoportján belül az üzleti angyaloktól származó tőke prioritást élvez. Először is, nem terhelik magas díjak az igénybevételét (Harrison-Mason 1991). Másodsor, az üzleti angyalok ajánlatának feltételei a legkevésbé megterhelőek a vállalkozó számára, mivel nekik kevésbé erős az alkupozíciójuk a szerződéses feltételek kialakítása során (Mason-Harrison 2002). Ez utóbbi megállapítás érvényét empirikus adatok is erősítik. *Mason és Harrison (1996a)* felmérésében mind a befektetők, mind pedig a vállalkozók kétharmada ítélte úgy meg, hogy a létrejött befektetési megállapodás egyformán kedvező mindkét fél számára.

Végezetül, mindezek után a kérdés az, hogy a fenti megközelítést alkalmazva vajon képesek-e az üzleti angyalok hatékony módon kezelni a fiatal növekedésorientált kisvállalkozások finanszírozásának kihívásait? A kérdésre egy lehetséges válasz az üzleti-angyal- és az intézményes kockázatitőke-befektetésekkel származó hozamok összehasonlításával adható meg. *Mason és Harrison (2002)* kutatása azt az eredményt hozta, hogy az üzleti angyaloknak szignifikánsan kevesebb olyan befektetésük van, amely veszteséget generál, és a befektetések jelentős része eredményez fedezetet vagy szerény megtérülést (3. táblázat). Hasonló hozameloszlásról számolnak be *Lumme és szerzőtársai (1998)* is egy finn befektetők köré-

ben végzett vizsgálat alapján (4. táblázat). A 3.2 táblázatból ugyanakkor az is látható, hogy az üzleti angyalok is képesek kiugróan jövedelmező befektetéseket végrehajtani. Az adatokból azt a következtetést vonhatjuk le, hogy az üzleti angyalok befektetési szemlélete és technikája nem kevésbé eredményes a kockázatok kezelésében, mint az a megközelítés, amit az intézményi-befektetők követnek.<sup>17</sup>

3. táblázat: Az informális befektetők és a kockázati-tőke-alapok által elért hozamok a kiszállások százalékában

Belső megtérülési ráta (IRR) (%)	Kockázati-tőke-alapok befektetései	Informális kockázati-tőke-befektetések
Negatív	64,2	39,8
0-24	7,1	23,8
25-49	7,1	12,7
50-99	9,5	13,3
100+	12,0	10,2

*Megjegyzés:* Az első oszlop adatai csak fiatal cégekre specializálódott alapok teljesítményeit mutatják, ettől eltérően a mintában szereplő üzleti angyal befektetéseknek 62 százaléka volt korai fázisba történő befektetés.

Forrás: Mason és Harrison (2002: 224)

4. táblázat: A finn üzleti angyalok által elért hozamok eloszlása

Elért hozam	A kiszállások százalékában
Jelentős nyereség (IRR>20%)	20
Szerény nyereség (0<IRR<20%)	13
Fedezeti pont	13
A befektetés részleges megtérülése	16
Teljes veszteség	38

*Megjegyzés:* A minta elemszáma 40 volt.

Forrás: Lumme és szerzőtársai (1998: 76)

<sup>17</sup> A finanszírozási döntések során lényegében kétféle hiba követhető el (Lean-Tucker 2001). Elsőfajú hibának azt nevezzük, ha a finanszírozó olyan projekttel kapcsolatban hoz pozitív döntést, amely később kudarcot vall. A másodfajú hiba elkövetését az jelenti, ha a finanszírozó kirotál egy olyan projektet, amely sikert eredményezne. Ezeket a kategóriákat alkalmazva az adatok fényében úgy is fogalmazhatunk, hogy az üzleti angyalok az intézményi kockázati-tőke-befektetőknél sikeresebben védik ki az elsőfajú hiba elkövetését, és ez csupán elenyésző mértékben növeli a másodfajú hiba elkövetésének a valószínűségét. Az elsőfajú hiba sikeres kiküszöbölése tulajdonképpen arra vezethető vissza, hogy az üzleti angyalok csak rendkívül korlátozottan képesek élni a diverzifikációban rejlő kockázatsökkentés lehetőségével, mivel ezt a befektethető tőkéjük nagysága nem teszi lehetővé. Ezért számukra létfontosságú, hogy egyenként törődjenek minden egyes befektetésükkel, és hogy elkerüljék a rossz befektetéseket (Benjamin-Margulis 1996).



2. Az informális kockázatitőke-befektetők nem csupán speciális jellemzőik miatt hiánypótlóak a tőkepiacon, hanem szerepük azért is meghatározó, mivel a *legnagyobb kockázatitőke-forrásnak tekinthetők a növekedésorientált kisvállalkozások számára*. Az üzleti angyalok által befektetett tőke nagyságát, a finanszírozott vállalkozások számát csak nagyon hozzávetőleges becslésekkel lehet meghatározni, mivel az angyalok nem nyilvánosan, hanem „láthatatlanul” hajtják végre a befektetéseiket. *Van Osnabrugge és Robinson (2000)* szerint az Egyesült Királyságban és az Egyesült Államokban az üzleti angyalok 3-5-ször többet fektetnek be, mint az intézményi kockázatitőke-befektetők. *Gaston (1989)* felmérése alapján ez az arány az USA-ban 4-10-szeres. *Bygrave és Hunt (2004)* a GEM felmérések adatai alapján úgy becsülte, hogy az informális befektetések értéke eléri a résztvevő országok összesített GDP-jének 1,2 százalékát, ami több mint 10-szerese a magvető, induló, korai növekedési és expanziós szakaszokat finanszírozó intézményi kockázatitőke-befektetések összegének.<sup>18</sup> (A kutatásban résztvevő országok nemzeti adatai a 3.4 táblázatban láthatók.) Egy, a Bizottság által 1998-ban végzett felmérés az üzleti angyal típusú befektetések potenciális nagyságát évente 10 és 20 milliárd euró közöttire becsülte, ezzel szemben a teljes európai kockázatitőke-iparág által végrehajtott magvető illetve kezdőtőke típusú befektetések értéke 2001-ben 4,1 milliárd euró volt (EC 2003b). A finanszírozott vállalkozások számát figyelembe véve még nagyobb az eltérés (hiszen az üzleti angyalok esetén kisebb a befektetések átlagos nagysága): egyes becslések szerint az üzleti angyalok 30-40-szer annyi céget finanszíroznak, mint az intézményi kockázati tőke (Van Osnabrugge–Robinson 2000). A tevékeny üzleti angyalok számát Európában körülbelül 125.000-re teszik, a potenciális angyalokét pedig egy millióra becsülik (EC 2003b). Az adatokat látva nem lehet kétséges, hogy az üzleti angyalok finanszírozási potenciálja igen jelentős.

Az informális kockázati tőke ráadásul könnyebben elérhető, „*közelben lévő forrást*” jelent, szemben az egyre inkább globalizáló intézményi kockázati tőkével. Empirikus adatok ugyanis azt mutatják, hogy az üzleti angyalok befektetéseiket többségét lakó- vagy munkahelyüktől számítva elérhető távolságon belül (2-3 órányi autótútt) hajtják végre, vagyis előszeretettel választanak az otthonukhoz közeli vállalkozást befektetéseik célpontjául. Az üzleti angyal-piacok lokális (illetve regionális) jellege több tényezőre vezethető vissza (Makra 2004). *Először is*, az üzleti angyalok aktív közreműködéséhez elengedhetetlen, hogy a vállalkozás könnyen, gyorsan elérhető legyen. *Másodszor*, a befektetési lehetőség értékelése során előnyt jelenthet, ha a befektető ismeri a vállalkozás szűkebb működési környezetének sajátosságait, a helyi viszonyokat. *Harmadszor*, sokszor a befektetők lokális

<sup>18</sup> Ne felejtjük el, hogy a GEM felmérésekben informális kockázati tőkeként veszik számba a családtagoktól, rokonoktól, barátoktól, munkatársaktól származó forrásokat is, tehát egy igen tág definíciót alkalmaznak. Hazánk az informális tőkebefektetések GDP-hez viszonyított arányát illetően sereghajtónak számít: csak a brazil érték alacsonyabb a magyarnál (Szerb-Rappai 2005).

csatornákon keresztül jutnak információhoz: a családtagoktól, barátoktól, üzletfelektől, a helyi médiából származó hírek a közeli vállalkozásokról szólnak, és valószínűleg a tőkét kereső vállalkozók is elsőként a térségben tevékenykedő befektetőket találják meg. *Negyedszer*, a helyi közösségen belül nagyobb valószínűséggel vannak jelen azok a közös értékek és célok, amelyek hozzájárulhatnak egy hosszabb távra szóló bizalmi viszony kialakulásában a befektető és a vállalkozó, illetve az egymással együttműködő üzleti angyalok között (Sørheim 2003). *Ötödször*, bizonyos befektetőknek a helyi közösség megbecsülésének kivívása is fontos lehet, és ezért választanak ki olyan vállalkozásokat, amelyeket helyben mindenki ismer.

A fentiekből az is következik, hogy az üzleti angyalok a helyi gazdaság illetve a régió fejlődésének szempontjából „*endogén erőforrásoknak*” tekinthetők atekintetben, hogy a helyben képződő forrásokat helyben is fektetik be. (Makra 2004)

A leírtak véleményünk szerint jól alátámasztják, hogy változatlanul aktuális és érvényes az Egyesült Királyságban felállított Tudományos és Technológiai Tanácsadó Testület (ACOST<sup>19</sup>) egy 1990-ben készített jelentéséből származó, sokszor idézett megállapítás, miszerint: „az aktív informális kockázatitőke-piac nélkülözhetetlen előfeltétele egy dinamikus, vállalkozás-központú gazdaság kialakulásának” (idézi Harrison-Mason 1996a: 9).

#### **4. Az üzletiangyal-hálózatok szerepe a piac allokációs hatékonyságának növelésében**

Az informális kockázatitőke-piacon azonban a partnerkeresés hosszadalmas és költséges folyamat. Ebben a jelenségben valójában a piac alapvető természete tükröződik: ez egy óriási bújócska, amelyben mindenkinek be van kötve a szeme (Gaston 1989: 4). Az informálisan befektetők (méltányolható okokból) a névtelenségbe burkolóznak, és rejtőzködésük következtében láthatatlanok maradnak. Eltérően a kockázatitőke-szervezetekkel, nincsenek felsorolva címjegyzékekben és a „Sárga Oldalak”-ban sem szerepelnek. Emiatt egy vállalkozó számára a lehetséges finanszírozó felkutatása gyakran nem vezet eredményre, vagy annyira elhúzódik, hogy az üzleti elképzelés időközben elveszti versenyképességét. Hasonló helyzetbe kerülhetnek az ígéretes befektetési lehetőségek után kutató magánszemélyek is, amiben az is szerepet játszik, hogy a vállalkozók nem szívesen árulják el féltett üzleti ötleteiket. A befektetőnek általában nem ez a főtevékenysége, hanem ad hoc módon és passzívan közelít a befektetéshez, többnyire barátok, üzletársak információira, ajánlataira támaszkodva. Így sokszor csakis a vakszerencsé-

<sup>19</sup> Advisory Committee on Science and Technology.

től függ, hogy milyen minőségű és mennyiségű befektetési ajánlat kerül az üzleti angyalok látókörébe. Ezek a körülmények kedvét szeghetik mind a vállalkozóknak, mind pedig a potenciális befektetőknek.

A piac alacsony hatékonyságú működését leginkább az jelzi, hogy egyik oldalon az angyalok rendre arról számolnak be: szívesen vállalkoznának több befektetésre, ha olyan befektetési ajánlatokat tennének eléjük, amelyek megfelelnek az elvárásaiknak,<sup>20</sup> miközben a másik oldalon a növekedésorientált fiatal kisvállalkozások tőkehiányra panaszkodnak. Az sem meglepő, hogy a befektetők nagyobb részt *elégedetlenek a létező kommunikáció csatornákkal* (Harrison-Mason 1996a).

Az informális kockázatitőke-piac élénkebb működéséhez a hatékonyságot gátló tényezők lebontásán keresztül vezet az út. A vállalkozók és a befektetők között tátongó „információs szakadék” áthidalása információközvetítő intézmények létrehozásával, vagyis az informális piac bizonyos fokú „formalizálásával” érhető el. Ezek a közvetítő intézmények, általánosan használt terminológiával: üzleti angyal-hálózatok 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. Szolgáltatásaikkal lehetővé teszik a vállalkozók számára, hogy projektjeiket egyidejűleg több befektetőnek is bemutatthassák. Ugyanakkor a befektetési lehetőségek gazdag választékát kínálják az üzleti angyalok számára, miközben biztosítják számukra az anonimitás megőrzését is egészen a keresési folyamat végéig, a tárgyalások megkezdéséig.

Az üzleti angyal-hálózatok sikeres működése *több csatornán keresztül is hozzájárulhat a piac és a vállalkozások fejlődéséhez* (Harrison-Mason 1996b):

- Megkönnyítik a vállalkozók és a befektetők egymásra találását, és ezzel általában véve emelik az informális befektetési aktivitás szintjét.
- Mivel a legtöbb üzleti angyal aktívan bekapcsolódik a vállalkozás életébe, a közvetítő intézmények nemcsak tőkéhez, hanem egyéb erőforrásokhoz is hozzájuttatják a vállalkozást (pl. kapcsolatok, értékes tapasztalatok és know-how).
- Olyan szolgáltatásokat nyújthatnak a vállalkozók és (szűkebb körben) a befektetők számára, amelyek önmagukban is értékesek, még akkor is, ha végül nem jön létre a befektetési ügylet.

<sup>20</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 tartalék majdnem háromszorosa a megelőző három évben végrehajtott befektetések összegének (Harrison-Mason 1996a).

- 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 a tevékenységük révén bekerülhet a köztudatba, az üzletiangel-befektetés a finanszírozási kultúra részévé válhat.

## 5. A bankszektor és az informális kockázatitőke-piac kapcsolata

Nyilvánvaló, hogy azok a kisvállalkozások, amelyek tulajdonosi típusú tőkéhez jutottak külső befektetőktől, a későbbiek során vonzó célpontot jelenthetnek a bankok számára is. Nagyobb a hitelkapacitásuk és valószínűleg növekedésorientáltak, különben nem érdemelték volna ki a tőkét. A befektetések nyomán mérséklődnek az információs aszimmetria káros hatásai is. Emiatt a bankszektor maga is érdekelt abban, hogy tevékenykedjenek olyan kockázatitőke-befektetők, akik hajlandók kis összegű befektetéseket végrehajtani, és, hogy a vállalkozók ismerjék meg a részesedésfinanszírozásban rejlő lehetőségeket és előnyöket, valamint legyenek tájékozottak abban, miként vonhatnak be tulajdonosi tőkét. Mindez ugyan is azt fogja eredményezni, hogy javul a banki ügyfélkör.

Ugyanakkor az is nyilvánvaló, hogy a bankok maguk nem fognak kisösszegű tőkebefektetéseket végrehajtani. Ha egy olyan specialistának, mint a kockázatitőke-cég sem éri meg, akkor valószínűleg a bankok számára sem lesz a tevékenység jövedelmező.

Az információ közvetítő intézmények az egyik leghatékonyabb módját jelentik az informális kockázatitőke-befektetések ösztönzésének. A bankok számára éppen ezért a legmegfelelőbb stratégia az lehet, hogy ilyen intézmények létrehozásában és működtetésében segédkeznek. Három lehetséges megközelítés létezik, melyek a bekapcsolódás különböző szintjeit jelentik (Mason-Harrison 1996d).

1. A bankok tekinthetők a kisvállalati szektor egyik legfőbb információ forrásának a finanszírozás terén, minthogy gyakran fordulnak hozzájuk tanácsért a vállalkozók, ezért ideális helyszínét jelenthetik a vállalkozók megismertetésének a részesedésfinanszírozás szerepével. A banki szakemberek az arra érdemes vállalkozókat bátoríthatják, hogy vegyék fontolóra a tulajdonosi típusú tőke bevonásának lehetőségét. Ami pedig a legfontosabb, információt nyújthatnak arról, hogyan találkozhatnak üzleti angyalokkal. Jelenleg nagyon elenyésző szerepet játszanak a bankok a kisvállalkozások és az informális kockázatitőke-piac kapcsolatának építésében: az üzleti angyalok fontos információ forrásként csak nagyon ritkán említik meg a bankokat.

Az első lehetséges stratégia tehát a bankok számára: minél szorosabb munkakapcsolat kialakítása a közvetítő intézményekkel oly módon, hogy a megfelelő vállalkozások számára ajánlják az ilyen szolgáltatásokat, és ezáltal megismertetik ezeket a későbbi potenciális ügyfelekkel. Ennek során rendkívül fontos a befektetők felé a hitelesség megőrzése, ezért a közvetítőnek erősen szűrnie kell a kijárlott vállalkozásokat. El kell kerülni, hogy a bank menedzserei a kevésbé ígéretes ügyfeleket irányítsák a hálózathoz. Nagyon körültekintően kell kiválasztaniuk, hogy kinek ajánlják a közvetítőt, ennek érdekében akár képzéseket is lehet kínálni a banki ügyintézők számára.

2. A közvetítő szolgáltatást nyújtó intézmény valószínűleg nem lesz képes teljesen önfenntartóan működni. Ezzel összefüggésben a második lehetőség a bankok számára: anyagilag szponzorálni az intézmények működését. Az egyik fő kritika az üzleti-angyal-hálózatokkal szemben, hogy az ügyfélbázisuk viszonylag szűk, és nem képesek elég párosítást végrehajtani. A hiányosságok jó része a források elégtelen szintjére vezethetők vissza, és ez akadályát jelenti az eredményes működésnek. A bankoktól kapott anyagi támogatás javíthatja az informális kockázatitőke-piac ösztönzésében mutatott hatékonyságukat. Jó példaként az igen sikeres skót üzleti-angyal-hálózat, a LINC Scotland említhető, támogatói között több hitelintézetet (pl. Bank of Scotland, Lloyds stb.) is találunk.

3. A legradikálisabb stratégia, ha a bank egyedül vagy társakat bevonva maga hoz létre közvetítő szolgáltatást, hogy szélesítse az üzleti angyalok táborát, hogy javítsa az angyalok esélyét több befektetés végrehajtására és lehetővé tegye a vállalkozók számára a magánbefektetők könnyű azonosítását. Ehhez megvannak az erőforrásaik, megvan a hitelességük, üzleti kapcsolataik és pozíciójuk. A '90-es évek közepén fontos szerepet játszott a brit informális kockázatitőke-piac fejlesztésében a National Westminster Bank Üzleti Angyal Szolgálata. Ez a szolgálat az Egyesült Királyság egészére kiterjedő adatbázist működtetett a kisvállalkozásokba befektetni kívánó üzleti angyalokról. A finanszírozást kereső vállalkozások erre specializálódott közvetítőkön keresztül kerülhettek be az adatbázisba. A közvetítő előzetes értékelést végzett arra vonatkozólag, hogy az adott vállalkozás általában véve megfelelt-e egy külső befektető elvárásainak. Ha a közvetítő befektetésre alkalmasnak ítélte a vállalkozást, akkor felvették a szolgálat számítógépes adatbázisába. Mi sem bizonyítja jobban, hogy a bank üzleti lehetőséget látott az üzleti angyalok tevékenységében, mint az, hogy ezt a szolgáltatást teljesen ingyenesen nyújtotta (Osman 1998:51).

## 6. Összefoglalás

A viszonylag fejletlen hazai informális kockázatitőke-piacon a kereslet és a kínálat a szokásosnál is nehezebben képes egymásra találni. Hazánkban 2000. jú-

niusa óta működik a Magyar Innovációs Szövetség és az INNOSTART Nemzeti Üzleti Innovációs Központ Alapítvány által létrehozott Üzleti Angyal Klub, amely fórumot biztosít az innovatív vállalkozások és befektetők számára. A tapasztalatok azt mutatják, hogy a kezdeményezés korlátozottan volt csak képes élénkíteni a hazai informális kockázatiőke-piacot. Ezért szükséges felállítani egy olyan intézményt, amely *a piac érdemi fejlesztésének főszereplője* lehet. Célszerűnek látszik 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. Véleményünk szerint – és a tanulmány emellett igyekezett érveket felsorakoztatni – egy hazai ügynökség felállításában a magyar bankszektor is érdekelt lehetne.

## Irodalomjegyzék

- Akerlof, G. A. 1970: The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 8, pp. 488-500.
- Bank of England 2001: *Financing of technology-based small firms*. Bank of England, London.
- Baty, G. 1964: *Initial Financing of The New Research-Based Enterprise in New England*. Research Report No 25, Federal Reserve Bank, Boston.
- Benjamin, G. A. – Margulis, J. 1996: *Finding your wings: how to locate private investors to fund your venture*. Wiley, New York.
- Berger, A. N. – Udell, G. F. 1998: The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, 6-8, pp. 613-673.
- Berger, A. N. – Udell, G. F. 2003: Small business and debt finance. In Ács Z. J. – Audretsch D. B. (eds): *Handbook of Entrepreneurship Research: An Interdisciplinary Survey and Introduction*, Kluwer Academic Publishers, Boston, pp. 299-330.
- Bethlendi, A. – Bodnár, K. 2005: A hazai hitelpiac strukturális változása. A hitelezési felmérés tapasztalatai. *Hitelintézeti Szemle*, 3, pp. 1-21.
- Binks, M. – Ennew, C. T. 1996: Growing Firms and Credit Constraint. *Small Business Economics*, 1, pp. 17-25.
- Black, B. S. – Gilson, R. J. 1998: Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 243-277.
- Bottazzi, L. – Da Rin, M. – Hellmann, T. 2004: The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Analysis. *The Journal of Private Equity*, 2, pp. 26-53.

- Brealey, R. A. – Myers, S. C. 2005: *Modern vállalati pénzügyek*. Panem, Budapest.
- Bygrave, W. D. – Hunt, S. 2004: *Global Entrepreneurship Monitor 2004 Financing Report*, Babson College – London Business School, London.
- Carpenter, R. E. – Petersen, B. C. 2002: Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing. *The Economic Journal*, pp. F54-F72.
- Cressy, R. – Oloffson, C. 1997a: European SME Financing: An Overview. *Small Business Economics*, 2, pp. 87-96.
- Cressy, R. – Oloffson, C. 1997b: The Financial Conditions for Swedish SMEs: Survey and Research Agenda. *Small Business Economics*, 2, pp. 179-194
- Cressy, R. – Toivanen, O. 2001: Is there adverse selection in the credit market? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3, pp. 215-238.
- EC 2003a: *SMEs and acces to finance*. Observatory of European SMEs No 2. Enterprise Directorate-General, European Commission, Luxembourg.
- EC 2003b: *Benchmarking business angels. „BEST” report*. Enterprise Directorate-General, European Commission, Luxembourg.
- Engeln, J. – Licht, G. – Steil, F. 1997: Firm Foundations and the Role of Financial Constraints. *Small Business Economics*, 2, pp. 137-150.
- Erlich, S. B – De Noble, A. F. – Moore, T. – Weaver, R. 1994: After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing*, 1, pp. 67-82.
- Gaston, R. J. 1989: *Finding private venture capital for your firm. A complete guide*. Wiley, New York.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 1991: Informal investment networks: a case study from the United Kingdom. *Entrepreneurship & Regional Development*, 3, pp. 269-279.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 1992: The roles of investors in entrepreneurial companies: a comparison of informal investors and venture capitalists. In Churchill, N. C. – Muzyka D. F. – Birley, S. – Bygrave W. D. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research, 1992*. Babson College Center, Wellesley, pp. 388-405.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 1996a: 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, pp. 3-26.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 1996b: Developing the Informal Venture Capital Market: A Review of the Department of Trade and Industry's Informal Investment Demonstration Projects. *Regional Studies*, 8, pp. 765-771.

- Harrison, R. T. – Dibben, M. – Mason, C. M. 1997: The role of trust in the business angel's investment decision: an explanatory analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 4, pp. 63-81.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 2003: Backing the horse or the jockey? Agency costs, information and the evaluation of risk by business angels. In Bygrave, W. D. – Brush, C. G. – Davidsson, P. – Fiet, G. – Greene, P. G. – Harrison, R. T. – Lerner, M. – Meyer, G. D. – Sohl, J. – Zacharakis, A. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research 2002*, Babson College Center, Wellesley, pp. 393-403.
- Hubbard, R. 1998: Capital market imperfections and investment, *Journal of Economic Literature*, 1, pp. 193-225.
- Jensen, M. C. – Meckling, W. H. 1976: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 4, pp. 305-360.
- Kállay L. 2005: *A tranzakciós költségek: optimum, méretgazdaságosság, egyensúly*. Ph.D. értekezés, Szegedi Tudományegyetem, Szeged.
- Kállay L. – Kőhegyi K. – Kissné Kovács E. – Maszlag L. 2005: *A kis- és középvállalkozások helyzete. Éves jelentés 2003-2004*. Gazdasági és Közlekedési Minisztérium, Budapest.
- Kosztopulosz A. 2004: Befektetők vagy angyalok? Az informális kockázatitőkebefektetések motivációi. In Czagány L. – Garai L. (szerk.): *A szociális identitás, az információ és a piac*. JATEPress, Szeged, pp. 327-341.
- Kosztopulosz A. – Makra Zs. 2004: Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázatitőke-piac élénkítésében. In Botos K. (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JatePress, Szeged, pp. 89-109.
- Kosztopulosz A. 2005: *Az üzleti angyalok szerepe a fiatal, növekedésorientált kisvállalkozások finanszírozásában és fejlesztésében*. Ph.D. értekezés, Szeged.
- Landström, H. 1998: Informal investors as entrepreneurs. *Technovation*, 5, pp. 321-333.
- Lean, J. –Tucker, J. 2001: Information Asymmetry, Small Firm Finance and the Role of Government. *Journal of Finance and Management in Public Services*, 1, pp. 43-60.
- Leland, H. E. – Pyle, D. H. 1977: Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 2, pp. 371-387.
- Lindsay, N. J. 2004: Do business angels have an entrepreneurial orientation? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2-3, pp. 197-210.
- Lindström, G. – Olofsson, C. 2001: Early stage financing of NTBFs: an analysis of contribution from support actors. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, pp. 151-168.



- Lumme, A. – Mason, C. M. – Suomi, M. 1998: *Informal venture capital: investors, investments and policy issues in Finland*. Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.
- Madill, J. J. – Haines, G. H. Jr. – Riding, A. L. 2005: The Role of Angels in Technology SMEs: A Link to Venture Capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, pp. 107-129.
- Makra Zs. 2004: Angyalok helyben? Az informális kockázatitőke-befektetések szerepe egy térség gazdasági fejlődésében. In Mezei C. (szerk.): *Évkönyv 2003*. Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar Regionális Politika és Gazdaságtan Doktori Iskola, Pécs, pp. 370-380.
- Makra Zs. – Kosztópulosz A. 2004: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 7-8, pp. 717-739.
- Makra Zs. – Kosztópulosz A. 2005: Üzletiangyal-befektetések Magyarországon: elméleti alapvetés és empirikus eredmények nemzetközi összehasonlításban. *Vállalkozás és innováció*, megjelenés alatt.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996a: Informal investment business introduction services: some operational considerations. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, pp. 89-101.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996b: Informal venture capital: a study of the investment process, the post-investment experience and investment performance. *Entrepreneurship & Regional Development*, 2, pp. 105-125.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996c: LINC: a decentralised approach to the promotion of informal venture capital. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, pp. 119-141.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996d: The UK clearing banks and the informal venture capital market. *The International Journal of Bank Marketing*, 1, pp. 5-14.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2002: Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 3, pp. 211-236.
- OECD 2004: *Financing Innovative SMEs in a Global Economy*. OECD, Paris.
- Osman P. 1998: *Az üzleti angyalok tevékenysége és befektetések szerepe a kis- és kisebb középvállalatok létrehozásában és fejlesztésében*. OMF, Budapest.
- Scarpetta, S. – Hemming, P. – Tresser, T. – Woo, J. 2002: *The role of policy and institutions for productivity and firm dynamics: evidence from micro and industry data*. Economics Department Working Paper No 329. OECD, Paris.
- Scholtens, B. 1999: Analytical Issues in External Financing Alternatives for SBES. *Small Business Economics*, 2, pp. 137-148.

- Sørheim, R. 2003: The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, pp. 337-364.
- Stiglitz, J. – Weiss, A. 1981: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 3, pp. 393-410.
- Sullivan, M. K. – Miller, A. 1996: Segmenting the informal venture capital market: economic, hedonistic and altruistic investors. *Journal of Business Research*, 1, pp. 25-35.
- Szerb L. – Rappai G. 2005: A kezdő vállalkozások finanszírozása és az informális tőkebefektetők jellemzői Magyarországon. In Szerb L. (szerk.): *Vállalkozásindítás, vállalkozói hajlandóság, és a vállalkozási környezeti tényezők alakulása Magyarországon a 2000-es évek első felében*. Pécsi Tudományegyetem, Pécs, pp. 75-95.
- Szórádiné Szabó M. 2004: Vállalati pénzügypolitika és finanszírozás. In Bagó E. – Bélyácz I. – Barta Gy. – Czákó E. – Kádár K. – Katona J. – Mészáros T. – Papanek G. – Perényi Á. – Román Z. (szerk.): *Gazdasági szerkezet és versenyképesség az EU csatlakozás után. A VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia előadásai*. MTA, Pécs, pp. 369-376.
- Van Osnabrugge, M. 2000: A comparison of business angel and venture capital investment procedures: an agency theory-based analysis. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, pp. 91-109.
- Van Osnabrugge, M. – Robinson, R. J. 2000: *Angel investing. Matching start-up funds with start-up companies – The guide for entrepreneurs, individual investors and venture capitalists*. Jossey-Bass, San Francisco.
- Wetzel, W. E. Jr. 1983: Angels and informal risk capital. *Sloan Management Review*, 4, pp. 23-34.